

## تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بأنماط هيكل الملكية والتكلفة المرجحة لهيكل رأس المال لتعزيز ثروة المساهمين (دراسة تطبيقية)

د/مرفت على محمود العادلى

استاذ المحاسبة المساعد - كلية التجارة - جامعة الازهر

### الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين تكاليف الوكالة بأنماط هيكل الملكية المركزة (العائلية ، الحكومية) فى البيئة المصرية وعلاقتها بالتدفقات النقدية الحرة والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر ، وذلك لتقييم الأداء من خلال تعزيز ثروة المساهمين فى قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات .

ولقد اعتمدت الباحثة فى سبيل تحقيق هذا الهدف على دراسة تطبيقية متمثلة فى عينة من الشركات العائلية والحكومية عددها خمس شركات ، وذلك خلال الفترة من عام 2013-2017 من خلال بيانات التقارير المنشورة والمتاحة على الموقع الرسمي للبورصة المصرية وموقع تلك الشركات على الانترنت .

وقد استخدمت الباحثة الإحصاء الوصفي بجانب الارتباط الخطي لبيرسون ، تحليل التباين ANOVA ، ومعامل التحديد المصحح (R2) ، الانحدار المتعدد . وأسفرت الدراسة عن الأتى : -

وجود علاقة عكسية بين تكاليف الملكية العائلية والحكومية كل على حدا والقيمة السوقية للسهم فى ظل نمو المبيعات وتكلفة الوكالة وحجم الشركة باستخدام صافى التدفق النقدى الحر . وأهمية تركيز الملكية فى الأسواق الناشئة ومنها مصر نظرا لغياب الرقابة الصارمة ، والتي عادة مايقوم بها كبار المساهمين ممايشكل تأثيره السلبى على حقوق الأقلية .

وأوصت بضرورة تطبيق ما توصلت اليه الدراسة من نتيجة مفادها أن القيمة السوقية للسهم ( الحد الأدنى لقيمة السهم ) كمؤشر يحدد من خلال مؤشرين هما تكاليف الوكالة مقاس بمؤشر صافى التدفق النقدى الحر ومؤشر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . وهذا سيفيد المستثمر الحالى والمرتب .

**الكلمات المفتاحية :** تكلفة الوكالة - هيكل الملكية المركزة - التدفق

النقدى الحر - المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال - القيمة السوقية للسهم .

## **Abstract**

### **Agency Costs of free cash flow and their relationship to ownership Structure Patterns and weighted average Cost of capital Enhance Share Holder Wealth (Empirical Study)**

This Research aims to study : The relationship between agency costs and the patterns of concentrated ownership Structure (Family , Government) in the Egyptian environment , and its relationship to free cash flows , and the weighted average cost of invested capital ; in order to evaluate performance by enhancing the wealth of share holders in the services sector , Industrial products and cars .

In order to achieve this goal , the researcher relied on an applied study , represented by a sample of family and government companies numbering five , during the period from 2013 - 2017 , and through data to reports published on the official website of the Egyptian stock exchange and the website of these companies on the internet .

Used the descriptive statistics a long with the linear correlation of person , analysis of variance (ANOVA) , The corrected determination coefficient (Re) , and multiple regression .

It Yield the Following Results :

- represented by the market value of the share for the companies whose shares are traded on the Egyptian stock market .
- There is a direct significant relationship between the size and growth rate of the sample companies as an independent control variable and the financial performance of these companies .
- There is a non - significant inverse relationship between agency costs of family ownership and the financial performance of these companies .
- There is an inverse significant relationship between agency costs of free cash flows and the weighted average cost of capital in the sample firms .

### **Key Words :**

*Agency Cost - Concentrated Financial Structural - Free Cash Flow - Weighted Average Cost of Capital - The Market value of share .*

## تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بأنماط هيكل الملكية والتكلفة المرجحة لهيكل رأس المال لتعزيز ثروة المساهمين (دراسة تطبيقية)

### مشكلة البحث :

إن جميع القرارات المالية فى المنشآت عموماً تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم وتوفير المصادر المالية بأقل التكاليف مما ينعكس إيجاباً على قيمة المنشأة السوقية . ولأن تكاليف الوكالة وما يتعلق بها من مشاكل متمثلة فى تكاليف الرقابة ، والربط (الضمان) ، وتكاليف الخسائر المتبقية (الفرصة البديلة) وعلاقتها بأنماط هيكل الملكية وهيكل رأس المال (تمثل فى الأموال المملوكة والديون طويلة الأجل) . ودور مؤشرات قياسها المختلفة يمكن استنتاج طريقة لقياس الحد الأدنى لقيمة السهم فى السوق من خلال تلك العلاقات المختلفة كإحدى صور مقاييس الأداء المبنية على أساس القيمة .

### أهداف البحث :

يهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل الآتى :

- تكاليف الوكالة لكل من أنماط هيكل الملكية فى البيئة المصرية .
- العلاقة بين تكاليف الوكالة والتدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة .
- العلاقة بين تكاليف الوكالة وهيكل رأس المال المستثمر (المملوك ، والمقترض) وتأثيرها فى تقييم الأداء .
- العلاقة بين تكلفة رأس المال المستثمر وكل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والأداء المالى للشركات المصرية .

### فروض البحث :

يقوم هذا البحث على اختبار الفرض المستنتج من الدراسة النظرية وهو :

- لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والأداء المالى للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .
- وتم تقسيم هذا الفرض إلى الفروض الآتية :
- 1) لا توجد علاقة معنوية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة وبين القيمة السوقية للأسهم .

- (2) لا توجد علاقة معنوية بين الملكية الحكومية وتكاليف الوكالة وبين القيمة السوقية للأسهم .  
(3) لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وتكلفة رأس المال المستثمر وبين القيمة السوقية للأسهم .

### أهمية البحث :

يستمد هذا البحث أهميته من الآتى :

- تعد هذه الدراسة ذات أهمية للمستثمرين لمعرفة كيف يمكن لاختلاف هيكل الملكية أن يؤثر على الأداء المالي للشركات المتداولة فى سوق الأوراق المصري من خلال علاقته بتكاليف الوكالة .
- التعرف على ما إذا كان تركيز الملكية بنسبة اكبر من 5% له تأثير على قوة العلاقة بين هيكل رأس المال الأمثل وتكلفة الوكالة وعلاقتها بمستوي الأداء المالي للشركات المصرية والذي يساعد على تطوير التشريعات وتقديم توصيات بما يخص هيكل رأس المال الملائم فى البيئة المصرية من أجل تحسين الأداء المالي .
- معظم الدراسات التى تمت فى البيئة المصرية - على حد علم الباحثة لم تتناول هذا الموضوع . كما أن اغلب الدراسات كانت نتائجها متضاربة وذلك فى البيئات المختلفة فكان من الأهمية دراسة هذه العلاقات فى البيئة المصرية

### منهج البحث :

- فى سبيل تحقيق هدف البحث وتحقيقاً لفرضه الأساسي وفروضه الفرعية ، فإن هذه الدراسة تعتمد على المنهجين التاليين :
- **المنهج النظري** : ذلك بالاطلاع على ما ورد بالأدب المحاسبي من مراجع عربية وأجنبية وما تم نشره على شبكة المعلومات العالمية فيما يخص الدراسة .
  - **المنهج العملي** : ذلك من خلال الدراسة التطبيقية للمعلومات الواردة بالتقارير المالية المنشورة عن هذه الشركات محل الدراسة باستخدام الإحصاء الوصفي والأساليب الإحصائية الأخرى .

### نطاق البحث :

- تتم هذه الدراسة التطبيقية على الشركات ذات هيكل الملكية المركزة (عائلية وحكومية) المتداول أسهمها فى البيئة المصرية .

- يتم استخدام مؤشر الحد الأدنى للقيمة السوقية للسهم فقط كأحد مؤشرات تقييم الأداء المالي للمساهمين .
- يتم تطبيق مؤشر نسبة المصروفات التشغيلية فى تقدير تكاليف الوكالة لسببين هما :
  - ثبت تجربته فى دراسات سابقة وأُعيد للتطبيق .
  - توافر البيانات المنشورة للشركات محل الدراسة لصالح هذا المؤشر .

#### خطة البحث :

فى ضوء مشكلة الدراسة والهدف منه ، تقوم الباحثة بتقسيم الدراسة كالاتي :

#### ♦ الفصل الأول : تكاليف الوكالة وعلاقتها بهيكل الملكية فى البيئة المصرية .

- المبحث الأول : تكاليف الوكالة وآليات الحوكمة .
- المبحث الثانى : الهيكل المالي كأحد محددات تكلفة الوكالة .
- المبحث الثالث : الاستدانة وتكاليف الوكالة .
- المبحث الرابع : مشاكل الوكالة وأنماط الملكية المركزة فى البيئة المصرية .
- ♦ الفصل الثانى : تقييم الأداء المالي باستخدام تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بتكلفة رأس المال .

- المبحث الأول : علاقة تكاليف الوكالة لأنماط الملكية المركزة (عائلية وحكومية) بتكلفة رأس المال .

- المبحث الثانى : تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بمقاييس الأداء المبنية على أساس تعزيز ثروة المساهمين .

#### ♦ الفصل الثالث : الدراسة التطبيقية

- ♦ النتائج والتوصيات والمقترحات البحثية المستقبلية .
- ♦ المراجع : العربية والأجنبية .

## الفصل الأول

### تكاليف الوكالة وعلاقتها بهيكل الملكية فى البيئة المصرية

يتم تقسيمه إلى المباحث الآتية :

- المبحث الأول : تكاليف الوكالة وآليات الحوكمة .
- المبحث الثانى : الهيكل المالى كأحد محددات تكلفة الوكالة .
- المبحث الثالث : الاستدانة وتكاليف الوكالة .
- المبحث الرابع : مشاكل الوكالة وأنماط الملكية المركزة فى البيئة المصرية .

### المبحث الأول

#### تكاليف الوكالة وآليات الحوكمة

##### Agency Costs : تكاليف الوكالة

يمكن تعريف تكاليف الوكالة بأنها نوع من التكاليف الداخلية الواجب دفعها للوكيل الذى يعمل ويمثل مصلحة الأصل ، هذه التكاليف ترتفع وتزداد بسبب المشاكل الجوهرية كتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين ، حيث يرغب المساهمين من المديرين وإدارة المنشأة بطريقة تعظيم قيمة حقوقهم فى المنشأة ، بينما يرغب المديرون بإدارة المنشأة بطريقة تعظم ثروتهم وتزيد من قوتهم . (شقور ، عمر فريد ، 2017 : 30)

وتمثل تكاليف الوكالة مشكلة الوكالة بالنفقات أو الخسائر التى يتحملها أطراف العلاقة التعاقدية والناشئة عن اعتقاد الموكل بأن الوكيل يتصرف من منطلق تحقيق مصالحه الشخصية على حساب مصالح المساهمين . وفى كل الأحوال لا يمكن تخفيض تكاليف الوكالة إلى الصفر ، ويمكن تقسيم التكاليف الناتجة من علاقة الوكالة إلى عدة أقسام كما يلى : (القويدر ، 2013 : 25-27 ، زريقات وآخرون ، 2016 : 308)

- تكاليف الإشراف التى يتحملها الموكل للرقابة على تصرفات وسلوك الوكيل .
- تكاليف الالتزام التى يتحملها الوكيل لضمان بأنه لن يقوم بالأفعال التى تضر بمصالح الوكلاء .
- الخسارة المتبقية التى تحدث نتيجة اختلاف الأفعال التى كان سيتخذها الوكلاء لأنفسهم لو كانوا ملاكاً عما يتخذونه وهم وكلاء .

وتنتج مشاكل الوكالة بسبب اختلاف أهداف كل من طرفي العلاقة التعاقدية ، ذلك بسبب اختلاف النظرة إلى إمكانية تحقيق أهداف المنشأة ، إذ تقتضى نظرية الوكالة بأن كل منهما يكون مدفوعاً لتحقيق منفعه الخاصة ، ويمكن تحديد مشاكل الوكالة فى ثلاثة أنواع رئيسية : مشاكل الإدارة ، مشاكل الملاك ، مشاكل الملاك مع الأطراف الأخرى ذات الصلة بالمنشأة . ولتخفيض تكاليف الوكالة ، لابد من الحد من مشاكل الوكالة ، وبالتالي من الأفضل بناء وتطوير بيئة حقيقية لممارسة حوكمة الشركات ، من خلال تعزيز الرقابة على الإدارة ، وإنشاء نظام للحوافز ، وتلعب حوكمة الشركات الداخلية دوراً مهماً فى تخفيض تكاليف الوكالة .

وقد اقترحت العديد من الدراسات آليات تخفيض تكاليف الوكالة منها ( Li & Cui, 2004 ; Zhang & Li, 2008 ; Byrd, 2010 ; Fatma, 2011 ; Khan et al., 2012)

وتعتبر الآليات التالية من أهم ما تم اقتراحه لتخفيض تكاليف الوكالة :

بناء نظام لمكافآت الإدارة : من خلال منح الإدارة تعويضات ومكافآت مقابل قيامها بإدارة المنشأة نيابة عن المساهمين ، التمويل بالدين : حيث يتم مراقبة الإدارة من قبل الدائنين الذين يضعون العديد من الشروط على استغلال الأصول وعلى حوافز الإدارة من جهة ، ومن جهة أخرى ، فإن الديون تحد من التدفقات النقدية الحرة التى يمكن استغلالها من قبل الإدارة لتحقيق منافع خاصة ، أو الدخول فى مشاريع ذات مردود سلبي على المنشأة ( Jensen, m., 1986 : 324)

ويرى (Fleming et al., 2005) أن التمويل بالدين يحافظ على بقاء نسبة ملكية الإدارة من أسهم المنشأة مرتفعة ، مما يخلق الحافز لديها للعمل لصالح المنشأة ، لاسيما عند المفاضلة بين إصدار أسهم جديدة أو التمويل بالدين .

(Fleming, G., Heaney, R., & Mccoker, R., 2005 : 33)

ويشير (Jensen & Meckling, 1976) إلى أن المالك يمكنه أن يحد من الانحرافات عن تحقيق مصلحته ، من خلال وضع أو خلق الحوافز المناسبة للوكيل ، من خلال تكبد تكاليف رقابة تصمم للحد من الأنشطة السيئة الأثر للوكيل ، وبالتالي ، ظهر ما يسمى "تكاليف الوكالة" ، التى يتحملها المساهمون لضمان مراقبة أعلى على المديرين ، منها تكلفة الرقابة والمتابعة وضمان اصطفااف الأهداف بين الجميع نحو ربحية أكبر للمساهمين . لكن وعلى الرغم من هذا فإن تحقيق التوافق بين مصالح المالكين والإدارة بشكل كامل غير ممكن ، وتختلف التصرفات التى تقوم بها

الإدارة عن التصرفات التي يقوم بها المالكين مما يؤدي إلى أضرار أو خسائر في ثروة المالكين تُسمى بالخسائر المتبقية كجزء من تكاليف الوكالة . (زريقات وآخرون ، 2016 : 308)

وحيث أن عقود المديونية تمثل أحد أسباب حدوث تكاليف الوكالة حيث تؤثر هذه العقود سلباً على قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها مثل الحد من إصدار ديون جديدة أو تحديد حد أقصى لتوزيعات الأرباح أو تحديد حد أقصى للسيولة والمديونية ، لذا تُعد هذه العقود من المحددات الرئيسية لسلوك الإدارة في ظهور تكلفة الوكالة وذلك من زاويتين أساسيتين :

**أولهما :** خضوع الإدارة للرقابة المشددة من قبل أعضاء سوق المال من مستثمرين ودائنين ومنظمات الأوراق المالية والبنوك وذلك للحد من استخدامها للتدفقات النقدية الحرة على الإنفاق المبالغ فيه أو في قبول مشاريع استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة تحقق لهم مصالح خاصة على حساب مصالح حملة الأسهم .

**أما الثانية :** فإن اللجوء إلى عقود المديونية يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية للشركة مما قد يحفز المديرين على تخفيض تكاليف الوكالة للمحافظة على القدرة المالية للوفاء بالدين وأعباءه في مواعيدها المحددة .

ويساهم هيكل رأس المال<sup>(\*)</sup> الأمثل في تخفيف تكاليف الوكالة ، حيث أن حجم المديونية (الرفع المالي) في هيكل رأس المال تؤثر على قيمة المنشأة ، على سبيل المثال .

ويعتبر هدف تعظيم التنمية السوقية محور اهتمام الكثير من النظريات ، فنظرية المبادلة Trade off theory تقترح وجود هيكل رأس مال أمثل يتحقق عند الموازنة بين مزايا التمويل بالدين (الوفر الضريبي ، تخفيض تكلفة الوكالة للملكية) وتكاليفه (تكاليف إصدار الدين ، تكاليف الإفلاس ، تكاليف الوكالة للديون) ، وعند تساوي العائد من الرفع المالي مع الخسارة المتوقعة من تكاليف الإفلاس تصل القيمة السوقية إلى أقصاها ومع استمرار استخدام التمويل بالدين ، تنخفض قيمة المنشأة تدريجياً نظراً لأن التكاليف المتعلقة بالرفع المالي أكبر من مزايا الرفع المالي.

(Ming & Zuwei, 2011 : 37)

---

(\*) هيكل رأس المال هو مصادر الأموال طويلة الأجل فقط (أموال الملاك المساهمين والديون أو الالتزامات طويلة الأجل)

إضافة إلى ذلك فإن عقود المديونية تؤدي إلى تغيير هيكل التمويل ومن ثم هيكل الملكية مما قد يترتب عليه زيادة نسبة الملكية الإدارية (المديرين) في رأس مال المنشأة مما يقرب مصالح حملة الأسهم والمديرين . وبالتالي يقلل من تكلفة الوكالة للملكية .

ولكن في المقابل فإن المديرين يدركون تماماً القيود التي تفرضها عليهم عقود المديونية ، لذلك فإنه في ظل غياب نظام جيد للحوافز أو آليات رقابة فعالة ربما يكون لدى المديرين حافز لتقليل الاعتماد على عقود المديونية لتخفيض مخاطر الفشل المالي للمنشأة ، باعتبار أن المديرين - بعكس حملة الأسهم - لا يستطيعون التخلص من المخاطرة بالتنوع لأسهمهم لأنهم يضعون رأسمالهم البشري في منشأة واحدة .

وأشار (رمضان العقدة ، 2009 : 22) إلى أن زيادة السيولة يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة المتمثلة في وجود سيولة عالية لدى الإدارة يمكن أن يساء استخدامها ، وبين سعي الإدارة لزيادة سيولة المنشأة للتخفيف من تكاليف العسر المالي وزيادة قدرتها على الاقتراض ، وسعي أصحاب المنشأة للتخفيف من تكاليف الوكالة الناتج عن زيادة سيولة المنشأة ، يلجأ الملاك إلى الاقتراض لوضع مزيد من الالتزامات المالية على الإدارة ولإيجاد طرف خارجي ذي مصلحة في الرقابة على التصرفات المالية للمنشأة ، محاولة منهم للتخفيف من تكاليف الوكالة .

وتوصل (Jensen & Meckling, 1976) إلى أن الدين قد يعالج مشكلة المبالغة في الاستثمار الناتجة عن توفر نقد حر تحت تصرف الإدارة الذي يمكن استغلاله لتحقيق أهدافها الخاصة . إلا أن الدين كذلك قد يخلق نوعاً آخر من تضارب المصالح بين المالكين وأصحاب الدين نتيجة لمشكلة نقل الثروة والتي تدفع بأصحاب الدين إلى طلب علاوة ، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف نتيجة التمويل بالدين ، وهذا يسبب ما يعرف بمشكلة تراجع الاستثمارات لتخلص المنشأة من بعض الفرص الاستثمارية المربحة لارتفاع تكاليف التمويل .

من جهة أخرى وإذا ما تعددت نسبة الديون في هيكل رأس المال حداً معيناً ، فإن ذلك يؤدي إلى حدوث أثر عكسي للرفع المالي على تكاليف الوكالة ، أي يؤدي إلى زيادتها .

