

تأثير كلفة الوكالة على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة
-دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للفترة من 2013-2016

م. هند ضياء عبد الرسول

أ.م.د. علي جبران الخفاجي

الملخص :-

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تأثير تكاليف الوكالة؛ على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة من خلال استخدام 6 من المقاييس كبديل عن تكاليف الوكالة والفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب ورأس المال المستثمر مضروباً بالكلفة المرجحة لرأس المال كبديل عن القيمة الاقتصادية المضافة وباستخدام بيانات عينه مكونه من (25) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلصت الدراسة إلى ان لتكاليف الوكالة تأثير كبير على القيمة الاقتصادية للشركة وهو دليل تجريبي جديد يمكن ان يحفز المدراء على تخفيض تكاليف الوكالة لتعزيز المنافع الاقتصادية المضافة .

Abstract

This study aims to highlights the impact of Agency cost on Added Economic value ,EVA ,to the Company, This has been done by using 6 of agency cost measures ,As a proxy for the cost of the Agency in one hand ,and the difference between net operation profit after tax and total capital employed multiplied by the weighted cost of capital as a proxy of the EVA in other hand .We using a sample of (25) company listed in Iraqi stock Exchange ,ISEs ,The finding of this study reveal that the Agency cost constitute important impact on the EVA. This new important evidence may incentive the managers to Reduce the Agency cost to maximize the EVA Utilization.

المقدمة

برزت نظرية الوكالة (Agency Theory) كواحدة من اهم النظريات التي تنظم العلاقة بين الاصيل (المساهمين) والوكيل (الادارة) على خلفية ظاهرة غياب المالكين عن ادارة الشركة والحاجة إلى مجموعة من القواعد القانونية التي تحدد ادوار طرفي العلاقة وتخفف اوجه الصراع الناتجة اصلا" عن عدم التماثل ووحدة الاهداف بين ادارة اجيرة تركز على ضمان مصالح ومنافع المدراء بالدرجة الاولى و مالكين يسعون لتعزيز قيمة الشركة في المقام الاول وهذا التقاطع في الاولويات هو الذي يفضي إلى ما يصطلح على تسمية بمشكلة الوكالة (Agency Problem) التي تترك تأثيرا" سلبيا" على القيمة الاقتصادية المضافة التي تعد من افضل المقاييس الكمية لنجاح ادارة الشركة وفعاليتها في تجسيد الاهتمام بمصالح المساهمين بالنظر لأنها تتجاوز مقاييس الربحية التقليدية في قياس ذلك النجاح إلى حيث الحاجة لتحديد قدرة الادارة الاجيرة ومهاراتها في تخفيض الكلفة المرجحة لراس المال من المصادر المملوكة والمقترضة بما

ينعكس ايجابيا" على سعر السهم وقيمة الشركة بالضرورة كمحصلة نهائية، وبالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت تأثيرات كلف الوكالة على الكثير من المتغيرات التابعة وخاصة ربحية الشركات وظهور الكثير من المداخل العلمية التي حاولت التأثير في كلف الوكالة وكبح جماح المدراء نحو المنافع الخاصة على حساب مصالح المالكين مثل حوكمة الشركات (Corporate Goverents) لا زالت الحاجة ماسة لمزيد من الدراسات التي تتناول تأثير هذه الكلف على القيمة الاقتصادية للشركات الامر الذي قد يساهم في ايجاد الحلول البديلة لمعالجة مشكلة الوكالة التي تستند على فرضية اختلاف تفضيلات المدراء المساهمين وما يمكن ان يتسبب به هذا الاختلاف من انعكاسات سلبية على القيمة الاقتصادية للشركة. تماشيا" مع هذه المنطلقات تسعى هذا الدراسة إلى قياس تأثير كلف الوكالة على هذه القيمة ولتحقيق هدفها فقد حدد هيكلتها ب(4) اقسام خصص الاول منها للتعريف نظريا" بمتغيراتها فيما خصص القسم الثاني لتأطير المنهجية والدراسات السابقة وكرس القسم الثالث للجانب العلمي التطبيقي وتناول القسم الرابع والاخير اهم الاستنتاجات والتوصيات.

القسم الاول :- الاطار النظري

1-1 مفهوم كلفة الوكالة

تعتمد نظرية الوكالة وتستند مفاهيمها الاساسية على افكار الاقتصادي المعروف (ادم سمث) عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابة ثروة الامم (1 : 2008 ، Encyclopedia of business) و يعتقد (Jensen & Meckling , 1976) ان جوهر الوكالة هو العقد الذي يتمحور على مبدأ استئجار المساهمين لوكيل (مدير) للعمل بالنيابة عنهم في ادارة المنشأة مقابل اجر مع التزامه بتعظيم ثروة المساهمين من خلال تعظيم قيمة السهم كأولوية تسمو على ما عداها لذا عرفت على انها (عقد يقوم بموجبة فرد او مجموعة افراد بتوكيل او تكليف اشخاص بالنيابة عنهم في تنفيذ عمل ما(الشرفي، 2015:135) و بسبب تعارض اهداف المالكين والمدراء يظهر ما يصطلح على تسميته بصراع الوكالة (Agency Conflict) كواحد من اهم نتائج نظرية الفصل بين الملكية والادارة واكثرها حاجة للبحث عن الحلول التي تقضي لإزالة هذا التعارض او تخفيفه - على الاقل- من خلال مجموعة من البدائل التي يمكن ان تحفز الوكلاء (المدراء) للعمل على تعظيم مصلحة المساهمين مثل زيادة الملكية الادارية لهم او تركيزها (Ownership Concentration) لتخفيض كلف الوكالة او منح سلطة رقابية لكبار المساهمين و زيادة نسبة المديونية لتخفيض هذه الكلفة لان الاقتراض يقوض من نزعة المدراء باستغلال الاموال الحرة المتاحة لهم (Nazir et al, 2012:28)، أو من خلال دفع اجور المدراء على اساس مقاييس الاداء وتدخّل المساهمين المؤسسين برقابة الشركة أو تهديد المدراء بالاستحواذ عليها بالإكراه (Hostile Takeover) وفقدان مناصبهم و امتيازاتهم (Besley&Brigham,2008:18)تشتمل تكاليف الوكالة كل من تكاليف المراقبة (Monitoring Cost) وتكاليف المراقبة و الاخضاع (Bonding Costs) والخسائر المتبقية (Residual loess's) المتعلقة بضياح النشاط الذي يرغب به الاصيل نتيجة تباعد مصالحه مع الوكيل (Sioldigui et al, 2013:102) كما يؤدي الحصول على معدل تمويل مرتفع إلى زيادة تكاليف الوكالة لذا عد هذا المؤشر واحدا" من اساليب تقييم الادارة الاجبرية التي تقوم على مجموعة من المبادئ لعل في مقدمتها اختلاف تفضيلات الوكلاء عن المساهمين وعدم قيام الوكلاء بتوفير المعلومات المرتبطة بالعمل للمساهمين (Harvard,2017:8) .

الاساس الاخر الذي تستند عليه نظرية الوكالة بعد الرؤيا التعاقدية هو مبدأ الانتخاب الطبيعي لرئيس واعضاء مجلس الادارة وخاصة ما يتعلق بالرأسمالية العائلية او المنشآت التي يسيطر على رأسمالها المؤسسين - كالمصارف

وصناديق الادخار والتعاقد - حيث تضيق إلى حد كبير مقدار الفجوة بين الملكية والادارة او تتحسر في اطار ضيق مقتصر على تفويض من العائلة لاحد افرادها وهو ما ينعكس بشكل تخفيض لتكاليف الوكالة بالمقارنة مع الشركات التي تتميز بالانفصال تام للملكية عن الادارة الاجيرة وما يتبع ذلك من ظهور لعلاقة الوكالة في اقوى تجلياتها مع ملكية شديدة التأثير وادارة متحكم بها مديرين اقرباء جدا" وخاصة في ظل غياب الاقلية المسيطرة (Fama,1990:22).