( مدفوني ، 2011 : 20-24 )

## المبحث الثاني

### الهيكل المالي كأحد محددات تكلفة الوكالة

يتم تعريف هيكل الملكية من خلال توزيع الأسهم فيما يتعلق بالأصوات ورأس المال ولكن أيضاً من خلال هوية أصحاب الأسهم . حيث إن الفكرة الكامنة وراء مفهوم هيكل الملكية هو القدرة على فهم الطريقة التي يتفاعل بها حملة الأسهم مع إدارات الشركات كلما كان ذلك ممكناً ، لتحديد المالك النهائي لمجموعة معينة من الشركات كما أن هيكل الملكية قد تتأثر بعوامل خاصة بكل بلد مثل الثقافة الوطنية والممارسات التجارية والحوافز الضريبية الوطنية والاختلافات فى الهياكل القانونية ، وقد يكون لكل قطاع اقتصادي أنواع مختلفة من هيكل الملكية المستدامة التي تساهم فى تنافسية وصحة المنشأة ، كما يؤدي الفشل فى إنشاء هيكل ملكية مستدام إلى نتائج تتناقض مع ما يتوقعه المساهمون ، بما له من أثر فى تعزيز أداء المنشأة . ويعتبر هيكل الملكية أحد القواعد الأساسية فى حوكمة المنشآت حيث إن التنوع فى هيكل الملكية يعتبر أداة رقابية على الإدارة التنفيذية للمنشآت ويعكس طبيعة المالكين وخصصهم فى رأس المال . (هندي ، منير إبراهيم ، 2009 : 179)

ويعد هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل التمويلي للمنشأة الذى ينتج عن السياسة المالية المتبعة من طرفها ، حيث تؤثر هذه السياسة المتبعة على قرار التمويل كونها متعلقة باختيار هيكل التمويل المناسب ، أى مزيج مصادر التمويل والذى يساهم فى تعظيم الربحية وتحقيق هدفها المتمثل فى تعظيم القيمة السوقية للسهم . (سليم ، يزيد محمد ، 2016 : 38) . لذلك يجب على المنشأة اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس مالها والذى يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة من هذا التمويل المستهدف ، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الحصول على التمويل ، أى المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة . إن معرفة تكلفة رأس المال وكيفية تأثرها بالرافعة المالية يعتبر أمراً مفيداً فى اتخاذ قرارات تتعلق بهيكل رأس المال ، حيث يتم اختيار الهيكل الذى عنده تكون التكلفة فى حدها الأدنى وتكون قيمة المنشأة عند حدها الأقصى .

ولقد شهدت الأدبيات والدراسات التى تناولت العلاقة بين التمويل بالدين وأداء الشركات تطوراً هائلاً منذ الطرح الذى قدمه كلاً من (Modigliani & Miller, 1958) بشأن هيكل رأس المال . حيث يمثل هيكل رأس المال الحل الذى تتبناه العديد من الشركات لتمويل أصولها من خلال الجمع بين الأسهم والديون . (Espireh et al., 2013)

ولكن النتائج فى هذا السياق أظهرت تبايناً واضحاً : فدراسة ( Modigliani & Miller, 1958) قامت على مجموعة افتراضات فى ظل ظروف أسواق رأس المال المثالية ، وهى : عدم وجود تكاليف المعاملات والضرائب وتكليف الإفلاس ، ووجود تناظر فى معلومات السوق وتكافؤ فى تكاليف الاقتراض لكل من الشركات والمستثمرين . وعلى الرغم من الظروف التقيدية لدراسة (Modigliani & Miller, 1958) أظهرت نتائجها أن هيكل رأس المال غير مرتبط بأداء المنشآت . وبعد هذه النتيجة ، قامت دراسات عديدة بتسليط الضوء على أوجه القصور فى السوق من خلال تطوير عدداً من النظريات متعددة الأوجه للكشف عن سياسات التمويل المثلى ، وبالرغم من ذلك لا يوجد حتى الآن نظرية ذات قبول عالمي فى هذا المجال . ولاحقاً ، ثم تطوير العديد من النظريات لتفسير العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات كنظرية الترتيب (أولويات التمويل) Pecking order theory ، ونظرية التبادل المتوازن Static trade off theory ، ونظرية تكلفة الوكالة Agency cost theory .

وفى ضوء هذه النظريات تم طرح الكيفية التى تقوم بها الشركات بتحديد مصادر الاستخدام ، واستخدام التمويل بهدف تعظيم قيمة المنشآت لجميع أصحاب المصالح المعنيين . وفى أدبيات تمويل المنشآت ، تمثل العلاقة بين هيكل الملكية وأداء المنشآت أحد الموضوعات الجدلية المهمة والمستمرة . ويعتبر كلاً من (Berle & Meams, 1932) الرواد الأوائل فى لفت الانتباه إلى أن هيكل الملكية المختلط قد يؤدي إلى تدني أداء المنشآت ؛ أى وجود علاقة عكسية بين انتشار الملكية وأداء المنشآت . وقد فسر الباحثان هذه النتيجة بأن المديرين الذين يمتلكون حق التصرف بالنيابة عن المالكين لا يتصرفون عادة بما يحقق مصلحة المساهمين على النحو الأمثل لتعزيز الربحية ، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين . وفى المقابل خالف (Demsetz, 1983) هذا الرأى من خلال ملاحظته بان هيكل الملكية ينبغي أن ينظر إليه على أنه عنصر داخلي لتعظيم الأرباح وقيمة المنشأة وكدليل لتخصيص الموارد واستخدامها حيث يقول Demsetz أنه عندما يقرر أصحاب منشأة خاصة طرح أسهم المنشأة للبيع ، أو عندما يوافق مساهمو منشأة عامة على توزيع ثانوي للأسهم ، فإنهم فى الواقع يقررون تغيير هيكل ملكية منشأتهم وجعله أكثر انتشاراً ، حيث يعكس التداول اللاحق للأسهم رغبة المالكين الحاليين والمحتملين فى تغيير حصص الملكية فى المنشأة . ويضيف Demsetz أنه فى حالة الاستحواذ على المنشآت ، يكون للمالكين تأثير مباشر وهيمنة على هيكل الملكية ، وبهذه الصورة ، يعكس هيكل

ملكية المنشأة القرارات التي يتخذها أولئك الذين يمتلكون أو الذين سيمتلكون الأسهم في تلك المنشأة . ويمكننا القول ، أن هيكل الملكية المنبثق سواء أكان مركزاً أو منتشراً ، سيتأثر بمصالح المساهمين في مجال تعظيم الأرباح ، وكنتيجة لذلك لا تكون هناك علاقة منتظمة بين التغيرات في هيكل الملكية والتغيرات في أداء المنشأة .

ولقد أشار (Elvin & Hamid, 2016) إلى أن العديد من المؤلفات حول الإدارة الإستراتيجية والمالية ترى أن نظرية الوكالة تلعب دوراً مهماً في تحديد العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركة . وأكد (Berger & Patti, 2000) على ضرورة أخذ هيكل ملكية الشركة بعين الاعتبار عند فحص قضايا التمويل ؛ ذلك لأن الاختلافات في هياكل الملكية تؤثر على كفاءة وموائمة أهداف الأطراف الداخلية (المديرين) مع أهداف مقدمي التمويل (المساهمين) . وفي إطار هيكل رأس المال ، وجد (Twarsh, 2004) أن الأدبيات التي تفحصت التطبيقات الأدائية لخيارات هيكل رأس المال في الأسواق النامية أو التي تمر اقتصادياتها بمرحلة انتقالية ، يكون سوق رأس المال فيها أقل كفاءة وغير ناضج ويعاني من عدم تماثل المعلومات بشكل واضح . ومن ثم ، فإن بيئة السوق قد تتسبب في عدم اكتمال قرارات التمويل .

### المبحث الثالث

#### الاستدانة وتكاليف الوكالة

يُقصد بتكلفة الاستدانة معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المنشأة للقرض، وبما أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل ، فإن المنشأة تحقق من وراءها وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة .

وأن عملية الاقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المنشأة أو قرض تتعاقد عليه ، يترتب عليها تدفقات داخلية متمثلة في قيمة بيع السند أو قيمة القرض المتعاقد عليه ، وتدفقات خارجة متمثلة في الفوائد التي تدفع سنوياً (خدمة الدين) بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة الواجبة السداد في تاريخ الاستحقاق .

ولحساب تكلفة الاقتراض يمكننا الاستعانة بمعدل العائد الداخلي ، والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة (معدل الخصم) الذي بإمكانه جعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية (الفوائد) والدفعة النهائية (أصل القرض) عند الاستحقاق تعادل المتحصلات المالية من الأموال المقترضة .

ومن هذه الخصائص يمكن القول بأن للمديونية أهمية كبيرة فى حصر التضارب الناشئ عن صراع الوكالة ، حيث يقدم المساهمون تمويلاً دائماً للمنشأة يكافئ بحصص الأرباح التى يحصلون عليها إذا تحققت ، كما يمنحهم هذا التمويل حق الإطلاع على إدارة المنشأة ، بينما يقدم المقرضون تمويلاً قد يكون طويل أو قصير الأجل بحيث تكافئ بفوائد ولا يحصل بموجبه أصحابه على حق الإطلاع على قرارات إدارة المنشأة .

وعادة ما تفضل الإدارة الاقتراض للعديد من الأسباب منها : (زلاس ، رياض ، 2012 :

(77

1) حرصها على تعظيم أرباح المنشأة لتجنب مخاطر الإفلاس ، وبالتالي تضييع فرص عملهم ، والنتيجة ترتفع قيمة المنشأة وتخفض تكاليف الوكالة .

2) تفضيل المساهمين الذين تتحصر مسؤوليتهم فى حدود مساهمتهم على المشروعات الأكثر مخاطرة لأنها فى نظرهم أكثر عائد ، على عكس المقرضين الذين لا ترتبط عائداتهم بالأداء الاقتصادي للمنشأة ، فإنهم يفضلون المشروعات الأقل مخاطرة .

3) إمكانية تحويل المديرين للثروة من المقرضين إلى المساهمين ، من خلال توزيعات الأرباح الممولة أساساً من تخفيض أعباء نفقات الاستثمار .

ولهذه الأسباب فإن المقرضين يحرصون على العمل من أجل الحصول على المعلومات المحاسبية والمالية الكفيلة بتمكينهم من متابعة القدرة على الالتزام بالسداد ، لذلك فإنهم يمارسون ضغوطاً على المنشأة من خلال مراقبة سلوك المديرين بواسطة عقود موثقة تسمح لهم بمتابعة ومراقبة قرارات الإدارة فى مجالات الإنتاج والاستثمار والتمويل .

وينبغي على مديري المنشآت الذين لديهم مشروعات استثمارية أن يشعروا الدائنين بذلك من أجل الحد من عدم تماثل المعلومات . وفى نفس الوقت عليهم أن يحددوا هيكل رأس المال الأمثل من خلال الموازنة بين تكاليف الوكالة للمساهمين وتكاليف الوكالة للدائنين لأن المستوى الأمثل للمديونية يتحقق عندما تكون تكاليف الوكالة فى حدودها الدنيا (2008 ،

(www.univ.orleans/ziane.pdf

وفى دراسة (بن عزيزة ، زعبيط ، 2019) والتى هدفت إلى بيان أثر هيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة فى المنشأة ، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لخمسة شركات مدرجة فى بورصة الجزائر لفترة من (2010 - 2017) باستخدام الانحدار التجميعي ، وتم قياس المديونية

بنسبة الاستدانة قصيرة وطويلة الأجل ، كما تم التعبير عن تكاليف الوكالة بمعدل دوران الأصول بالإضافة إلى استخدام مقياس الحجم محسوباً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول (كمتغير ضابط) ، وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المديونية بشقيها على تكاليف الوكالة فى المنشآت محل الدراسة .

وهدفتم (شبير ، ماهر ، 2017) ، إلى دراسة أثر استخدام آليات الحوكمة فى تخفيض تكاليف الوكالة ، حيث تم تحديد خمسة متغيرات خاصة بالحوكمة تمثل نموذج الدراسة وهى (حجم مجلس الإدارة ، نسبة ملكية المديرين ، الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ، التمويل بالدين ، المكافآت الإدارية) ، وقد تم تدعيم النموذج بمجموعة من المتغيرات الضابطة وهى (حجم الشركة ، ربحية الشركة) وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي على نموذج الانحدار البسيط والمتعدد من خلال تجميع البيانات المالية لـ 49 شركة مدرجة فى بورصة فلسطين ، وفى الفترة الزمنية (2011-2015) ، وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد تأثير لكل من حجم مجلس الإدارة ، نسبة ملكية المديرين ، الفصل بين الواجبات ، المكافآت الإدارية والرافعة المالية للتمويل بالدين ، ربحية الشركة ، حجمها على تكاليف الوكالة .

ولقياس تكاليف الوكالة مؤشرات ثلاثة هى : معدل دوران الأصول ، نسبة المصروفات التشغيلية للمبيعات ، مؤشر التدفق النقدي الحر . وهذا المؤشر الأخير يتم تناوله لاحقاً بشئ من التفصيل .

فمن خلال دراسة (شقور ، 2017) تناول فيها العوامل المؤثرة فى تكاليف الوكالة فى البنوك التجارية المدرجة فى بورصة عمان فى الفترة من (2013-2015) . توصلت نتائجها إلى أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة نسبة التمويل بالدين باستخدام مؤشر دوران الأصول ، ووفقاً لمؤشر نسبة المصروفات التشغيلية ، أما وفقاً لمؤشر التدفق النقدي الحر لم يحدد علاقة تكاليف الوكالة بنسبة التمويل بالدين .

وكان نتائج دراسة (سمور ، درغام ، 2020) تأثير هيكل الملكية (تركيز الملكية ، ملكية مجلس الإدارة ، الملكية المؤسسية ، والملكية الأجنبية) على تكاليف الوكالة ، أن تكاليف الوكالة تأثرت إيجابياً بتركز الملكية وملكية مجلس الإدارة .

#### المبحث الرابع

#### مشاكل الوكالة وأنماط الملكية المركزة فى البيئة المصرية

### مشاكل الوكالة : Agency Conflict

تعتبر مشاكل الوكالة التى أشار إليها كل من (Jensen & Meckling, 1976) أحد أبرز الأسباب التى دفعت العديد من الأبحاث فى المحاسبة والتمويل للتركيز على قضايا هيكل الملكية ، بهدف الحد من تكاليف الوكالة . إضافة إلى الانهيارات التى لحقت بكبرى المنشآت على مستوى العالم ، والتى ارتبطت فى جوهرها بنمط هيكل الملكية (نسبة ملكية كبار المساهمين فى رأس المال) . حيث كان من أهم أسبابها ضعف آليات الرقابة على تصرفات الإدارة ، لاسيما فى ظل المرونة المتاحة لها ، مما سمح لها بممارسات المحاسبة الإبداعية ، الأمر الذى نتج عنه الإضرار بمصالح الأقلية من المساهمين نتيجة عدم تماثل المعلومات . لذلك يمكن القول بأن شكل هيكل الملكية وهوية المالك (من عائلة واحدة أو من مؤسسات أو حكومية أو منشآت أجنبية) يؤثران فى أداء المنشآت وكفاءة السوق .

(Chen, L., 2012 : 117)

فقد أظهرت الدراسات طبيعة هيكل الملكية وأهميته لارتباطه بنظرية الوكالة وحوكمة الشركات (Sun et al., 2016 : 448 ; Khamis, R., & Elali, W., 2015 : 39 ; Sandra, A., 2012 : 58-59) .

ويمكن تبرير النتائج المختلطة فى تلك الدراسات وغيرها التى تتم فى هذا المجال بسبب المحددات المختلفة الموجودة فى الملكية (المحددات المحاسبية : النظم الضريبية ، مستوى الإفصاح والشفافية ، كفاءة المراجعين فى عملية المراجعة، المحددات القانونية : قوانين الشركات وسوق رأس المال ، المحددات المتعلقة بخصائص الشركات : حجم الشركة ، عمر الشركة ، نوع الصناعة ، القرارات المالية ، مجموعة المحددات السلوكية: فتنتمثل فى الرغبة فى الاحتفاظ بحصة مسيطرة من أجل استخلاص منافع خاصة على حساب مساهمي الأقلية ، ويحرص أصحاب الشركات العائلية المغلقة على الاحتفاظ بحصة أغلبية كبيرة من أجل ضمان استمرارية ملكيتهم للشركة وتوريثها إلى أبنائهم) . (زيدان ، عمرو ، 2011 : 425)

ويعتبر هيكل الملكية أحد آليات حوكمة الشركات (Thomsen, S., & Conyon, M., 2012 : 123-125) ، من خلال تأثيره على أداء المنشآت وعلى العلاقة التعاقدية وفق نظرية الوكالة ، إذ أن هيكل الملكية بشقيها نمط الملكية وهوية المالك يؤثران على حوافز كل طرف داخل المنشأة ، وبالتالي على قدرة المنشأة فى حل مشاكل الوكالة . (Chen, L., 2012 : 3-4)

لذلك تعتبر عملية تنظيم العلاقات الداخلية والخارجية ضمن المنشآت وحماية حقوق المساهمين ، من أهم قواعد حوكمة الشركات مما ينتج عنه إدارة المنشآت بكفاءة عالية . وتوجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية ، وتكلفة وكالة للقروض ، ومن ثم يتوقع أن تتجه المنشأة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة ، عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من مثيلتها للاقتراض والعكس صحيح . (هندي ، منير إبراهيم ، 2003 : 527)

ويطلق على مزيج حق الملكية والديون بشقيها (طويلة الأجل ، قصيرة الأجل) والتي تشتمل على الائتمان التجاري "المشتریات الآجلة" والائتمان المصرفي قصير الأجل) ، أما هيكل رأس المال فهو يتضمن مصادر التمويل من حق الملكية والديون طويلة الأجل فقط (أى مزيج من الأوراق المالية) (ناصر والبدران ، 2014 : 86 ؛ 4 : 2011: Breal et al.)

نخلص مما سبق أن هيكل الملكية يخفف مشاكل الوكالة وما يترتب عليه فى القدرة على التقليل من تكاليف الوكالة . فإن الإدارة تسعى من خلال قرارات هيكل رأس المال إلى زيادة منافعها الخاصة ، مما يؤثر على تخفيض قيمة المنشأة ، إذ أنه لدى الإدارة حرية اختيار هيكل رأس المال الذى تسعى من خلاله إلى خفض مستويات الدين وتجنب انتهاك الديون ، بهدف إظهار رقم الربح المحاسبي بأفضل صورة مما ينعكس على حجم مكافأتهم . إضافة إلى ذلك ، لدى الإدارة حافز لحماية رأس المال البشري من مخاطر الإفلاس المرتبطة بالديون.

(Sun, J., Ding, L., & Guo, J., 2016 : 448)

ويمثل هيكل الملكية أحد آليات حوكمة الشركات الذى يساهم فى انخفاض مشاكل الوكالة ، وزيادة الدور الرقابي للمساهمين على تصرفات الإدارة والحد من السلوك الانتهازي

(Dharmastuli & Wahyudi, 2013 : 133)

إلا أن تفعيل دور هيكل الملكية فى حوكمة الشركات وتحقيق الرقابة على تصرفات الإدارة يعتمد على أنماط هياكل الملكية . حيث أشارت نتائج دراسة كل من ( Jensen, 1993 : 841; ) (Matnor, F., & Sulong, Z., 2007 : 75) إلى أن زيادة الملكية الإدارية يؤدي إلى انخفاض مشاكل الوكالة وزيادة تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين ، وأشارت دراسة ( Fazlzadeh, et al., 2008 : 26) إلى أن تركيز الملكية ينشأ الدافع والقدرة على تحسين أداء المنشأة والرقابة على الإدارة .

وأشارت دراسة (Hamidullah, et al., 2014 : 233) إلى أهمية تركيز الملكية فى زيادة الدور الرقابي لكبار المساهمين وإلزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية . وتلعب أنماط هيكل الملكية دوراً هاماً فى تفعيل دور هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات ( Alves, 62 : 2012) . حيث يتوافر لدى هيئات الاستثمار الإمكانيات والقدرة على الرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية إلى زيادة الدور الرقابي لهيئات الاستثمار وإلزام الإدارة التى تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية . (السيد ، محمد صابر ، 2018 : 1462)

ويتم تناول أنماط هيكل الملكية من جهة تركيز الملكية (هوية المساهمين) كما يلي :  
تركيز الملكية :

تتعدد أشكال هيكل الملكية فى الشركات المساهمة وفقاً لهوية الملاك ، حيث تتمثل فى كل من الملكية العائلية ، الحكومية ، المؤسسية ، الإدارية ، وملكية كبار المساهمين ، والملكية الأجنبية .

ويتم تناول كلاً من الملكية العائلية والملكية الحكومية دون الأنواع الأخرى بشئ من التفصيل للأسباب الآتية :

- 1) أغلب الشركات المسجلة بالبورصة المصرية بدأت شركات عائلية .
- 2) توافر البيانات وذلك من أجل الدراسة التطبيقية .
- 3) الحكومة فى مصر لازالت تمتلك 34% من الشركات على الرغم من تطبيق برامج الخصخصة فى النصف الثاني من عام 1990 ، إلا أن الحكومة لا تزال تمتلك 34% من الشركات وتتركز تلك الملكية فى قطاعات الغاز والبنوك والخدمات ، وتعتبر مصر صاحبة الصدارة من حيث الملكية الحكومية فى الوطن العربي . ويتضح ذلك من خلال مقارنة بين ملكية الحكومة فى مصر مع ملكيتها فى بعض دول الوطن العربي الأخرى مثل الأردن 9% ، عمان 6% ، تونس 20% . (حسن ، رضا محمد ، 2016 : 24)
- 4) بصدر قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم 203 لسنة 1991 ازداد مستوى المسائلة لأعمال الشركات المملوكة للحكومة وتعزيز عملها وفقاً لمبادئ السوق وتحسين كفاءة استخدام أصول

المشروعات العامة بالإضافة إلى تشجيع الاستثمار الخاص وجذب رأس المال الأجنبي وتخفيض سيطرة الحكومة على النشاط الاقتصادي .

(5) لقد أشارت دراسة (سعد الدين ، إيمان ، 2013 : 148) أن السوق المصري يسيطر عليه فى الوقت الراهن مجموعة من الشركات المساهمة العائلية ، كما تستحوذ على نسبة مرتفعة من حجم التداول بسوق المال المصري ، مع عدم كفاية القواعد والتشريعات التى تحمي حقوق الأقلية من المساهمين .

نخلص مما سبق بأن هيكل الملكية هو احد محددات تكلفة الوكالة وأحد آليات حوكمة الشركات .

#### أولاً : الملكية العائلية : Family Ownership

يظهر هذا الشكل من الملكية فى الشركات التى تتسم بتأثير جوهري لأعضاء أحد العائلات ، ويترتب على ذلك أنه يتم السيطرة على الشركة بواسطة أفراد العائلة المؤسسة إما من خلال الملكية أو الإدارة أو كليهما معاً ، وقد بدأت أغلب الشركات العملاقة المسجلة ببورصة الأوراق المالية كشرركات عائلية ، وعادة ما يحتفظ بعض أفراد العائلة بالمناصب الإدارية العليا ، أو يتم تمثيلهم فى مجلس الإدارة أو على هيئة مجموعة من الملاك ، وتتميز هذه الشركات بالاستمرار عبر الأجيال المتتالية . وبانخفاض تكلفة الوكالة ومحابة الأقارب فى التوظيف والاعتماد على الأصول والممتلكات العائلية فى تحقيق كفاءة الأداء التنظيمي . (زيدان ، عمرو ، 2011 : 425) ، وتتميز الشركات العائلية بالعديد من الإيجابيات التى تميزها عن غيرها من أنماط الملكية الأخرى وهى كالتالى (سعد الدين ، إيمان ، 2013 : 160) :

(1) يحافظ الملاك على استثمار طويل الأجل لثرواتهم ويقومون باتخاذ القرارات الاستثمارية التى تعظم من الربحية فى المدى الطويل .

(2) يؤدي مشاركة الملاك من العائلة فى الإدارة إلى خفض عدم تماثل المعلومات بينهم وبين الإدارة . بالإضافة إلى انخفاض تكاليف رقابة ومتابعة أداء الإدارة نتيجة قيام الملاك بهذه المهام .

(3) وجود الخبرة والمعرفة لدى العائلة التى تنقل للأجيال التالية ، وبناء الثقة مع العاملين وبالتالي خفض معدلات دوران العمالة وتكاليف التعيين ووجود علاقة طويلة المدى مع الموردين والعملاء وغيرهم من أصحاب المصالح مع الشركة .

(4) يساعد تركيز الملكية أفراد العائلة على تحقيق أهدافهم بسبب نظرتهم للشركة على أنها أصول خاصة بهم . بالإضافة إلى المحافظة على الميزة التنافسية للشركة والبقاء بالسوق لفترات طويلة .

(5) يساعد قيام الملاك بمتابعة الإدارة والرقابة عليه على الحد من السلوك الانتهازي عند إدارة أرباح الشركة وما ينتج عنها من تقرير مالي مضلل .

ويعاب على هذا الشكل من الملكية أن تركز الملكية فى يد إحدى العائلات بالشكل الذى يعطيها السيطرة الكاملة على الشركة يخلق مجموعة من السلبيات يمكن تلخيصها فيما يلي:

(1) سعى أفراد العائلة إلى تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب صغار الملاك ، وتنشأ عن الهيمنة العائلية تكاليف وكالة نتيجة محاولة حماية الأقلية من المساهمين .

(Shyu, 2011 : 399)

(2) امتلاك أفراد العائلة للمعلومات بشكل أكبر من باقى المساهمين وامتلاكهم لمناصب فى مجلس الإدارة ينعكس على وجود عدم تماثل للمعلومات بين ملاك الشركة وصغار المستثمرين وزيادة مشاكل الوكالة نتيجة سيطرة العائلة على مجلس الإدارة .

(Hope, 2013 : 7-8)

(3) تضارب المصالح بين أفراد العائلة المسيطرين وبقية المساهمين فى أشكال مختلفة مثل سرقة أرباح الشركة ، أو بيع أصول ومنتجات الشركة للشركات التابعة بأسعار منخفضة ، أو تعيين الأقارب والأصدقاء بأجور جديدة حتى وإن كانوا غير مؤهلين .

(عوض ، محمد ، 2016 : 31)

يتضح مما سبق أنه قد ينشأ نوع آخر من مشاكل الوكالة نتيجة تضارب المصالح بين أفراد العائلة المساهمين وبقية المساهمين مما يؤثر على الثقة فى الاستثمار فى مثل هذه الشركات لعدم استطاعة الأقلية ممارسة أى نشاط رقابي ومعرفة أين تذهب أموالهم المستثمرة فى هذه الشركات . ولكن من ناحية أخرى تتميز الشركات العائلية باقتزان الملكية والإدارة الذى يجعلها تمثل آلية رقابية هامة تعمل على التخفيف من مشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين ، وأن المستثمر العائلي لديه

القدرة على مراقبة الإدارة والتدخل فى قراراتها فى الوقت المناسب ، كما أنه يتميز بنظرة طويلة المدى نحو شركته واستثماراته ويهتم بسمعة شركته الأمر الذى يكون له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة .

### ثانياً : الملكية الحكومية : Government Ownership

يُقصد بها تركيز أسهم الشركة فى يد شركات قطاع الأعمال والجهات الحكومية . ويتميز هذا النمط بالعديد من الإيجابيات منها :

- 1) سيطرة الجهات الحكومية على الشركات تخلق حافزاً لمراقبة الإدارة بشكل أكثر فعالية مما يقلل من تكاليف الوكالة بين المساهمين والإدارة (Alfariah, et al., 2012 : 194)
- 2) الشركات ذات الملكية الحكومية غالباً ما تجذب الاهتمام والتغطية الإعلامية القوية ، مما قد يؤدي إلى تدفق للمعلومات بصورة أكثر انسيابية للسوق وبالتالي إعادة توزيع المعلومات بين المساهمين بصورة عادلة مما يؤدي إلى انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات . ( Borsiva & Yadav, 2012 : 6)
- 3) الشركات المملوكة للدولة تتميز بسهولة الحصول على التمويل من مصادر مختلفة بالمقارنة مع الشركات الأخرى . (Alfariah, et al., 2012 : 194)

وهناك بعض السلبيات التى ترتبط بهذا النمط من الملكية منها :

- 1) تلجأ الحكومة إلى تعيين السياسيين الحكوميين فى المناصب القيادية للحفاظ على السيطرة على الشركات التى يكون للحكومة حصة فى هيكل ملكيتها مما يتيح الفرصة لهم لاستغلال مناصبهم للتلاعب بمعلومات الشركة لتحقيق مصالح خاصة لهم .
- 2) قد يصاحب الملكية الحكومية مشكلة المخاطر الأخلاقية التى تؤدى إلى زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات حيث أن البيروقراطيين السياسيين الحكوميين قد لا يكون هدفهم الأساسي تعظيم ثروة المساهمين بقدر تحقيق مصالحهم الشخصية التى تدفعهم إلى تكوين شبكة من العلاقات القوية بينهم وبين مديري تلك الشركات تمكنهم من الحصول على مزايا معلوماتية لا توجد لدى بقية المستثمرين .

- (3) فى ضوء هذا النمط فإن الحكومة لديها محفزات للاستيلاء على ثروات المساهمين الآخرين بهدف تحقيق منافع وأغراض قومية مثل الحفاظ على مستوى توظيف مرتفع وتشجيع التنمية وتلك الأهداف ذات أولوية لدى الحكومة من تعظيم الربحية
- (4) فى ظل الملكية الحكومية يوجد تفاوت كبير بين حقوق الرقابة وعدم فعالية الرقابة والتأثير السياسي يمكن أن يؤدي لتزايد تكاليف الوكالة .
- (5) تعمل الملكية الحكومية على رفع مستوى عدم تماثل المعلومات ويرجع ذلك إلى أن هذه الشركات تعمل فى أسواق تكون المنافسة فيها ضعيفة وبالتالي لا يوجد دافع لتطوير أداء الشركة وبالتالي يكون من الأفضل خلق فجوة فى المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين .  
(عوض ، محمد ، 2016 : 30)

مما سبق يتضح أنه فى ظل تلك الملكية فإن الحكومة يكون لديها محفزات للاستيلاء على ثروات المساهمين بهدف تحقيق أغراض قومية ، تلك الأهداف ذات أولوية لدى الحكومة من تعظيم الربحية مما يؤثر على الأداء المالي للشركة ، الأمر الذى يهدد بقاء تلك الشركات فى السوق . ولكن من ناحية أخرى فإن الشركات ذات الملكية الحكومية تعمل على زيادة شفافية المعلومات وخفض عدم تماثل المعلومات وزيادة فعالية الرقابة على أداء الإدارة ، مما يعمل على التخفيف من مشاكل الوكالة ويقلل من تكاليفها الأمر الذى يؤثر بصورة إيجابية على الأداء المالي للشركة بما يساعدها على البقاء فى السوق .

ففى دراسة (Ismail & Sinnadurai, 2012 : 27-47) بعنوان : هل يؤثر تركيز الملكية على المحتوى التقييمى لعناصر الأرباح المحاسبية . اختبرت هذه الدراسة أثر تركيز الملكية على المحتوى التقييمى لعناصر الأرباح المحاسبية ، من خلال استخدام عينة لـ 185 منشأة فى عام 2007 فى ماليزيا من خلال المقارنة بين المنشآت العائلية التى تدار من قبل الحكومة . وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين المحتوى التقييمى لعناصر الأرباح والقيمة الحقيقية للمنشأة ، وذلك بالنسبة للمنشآت العائلية التى تتمتع بتركيز الملكية ، فى حين أن المنشآت الحكومية تكون نسبة الأرباح فيها قليلة مما يقلل من مساهمة الأرباح فى زيادة قيمة المنشأة .

وفى دراسة (Santo, et al., 2014 : 1063-1107) بعنوان : تركيز الملكية والتنافس والمنشآت العائلية وهيكل رأس المال . اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية بأيدي كبار

المساهمين وبين الرافعة المالية للمنشآت وذلك بالتطبيق على عينة مؤلفة من 694 منشأة تم أخذها من 12 دولة أوروبية ، وقد أظهرت النتائج ما يلي :

- وجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية بأيدي كبار المساهمين والرافعة المالية .
- هناك تأثير إيجابي على الرافعة المالية من قبل المستثمرين المتوسطين وصغار المستثمرين .
- أن المنشآت العائلية لها تأثير مقبول على الرافعة المالية إذا يتحدد هذا التأثير من خلال البيئة القانونية .
- تؤثر المنشآت العائلية سلباً على المستوى العام للسوق نظراً لعدم رغبتهم فى زيادة الديون خوفاً من مواجهة خطر الإفلاس والتعثر المالي .

وفى دراسة (حمدان ، وآخرون ، 2017) بعنوان : هيكل الملكية فى الشركات المدرجة فى بورصة البحرين ودوره فى تخفيض تكاليف الوكالة .هدفت الدراسة إلى اختبار دور هيكل الملكية (من خلال أربعة متغيرات : تركيز الملكية ، ملكية مجلس الإدارة ، الملكية المؤسسية ، الملكية الأجنبية) فى تخفيض تكاليف الوكالة بالتطبيق على الشركات المدرجة فى بورصة البحرين وذلك بالاعتماد على سلسلة زمنية لـ 31 شركة . وذلك للفترة من 2002-2014 ، وذلك باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة . وقد أظهرت النتائج أن لهيكل الملكية دوراً سلبياً فى تكاليف الوكالة فى الشركات المدرجة فى بورصة البحرين ، كما أظهرت النتائج أن ملكية مجلس الإدارة لها دوراً إيجابياً غير فعال فى الحد من تكاليف الوكالة .

وفى دراسة (Lin, et al., 2017) بعنوان : العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ، وسياسة توزيع الأرباح وهيكل الملكية (بالتطبيق على المنشآت العينية فى الفترة من 2003-2012) . أن المنشآت التى تتمتع بمستوى عال من عدم تماثل المعلومات هى أقل احتمالاً لرفع توزيعات الأرباح .

وفصلت العينة المختارة ما بين المنشآت التى تسيطر عليها الدولة وتلك التى لا تخضع لسيطرة الدولة ، وأظهرت النتائج : أن المنشآت التى تسيطر عليها الدولة وعلى الرغم من أنها تتمتع بمستوى عال من عدم تماثل المعلومات إلا أنها لديها القدرة الأكبر على رفع أرباح مقارنة بالمنشآت التى لا تسيطر عليها الدولة .

وفى دراسة (مسمح ، باسل أمين ، 2018) بعنوان : أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة فى بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية) ، هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر

هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، ولتحقيق ذلك تم جمع البيانات المالية للشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة 2013-2017م من خلال التقارير المالية المنشورة على موقع البورصة باستثناء قطاعي البنوك وشركات التأمين ، وبلغ عدد الشركات 28 شركة ، وتم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد . وكشفت الدراسة عن النتائج الآتية : وجود أثر ايجابي لمتغير تركيز الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مقاساً بمعدل العائد على إجمالي الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية إلى الدفترية .

في حين وجود أثر عكسي لمتغير الملكية المؤسسية على الأداء المالي ، وأوصت الدراسة بضرورة الالتزام بمبادئ الحوكمة لحماية حقوق المساهمين والعمل على تعزيز الأداء المالي للشركات .

وفى دراسة (سميا ، ربيع إبراهيم ، 2018) بعنوان : أثر هيكل ملكية المنشأة في ملائمة معلومات التقارير المالية لقرارات المستثمرين "دراسة تحليلية في الشركات المساهمة العامة" في سوريا وعلى الشركات الخاضعة لرقابة هيئة الأسواق المالية السورية . وأظهرت نتائج البحث : أن هناك علاقة عكسية بين تركيز الملكية وملكية أكبر مساهم وبين القيمة الملائمة للتقارير المالية ، وأنه لا توجد علاقة بين الملكية العائلية والقيمة الملائمة للتقارير المالية . وأوصي البحث بضرورة إلزام الشركات المساهمة العامة بالإفصاح عن نسب الملكيات في الشركات وتطوير البحوث المتعلقة بالملكية الحكومية .

وقد توصلت دراسة (Hong, S., & Guamgning, 2017) في الصين : انه عند إجراء تحليلاً ثابتاً وديناميكياً للبيانات التجميعية الخاصة بالعلاقة بين هيكل الملكية وأداء المنشأة يؤدي تركيز الملكية دوراً مؤثراً في أداء المنشآت على المدى الطويل . لذلك أوصت الدراسة بأهمية أن يحتفظ كبار الملاك بحصصهم الكبيرة في المنشأة لفترة طويلة وبصورة مستقرة . وذلك لتأثيرها على الأداء (قيمة المنشأة) .

نخلص مما سبق بأن هيكل الملكية في المنشآت التي لا تتميز بعدد كبير من المساهمين ، فإن أغلب الأسهم ترجع لعدد قليل من الملاك ، وبالتالي فإن تكلفة الوكالة العامة (الحكومية أو التي تمتلك فيها الحكومة النسبة الأكبر من الأسهم) أو الخاضعة لسيطرة الدولة فإن اتخاذ القرارات يعود في الغالب إلى الجهة المسيطرة . وبالتالي فإن الإدارة تكون مجبرة على إتباع القرارات التي

تأتى من السلطة المسيطرة (الوصية) ، أما بالنسبة للمؤسسات الخاصة فإنه يمكن تفسير سلوكها التمويلي من خلال الاعتماد على الديون (الطويلة الأجل والقصيرة الأجل) لأنها ترغب فى عدم فقدان السيطرة بدخول مساهمين جدد أو توسيع هيكل الملكية .

## الفصل الثانى

### تقييم الأداء المالي باستخدام تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بتكلفة رأس المال

يتم تقسيمه إلى المباحث الآتية :

- **المبحث الأول :** علاقة تكاليف الوكالة لأنماط الملكية المركزة (عائلية وحكومية) بتكلفة رأس المال .
- **المبحث الثانى :** تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بمقاييس الأداء المبنية على أساس تعزيز ثروة المساهمين .

## المبحث الأول

### علاقة تكاليف الوكالة لأنماط الملكية المركزة بتكلفة رأس المال

وجود صراع الوكالة Agency Conflict كأحد أهم نتائج الفصل بين الملكية والإدارة وأكثرها حاجة للبحث عن الحلول التى تؤدى إلى الحد من هذا التعارض ، من خلال مجموعة من البدائل التى يمكن أن تحفز الوكلاء (المديرين) للعمل على تعظيم مصلحة المساهمين ، مثل زيادة الملكية الإدارية لهم أو تركيزها لتخفيض تكلفة الوكالة أو منح سلطة رقابية لكبار المساهمين وزيادة نسبة المديونية لتخفيض هذه التكلفة لأن الاقتراض يقوض من نزعة المديرين باستغلال الأموال الحرة المتاحة لهم (Nazir, et al., 2012 : 28) ، أو من خلال تحفيز المديرين على أساس مقاييس الأداء ، وتدخل المؤسسين برقابة الشركة أو تهديد المديرين بالاستحواذ عليها بالإكراه (Hostile Take over) وفقدان مناصبهم وامتيازاتهم . ( Bestely & Brigham, 2008 : )

(18)

وتشتمل تكاليف الوكالة على كل من تكاليف الرقابة (Monitoring Costs) ، تكاليف الربط والضمان (Bonding Costs) ، والخسائر المتبقية (Residual losses) المتعلقة بضياح

النشاط الذى يرغب فيه الأصيل نتيجة تباعد مصالحه مع الوكيل ( Sioldigui, et al., 2013 : 102 ) ، كما يؤدي الحصول على معدل تمويل مرتفع إلى زيادة تكاليف الوكالة . لذا يُعد هذا المؤشر واحداً من مؤشرات تقييم الإدارة الأجيبة التى تقوم على مجموعة من المبادئ ، لعل فى مقدمتها اختلاف تفضيلات الوكلاء عن المساهمين ، وعدم قيام الوكلاء بتوفير المعلومات المرتبطة بالعمل للمساهمين . ( Harvard, 2017 : 8 ) وتستند الوكالة على مبدأ الانتخاب الطبيعي لرئيس وأعضاء مجلس الإدارة ، وخاصة ما يتعلق بالرأسمالية العائلية أو المنشآت التى يسيطر على رأسمالها المؤسسين . حيث تضيق الفجوة بين الملكية والإدارة أو تنحسر فى أضيق الحدود (كأن تقوض العائلة أحد أفرادها فى الإدارة العليا) وهو ما ينعكس بشكل تخفيض لتكاليف الوكالة ، وذلك بالمقارنة مع الشركات التى تتميز بانفصال تام للملكية عن الإدارة الأجيبة وما يتبعه من آثار على تخفيض تكلفة رأس المال . وإذا نظرنا إلى أهداف مجلس معايير التقارير الدولية وهو تعزيز وتحسين مستوى الشفافية فى التقارير المالية حتى تعكس الحقائق والقيم الاقتصادية المقبولة للمنشأة ، حيث يعتبر تبني واعتماد هذه المعايير أساساً فى دخول السوق العالمية والحصول على الأموال بأقل تكلفة . (رشوان عبد الرحمن ، 2015 : 95 ، 633 : Siqui, 2010 ; Ball, 2011 : 28 )

تكلفة هيكل رأس المال أحد أهم عناصر وبنود القوائم المالية والتي تؤثر على المركز المالي للمنشأة ، حيث أن زيادتها عن العائد المتوقع للمنشأة يؤثر بالسلب على مركزها المالي من خلال المستثمرين والمتعاملين معها .