1-2 طرق قياس كلفة الوكالة

استخدام الباحثون عدة مقاييس لقياس كلفة الوكالة والانواع الاكثر استخداما" منها كما يلي:-
(McKnighta& Weir,2009:141-142)&(Singh & Davidson ,2003:793-816)

1- مقياس نسبة الموجودات إلى المبيعات (Assets to Sales Percentage A/S)¹

تقاس الكلفة بقسمة الموجودات على قيمة المبيعات فإذا كانت النسبة مرتفعة فإن هذا يعني توظيف استثمارات مالية كبيرة في توليد المبيعات مما يعكس ارتفاع تكاليف الوكالة وعدم كفاءة الادارة في استثمار الموجودات اما في الحالة المعاكسة فتشير النسبة المنخفضة إلى الحصول على رقم المبيعات او المخرجات المحسوبة كميًا" باستثمار اقل في الموجودات بسبب كفاءة الادارة في استخدام موجوداتها² لكن هذا المقياس يواجه عدد من المحددات يأتي في مقدمتها ضعف العلاقة الخطية بين الموجودات والمبيعات او قد تولد المبيعات تدفقات نقدية تتم مصادرتها الادارة وعدم توزيعها على حملة الاسهم (Cloes et al,2005:34).

2- التفاعل بين التدفق النقدي الحر وفرص النمو The Interaction Between the Free Cash Flow and Growth Prospects

يتسبب ارتفاع تكاليف الوكالة بامتصاص التدفق النقدي الحر المتاح للمساهمين مما يضعف بدوره فرص نمو الشركة وعليه فإن التدفقات النقدية الحرة الكبيرة تشير إلى تكاليف وكاله اقل وقدرة اكبر على تحقيق فرص نمو يمكن ان تدر هي الاخرى صافي قيمة حاله موجبة وتراكم اضافي في التدفق النقدي الحر المتاح للمالكين بعكس التدفقات النقدية الحرة الاقل التي قد تؤثر ارتفاعا" في تكاليف الوكالة وانخفاضاً" في فرص النمو.

3- اكتساب الشركات The number of Firms acquired by a Firm

يمكن ان يمثل نشاط الشركة في مجال اكتساب شركات اخرى مؤشر لانخفاض الكلفة وكفاءة الادارة الاجيرة في اطار توليد التدفقات النقدية الحرة التي يمكن ان تستخدم في الاستحواذ على شركات اخرى وتعظيم قيمة الشركة بدلا" من توزيع الاموال على المساهمين ما يعني ان عمليات الاستحواذ هذه هي بالضرورة الوجه الاخر لانخفاض تكاليف الوكالة.

4- نسبة المصروفات التشغيلية Operation Expenses Ratio

تخضع المصروفات التشغيلية للاجتهاد الاداري بشكل كبير فهذا المقياس يأتي على وفق مفهوم (Jensen & Meckling 1976) لعدم الكفاءة بسبب الاستهلاك الرفاهي للمديرين والمصاريف الادارية الناتجة عن الافتقار الرقابي

¹ منفعة الموجودات Asset Utilization

² تكون النتائج معاكسة في حالة قلب النسبة او تقسيم المبيعات على الموجودات

(Cadot,2014:3) تستخرج هذه النسبة بقسمة المصروفات التشغيلية على المبيعات السنوية وعليه فأن ارتفاع النسبة يشير إلى عدم كفاءة واهتمام الادارة بضغط النفقات التشغيلية وارتفاعاً في كلف الوكالة والعكس صحيح .

Administrative Expenses Index

5- مؤشر النفقات الإدارية

هي المصروفات التي تتكبدها المنظمة التي لا ترتبط مباشرة بوظيفة محددة مثل التصنيع أو الإنتاج أو المبيعات. وتتعلق هذه النفقات بالمنظمة ككل بدلاً من إدارة فردية. وتعتبر رواتب كبار التنفيذيين وتكاليف الخدمات العامة. أمثلة لهذه النفقات التي يتم ادراجها تحت تكلفة البضاعة المباعة Cost of goods sold في بيان الدخل الموحد. (Schobel;1981:24).