ولأن مستوى تكلفة رأس المال يختلف فى تقديره فيما بين المستثمر من جهة والذى يحاول الحصول على أكبر عائد ممكن على استثماراته ، وبين المنشأة محل الاستثمار من جهة أخرى ، والتي تحاول تخفيض تكلفة رأس المال المحملة بها إلى أدنى حد ممكن لكى يمكنها تعظيم عائدها من الاستثمار .

فقد عرف (Apergis et al., 2012 : 322) ، تكلفة رأس المال بأنها المعدل الذى ينبغي تحقيقه من استخدام الأصول المملوكة للشركة والممولة عن طريق المساهمين والدائنين . كما أن تعدد مصادر تمويل الشركات يعد من القضايا المهمة ، إلا أن هناك مجموعة من المحددات التى تقف أمام الشركات فى اختيار البديل الملائم من أهمها ربحية الشركة وقيمتها السوقية ، ولكن على

إدارة الشركة أن تتخذ قرار تمويل أنشطتها فى ظل محدد رئيسي هو المتوسط المرجح لتكلفة كل عنصر من رأس المال .

(WACC: Weighted average cost of capital)

وتوصل (Sheng & Hia, 2010 : 364) إلى أن هيكل رأس المال يتأثر بمجموعة من العوامل البعض منها يمكن السيطرة عليها مثل (حجم الشركة ، والربحية ، والنمو) فالشركات ذات الحجم الكبير هي الشركات التي يمكن أن تتمتع بنسبة رفع مالي عالي أى ذات مديونية أكبر ، أم الشركات ذات الربحية الأقل فهي ذات نسب الرفع المالي الأكبر ، لأنها لا تتمتع بتدفق نقدي مستقر ، كما أن الشركات ذات النمو الكبير والسريع هي التي تتمتع بنسبة رفع مالي عالي حتى وإن كانت ذات ربحية منخفضة .

ويتفق (محمد ، جاسم ، 2014 : 159) مع ما توصل إليه (Sheng & Hia) فيما يخص كل من حجم الشركة والنمو ولا يتفق فيما يخص الربحية ، وذلك من منطلق الوفورات الضريبية التي تحققها المديونية وانعكاسها على صافي الربح بعد الفوائد والضرائب ومن ثم ربحية السهم الواحد .

وفى دراسة (نورين الدين ، السريتي ، 2019) تم اختيار أهم المحددات (المتغيرات) المؤثرة على قرار اختيار الهيكل المالي للشركات فى ست دول : ثلاث منها دول متقدمة تتضمن الولايات المتحدة الأمريكية ، اليابان ، ألمانيا ، أما الثلاث دول الأخرى فهي دول نامية تشمل الصين ، السعودية ومصر ، حيث تم اختيار 10 شركات لكل دولة ولمدة زمنية ممتدة من 2005 - 2009 باستخدام أربعة متغيرات مستقلة ، وهي هيكل الأصول ، الحجم ، النمو والربحية وافتراضات العلاقة بين تلك المتغيرات الأربعة والهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية ونظرية الأولويات فى مصادر التمويل .

وأشارت نتائج الدراسة التطبيقية إلى أن متغير الحجم والنمو من أهم المتغيرات المفسرة لقرار اختيار الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية (التبادلية) .

وقدمت دراسة (بن طبوله ندى ، عقود آمنة ، 2019) ، مدى تأثير المتغيرات المستقلة (بتكلفة رأس المال من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاقتراض) على المتغير التابع "قيمة المنشأة" على مستوي مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من عام 2002 - 2017 ، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط وفقاً لطريقة المربعات الصغرى العادية ، وتوصلت إلى وجود أثر عكسي

ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال وتكلفة الأموال الخاصة على قيمة مجمع صيدال ، وعدم وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاقتراض على قيمة صيدال .  
إلا أنه وفق نظرية الوكالة في تفسير قيمة المنشأة ، فتنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات بين الملاك والمديرين والمقرضين ، فهي تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين ، الهدف من ورائها مراقبة عمل المديرين الذين يقومون بتحويل الثروة لصالحهم ، باعتبار أنهم لا يستفيدون من العوائد الكلية لنشاطهم مع تحملهم المسؤولية (حفصي ، رشيد ، 2011 : 89) ، ومشكلة الوكالة تبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات والتي تعود بالأساس إلى عدم قدرة الأصيل على ملاحظة الوكيل بصورة مباشرة ، وهذا ينعكس سلباً على قيمة المنشأة ، ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة ، خاصة في ظل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المنشأة . (العامري ، محمد على ، 2010 : 233)  
ولكن بالنظر إلى تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس في تفسير قيمة المنشأة نجد أن ، النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة ، تؤثر على مكونات هيكل التمويل وبالتالي تؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة . وذلك لأن النسبة المثلي للاقتراض هي النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة مع تكلفة الإفلاس ، وقبلها تكون الوفورات الضريبية أكبر من تكلفة الإفلاس ، وبعدها الوفورات الضريبية أقل من تكلفة الإفلاس .

### كيفية حساب تكلفة رأس المال :

تحسب تكلفة رأس المال (Cost of capital) من خلال تكلفة كل مكون من مكونات التمويل والتي تشكل هيكل رأس المال ، وأن تكلفة مكونات هيكل رأس المال يمكن حسابها بواسطة عدة نماذج رياضية للوصول إلى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Weighted average cost of capital) (\*) ، واختلاف هذه النماذج خاصة نماذج حساب تكلفة التمويل لرأس المال المملوك (حقوق الملكية) يؤدي إلى اختلافات واضحة في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . لذا يجب حساب تكلفة رأس المال من خلال تكلفة كل مكون من مكونات المتوسط المرجح لرأس المال كالاتي :

(\*) المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يتم اختصارها بـ WACC .

### (1) تكلفة الدين Cost of Debt

يعتمد قياس تكلفة الديون على تحديد معدل الفائدة المطلوب في الأسواق المالية مقابل الاقتراض طويل الأجل مثل القروض من البنوك وغيرها ، والتي تعد من الديون غير المتداولة بسوق المال un quoted ، أو إصدار قرض السندات Bonds وهو من الديون القابلة للتداول Quoted ، وتستخدم تكلفة الدين بعد الضرائب الفائدة  $\times (1 - \text{معدل الضرائب})$  لأن الدين يحقق وفورات ضريبية للمنشأة .

### (2) تكلفة الأسهم الممتازة Cost of preferred stock

وتكون تكلفتها عبارة عن حصص الأسهم الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار ، وهو السعر الذي تحصل عليه المنشأة بعد استقطاع تكاليف الإصدار .

### (3) تكلفة الأسهم العادية Cost of common stock

توجد ثلاث مداخل لحسابها وهي : (عبيدات ، 2008 : 33 ، Brigham & Ehrhardt, 352 : 2008) : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، طريقة التدفق النقدي المخصوم ، طريقة ناتج السند مع علاوة المخاطرة .

أما الصيغة النهائية للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال فهي كالتالي :

$$WACC = Wdkd(1-t) + Wpskps + Weke$$

حيث أن :

- $Wdkd(1-t) =$  تكلفة الدين بعد الضرائب  $\times$  نسبة الدين .
- $Wpskps =$  تكلفة الأسهم الممتازة  $\times$  نسبة الأسهم الممتازة .
- $Weke =$  تكلفة الأسهم العادية  $\times$  نسبة الأسهم العادية .

تأثير الملكية العائلية على تكلفة رأس المال :

لقد أشارت دراسة (Perdana et al., 2011 : 143) بالتأثير الإيجابي للملكية العائلية على تكلفة الديون وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الاندونيسية المدرجة ، وذلك نتيجة اعتماد تلك الشركات على التمويل بالاقتراض أكثر من التمويل بالملكية كأداة أكثر رقابة على الشركة ، وبالمثل أشارت دراسة (Kachwaka, et al., 2016) أن الملكية العائلية تزيد من تكلفة الديون ولكن في نفس الوقت تؤدي إلى تصنيف ائتماني أفضل وذلك للشركات المسجلة في بورصتي BSE , NSE .

وأيضاً أشارت دراسة (3 : Oslo, 2014) إلى اعتماد الشركات العائلية النرويجية على تمويل استثماراتها بالديون طويلة الأجل أكثر من غيرها إلى التأثير على بقاء واستمرار تلك الشركات أكثر من الشركات الأخرى .

بينما أوضحت دراسة (Santos et al., 2013 : 1063) بوجود علاقة سلبية بين الشركات المملوكة للعائلة ونسبة الديون بالتطبيق على عينة من الشركات في أوروبا الشرقية ، وأكدت دراسة (Khan, Muhammad, 2013 : 401) بأن وجود العائلة في هيكل الملكية يعمل على تخفيض تكلفة الوكالة للديون وبالتالي انخفاض تكلفة الحصول على الدين وذلك بالنسبة للشركات الباكستانية المدرجة مستبعدة شركات الخدمات المالية ، أما دراسة (Parikka, 2011 : 40) فلم تجد لسيطرة العائلة على الشركة تأثير على تكلفة رأس المال وذلك باختبار عينة من الشركات الفنلندية المدرجة حيث تتأثر تكلفة رأس المال على عدد الدائنين والتصنيف الائتماني ، ومخاطر العملاء .

#### تأثير الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال :

كان هناك اهتمام متزايد بالبحث حول الربط بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال ، ولكن لا يزال هناك أدلة محددة حول العلاقة بين هيكل رأس المال وملكية الدولة للشركات في الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية مثل مصر . فلقد أشارت دراسة (Zou & Xiao, 2016 : 1197) التي أجراها على الشركات الصينية المدرجة في البورصة بشأن ملكية الدولة وأثرها على هيكل رأس المال فقد توصلنا إلى ان ملكية الدولة ترتبط ارتباطاً إيجابياً بنسبة الديون وذلك للأسباب الآتية :

(1) أن الشركات مع ارتفاع الملكية الحكومية يكون لها فرصة أفضل للوصول إلى سوق الديون لأن لديهم انخفاض في فرص التعرض للإفلاس بسبب ضمانات الدولة .

(2) المسئولون الحكوميون يفضلون الديون عن التمويل بالملكية وذلك لإحكام سيطرتهم على الشركة والحفاظ على أسهمها مملوكة للدولة .

(3) تتزايد مشكلة الوكالة في الشركات ذات الملكية المرتفعة للحكومة بين المالكين والمديرين وذلك للفصل بين حقوق التصويت والتدفقات النقدية في حين أن المالكين الأساسيين هم المواطنون ، والغدارات الحكومية المختلفة تسيطر على حقوق التصويت الذين يتقاضوا أجوراً عادة لا ترتبط بأداء الشركة ، وذلك لأن المسئولين غير متحمسين لرفع كفاءة الشركة . نتيجة لذلك تميل الشركات التي تسيطر عليها الدولة إلى استخدام الديون المرتفعة كأداة للرقابة وذلك للحد من التكاليف الكبيرة للوكالة بالأسهم .

وأشارت دراسة (Poyty & Maury) التي تمت على عينة من الشركات الروسية المدرجة في البورصة والمملوكة للدولة ، أن لديها مستوى أعلى من الديون عن غيرها من الشركات غير المملوكة للدولة . حيث تمتلك الشركات المملوكة للدولة امتيازات في الوصول إلى سوق الديون أكثر من غيرها بتكلفة أقل من الشركات الأخرى ، في حين أن الشركات الخاصة الأخرى تعتمد على مصادر رأسمال عالية التكلفة .

وبالمثل ، وجد كل من (Huang & lin, 2011 : 209) باستخدام بيانات الشركات الصينية المدرجة ، أن ملكية الدولة لها تأثير إيجابي على نسبة الديون ، وأوضحوا أن تكلفة الوكالة لحقوق الملكية بها يمكن أن ترتفع بسبب إمكانية الاستيلاء والسيطرة من قبل المديرين ، وذلك للحد من هذه التكلفة تلجأ الشركات المملوكة للدولة إلى إصدار المزيد من الديون ، وأيضاً وجد (Ngvyen, et al., 2012 : 77) علاقة إيجابية بين ملكية الدولة ونسبة الديون في هيكل رأس المال .

أما دراسة (Kangarloui, et al., 2012 : 7) قامت باختيار عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران ، وتبين أن الشركات المملوكة للحكومة تزيد فيها معدل تكلفة رأس المال . وأشارت دراسة (Vylethi, 2015 : 100) بوجود علاقة إيجابية بين الشركات المملوكة للدولة المدرجة في فيتنام على نسبة الديون في هيكل تلك الشركات .

## المبحث الثاني

### تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها

#### بمقاييس الأداء المبنية على أساس تعزيز ثروة المساهمين

مقاييس (القيمة) أو الأداء المبنية على أساس تعزيز ثروة المساهمين :  
إن عملية تقييم المنشأة ليست واضحة ومباشرة كما يعتقد البعض ، فقيمة المنشأة تتوقف على عدة عوامل : كالهدف من التقييم ، وآلياته ، والطرق والنماذج المستخدمة من أجله . وتتعدد مداخل التقييم فأحداها يعتمد على الربحية ، ومدخل يعتمد على التدفقات النقدية ، وآخر يعتمد على فائض القيمة (القيمة المتبقية) . ولكن كلما امتزج مدخلين من هذه المداخل كان التقييم أكثر ثراء .

وتهتم مقاييس الأداء المبنية على القيمة بالأداء المالي والمساهمين ، وتضم الخصائص المالية الثلاثة للمنشأة المتمثلة فى التدفقات النقدية المحققة من جهة المنشأة ، ورأس المال المستثمر والمستخدم فى توليد هذه التدفقات النقدية ، وتكلفة رأس المال المستثمر (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) .

ولكن تركز مقاييس الأداء من وجهة نظر المساهم (أو الملاك) على فكرة أساسية ، وهى أن القيمة تتحقق للمساهم من خلال مقارنة التدفقات النقدية التى تحققها المنشأة (صافى التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة) مع التكلفة المرجحة لرأس المال المستخدم فى توليد هذه التدفقات .

وذلك استناداً إلى ما قدمه (Rappaport, 1999 : 55) المسببات السبعة للقيمة والتى يمكنها التأثير على توليد القيمة للمساهمين وهى : معدل نمو المبيعات ، هامش الربح النقدي الناتج عن التشغيل ، معدل الضريبة على الأرباح ، رأس المال العامل ، الاستثمارات الثابتة ، المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، الفترة الزمنية لاستمرار نمو القيمة .

وبين فى دراسته أن التحسن الذى يحدث فى أى من المسببات السبعة السابقة سيؤدي مباشرة إلى زيادة القيمة للمساهمين .

وانطلاقاً مما سبق يتم تناول التدفق النقدي الحر ودوره فى تقييم المنشأة من خلال النقاط

الآتية :

- التدفق النقدي الحر كمفهوم وطريقة القياس .
- التدفق النقدي الحر وعلاقته بالوكالة .
- التدفق النقدي الحر وعلاقته بالكفاءة الائتمانية .
- التدفق النقدي الحر وعلاقته بسياسة توزيع الأرباح .
- التدفق النقدي الحر وعلاقته بتسعير الأسهم .

أولاً : التدفق النقدي الحر كمفهوم وطريقة القياس :

ظهر مفهوم التدفق النقدي الحر فى أدبيات المحاسبة المالية تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات مثل : التدفق النقدي الفاضل أو الإضافي أو القابل للتوزيع أو القابل للإنفاق . والفكرة وراء كل هذه المصطلحات هى قياس النقدية بحدها الأعلى المتولدة من الأنشطة التشغيلية خلال المدة التى يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير فى النمو المستقبلي للمنشأة . (سالم وآخرون ، 2007 ؛ Jensen, 1966)

وقد عرف كلاً من (Brigham and Houston, 2016) مفهوم التدفق النقدي الحر بأنه الأموال الإضافية والتي يمكن استغلالها لأغراض استثمارية لتوليد تدفقات نقدية مستقبلية ، (Brealey et al., 2015) ، بأنها السيولة أو النقدية المتاحة للتوزيع على المستثمرين بعد تغطية المتطلبات الاستثمارية ورأس المال العامل . (Kiso et al., 2013) ، بأنها النقدية المتاحة من التدفقات النقدية التشغيلية لأغراض إعادة شراء أسهم أو التخلص من الديون السابقة أو شراء استثمارات أخرى . (Brigham and Ehrhardt, 2014) ، بأنها النقدية أو السيولة المتاحة للتوزيع على المستثمرين "المساهمين" بعد الوفاء بالديون والنفقات والضرائب اللازمة أيضاً للنمو والتوسع فى الاستثمارات المربحة فى المستقبل .

وقد ركزت أدبيات المحاسبة المالية على مفهومين للتدفق النقدي وهما :

- التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة : وهو صافى التدفق النقدي من العمليات التشغيلية بعد دفع كافة النفقات اللازمة لإدارة المنشأة وتشغيلها والمتاح للتوزيع على المساهمين ، ولسداد الديون والتوسع الاستثماري .

- التدفق النقدي الحر المتاح للملكية : وهو صافى التدفق النقدي من العمليات التشغيلية المتاح للتوزيع على المساهمين ، وللتوسع الاستثماري بعد دفع كافة النفقات الرأسمالية ومتطلبات رأس المال العامل الضرورية واللازمة للمحافظة على القدرة الإنتاجية الحالية للمنشأة ، بما فيها سداد الديون وفوائدها المستحقة .

ومما سبق يتضح أن التدفق النقدي الحر هو النقدية المتوفرة للمنشأة بعد الحفاظ على القدرة الإنتاجية الحالية لها . وتضع الإدارة فى اختيارات عديدة لاستخدامها فى سداد مصروفات الفائدة على القروض والسندات ، سداد دفعات القروض المستحقة ومبلغ السند الاسمي ، سداد وتوزيعات الأرباح للمساهمين ، إعادة شراء الأسهم ، شراء استثمارات قصيرة الأجل لأغراض المتاجرة ، وكل استخدام لها سنعكس بالضرورة على حقوق المساهمين (ثروة الملاك) .

ثانياً : التدفق النقدي الحر وعلاقته بالوكالة :

يعتبر التدفق النقدي الحر من احد مسببات تزايد تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين (تكاليف الوكالة) ، فتطلعات المديرين تتمثل بالاستفادة من تلك التدفقات النقدية فى زيادة حوافزهم

وتعويضاتهم ، أما المساهمون فيتطلعون إلى التوسع في الاستثمارات لزيادة أسعار أسهمهم في المستقبل . (Jensen, 1966 : 75)

كما يتسبب ارتفاع تكاليف الوكالة بامتصاص التدفق النقدي المتاح للمساهمين ، مما يصعب بدوره فرص نمو المنشأة ، وعليه فإن التدفقات النقدية الحرة تشير إلى تكاليف وكالة أقل وقدرة اكبر على تحقيق فرص نمو ، والتي يمكن أن تدر هي الأخرى صافي قيمة حالية موجبة ، وتراكم إضافي في التدفق النقدي الحر المتاح للمالكين بعكس التدفقات النقدية الحرة الأقل التي قد تشير إلى ارتفاع في تكاليف الوكالة وانخفاضاً في فرص النمو . (الخفاص ، عبد الرسول ، 2018)

ولذلك من الممكن استخدام التغير في التدفق النقدي الحر كمؤشر لتكاليف الوكالة حيث يتسبب ارتفاع تكاليف الوكالة بمسئ الإدارة إلى الرفاهية وبالتالي انخفاض التدفق النقدي الحر المتاح للمساهمين ، وبالتالي فإن انخفاض التدفق النقدي الحر دون حدوث ارتفاع في فرص النمو قد يصلح مؤشراً على زيادة تكاليف الوكالة .

#### ثالثاً : التدفق النقدي الحر وعلاقته بالكفاءة الائتمانية :

يهتم المحللون الماليون والمقرضون بالوضع المالي للشركات ، وبالتحديد الكفاءة الائتمانية للشركة ومستوي السيولة بشكل تكاملي من خلال عدة مؤشرات مالية ، ومن احدي هذه المؤشرات ، مؤشر التدفق النقدي الحر ، الذي يوضح مدى قدرة المنشأة على الوفاء بفائدة القرض وأقساطه ، كما انه يُعد مؤشر حيوي أكثر من مقاييس الربحية في توفير القدرة التفسيرية بمستوي السيولة النقدية لمواجهة المخاطر ، وهذا ما تم تأكيده من خلال المعيار الدولي (IAS-7) بأن تقييم السيولة المالية والكفاءة الائتمانية من خلال التدفق النقدي الحر أكثر جدوى من مؤشرات الربحية في تقييم المخاطر والالتزامات على المدى الطويل . (Noor, et al., 2012) وهذا يفيد المستثمر في طمأنته حول قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها ، وتخفيض مخاطر الإفلاس .

وفي هذا تتفق مع دراسة (بوكرومة ، كريمة ، 2020) التي هدفت إلى اختبار أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية في الفترة من (2010 - 2018) وذلك استناداً إلى عينة مكونة من 57 شركة ، وقد استخدمت نموذج الانحدار المتعدد لتقدير متغيرات الدراسة ، حيث تم الاعتماد على أسلوب تحليل

السلاسل الزمنية المقطعية ، وقد خلصت إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة .

#### رابعاً : التدفق النقدي الحر وعلاقته بسياسة توزيع الأرباح :

يعتبر اتخاذ القرار بشأن توزيعات الأرباح من أحد أهم القرارات التي تتخذها المنشآت وإداراتها لأن استقرار توزيعات الأرباح تؤثر مستقبلاً على سعر سهم المنشأة ، وبالتالي فإن المديرين يبحثون عن العوامل التي تؤثر على سياسة توزيعاتهم . ويعتبر التدفق النقدي الحر أحد هذه العوامل ، حيث أن العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتوزيعات الأرباح علاقة عكسية ، والسبب يرجع إلى ، عندما تتوافر السيولة المالية فإن الإدارة تتجه نحو النمو واستغلال الفرص الاستثمارية إلى جانب سداد ما هو مستحق عليها من الديون ، وبالتالي فإن توزيعات الأرباح النقدية تبقى آخر الخيارات بالنسبة لإدارة المنشأة .

(Parsian and Koloukhi, 2014)

وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة (رمضاني ، حميد ، 2012) ، من وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المنشأة ، من خلال تأثير ربح السهم الواحد على القيمة السوقية للسهم ، بمعنى أن المستثمر في سوق عمان المالي يفضل تراكم الثروة أي الاحتفاظ بربحه لدى المنشأة بدل من أن يحصل عليه في شكل توزيعات نقدية .

إلا أن الباحثة تعترض بعدم صحة هذه النتيجة دائماً ، وإنما تتوقف وتختلف من منشأة إلى أخرى على طبيعة الهيكل المالي ودرجة النمو للمنشأة ، وعوامل أخرى .

#### خامساً : التدفق النقدي الحر وتسعير الأسهم :

يعد التدفق النقدي الحر أحد المناهج المستخدمة لأغراض تقييم المنشأة وتسعير سهمها ، وذلك من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المتوقعة بعد خصمها للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . (Brigham and Ehrhardt, 2014)

وهذا التقييم للسهم هو الحد الأدنى لسعر السهم حيث أنه في حال وجود استخدامات أخرى لهذه التدفقات ، فمن المفترض أن تكون لتخفيض التكلفة أو للنمو ، وكلاهما من شأنه زيادة قيمة السهم وذلك لأن خيارات الإدارة نحو التوسع بالاستثمارات يتأثر بالربحية الحالية والمتوقعة وحاجة الأصول المستقبلية والتغيرات في مستوي الديون والتي جميعها تحدد التدفق النقدي الحر والتي تشكل بجانب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال قيمة المنشأة .

وذلك استناداً إلى ما توصل إليه (بن الضب ، على ، 2009) فى تحديد طرق حساب تكلفة رأس المال والتي تتنوع ما بين الطريقة المباشرة ، وغير المباشرة ، والبحث عن المعدل الذى يسمح بالمساواة بين سلسلة التدفقات النقدية المتاحة والقيمة السوقية للأصل الاقتصادي .

(بن الضب ، على ، 2009 : 96 - 98)

الحد الأدنى لسعر السهم بدلالة تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة بتكلفة رأس المال =

$$\frac{AC \text{ FCFF}}{WACC}$$

حيث أن :

- AC = تكاليف الوكالة بمؤشر صافي التدفقات النقدية الحرة للمنشأة .
- FCFF = صافي التدفق النقدي الحر للمنشأة .
- WACC = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال .

## الفصل الثالث

### الدراسة التطبيقية

مقدمة :

فى هذا الفصل نتطرق الباحثة إلى أهداف الدراسة ومجتمع وعينة الدراسة ، ومتغيرات الدراسة وقياس متغيرات الدراسة ، ومصادر وطرق جمع البيانات ، وكذلك الأساليب الإحصائية المستخدمة والتحليل الإحصائي لنتائج الاختبارات المستخدمة وأخيراً استخلاص نتائج الدراسة .

وسوف يتم عرض تلك النقاط كما يلي :

- الإطار العام للدراسة التطبيقية .
- تحليل نتائج اختبارات الدراسة التطبيقية .

الإطار العام للدراسة التطبيقية :

## 1) أهداف الدراسة التطبيقية :

تهدف الدراسة الحالية إلى تدعيم نتائج الدراسة النظرية التي تم التوصل إليها لتحسين الأداء المالي للشركات المساهمة وذلك من خلال استنتاج العلاقة بين رأس المال المستثمر وكل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والأداء المالي للشركات المصرية للوقوف على هيكل الملكية الملائم للبيئة المصرية ، وبما يساعد المستثمرين على توجيه استثماراتهم نحو الشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة. وذلك من خلال اختبار الفروض الآتية :

### ♦ الفرض الرئيسي :

لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الملكية المركزة والأداء المالي للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .

### ♦ الفرض الفرعي الأول :

لا توجد علاقة معنوية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة وبين القيمة السوقية للسهم للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .

### ♦ الفرض الفرعي الثاني :

لا توجد علاقة معنوية بين الملكية الحكومية وتكاليف الوكالة وبين القيمة السوقية للسهم للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .

### الفرض الفرعي الثالث :

لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وتكلفة رأس المال المستثمر وبين القيمة السوقية للأسهم .

## 2) مجتمع الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات (لتوافر البيانات عنها بصورة منتظمة على مواقع نشر المعلومات ، وتنوع أنماط هيكل الملكية فيها) وعددها 13 شركة مدرجة فى البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2013 حتى نهاية عام 2017 ، وتختلف تلك الشركات من حيث هيكل الملكية ، ويوضح الشكل التالي أسماء الشركات وهيكل ملكيتها :

جدول رقم (1) مجتمع الدراسة

النسبة	هيكل الملكية	اسم الشركة
16.59 %	عائلي	الأهرام للطباعة والتغليف .
67.68 %	عائلي	السويدي إلكترونيك .
60.6 %	عائلي	جي بي اوتو .
48.8 %	عائلي	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - إيكون .
91.7 %	حكومي	القناة للتوكيلات الملاحية .
51.51 %	حكومي	العربية المتحدة للشحن والتفريغ .
44.019 %	مؤسسي	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق - يونيباك
49.05 %	مؤسسي	العربية للصناعات الهندسية .
11.31 %	مؤسسي	الكابلات الكهربائية المصرية .
25.25 %	مؤسسي	المصرية لخدمات النقل (إيجيترانس) .
95.7 %	حكومي	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع .
21.82 %	أجنبي	الخدمات الملاحية والبتروولية - ماريديف .
15.7 %	عائلي	دلتا للطباعة والتغليف .

المصدر : إعداد الباحثة

### (3) عينة الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة واختبار الفروض الخاصة بالدراسة قامت الباحثة باستخدام جميع الشركات العائلية والحكومية التي تتدرج تحت قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات والبالغ عددها 8 شركات حتى نهاية عام 2017 مقسمة حسب هيكل الملكية إلى 5 شركات ذات ملكية عائلية و3 شركة ذات ملكية حكومية وذلك للفترة الزمنية من 2013 إلى 2017 ، ولقد قامت الباحثة باستبعاد بيانات شركتين ذات هيكل ملكية عائلية نظراً لتغير نمط هيكل الملكية من

فردى إلى عائلي وشركة قطاع أعمال عام لتعرضها للخسارة عامين متتاليين ، لتصبح عينة الدراسة عبارة عن 5 شركات مقسمة حسب هيكل الملكية إلى 3 شركات عائلية وذلك خلال الفترة من 2013 حتى عام 2017 ، وشركتين قطاع أعمال عام خلال الفترة من 2013 وحتى عام 2017 ، ويبين الجدول (2) شركات العينة وهيكل الملكية ، وقد تم تحديد العينة وفقاً للمحددات التالية :

- أن تتوفر القوائم المالية والبيانات المطلوبة لمدة 5 سنوات متتالية خلال الفترة من 2013 وحتى 2017 .
- ألا تكون الشركات قد اندمجت مع شركة أخرى .
- أن لا يكون قد تم إيقاف تداول أسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق لمدة عامين متتاليين .
- أن لا يكون قد تم تصفيته أو شطبها خلال فترة الدراسة .
- أن لا يكون قد حققت خسائر لعامين متتاليين .

جدول رقم (2) عينة الدراسة

النسبة	هيكل الملكية	اسم الشركة
67.68 %	عائلي	السويدي إلكتروني .
60.6 %	عائلي	جي بي اوتو .
48.8 %	عائلي	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - إيكون
91.7 %	حكومي	القناة للتوكيلات الملاحية .
95.7 %	حكومي	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع .

المصدر : إعداد الباحثة

- ولقد قامت الباحثة بتقسيم عينة الدراسة لاختبار الفروض كما يلي :
- أولاً : قامت الباحثة باستخدام عينة الدراسة ، المكونة من 5 شركات (3 عائلي ، و 2 حكومي) وذلك لاختبار الفرض الرئيسي للدراسة الذى ينص على :

- لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الملكية المركزة والأداء المالي للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .
- **ثانياً :** تم استخدام الشركات ذات الملكية العائلية والبالغ عددها 3 شركات خلال الفترة الزمنية من 2013 إلى 2017 ، وذلك لاختبار الفرض الفرعي الأول :
- لا توجد علاقة معنوية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة وبين القيمة السوقية للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .
- **ثالثاً :** أما عينة الدراسة لاختار الفرض الفرعي الثاني فلقد اقتصر على استخدام الشركات ذات الملكية الحكومية والبالغ عددها شركتين خلال الفترة الزمنية من 2013 إلى 2017 ، وذلك لاختبار الفرض الفرعي الثاني :
- لا توجد علاقة معنوية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة وبين القيمة السوقية للشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرية .

#### (4) مصادر جمع البيانات :

من أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فروضها ، ستقوم الباحثة بجمع البيانات من خلال المصادر التالية :

- القوائم والتقارير المالية السنوية وتقارير هيكل الملكية من شركة مصر لنشر المعلومات (Egid) خلال الفترة من 2013 إلى 2017 .

- الموقع الإلكتروني الرسمي للبورصة المصرية [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)

- الموقع الرسمي لوزارة المالية لجمهورية مصر العربية على الإنترنت [www.mof.gov.eg](http://www.mof.gov.eg)

- الموقع الرسمي للبنك المركزي المصري على الإنترنت [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg)

- الموقع الرسمي للبنك الدولي على الإنترنت

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RISK?locations=EG&view=chart>

#### (5) الأساليب الإحصائية المستخدمة فى تحليل نتائج الدراسة التطبيقية :

لأغراض تحقيق أهداف الدراسة ، قامت الباحثة باستخدام الأساليب الإحصائية المتمثلة فى كل

من :

(أ) الأساليب الإحصائية الوصفية :

حيث قامت الباحثة بتحليل بيانات الدراسة تحليلاً وصفيًا لكافة متغيرات الدراسة وذلك من أجل استخراج عدة مقاييس إحصائية وصفية مثل الوسط الحسابي (Mean) ، والانحراف المعياري (Standard Deviation) وأعلى قيمة وأدنى قيمة .

#### ب) معامل الارتباط الخطي لبيرسون Person Correlation Coefficient :

وذلك عن طريق معامل الارتباط الخطي لبيرسون ، ومن خلال هذه العلاقة سوف يتم تحديد درجة واتجاه ودلالة علاقات الارتباط البسيط بين متغيرات الدراسة ويتصف معامل ارتباط بيرسون بالخصائص التالية :

- تتراوح قيمته بين (1 ، -1) أي أن معامل ارتباط بيرسون  $-1 \leq R \leq 1$
- تدل إشارة معامل الارتباط على اتجاه العلاقة ، فإذا كانت الإشارة موجبة دل ذلك على أن العلاقة طردية ، وإذا كانت الإشارة سالبة دل ذلك على أن العلاقة عكسية
- القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تدل على قوة العلاقة ، فكلما اقتربت من الواحد دل ذلك على أن العلاقة قوية ، وكلما اقتربت من الصفر دل ذلك على أن العلاقة ضعيفة

#### ج) معامل التحديد المصحح Adjusted Coefficient of determination

حيث يتم التوصل إلى قيمة  $R^2$  التى تمثل قدرة المتغيرات المستقلة المتمثلة فى تكاليف الوكالة والملكية العائلية والملكية الحكومية والمتغيرين المستقلين الرقابيين حجم الشركة ، ومعدل نمو المبيعات على تفسير وشرح التغير فى قيم المتغير التابع القيمة السوقية.

#### د) اختبار تحليل التباين ANOVA :

حيث يتم التوصل إلى مستوى الدلالة (p-value) التى تبين معنوية النموذج الإحصائي المستخدم ويؤكد على تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة وبشكل كبير على المتغير التابع MVsh ، ويتم الحكم على معنوية النموذج بناءً على مستوى المعنوية المحسوب من البرنامج Sig ، فإذا قل مستوى المعنوية عن 2 دل ذلك على الارتباط المعنوي ، أما إذا كان أكبر من أو يساوي 2 دل ذلك على أن الارتباط غير معنوي .

#### هـ) تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) :

سوف يتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لمعرفة اتجاه العلاقة ومدى التأثير بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية (Market Value of Share) والمتغيرات المستقلة والمتمثلة في (تكاليف الوكالة ، هيكل الملكية العائلية ، والملكية الحكومية) ، ومتغيرين مستقلين رقائبيين هما حجم الشركة ، ومعدل نمو المبيعات ، وذلك لمعرفة تأثير كل متغير من عدمه على المتغير التابع وحجم هذا التأثير .

#### (6) متغيرات الدراسة :

المتغيرات المستقلة :

#### 1. تكاليف الوكالة (Agency Costs) :

لقد تم استخدام العديد من المؤشرات المختلفة لقياس تكاليف الوكالة وسوف يتم استخدام مؤشر نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية ( , Administration Ratio , Selling , Marketing and General) وتشتمل على تكاليف تسهيل العمليات ونفقات السفر للمديرين وتكاليف الدعاية والتسويق والإيجارات والمنافع الأخرى ، ومن المتوقع أن تعكس هذه التكاليف تقديرات الإدارة في إنفاق ثروة الشركة وسوف يتم حاب هذه النسبة وفقاً للمعادلة التالية : (Market Value of Share) (الزيدات ، صفوان ، 2014 ، ص 92-93) .

- نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات = المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية / إجمالي المبيعات ..... (1)

جدول رقم (3) عينة الدراسة

الشركة	السنة	إجمالي المبيعات (1)	مصاريف البيع والتوزيع والتسويق والإدارية (2)	تكاليف الوكالة (1) / (2) =
جي بي أوتو	2013	9126721000	593401000	0.06501798
	2014	12322079000	712156995.6	0.05777952
	2015	12264700000	895600000.1	0.07302258
	2016	15285672000	1199553994	0.07847571
	2017	17656586000	699788593.3	0.03963329

0.07039628	1062912963	15098992917	2013	السويدي
0.07290882	1052201986	14431752278	2014	
0.05041259	952528874.6	18894528339	2015	
0.05449571	1343028970	24644672865	2016	
0.04802747	2060912144	42911112896	2017	
0.10288392	14432074.01	140275315	2013	إيكون
0.08587676	13663075.08	159100954	2014	
0.08705746	24734012.99	284111346	2015	
0.0917029	37246868.04	406168922	2016	
0.07924301	53706722.18	677747099	2017	
0.09445842	46393932.14	491157190	2013	الإسكندرية لتداول الحاويات
0.13790685	85412749.25	619351027.5	2014	
0.07804242	98414615.7	1261040079	2015	
0.07404747	132960228.2	1795607958	2016	
0.06962868	188906809	2713060361	2017	
0.48012285	29654907.02	61765248	2013	القناة للتوكيلات الملاحية
0.55848737	30309787.02	54271213	2014	
0.51360453	29176875.02	56808056	2015	
0.46089844	28029156.02	60814170	2016	
0.38829739	25554044.03	65810496.5	2017	

المصدر : إعداد الباحثة

قامت الباحثة في الجدول السابق (3) بحساب تكاليف الوكالة للشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2013 إلى 2017 وذلك باستخدام المعادلة رقم (1) بقسمة المصاريف البيعية والتسويقية والإدارية للشركات على إجمالي المبيعات والتي تم التوصل إليها من خلال قوائم الدخل للشركات عينة الدراسة خلال الفترة الممتدة 2013-2017 والنتائج تظهر في العمود الخامس للجدول ((2) / (1)).

يتضح للباحثة من خلال الجدول السابق (3) أن شركة جي بي أوتو تتميز بانخفاض تكاليف الوكالة مقارنة بباقي شركات العينة ، بينما شركة القناة للتوكيلات الملاحية فتكون تكاليف الوكالة بها مرتفعة مقارنة بباقي شركات العينة وهذا سوف يتم توضيحه من خلال التحليل الإحصائي لباقي المتغيرات .

2. هيكل الملكية :

◆ هيكل الملكية العائلية :

وسوف يتم قياسها من خلال نسبة العائلة التي تمتلك 20% فأكثر من أسهم الشركة

جدول رقم (4) نسبة الملكية العائلية

الشركة	نسبة ملكية العائلة
جي بي أوتو	60.6 %
السويدي إلكترونيك	66.17 %
الصناعات الهندسية المعمارية (إيكون)	48.81 %

المصدر : إعداد الباحثة

فى الجدول السابق توصلت الباحثة إلى تلك النسب من خلال تقرير هيكل الملكية ومجلس الإدارة للشركات المتوفرة على الموقع الرسمي للبورصة المصرية للشركات عينة الدراسة لعام 2017 .

◆ هيكل الملكية الحكومية :

يتم قياسها من خلال نسبة الحكومة التي تمتلك 20% فأكثر من أسهم الشركة .

جدول رقم (5) نسبة الملكية الحكومية

الشركة	نسبة ملكية العائلة
الإسكندرية لتداول الحاويات	95.70 %
القناة للتوكيلات الملاحية	91.70 %

المصدر : إعداد الباحثة

فى الجدول السابق توصلت الباحثة إلى تلك النسب من خلال تقرير هيكل الملكية ومجلس الإدارة للشركات المتوفرة على الموقع الرسمي للبورصة المصرية للشركات عينة الدراسة لعام 2017 .