Operating income index

6- مؤشر الدخل التشغيلي

يُطلق عليه أيضاً الربح قبل خصم الفائدة والضريبة (Profit before interest and tax-PBIT) أو الأرباح قبل خصم الفائدة والضريبة (Earnings before interest and tax-EBIT) كما تطلق عليه بعض الشركات أسماءً خاصة بها. وهو عبارة عن إيرادات المبيعات مطروحاً منه تكلفة المبيعات ونفقات البيع والتشغيل وعبارة أخرى، هو مقدار الأموال المتاحة لتغطية نفقات الفوائد والضرائب وتقديم عائد للمستثمرين. كذلك، فإنه يعتبر معدل الربح الذي تتم إدارته معظم المديرين الذين لا يتمكنون من إدارة الموارد المالية الخاصة بالعمليات التي يقومون بها، ومن ثم، يجب أن يتم قياس هذه الأموال قبل خصم الفائدة (Roberts; 2016:8).

Net Income Index

7- مؤشر الدخل الصافي

يُشار إليه أيضاً باسم المحصلة النهائية أو صافي الربح أو صافي الكسب - هو دخل الكيان مخصصاً منه المصروفات خلال فترة محاسبية (سنة مالية). ويتم احتسابه باعتباره الفرق بين كافة العوائد والمكاسب وكافة النفقات والخسائر خلال هذه الفترة المحاسبية، وتم أيضاً تعريفه بأنه الزيادة الصافية في حقوق المساهمين، والتي تنتج عن العمليات التجارية للشركة. وفي سياق عرض البيانات المالية، عرّفت مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية صافي الدخل بأنه مرادف لمعنى الربح والخسارة.

Total Assets Turnover Index

8- مؤشر دوران الموجودات

تقاس الكلفة بقسمة المبيعات السنوية على مجموع الموجودات وارتفاع المؤشر دليل على كفاءة الادارة في مجال توظيف موجوداتها لتحقيق الارباح مما يقود بالضرورة إلى تخفيض كلف الوكالة (Chow,2005:13)، (Cadot,2014:22) وحيث يعتبر كمؤشر معكوس لتكاليف الوكالة ويمكن تليل انخفاضه تمشياً مع دراستي (Ang et al,2000:81-106) (Sign &Davidson,2003:790) بلجوء الادارة إلى قرارات استثمارية سيئة وجهد غير كافي و مقرون بشراء موجودات غير منتجة، ومن المتوقع ان تواجه الشركة ذات معدل دوران الموجودات المنخفض تكاليف وكالة ادارية مرتفعة.

3-1 محددات كلف الوكالة

1- هيكل الملكية

تظهر مشكلة الوكالة عندما تكون ملكية الادارة للاسهم اقل من 100% وكلما انخفضت هذه النسبة تتفاقم هذه المشكلة وتزداد الحاجة إلى مضاعفة اليات رقابة الشركة التي تؤدي بدورها إلى ارتفاع تكاليف الوكالة بسبب تباعد اولويات المدير غير المالك (Nonowner manager) مع اولويات المالكين ، لقد خلصت دراسة (Koy,1995) إلى

ان العلاقة الايجابية بين ملكية الادارة واداء الشركة يظهر بشكل قوي عند مستويات الملكية الادارية المرتفعة وخاصة في الشركات الصغيرة ، كما اظهرت دراسة (Jensen&Meckling,1976) ودراسة (Myers,1977) وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين ملكية الادارة وتكاليف الوكالة اي ان زيادة الملكية تؤدي إلى تخفيض تلك التكاليف ويمثل هذه النتيجة خلصت دراسة (Ehikoya,2009:231-241) التي اشارت إلى وجود علاقة ايجابية بين نسبة ملكية كبار المساهمين وربحية الشركة الامر الذي قد يلقي بضلالة على تخفيض تكاليف الوكالة (Ehikoya,2009:231-241).

2- اليات مراقبة الادارة (Mechanisms of Monitor the Management)

الرقابة بحد ذاتها عملية مكلفة (Expensive) وهو ما يحد من مقدار استخدامها حيث لا يتم اللجوء اليها الا في الحالات التي تعاني منها الشركة من مشاكل الوكالة لأنه - من الناحية النظرية- اذا كان على حملة الاسهم الخارجيين (Outsiders) ان يكتشفوا ويراقبوا كل شيء يقوم به المدراء فسوف لن تكون هنالك حاجة للمدراء لان الاصل في نظرية الوكالة هو حالة الضرورة التي تتطلب تفويض المدراء سلطة اتخاذ القرارات (Ledekarl & Sara,2004:20)