المتغيرات المستقلة الضابطة :

1. حجم الشركة (Firm Size) :

هناك العديد من المقاييس التي استخدمت لتوضيح حجم الشركة ، ولأغراض الدراسة سوف يتم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كمؤشر للحجم وذلك على أساس الصيغة التالية (Talebna et al.,2010,p.268)

$$- \text{Firm Size} = \text{Log} (\text{Total Assets}) \dots\dots\dots (2)$$

جدول رقم (6) حساب حجم الشركات

الشركة	السنة	إجمالي الأصول	حجم الشركة
جي بي أوتو	2013	761517800	9.881680059
	2014	3026251441	9.480905009
	2015	3377279719	9.528567032
	2016	17096828000	10.23291554
	2017	16030425000	10.20494504
السويدي إلكتروني	2013	14219191644	10.15287491
	2014	13911201058	10.14336463
	2015	20774683195	10.31753441
	2016	38538828557	10.58589851
	2017	42427485367	10.62764729
الصناعات الهندسية المعمارية (إيكون)	2013	180908607	8.25745923
	2014	219874893	8.342175641
	2015	350527232	8.544721763
	2016	498441843	8.697614493
	2017	612489625	8.787098737

الإسكندرية لتداول الحاويات	2013	1155075874	9.062610513
	2014	1443093568	9.159294491
	2015	1950095239	9.290055822
	2016	2818199374	9.449971714
	2017	5008991304	9.699750278
القناة للتوكيلات الملاحية	2013	491372861	8.691411166
	2014	387837051	8.588649296
	2015	520915083	8.716766933
	2016	520430878	8.716363056
	2017	826881608	8.917443332

المصدر : إعداد الباحثة

قامت الباحثة فى الجدول السابق (6) بحساب حجم الشركات عينة الدراسة وذلك باستخدام المعادلة رقم (2) ، وتم التوصل إلى إجمالي أصول الشركات من خلال قائمة المركز المالي للشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2013 إلى 2017 .  
يتضح من الجدول السابق أن حجم الشركات متقارب فيما بينهم ، حيث بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول أصبح حجم الشركات يتراوح بين 8 إلى 10 وهذه النسبة تعني أن الشركات من متوسطة إلى كبيرة الحجم .  
2. معدل النمو (Growth Rate) :

ويشير على معدل النمو فى مبيعات الشركة ، ويقاس على النحو التالي  
(Utami& Eno , 2011,P.13) :

$$GR = \frac{TS - TS(t-1)}{TS(t-1)} \dots\dots\dots (3)$$

جدول رقم (7) حساب معدل نمو مبيعات الشركات

معدل النمو	إجمالي المبيعات	السنة	الشركة
	8290147000	2012	جي بي أوتو
0.100911841	9126721000	2013	
0.350110187	12322079000	2014	
-0.0046566	12264700000	2015	
0.246314382	15285672000	2016	
0.155106952	17656586000	2017	
	14512310000	2012	السويدي إلكترونيك
0.04042657	15098992917	2013	
-0.04419107	14431752278	2014	
0.309233139	18894528339	2015	
0.304328556	24644672865	2016	
0.74119223	42911112896	2017	
	110050902	2012	إيكون
0.274640302	140275315	2013	
0.134204931	159100954	2014	
0.785729996	284111346	2015	
0.429611762	406168922	2016	
0.668633572	677747099	2017	

-0.04802701	491157190	2013	الإسكندرية لتداول الحاويات
0.261003687	619351027.5	2014	
1.036066823	1261040079	2015	
0.4239103	1795607958	2016	
0.510942491	2713060361	2017	
	63118832	2012	القناة للتوكيلات الملاحية
-0.02144501	61765248	2013	
-0.12133093	54271213	2014	
0.046743805	56808056	2015	
0.070520174	60814170	2016	
0.082157275	65810496.5	2017	

المصدر : إعداد الباحثة

في الجدول السابق (7) قامت الباحثة باستخدام المعادلة رقم (3) لحساب معدل نمو المبيعات للشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2013 إلى 2017 ، حيث تم الحصول على إجمالي المبيعات للشركات عينة الدراسة من قائمة الدخل للفترة الممتدة 2012 - 2017 ، حيث كان لا بد من استخدام عام 2012 بالرغم من أنه خارج نطاق فترة الدراسة ، وذلك لحساب معدل النمو لعام 2013 طبقاً للمعادلة المستخدمة رقم (3) .

### التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر (WACC) :

التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر WACC وتشير إلى أدنى معدل عائد مطلوب على استثمارات الشركة ، وفي هذه الدراسة سوف يتم حسابها من خلال المعادلة التالية : (مطر ، 2010 ، ص295) ،

$$- \text{wacc} = \text{w}_d k_d (1-t) + \text{w}_{ps} k_{ps} + \text{w}_e k_e \dots\dots\dots (6)$$

حيث أن :

- WACC : التكلفة المرجحة لرأس المال .
- $w_d k_d$  : نسبة الديون في هيكل رأس المال مضروب في تكلفتها .
- $w_{ps} k_{ps}$  : تكلفة الأسهم الممتازة مضروباً في نسبة الأسهم الممتازة .
- $w_e k_e$  : نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال مضروب في تكلفتها .
- T : ضرائب دخل الشركات .

وقد قامت الباحثة من واقع المعلومات المتاحة فى القوائم المالية للشركات عينة الدراسة باستبعاد تكلفة الأسهم الممتازة لخلو القوائم والنقارير المالية لتلك الشركات من الأسهم الممتازة وعدم إصدارها فى سوق الأوراق المالية المصرية .

• أولاً : حساب تكلفة حقوق الملكية (ke):

وهي أدنى قيمة عوائد يجب تحقيقها للشركة لتجنب الوقوع بالمخاطر وحدوث الخسارة فى أموال المساهمين (Gitman & Zutter, 2012, p.483) ، وسيتم قياسها فى هذه الدراسة من خلال الاعتماد على المعادلة التالية :

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf) \dots\dots (7)$$

حيث  $Rf$  : معدل العائد الخالي من المخاطرة وهو يصعب تحديده لذلك سوف يتم استخدام معدل العائد على الأوراق عديمة المخاطرة مثل أذون الخزانة كبديل آخر لها .

( $Rm - Rf$ ) : علاوة مخاطرة السوق ، وهي تمثل الفرق بين متوسط الفائدة السائد فى السوق فى الأجل الطويل ومعدل الفائدة على السندات الخالية من المخاطر

جدول رقم (8) : معدل العائد الخالي من المخاطرة - علاوة المخاطرة

السنة	2013	2014	2015	2016	2017
معدل العائد الخالي من المخاطرة	0.115	0.119	0.125	0.182	0.19
علاوة المخاطرة	0.0001	0.0069	0.0039	-	0.0126

المصدر : إعداد الباحثة طبقاً لموقع وزارة المالية والبنك المركزي المصري والبنك الدولي  
 $\beta$  : معامل بيتا لقياس مخاطر السهم وهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التى تطرأ على عائد السوق وهو أحد مقاييس المخاطرة الأكثر شيوعاً فى الاستخدام وتتم وفقاً للمعادلة التالية :  $\beta =$  تباين السهم والسوق / تباين السوق ..... (8)

جدول رقم (9) : تكلفة حقوق الملكية

الشركة	السنة	Rf	Rm-Rf	معامل بيتا $\beta$	Ke
جي بي أوتو	2013	0.115	0.0001	0.534087	0.1150
	2014	0.119	0.0069	0.534087	0.1227
	2015	0.125	0.0039	0.534087	0.1271

01765	0.534087	-0.0065	0.18	2016	السويدي إلكتروني
0.1833	0.534087	-0.0126	0.19	2017	
0.11511	1.11153	0.0001	0.115	2013	
0.1267	1.11153	0.0069	0.119	2014	
0.1293	1.11153	0.0039	0.125	2015	
0.1728	1.11153	-0.0065	0.18	2016	
0.176	1.11153	-0.0126	0.19	2017	إيكون
0.1150	0.456371	0.0001	0.115	2013	
0.1221	0.456371	0.0069	0.119	2014	
0.1268	0.456371	0.0039	0.125	2015	
0.177	0.456371	-0.0065	0.18	2016	
0.1842	0.456371	-0.0126	0.19	2017	الإسكندرية لتداول الحاويات
0.115008	0.08855	0.0001	0.115	2013	
0.1196	0.088555	0.0069	0.119	2014	
0.1253	0.088555	0.0039	0.125	2015	
0.1794	0.088555	-0.0065	0.18	2016	
0.1889	0.088555	-0.0126	0.19	2017	القناة للتوكيلات
0.1191	1.08755	0.0001	0.115	2013	
0.1265	1.087554	0.0069	0.119	2014	
0.1292	1.087554	0.0039	0.125	2015	
0.1729	1.087554	-0.0065	0.18	2016	
0.1763	1.087554	-0.0126	0.19	2017	

المصدر : إعداد الباحثة

في الجدول السابق قامت لباحثة باستخدام بيانات الجدول رقم (8) وحساب معامل بيتا (المخاطر المنتظمة) للشركات عينة الدراسة وذلك وفقاً للمعادلة (8) وذلك للفترة الممتدة (2013 - 2017) ، حيث تم حساب بيتا باستخدام تحليل الانحدار بين العوائد الشهرية للأسهم والعائد الشهري للبورصة المصرية (قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات) التابع لها الشركات محل الدراسة والمستخرجة من موقع شركة مباشر للأوراق المالية ، ثم بعد ذلك تم حساب تكلفة الملكية (ke) باستخدام المعادلة رقم (8)

• ثانياً : حساب تكلفة الدين (kd):

وهي أدنى قيمة عوائد يجب تحقيقها للشركة والتي تضمن تجنب الوقوع بالمخاطر المرتبطة بعدم المقدرة على توليد أرباح تفوق الفوائد الخاصة بالديون والالتزامات المترتبة على المشروع (Gitman & Zutter, 2012, p.483) ، وسيتم قياسها فى هذه الدراسة من خلال الاعتماد على المعادلة الصيغة التالية :

$$K_d = 1*(1-T) \dots\dots\dots (9)$$

حيث أن :

$K_d$  - تكلفة الديون .  $i$  - معدل الفائدة .  $T$  - معدل الضريبة .

#### 1- شركة جي بي أوتو :

حصلت المجموعة على قروض بنكية ، وقد بلغ متوسط سعر الفائدة على هذه القروض بالدولار الأمريكي 4.21% وبالجنه المصري 11.92% ، وتتراوح فترات سداد هذه القروض بين خمس سنوات وسبع سنوات بحيث يتم سداد تلك القروض خلال الأعوام من 2013 حتى 2019 وهذا يعني استمرار الفائدة على القروض خلال سنوات التطبيق ، كما حصلت على قرض بنكي آخر بالدولار الأمريكي بسعر فائدة الليبور + 3% وتتراوح فترات سداد هذا القرض من 2014 حتى 2016 ، وقرض بنكي بتاريخ 27 مارس 2014 بسعر فائدة 10% ويستحق قسط السداد الأول فى 30/9/2014 ، ويستحق قسط السداد الأخير فى 31/3/2017 وبالتالي يغطي سنوات التطبيق ، مما سبق يتضح أن القرض الأول سوف يغطي سنوات التطبيق ، أما القرض بالدولار الأمريكي سوف يغطي 2014 ، 2015 ، 2016 وبالتالي لا يحمل عبء على عامي 2013 ، 2017 ، والقرض الأخير سوف يغطي سنوات التطبيق .

- الليبور 2017 = 1.788%

- الليبور 2016 = 1.376%

- الليبور 2015 = 0.794%

- الليبور 2014 = 0.561%

- الليبور 2013 = 0.0683%

#### 2- شركة السويدي إلكترونيك :

بلغ متوسط سعر الفائدة على القروض والتسهيلات الائتمانية خلال عام 2013 بالجنيه المصري 10.5% ، وبالنسبة للدولار الأمريكي فإن متوسط سعر الفائدة يبلغ 1.5% فوق سعر الليبور ، ولقد لاحظت الباحثة زيادة القروض طويلة الأجل فى ميزانية عام 2014 بفائدة 10.5% للجنيه المصري ، و 1.5% فوق سعر الليبور للدولار الأمريكي ، وأيضاً زيادة القروض طويلة الأجل لعام 2015 حيث بلغ متوسط سعر الفائدة على القروض والتسهيلات الائتمانية بالجنيه المصري 10.5% وبالنسبة للدولار الأمريكي فإن متوسط سعر الفائدة يبلغ 3.3% فوق سعر الليبور ، وفى عامي 2016 ، 2017 بلغ سعر الفائدة على القروض والتسهيلات الائتمانية بالجنيه المصري 15.7% وبالنسبة للدولار الأمريكي فإن متوسط سعر الفائدة يبلغ 5% فوق سعر الليبور .

### 3- شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (يكون) :

الحصول على قرض بنكي طويل الأجل على شريحتين بمعدل فائدة 13.3% سنوياً تبدأ من 2013/3/17 لمدة 6 سنوات ، وبالتالي تغطي فترة الدراسة .

### 4- شركة الإسكندرية لتداول الحاويات :

لم تتحصل الشركة على أي قروض خلال فترة الدراسة وفقاً للقوائم المالية والإيضاحات المتممة المتاحة على الموقع الرسمي للبورصة المصرية والموقع الرسمي للشركة ، وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض لهذه الشركة صفر .

### 5- شركة القناة للتوكيلات الملاحية :

قامت الشركة بتمويل استثماراتها باستخدام حقوق الملكية والالتزامات قصيرة الأجل ولم تحصل على قروض طويلة الأجل خلال فترة الدراسة وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض صفر .

جدول رقم (10)

حساب تكلفة الاقتراض لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2013 - 2017)

الشركة	2013	2014	2015	2016	2017
جي بي أوتو	0.17611	0.17771	0.18004	0.18586	0.1421

0.1101275	0.1440415	0.139531	0.1377253	0.1364	تكلفة الاقتراض
0.22488	0.15376	0.12794	0.12561	0.12114	السويدي
0.174282	0.119164	0.0991535	0.0973478	0.0938	تكلفة الاقتراض
0.133	0.133	0.133	0.133	0.133	إيكون
0.103075	0.103075	0.103075	0.103075	0.103075	تكلفة الاقتراض
0	0	0	0	0	الإسكندرية
0	0	0	0	0	القناة للتوكيلات
0	0	0	0	0	تكلفة الاقتراض

المصدر : إعداد الباحثة

في الجدول السابق (10) قامت الباحثة بحساب معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل للشركات عينة الدراسة خلال الفترة الممتدة (2013 - 2017) وذلك وفقاً للبيانات المستخرجة من الإيضاحات المتممة للقوائم المالية للشركات خلال الفترة من (2013 إلى 2017) ، حيث تم جمع الفوائد على القروض طويلة الأجل فقط وعدم الأخذ في الاعتبار القروض والتسهيلات قصيرة الأجل .

ويتضح من الجدول السابق أن شركتي الإسكندرية لتداول الحاويات ، والقناة للتوكيلات الملاحية أن تكلفة الاقتراض لهما تساوي صفر ، وذلك لاعتمادهم في تمويل استثمارتهم على الالتزامات قصيرة الأجل وحقوق المساهمين ، بينما شركة (إيكون) فاعتمدت على قرض طويل الأجل واحد فقط وكان معدل الفائدة له (13.3%) وذلك للفترة من (2013 - 2017) ، أما شركتي جي بي أوتو ، وشركة السويدي للكابلات الكهربائية فقامتا بالحصول على أكثر من قرض بنكي خلال الأعوام من 2013 حتى 2017 ، ثم قامت الباحثة بحساب تكلفة الاقتراض وفقاً للمعادلة رقم (9) حيث تم الحصول على ضريبة الدخل من خلال الموقع الرسمي لوزارة المالية المتاح على الإنترنت خلال سنوات الدراسة .

جدول رقم (11)

حساب التكلفة المرجحة لرأس المال لشركات الدراسة (WACC)

خلال الفترة (2013 - 2017)

الشركة	السنة	تكلفة الدين (kd)	وزن الدين (Wd)	تكلفة الملكية (ke)	وزن الملكية (We)	التكلفة المرجحة لرأس المال
جي بي أوتو	2013	0.1364	0.03541	0.115	0.96459	0.115757774
	2014	0.134	0.0467544	0.1227	0.953246	0.123228325
	2015	0.139	0.0067253	0.1271	0.993257	0.127180032
	2016	0.144	0.0972982	0.1765	0.291946	0.065539379
	2017	0.1101	0.1605586	0.1833	0.263852	0.066041625
السويدي إلكترونيك	2013	0.115	0.11755	0.115	0.88245	0.115
	2014	0.097	0.0455291	0.1267	0.915384	0.120395493
	2015	0.099	0.0237463	0.1293	0.929924	0.122590098
	2016	0.119	0.1026651	0.1728	0.836136	0.156701367
	2017	0.174	0.0833114	0.176	0.871216	0.167830209
إيكون	2013	0	0	0.115	0.9921	0.119999
	2014	0	0	0.1221	0.986182	0.120412763
	2015	0.103075	0.0896572	0.1268	0.89505	0.122733699
	2016	0.103075	0.0583519	0.177	0.929843	0.170596765
	2017	0.103075	0.0381862	0.1842	0.950716	0.179057869
الإسكندرية لتداول الحاويات	2013	0	0	0.115	1	0.115
	2014	0	0	0.1196	1	0.1196
	2015	0	0	0.1253	1	0.1253
	2016	0	0	0.1794	1	0.1794
	2017	0	0	0.1889	1	0.1889
القناة للتوكيلات	2013	0	0	0.119	0.99234	0.11808846
	2014	0	0	0.1265	0.988259	0.125014775
	2015	0	0	0.1292	0.988287	0.127686666
	2016	0	0	0.1729	0.985562	0.170403747
	2017	0	0	0.1763	0.991039	0.174720237

المصدر : إعداد الباحثة

في الجدول السابق (11) قامت الباحثة باحتساب التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) وفقاً للمعادلة رقم (6) حيث تم حساب تكلفة حقوق الملكية في الجدول رقم (9) ، وحساب تكلفة الاقتراض في الجدول رقم (10) ، ثم قامت الباحثة بحساب وزن حقوق الملكية (We) من خلال

قسمة حقوق الملكية على إجمالي حقوق الملكية والالتزامات طويلة الأجل الموضحة في قائمة المركز المالي للشركات عينة الدراسة خلال الفترة من (2013 - 2017) ثم حساب وزن الدين طويل الأجل (Wd) عن طريق قسمة القروض طويلة الأجل على إجمالي حقوق الملكية والالتزامات طويلة الأجل .

#### المتغير التابع :

الأداء المالي ويتمثل في :

#### - مؤشر الحد الأدنى لسعر السهم في السوق MV(sh) :

ويتم حسابه من خلال العلاقة بين مؤشر صافي التدفقات النقدية لتكاليف الوكالة وعلاقته بالتكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) .

جدول رقم (12)

حساب القيمة السوقية للسهم

مؤشر تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة	÷ مؤشر التكلفة المرجحة لرأس المال	= مؤشر القيمة السوقية للسهم (الحد الأدنى لسعر السهم في السوق)
0.06501798	0.115757774	0.5616726873
0.0577952	0.123228325	0.4690090529
0.07302258	0.127180032	0.05741670202
0.07847571	0.65539379	1.197382569
0.03963329	0.66041625	0.6001259054
0.07039628	0.115	0.6121415652
0.07290882	0.120395493	0.6055776523
0.05041295	0.122590098	0.4112318272
0.05449571	0.156701367	0.347769298
0.04802747	0.167830209	0.2861670154
0.010288392	0.12	0.0857366
0.08587676	0.120412763	0.7131865249
0.0917029	0.170596765	0.5375418461
0.07924301	0.179057869	0.44255306
0.09445842	0.115	0.8213775652
0.13790885	0.1196	1.1530840301

0.6179130641	0.1263	0.07804242
0.4127506689	0.1794	0.07404747
0.368600747	0.1889	0.06962868
0.4065789748	0.11808846	0.048012285
0.4467370917	0.125014775	0.055848737
4.0223818672	0.127686666	0.51360453
2.7047435759	0.170403747	0.46089844
2.2223950509	0.174720237	0.38829739

### تحليل نتائج اختبارات الدراسة :

#### (1) الإحصاءات الوصفية وتحليل البيانات :

فيما يلي جدول يوضح أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (التابعة ، والمستقلة ، والرقابية) ، حيث يتضمن المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وعدد المشاهدات لكل متغير .

#### جدول رقم (13) : Descriptive Statistics

	Mean	Std.Deviation	N
MVsh	2.3772	3.91348	25
Size	9.63631	0.83785	25
G.rate	0.2789	0.28513	25
Agency Cost	0.1565	0.16838	25

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتبين من الجدول السابق أن عدد المشاهدات لجميع المتغيرات كان 25 مشاهدة وهو يعبر عن 5 شركات خلال 5 سنوات ، بينما بلغ المتوسط الحسابي للمتغير التابع (MVsh) القيمة السوقية للسهم 2.3772 والانحراف المعياري بلغ قيمته 3.91348 ، وبالنسبة للمتغيرين المستقلين حجم الشركة فتم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لجميع قيم المتغير وبلغ متوسط لوغاريتم حجم الشركة 9.3631 والانحراف المعياري 0.73785 وتبين أن المتوسط الحسابي لمعدل نمو المبيعات 0.2789 والانحراف المعياري 0.28513 أما عن المتغير المستقل تكاليف الوكالة للملكية المركزة (العائلية والحكومية) فبلغ المتوسط الحسابي لها 0.1565 والانحراف المعياري 0.16338 .

#### (2) تحليل البيانات واختبارات الفروض والنتائج :

الفرض الرئيسي : لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الملكية المركزة والأداء المالي للشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرية ، ولأغراض الاختبارات الإحصائية يتم صياغة هذا الفرض كما يلي :

- **فرض العدم H<sub>01</sub>** : لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الملكية المركزة والأداء المالي للشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرية .
  - **الفرض البديل H<sub>a1</sub>** : توجد علاقة معنوية بين تكاليف الملكية المركزة والأداء المالي للشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرية .
- حيث يمكن صياغة معادلة الانحدار للعلاقة كالاتي :

$$- MV = \beta_0 + \beta_1 \text{ Agency Cost} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ G.Rate} + E_{it}$$

ولاختبار هذا الفرض يتم إجراء تحليل الارتباط وتحليل الانحدار للعلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية MV كمقياس للأداء المالي ، والمتغيرات المستقلة (تكاليف الوكالة Agency Cost ، حجم الشركة Size ، معدل نمو المبيعات G.rate) وذلك باستخدام حزمة البرامج الإحصائية SPSS على النحو التالي :

#### 1) معامل ارتباط بيرسون Person Correlation Coefficient :

يوضح جدول قيم معامل ارتباط بيرسون للعلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية MV ، والمتغيرات المستقلة .

جدول رقم (14) Correlations

	MVsh	Size	G.rate	Agency Cost
Person Correlation MVsh	1.000	.669	.424	-.353
Size	.669	1.000	.057	-.512
G.rate	.424	.057	1.000	-.430
Agency Cost	-.353	-.512	-.430	1.000
Sig.(1-Tailed) MVsh		.000	.017	.042
Size	.000		.393	.004
G.rate	.017	.393		.016
Agency Cost	.042	.004	.016	
N MVsh	25	25	25	25

Size	25	25	25	25
G.rate	25	25	25	25
Agency Cost	25	25	25	25

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

1. معامل الارتباط بين المتغير التابع سهم MV ومتغير المراقبة Size هو 0.669 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة طردية .
  2. معامل الارتباط بين المتغير التابع سهم MV ومتغير المراقبة G.rate هو 0.424 أقل من 0.5 وهذا يدل على ضعف الارتباط (العلاقة) بينهما والعلاقة طردية .
  3. معامل الارتباط بين المتغير التابع سهم MV والمتغير المستقل Agency Cost هو -0.535 أقل من 0.5 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط عكسية بينهما ولكنها ليست قوية
- (2) معامل التحديد المصحح ( $R^2$ ) Adjusted Coefficient of determination :

يتضمن الجدول التالي حساب قيمة معامل التحديد  $R^2$

جدول رقم (15) : Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	sig.f Change
1	.796 <sup>a</sup>	.634	.581	2.53274	.634	12.100	3	21	.000

a.Predictors : (Constant) , Agency Cost , G.rate,Size

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد تساوي 63.4% وهي تمثل قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير وشرح التغير الكلي في قيم المتغير التابع القيمة السوقية للسهم ، ويرجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في التقدير Std Error Of The Estimate أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج .

(3) اختبار تحليل التباين ANOVA :

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار تحليل التباين لمعادلة الانحدار :

جدول رقم (16) : ANOVA

Model	Sum of Squares	DF	Mean Square	F	Sig
1 Regression	232.857	3	77.619	12.100	.000 <sup>b</sup>

Residual	134.710	21	6.415		
Total	367.567	24			

a. Dependent Variable : MV

b. Predictors : (Constant) , Agency Cost , G.Rate , Size

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار  $F=12.1$  بمستوى دلالة  $(p\text{-value}) = 0$  أقل من مستوى المعنوية  $\alpha = .2$  مما يدل على معنوية النموذج الإحصائي المستخدم ويؤكد على تأثير المتغير المستقل تكلفة الوكالة Agency Cost على المتغير التابع القيمة السوقية MVsh بمعنى أن تكلفة الوكالة للملكية المركزة تؤثر تأثيراً جوهرياً على القيمة السوقية للسهم بمستوى معنوية أقل من 0.2

(4) معادلة الانحدار :

يمثل الجدول التالي معاملات معادلة الانحدار .

Coefficients : (جدول رقم 17)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	sig	95.0% Confidence Interval for B	
	B	std.Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	-38.645	8.344		-4.632	.000	-56.007	-21.300
Size	4.085	.835	.770	4.895	.000	2.350	5.821
G.Rate	6.696	2.054	.488	3.259	.004	2.424	10.968
Agency cost	-5.839	4.044	.251	-1.444	1.64	-2.572	14.249

a. Dependent Variable : MV

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتضح معنوية المتغير المستقل Agency Cost وذلك باستخدام اختبار t بمستوى دلالة  $= 0.164$  أقل من مستوى المعنوية  $\alpha = .2$  وأيضاً تتحقق المعنوية لمتغيرات المراقبة لأن مستوى الدلالة أقل من مستوى المعنوية ، وهو ما يتوافق مع نتائج تحليل الارتباط السابق

ومن الجدول السابق يمكن استنتاج قيم معاملات معادلة الانحدار على النحو التالي :

$$MVsh = 38.654 - 5.839 \text{ Agency cost} + 4.085 \text{ Size} + 6.696 \text{ G.Rate}$$

مما سبق يتم رفض فرض عدم القائل بأنه لا توجد علاقة معنوية بين تكاليف الملكية المركزة والأداء المالي للشركات المتداول أسهمها .

ويتم قبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة معنوية بين تكاليف الوكالة المركزة (عائلية ، وحكومية) وبين الأداء المالي للشركات المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية .

• اختبار الفرض الفرعي الأول :

لا توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية العائلية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم للشركات ولأغراض الاختبارات الإحصائية يتم صياغة هذا الفرض في شكل فرض عدم والفرض البديل كما يلي :

▪ **فرض عدم  $H_{01}$**  : لا توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية العائلية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم للشركات .

▪ **الفرض البديل  $H_{a1}$**  : توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية العائلية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم للشركات .

حيث يمكن صياغة معادلة الانحدار للعلاقة كالتالي :

$$- MVsh = \beta_0 + \beta_1 \text{ Agency Cost} + \beta_2 \text{ F.ownership} + \beta_3 \text{ Size} + \beta_4 \text{ G.rate} + Eit$$

1) **معامل ارتباط بيرسون Person Correlation Coefficient**

يوضح جدول (27) قيم معامل ارتباط بيرسون للعلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم MVsh والمتغيرات المستقلة .

جدول رقم (18)

	MVsh	Agency Cost	F.ownership	Size	G.rate
Person Correlation MVsh	1.000	-.527	.199	.627	.346
Agency Cost	-.527	1.000	-.368	-.816	.055
F.ownership	.199	-.368	1.000	.253	-.143
Size	.627	-.816	.253	1.000	-.227
G.rate	.346	.055	-.143	-.227	1.000
Sig.(1-Tailed)		.022	.239	.006	.103

MVsh					
Agency Cost	.022		.088	.000	.423
F.ownership	.239	.088		.181	.306
Size	.006	.000	.181		.208
G.rate	.103	.0423	.306	.208	
N MVsh	15	15	15	15	15
Agency Cost	15	15	15	15	15
F.ownership	15	15	15	15	15
Size	15	15	15	15	15
G.rate	15	15	15	15	15

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

1. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh ومتغير المراقبة Size هو 0.627 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة طردية .
2. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh ومتغير المراقبة G.rate هو 0.346 أقل من 0.5 وهذا يدل على ضعف الارتباط (العلاقة) بينهما والعلاقة طردية .
3. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh والمتغير المستقل Agency Cost هو -0.527 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة عكسية .
4. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh والمتغير المستقل F.ownership هو 0.199 أقل من 0.5 وهذا يدل على أن العلاقة طردية ولكن ليست قوية .
5. ويبين الجدول وجود علاقة ارتباط تبادلية عكسية بين الملكية العائلية F.ownership وتكاليف الوكالة ولكن ليست قوية حيث معامل الارتباط يبلغ 0.365 أقل من 0.5

## (2) معامل التحديد المصحح ( $R^2$ ) Adjusted Coefficient of determination :

يتضمن الجدول التالي حساب قيمة معامل التحديد  $R^2$

جدول رقم (19) : Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std.Error of the Estimate	Change Statistics		
					R Square Change	F Change	df1
1	.817 <sup>a</sup>	.668	.535	3.26303	.668	5.032	4

Predictors : (Constant) , Gopportunities , Agency Cost , Fownership , Size

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المصحح تساوي 66.8% وهي تمثل قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير وشرح التغير الكلي في قيم المتغير التابع القيمة السوقية ، ويرجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في التقدير Std Error of the Estimate أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج .

(3) اختبار تحليل التباين ANOVA :

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار تحليل التباين لمعادلة الانحدار .

جدول رقم (20) : ANOVA

Model	Sum of Squares	DF	Mean Square	F	Sig
1 Regression	214.319	4	53.580	5.032	.017 <sup>b</sup>
Residual	106.474	10	10.647		
Total	320.793	14			

a. Dependent Variable : MV

b. Predictors : (Constant) , Gopportunities , Agency Cost , Fownership , Size

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار  $F=5.032$  بمستوى دلالة  $(p\text{-value}) = 0$  أقل من مستوى المعنوية  $\alpha = .2$  مما يدل على معنوية النموذج الإحصائي المستخدم ويؤكد على تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة وبشكل كبير على المتغير التابع القيمة السوقية للسهم MVsh

جدول رقم (21) : Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	sig
	B	std.Error	Beta		
1 (Constant)	-60.028	27.150		-2.211	.051
Agency cost	63.722	91.708	.238	.695	.503
F.ownership	9.567	14.154	.135	.676	.514
Size	5.182	1.904	.914	2.722	.021
Gopportunities	10.434	3.635	.560	2.870	.017

a. Dependent Variable : MV

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يوضح الجدول السابق تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على حدة على تفسير المتغير التابع ، حيث أن الملكية العائلية ذات تأثير غير معنوي موجب على القيمة السوقية للسهم أكبر من 0.2 ، وتكلفة الوكالة للملكية العائلية ذات تأثير غير معنوي سالب على MVsh بينما حجم الشركة ومعدل النمو ذات تأثير معنوي موجب .

وبناء على جدول معاملات الانحدار يمكن استنتاج قيم معاملات الانحدار فى المعادلة السابقة كما يلي :

$$- MVsh = 60.028 - 63.722 \text{ Agency cost} + 9.567 \text{ F.ownership} + 5.182 \text{ Size} + 10.434 \text{ G.rate}$$

مما سبق يتم قبول فرض عدم القائل بأنه لا توجد علاقة معنوية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة والقيمة السوقية للسهم للشركات .

ويتم رفض الفرض البديل بأنه توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية العائلية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم .

• اختبار الفرض الفرعي الثاني :

لا توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية الحكومية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم للشركات ولأغراض الاختبارات الإحصائية يتم صياغة هذا الفرض فى شكل فرض عدم والفرض البديل كما يلي :

▪ **فرض عدم H<sub>02</sub>** : لا توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية الحكومية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم للشركات .

▪ **الفرض البديل H<sub>a2</sub>** : توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية الحكومية وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للسهم للشركات .

حيث يمكن صياغة معادلة الانحدار للعلاقة كالاتي :

$$- MVsh = \beta_0 + \beta_1 \text{ Agency Cost} + \beta_2 \text{ G.ownership} + \beta_3 \text{ Size} + \beta_4 \text{ G.rate} + \text{Eit}$$

جدول رقم (22) : Correlations

	MVsh	G.ownership	Agency Cost	Size	G.rate
Person	1.000	.819	-.839	.947	.824

Correlation MVsh					
G.ownership	.819	1.000	-9.76	.865	.638
Agency Cost	-.839	-.976	1.000	-.910	-6.76
Size	.947	.865	-.910	1.000	.717
G.rate	.824	.638	-.676	.717	1.000
Sig.(1-Tailed) MVsh		.002	.001	.000	.002
G.ownership	.002		.000	.001	.024
Agency Cost	.001	.000		.000	.016
Size	.000	.001	.000		.010
G.rate	.002	.024	.016	.010	
N MVsh	10	10	10	10	10
G.ownership	10	10	10	10	10
Agency Cost	10	10	10	10	10
Size	10	10	10	10	10
G.rate	10	10	10	10	10

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

1. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh ومتغير المراقبة Size هو 0.947 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة طردية .
2. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh ومتغير المراقبة G.rate هو 0.824 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة طردية.
3. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh والمتغير المستقل Agency Cost هو -0.839 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة عكسية .
4. معامل الارتباط بين المتغير التابع MVsh والمتغير المستقل G.ownership هو 0.819 أكبر من 0.5 وهذا يدل على قوة الارتباط بينهما والعلاقة طردية .
5. يوضح الجدول أيضاً وجود علاقة ارتباط قوية بين G.ownership و Agency Cost تبلغ -0.978 أكبر من 0.5 واتجاه هذه العلاقة عكسي .

(1) معامل التحديد المصحح ( $R^2$ ) Adjusted Coefficient of determination :

يتضمن الجدول التالي حساب قيمة معامل التحديد  $R^2$

جدول رقم (23) : Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics		
					R Square Change	F Change	df1
1	.981 <sup>a</sup>	.962	.931	.51591	.962	31.260	4

a. Predictors : (Constant) , G.ownership , G.rate , Size, Agency cost

المصدر : إعداد الباحثة من واقع برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المصحح تساوي 96.2% وهي تمثل قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير وشرح التغير الكلي في قيم المتغير التابع القيمة السوقية ، ويرجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في التقدير Std Error of the Estimate أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج .

(2) اختبار تحليل التباين ANOVA :

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار تحليل التباين لمعادلة الانحدار .

جدول رقم (24) : ANOVA

Model	Sum of Squares	DF	Mean Square	F	Sig
1 Regression	33.282	4	8.320	31.260	.001 <sup>b</sup>
Residual	1.331	5	.266		
Total	34.631	9			

a. Dependent Variable : MV

b. Predictors : (Constant) , G.ownership , G.opportunities , Size , Agency Cost

المصدر : إعداد الباحثة من واقع مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار  $F=31.23$  بمستوى دلالة  $0 = (p\text{-value})$  أقل من مستوى المعنوية  $0.2 = \alpha$  مما يدل على معنوية النموذج الإحصائي المستخدم ويؤكد على تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة وبشكل كبير على المتغير التابع القيمة السوقية للسهم MVsh

جدول رقم (25) : Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	sig
	B	std.Error	Beta		
1 (Constant)	-101.197	41.444		-2.442	.059
G.ownership	57.377	38.554	.617	1.488	.197
Agency cost	-7.979	4.702	-.856	-1.697	.150
Size	5.126	1.226	.966	4.180	.009
G.rate	1.765	.706	.316	2.501	.054

a. Dependent Variable : MV

المصدر : إعداد الباحثة من واقع برنامج SPSS

يوضح الجدول السابق تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على حدة على تفسير المتغير التابع ، حيث أن الملكية الحكومية G.ownership ذات تأثير معنوي موجب على القيمة السوقية اقل من 0.2 ، وتكلفة الوكالة للملكية الحكومية Agency cost ذات تأثير معنوي سالب على MVsh .

وبناء على جدول معاملات الانحدار يمكن استنتاج قيم معاملات الانحدار في المعادلة السابقة كما يلي :

$$- MVsh = 101.197 - 7.979 \text{ Agency cost} + 57.377 \text{ G.ownership} + 5.126 \text{ Size} + 1.765 \text{ G.rate}$$

مما سبق يتم رفض فرض عدم القائل بأنه لا توجد علاقة معنوية بين الملكية الحكومية وتكاليف الوكالة والقيمة السوقية للسهم للشركات .

ويتم قبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة معنوية بين هيكل الملكية الحكومية وتكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للسهم .

حيث بلغت 0.365 أقل من 0.5 وترجع الباحثة عدم قوة تلك العلاقة إلى أن في الشركات العائلية تكون الإدارة هي العائلة المالكة ، لذلك لا تتكبد الشركة وحملة الأسهم تكاليف وكالة ، ولكن يمكن أن تظهر مشاكل وكالة أخرى مثل السيطرة على حقوق أقلية المساهمين ، وأيضاً اتضح وجود علاقة طردية معنوية مع المتغيرين الرقابيين حجم الشركة ، ومعدل نمو المبيعات .

هناك علاقة عكسية معنوية بين الملكية الحكومية وتكاليف الوكالة ، والعلاقة كانت قوية جداً ، حيث بلغت 0.978 أكبر من 0.5 ، وترجع الباحثة ذلك إلى أن الملكية الحكومية تمثل الحكومة وكيل عن الشعب في هذه الشركات تراقب الإدارة (وكيلاً آخر) حيث تتكبد الحكومة

تكاليف لمراقبة أداء الإدارة ، وأيضاً اتضح وجود علاقة طردية مع المتغيرين الرقابيين (حجم الشركة ، ومعدل نمو المبيعات) .

هناك علاقة ارتباط معنوية عكسية بين تكاليف الوكالة للملكية المركزة عموماً والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وكذلك بالقيمة السوقية للسهم فى ظل نمو المبيعات وحجم الشركة . وجود علاقة ارتباط طردية غير معنوية بين الملكية العائلية والملكية الحكومية كل على حدة والقيمة السوقية للسهم فى ظل نمو المبيعات وتكلفة الوكالة وحجم الشركة .

### النتائج والتوصيات والمقترحات البحثية المستقبلية

أولاً : النتائج :

أسفر الدراسة عن النتائج التالية :

- 1) تعتبر الوكالة أحد آليات الحوكمة وأحد محددات هيكل الملكية للمنشأة وما ينعكس عنها من تكاليف تؤثر فى القيمة السوقية للسهم .
- 2) أهمية تركيز الملكية فى الأسواق الناشئة ومنها مصر نظراً لغياب الرقابة الصارمة والتي عادة ما يقوم بها كبار المساهمين مما يشكل تأثيره السلبي على حقوق الأقلية .
- 3) اتضح من خلال الدراسة التطبيقية أن هناك علاقة عكسية غير معنوية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة ، ولكن ليست قوية .
- 4) وجود علاقة ارتباط معنوية عكسية بين تكاليف الملكية العائلية والملكية الحكومية كل على حدة والقيمة السوقية للسهم فى ظل نمو المبيعات وتكلفة الوكالة وحجم الشركة باستخدام صافى التدفق النقدي الحر للشركة .
- 5) وجود علاقة ارتباط عكسية بين الحد الأدنى لسعر السهم بدلالة تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وعلاقة ارتباط طردية بين الحد الأدنى لسعر السهم وتكاليف الوكالة لصافى التدفق النقدي الحر .

ثانياً : التوصيات :

فى ضوء النتائج السابقة توصي الباحثة بالآتي :

- 1) ضرورة الاهتمام بدراسة هيكل الملكية من قبل هيئة سوق المال المصري ،وعلى الأخص هيكل رأس المال بشكل دائم فى السوق المصري لما له من تأثير على الأداء المالي للشركات ، وبالتالي القدرة على جذب الاستثمارات
- 2) وضع ضوابط قانونية صارمة من قبل هيئة سوق المال المصرية على الشركات العائلية حتى لا تتحول إلى شركات احتكارية ، والتحقق من تطبيقها لمعايير التقارير المالية الدولية ( IFRS ) لحماية حقوق أقلية المساهمين ، ولما له من أثر على النمو الاقتصادي .
- 3) ضرورة توعية المقرضون ( مسئولية المحللين الماليين ) بأهمية التدفقات النقدية الحرة كمؤشر على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ، كما أنه يعد مؤشر حيوي للمساهمين الجدد حول القدرة على تقييم المخاطر ، حيث نص المعيار الدولي (IAS-7) بأن تقييم السيولة المالية والكفاءة الائتمانية من خلال التدفق النقدي أكثر جدوى من مؤشرات الربحية فى تقييم المخاطر والالتزامات على المدى الطويل .
- 4) ضرورة اهتمام مجالس إدارة الشركات ، والهيئات العامة للمساهمين والمحللين الماليين بتوفير إفصاح كافي عن التدفق النقدي الحر ، حيث من شأنه طمأنة المستثمر حول قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها ، مما يعزز قدرتها على السداد ، وتخفيض مخاطر الإفلاس .
- 5) ضرورة تطبيق ما توصل إليه البحث من نتيجة مفادها أن القيمة السوقية للسهم (الحد الأدنى لقيمة السهم) كمؤشر يحدد من خلال مؤشرين هما تكاليف الوكالة باستخدام مؤشر صافي التدفق النقدي الحر ، ومؤشر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، وهذا سيفيد المستثمر الحالي والمرتب .

#### ثالثاً : المقترحات البحثية المستقبلية :

- 1) دراسة أثر أنماط هياكل الملكية المؤسسية ، الأجنبية ، والملكية المشتتة على تعزيز ثروة المساهمين من خلال تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بهيكل رأس المال للمنشأة فى البيئة المصرية .
- 2) اجراء الدراسة فى القطاع المالى ( البنوك ، الخدمات المالية ) للتعرف على الاختلاف بين القطاعات حول أثر تغير أنماط هياكل الملكية وعلاقتها بتكلفة رأس المال على الأداء المالى للمنشأة فيما بين منشآت القطاع الصناعى والقطاع المالى فى مصر .

#### المراجع

المراجع العربية :

- 1) الخفاجي ، على وعبد الرسول ، هند ، (2018) ، "تأثير كلفة الوكالة على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة - دراسة تطبيقية" على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2013 - 2016) ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، مجلد (7) ، العدد (25) ، ص (85-104) .
- 2) السيد ، محمد صابر حمودة ، (2018) ، "أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية " ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، المجلد 8 ، العدد 2 ، ص (1443-1523) .
- 3) العامري ، محمد على إبراهيم ، (2010) ، "الإدارة المالية المتقدمة" ، إثراء للنشر والتوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى .
- 4) القويدر ، أمجد سالم ، (2013) ، "أثر مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وهيكل الملكية على تكلفة رأس المال والقيمة السوقية المضافة للشركات - دراسة تطبيقية" ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الأعمال ، جامعة عمان العربية - الأردن
- 5) بن الضب ، على ، (2009) ، "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة" ، رسالة ماجستير ، فى علوم التيسير ، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية ، جامعة قاصدى مرباح - ورقلة - الجزائر .
- 6) بن طبولة ، ندى عقون آمنة ، (2019) ، "تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة فى البورصة - دراسة حالة" ، رسالة ماجستير ، فى العلوم المالية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، جامعة 8 ماي ، قالمة ، الجزائر
- 7) بن عزيزة ، صورية وزعبيط ، نور الدين ، (2019) ، "أثر هيكل الاستدانة فى تكاليف الوكالة" : حالة الشركات المساهمة المدرجة فى بورصة الجزائر " للفترة 2010-2017 مجلة الباحث الاقتصادي ، المجلد (7) ، العدد (11) مكرر ، ص ص 231-259 .
- 8) بو كرومة ، كريمة ، (2019) ، "أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة فى الشركات الصناعية المدرجة فى سوق عمان للأوراق المالية" ، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ، المجلد (13) ، العدد (12) ، ص ص 129-148 .

- (9) حسن ، رضا صبحي محمد ، (2016) ، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح فى شركات المساهمة المصرية -دراسة نظرية اختباريه" ، رسالة ماجستير ، غير منشورة كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، مصر .
- (10) حمدان ، علام محمد ، السريع ، عادل محمد ، عناسوة ، محمد سلامة ، (2017) "هيكل الملكية فى الشركات المدرجة فى بورصة البحرين ودوره فى تخفيض تكلفة الوكالة" ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، 24(4) ، ص ص 82-98 .
- (11) حمضى ، شيد ، (2011) ، "تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة فى بورصة الجزائر" رسالة ماجستير، فى علوم التيسير ، جامعة قاصدى ، مرياح ، ورقلة ، الجزائر
- (12) رشوان ، عبد الرحمن محمد سليمان ، (2015) ، "تحليل العلاقة بين المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وتخفيض تكلفة رأس المال وأثرها على قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى بورصة فلسطين للأوراق المالية" رسالة دكتوراه ، غير منشورة ، كلية التجارة بالإسماعيلية ، جامعة قناة السويس
- (13) رمضان ، العقدة ، (2009) ، "محددات هيكل رأس المال فى الشركات المساهمة العامة الأردنية ، دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني" للفترة (2002-2006) ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة عمان ، الأردن .
- (14) رضاني ، حميدة ، (2012) ، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، جامعة قاصدى ، مرياح ، ورقلة ، الجزائر .
- (15) زريقات ، زياد محمد والغرايبة ، محمد عبد الرحمن ، والحاذ ، لارا محمد ، (2016) ، تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية : دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة فى بورصة عمان للأوراق المالية ، المجلة الأردنية فى إدارة الأعمال ، المجلد 12 ، العدد 2 ، الجامعة الأردنية ، ص ص 308-329 .
- (16) زيدان ، عمرو ، علاء الدين ، (2011) ، الشركات العائلية المصرية : دراسة ميدانية للخصائص المميزة والدلالات الإستراتيجية ، المجلة العربية للعلوم الإدارية ، جامعة الكويت ، ص ص 391-343 .

- (17) زلاسى ، رياض ، (2012) ، "إسهامات حوكمة المؤسسات فى تحقيق جودة المعلومات المحاسبية - دراسة حالة أليانس للتأمينات الجزائرية ورقلة" رسالة ماجستير فى العلوم التجارية ، جامعة قاصدى ، مرياح ، ورقلة ، الجزائر .
- (18) سالم ، عبد الرزاق حسين وخشارمة ، حسين علي ، (2007) ، "المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية" ، مجلة دراسات العلوم الإدارية ، المجلد (34) ، العدد (2) ، ص ص 348-362
- (19) سمور ، محمد علاء إبراهيم ، ردرغام ، ماهر موسى ، (2020) ، "أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة فى بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، المجلد (28) ، العدد (3) ، ص ص 1-20 .
- (20) سعد الدين ، إيمان محمد ، (2013) ، "تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرهما على قيمة المنشأة - دراسة نظرية ميدانية" مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية ، كلية التجارة جامعة بنى سويف بالشراكة مع اتحاد الجامعات ، مصر ، المجلد (2) ، العدد (1) ، ص ص 299-342 .
- (21) سليم ، محمد يزيد ، (2016) ، "أثر هيكل رأس المال فى الأداء المالي للشركات - دراسة ميدانية فى الشركات المدرجة فى سوق دمشق للأوراق المالية" ، رسالة ماجستير فى إدارة الأعمال ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سوريا .
- (22) سميه ، ربيع إبراهيم ، (2018) ، "أثر هيكل الملكية للمنشأة فى ملائمة معلومات التقارير المالية لقرارات المستثمرين - دراسة تحليلية فى الشركات المساهمة العامة" رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الاقتصاد - قسم المجلة ، جامعة دمشق .
- (23) شبير ، ماهر ، (2017) ، "أثر استخدام آليات الحوكمة فى تخفيض تكاليف الوكالة فى الشركات المدرجة فى بورصة فلسطين ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الإسلامية ، غزة
- (24) شقور ، عمر فريد مصطفى ، (2017) ، "العوامل المؤثرة فى تكاليف الوكالة : دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة فى بورصة عمان" ، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، مجلد 3 ، العدد 2 ، الأردن .

- (25) عوض ، محمد محمود سليمان ، (2016) ، "أثر مستوى الإفصاح الاختياري على علاقة نمط الملكية بعدم تماثل المعلومات فى البيئة المصرية - دراسة إمبريقية" رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، مصر .
- (26) محمد ، محمد جاسم ، (2014) ، "علاقة نسبة الدفع المالي و WACC فى مؤشرات سوق الأوراق المالية : دراسة تحليلية فى مجموعة من الشركات المدرجة فى سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية ، مجلد 10 ، العدد 37 ، ص ص 149 - 191 .
- (27) مسموح ، اسل أمين شعيب ، (2018) ، "أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة فى بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، الجامعة الإسلامية .
- (28) نصاح ، عادلة حاتم ، البدران ، عبد الخالق ياسين ، (2014) ، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة" ، مجلة العلوم الاقتصادية ، مجلد 10 ، العدد 37 ، ص ص 45-79 .
- (29) نور الدين ، علي أبو بكر ، والسريتي ، حسين علي ، (2014) ، "محددات اختيار الهيكل المالي للشركات - دراسة تطبيقية مقارنة بين الدول المتقدمة والنامية ، مجلة جامعة سبها للعلوم الإنسانية ، المجلد 14 ، العدد 2
- (30) هندي ، منير إبراهيم ، (2009) ، "الفكر الحديث فى التحليل المالي وتقييم الأداء مدخل حوكمة الشركات" ، سلسلة الفكر الحديث فى الإدارة المالية ، المطبعة الأولى الإسكندرية ، دار المعرفة الجامعية .

المراجع الأجنبية :

- 1) Alfaraih , Mishari and Alanezi , Faisal and Almujaeed , Hesham , (2012) , The Influence of Institutional and government ownership on firm Performance : Evidence From Kuwait , International business research , Vol.5 , No.10, PP 192-200 .
- 2) Alves , S , (2012) , "Ownership structure and earnings management : Evidence from Portugal" Australasian Accounting Business and Finance Journal , Vol.6 , No.1, PP 57-74 .
- 3) Apergis , No , G.Artikis , S.Eleftheriou and J.Sorros , (2012) , Accounting Information and Excess stock returns : The role of the cost of capital , New Evidence from US firm level Data , Applied Financial Economic , 22, PP 321-329 .
- 4) Bakk & Leif Atle , N , (2011) , Understanding IFRS adoption : A review of current debate and consequences , The International Journal of Accounting , Vol.41 , No.1, PP 56-70 .
- 5) Berger , A.N , & Patti , E.B , (2000) , "Capital structure and firm performance : A New Approach to testing Agency Theory an application to the banking industry" , Finance and Economics Discussion Series , Board of Governors of the Federal Reserve system (U.S) .
- 6) Berle , A. , & Means , G. , (1932) , "The Modern Corporation and private property" , New York ; Harcourt Brace & World .
- 7) Borsiva , G. , Yaddav , P.K , (2012) , Government ownership , Informed trading and private information , Available at SSRN (<http://ssrn.com/abstract=1333999>) .
- 8) Brealey , R., S.Myers and F.Allen , (2014) , Principles of corporate finance , 11ed. Mc Graw Hill Education .
- 9) Brigham , F.Eugene & Ehrhardt C.Michae , (2008) , "Financial management : Theory and practice , 12<sup>th</sup> , Published Mason , oh : Thomson south western Cengage Learning .
- 10) Brigham , F.Eugene and Ehrhardt , C.Michael, (2014), "Financial management : Theory and practice , Fourteenth Edition , south western , Cengage Learning .
- 11) Brigham , E. , F., 7 Houston, (2016) , Fundamentals of financial Management, 14<sup>th</sup> Ed , Boston , MA : Cengage Learning .

- 12) Chan , D., Li , J., Liang , (2012) , "Does Mutual Fund ownership effect financial reporting quality for Chinese privately - owned enterprises?", International Review of Financial Analysis , Vol.36 PP 131 - 140 .
- 13) Demsetz , H. , (1983) , "The structure of ownership and the theory of the firm" , Journal of law and Economic , Vol.26 .
- 14) Elvin , P. , Hamid , N. , I. , (2016) , "Ownership structure , corporate governance and firm performance" , International Journal of Economics and Financial Issue , Vol.53 , No.6 .
- 15) Espireh , G. , Dadgarnejad , A. & Jerlerzadeh , A. , (2013) , "Investigating the Association between capital structure and financial performance of companies listed in Tahran stock exchange (TSE)" , Nature and Science , 11(11) , pp 149-154 .
- 16) Dharmastuti , C. , & Wahyudi , S. , (2013) , "The effectively of the internal and external corporate governance mechanisms towards corporate performance", Research journal of finance and Accounting , Vol.4 , pp 132-140 .
- 17) Fazizadeh, a., Mohamed Zadeh, P.&Hendi , A., (2008) , "The Examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry" , Quarterly journal of securities exchange , Vol.7 , pp 5-33 .
- 18) Harvard Low school , (2017) , Principle agent theory , Retrieved ,8
- 19) Hope , O. , (2013) , Large shareholders and accounting research , China journal of Accounting Research , Vol.6 , Issue 1 , pp 3-20 .
- 20) Hamidullah , H. , Rehman , S., Saeed , G.& Zeb , A., (2014) , "Corporate ownership structure and firm excess cash holding : Evidenced from Emerging Markets , Pakistan", Abasyn journal of social sciences , Vol.7 , No.2 , pp 229-244 .
- 21) Huang , B-Y , Lin , C-M & Huang , C-M , (2011) , "The Influences of ownership structure : Evidence from China" , The journal of developing areas , Vol.45 , No.1 , pp 209-227 .
- 22) Hong Sham & Guangning Gong , (2017) , "The Impact of ownership structure on firm performance" : Static and dynamic panel data evidence from china's listed companies" , National Covention of sports science of china , 01017 .
- 23) Yensen , M. , (1993) , "The modern Industrial revolution , Exit , and the failure of internal control systems" , The journal of finance , Vol.48 , No.3 , pp 831-880 .

- 24) Jensen & Meckling , W., (1976) , "Theory of the firm : Managerial behavior , Agency costs , and ownership structure" , Journal of financial Economics , Vol.3 , No.4 , pp 305-360 .
- 25) Jensen , M. , (1986) , "Agency costs of free cash flow , corporate finance and takeovers" , The American Economic Review , Vol.76 , No.2 , pp 323-329 .
- 26) Ismail , N., & Sinnadurai , P., (2012) , "Does ownership concentration type after the mapping of earnings quality into value?" , Journal of Business & Policy Research , Vol.3 , No.3 , pp 27-47
- 27) Kangarlouei , S.J. and Abbas Zadeh , Sajad and Motavassel , Mrteza , (2012) , "Comparative investigation of difference between ownership structure and cost of capital in capitalized and levered companies of Tehran stock exchange (TSE) , International journal of finance and Accounting , 1(2) , pp 7-13 .
- 28) Kachwala , Sakina Tohid and Singla , Chitra , (2016) , "Impact of ownership structure on Agency cost of debt in India , Working paper No.2016 - 03 - 59 , IIMA , India , pp.1-10  
(<http://ideas.repec.org/p/ess/wpaper/id11004.html>)
- 29) Khamis , R., Hemdan , A. & Elali , W., (2015) , "The Relationship between ownership structure Dimensions & Corporate performance : Evidence from Bahrain", Australasian Accounting , Business & Finance Journal , Vol.9 , No.4 , pp 38-56 .
- 30) Kieso , D.E, Weygandt , J.J. & Warfield , T.D , (2013) , "Intermediate Accounting " 15<sup>th</sup> Ed . Hoboken , Nj: John Wiley & Sons , Inc .
- 31) Lin , T., Chen , Y. , & Tasi , H., (2017) , "The Relationship among information a symmetry , dividend policy & ownership structure" , Finance Research Letters , Vol.20 , pp.1-12 .
- 32) Modigliani , F. & M.H.Miller , (1958) , "The cost of capital corporation finance and the theory of investment" , The American Economic Review , Vol.38 , No.3 , pp.261-297 .
- 33) Nazir , M.s , Saita , H.K & Nawaz , M.M , (2012) , "The role of debt in reducing agency cost : Empirical Evidence from Pakigtan" Innova ciencia , Vol.4 , No.5 .
- 34) Nguyen , DT , Diaz - Rainey , & Gregoriou , A , (2012) , "Financial development and the determination of capital structure in Vietnam" , Working Paper , SSRN Library , pp.1-26 .
- 35) Noor , I.Mahmoud , Nour Abdulnaser , Musa Shkairi & Zorqan Saleh , (2012) , "The role of cash flow in explaining the change in company

- liquidity" , Journal of advanced social research , Vol.2 , No.4 , pp.231 - 243 .
- 36) Oslo , (2014) , "The capital structure , ownership and survival of newly established family firms , Master Thesis , Bi Norwegian business school .
- 37) Parsian Hosein and Koloukhi Shams Amir , (2014) , "A study on the effect of free cash flow and profit ability current ratio on dividend payout ratio : Evidence from Tahran stock exchange", Management Science Letters , No.4 , pp. 63-70 .
- 38) Parikka , Anu , (2011) , "The effect of firms ownership structure on the profit ability , cost of capital and availability of capital" , Master Thesis, Lappeenranta University of technology , Lappeenranta , Finland .
- 39) Perdana , Ida Bagus Putra and Kusumatuti , Retno , (2011) , "Analysis of the impacts of family ownership on a Company's Costs of debt" , International journal of administrative science & organization, Vol.18 , No.2 , pp. 143-151 .
- 40) Poyry , S. and Maury , B. , (2010) , "Influential ownership and capital structure Managerial and decision economics , Vol.31 , pp. 311-324 .
- 41) Rappaport , A. , (1999) , "Creating shareholder value : A Guide for managers and investors (Revised and updated edition) free press , New York .
- 42) Santos , M. , Moreira , A., Vieira , E. , (2014) , "ownership concentration , contestability , family firms & capital structure" , Journal of management & governance , Vol.18 , No.41 , pp. 1063-1107 .
- 43) Shyu , J. , (2011) , "Family ownership and firm performance : Evidence from Taiwanese firms , International journal of managerial finance, Vol.19 , No.4 , pp. 397-411 .
- 44) Siqilt , (2010) , "Does Mandatory Adoplion of standards in the European union reduce the cost of equity capital?" , The accounting review , American Accounting Association , Vol.85 , No.2 .
- 45) Sun , J. , Ding , L., & Guo , J., (2016) , "ownership capital structure & finance decision : Evidence from The UK" , The British accounting review , Vol.48 , No.4 , pp. 448 - 463 .
- 46) Sundar , S., & AlHalhi , S., (2015) , "Impact of capital structure on firms profit ability with reference to companies listed on MSM

- (Muscat securities market)" , International journal of business & administrative studies , Vol.1 , No.14 , pp. 23-28 .
- 47) Twaresh , A.E.M , (2014) , "The impact of capital structure on firm's performance : Evidence from Sudi Arabia" , Journal of Applied finance & banking , Vol.4 , No.2 .
- 48) VylE,Thi Phong , (2015) , "ownership structure , capital structure and firm performance" , A study of Vietnamese listed firms , Doctor thesis , university of western Sydney , Sydney , united states .
- 49) Zhang , J. , (2008) , "The contracting benefits of accounting conservations to lenders and borrowers" , Journal of accounting and economics , Vol.45 , No.1 , pp.27-54 .
- 50) Zou, H. & Xiao , JZ , (2006) , "The financing behavior of listed Chinese firms" , The British Accounting Review , Vol.38 , No.5 , pp.1197-1215 .