3- تركيبة رأس المال

ينظر إلى التزامات خدمة الدين على الشركات على انها وسيلة لتخفيف تكاليف الوكالة وخاصة فيما يتعلق بالائتمانات الممنوحة من البنوك حيث يرسل الائتمان المصرفي اشارات تعمل على هدم الفجوة المعلوماتية بين المدراء والمالكين ويؤدي بدوره إلى تخفيض تكاليف الوكالة الناشئة من عدم التجانس او وجود فجوة بالمعلومات بين المالكين والادارة الاحيرة لقد خلصت دراسة (Brike & Ravid,1985) إلى ان الافتراض قصير الاجل يعمل على تخفيض تكاليف الوكالة وبالتالي زيادة قيمة الشركة في الحالات النادرة التي يكون فيها منحى العائد متجها" إلى الاسفل (Berger&udell,1995:351).

4- عمر الشركة

يعد عمر الشركة محدد ذو تأثير كبير على كفاءة وتراكم منحى التعلم اذا ان من المسلم به ان طول العلاقة المعرفية قد يكون مرتبط بعمر الشركة وينعكس بالضرورة على كفاءتها وتأسيسا" على ذلك تعد الشركات القديمة اكثر كفاءة من الشركات الحديثة ولاسيما المبتدئة منها كمحصلة طبيعية للتباين في منحى التعلم (Ang et al,2000:91)

5- تجميع سلطة رئيس مجلس الادارة والمدير التنفيذي (CEO Quality)

يؤدي تجميع سلطة رئيس مجلس الادارة والمدير التنفيذي إلى توسيع سلطات وصلاحيات المدير التنفيذي للشركة وتضعيف الدور الرقابي لمجلس الادارة على النقيض من الفصل بين السلطتين الذي يؤدي إلى تحسين كفاءة مجلس الادارة في الرقابة الادارية وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة، فقد خلصت دراسة (White&Ingrassia,1992) ودراسة (Colse&Hasterley,2000) إلى ان الجمع بين المنصبين يجعل تقييم المدير التنفيذي او الاستغناء عنه صعبه على مجلس الادارة ويفضي إلى اثار سلبية على اداء الشركة وزيادة في تكاليف الوكالة الادارية (Florackis&Ozkan,2004:11).

2-1 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)

يتجسد مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة بفكرة تعظيم ثروة المالكين من خلال الحصول على عوائد أكبر تفوق تكاليف التمويل بالدين والملكية وتستند فلسفتها الأساسية على مقوله ان الارباح الحقيقية لا تتحقق بمجرد دفع تكاليف المديونية بل عند حصول المستثمرين على مردود عادل من استثماراتهم (Hundal,2015:1) وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة منذ عصر الفكر الاقتصادي الكلاسيكي على يد (Hamiton,1977) و (Marshall,1980) إلى ان باكورة الاهتمام الحقيقي بمفهوم هذه القيمة هو بفضل الشركة الاستثمارية الأمريكية (Stern Stewart) و مقرها نيويورك و التي اسسها كل من (G-B Stewart & Joel stern) في اطار بحثهم عن مقياس اداء يخدم الادارة المالية، حيث قامت الشركة بنشر المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت اسم (EVA) في اواخر ثمانينات القرن الماضي (الشرقاوي، 2006: 4) ، ويدل مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة من وجه نظر الاقتصاديين الكلاسيكيين او المحدثين من امثال (ميلتون فريدمان) على القيمة المضافة على مساهمة عناصر الانتاج لزيادة قيمة منتج معين وقد عرفت بواسطة مؤسسة (ستيرن - ستوارت) على انها (الربح او الخسارة الذي يتبقى بعد طرح ثمن كلفة جميع انواع رأس المال المستخدم في الانتاج او (مقياس للإنجاز المالي اقرب من اي مقياس آخر لتقدير الربح الحقيقي المعبر عنه رياضيا" بصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) مطروحا" منه حاصل ضرب رأس المال المستثمر بالكلفة المرجحة او (الموزونة) لرأس المال (Jiambivo,2007:470). ان ادخال تكلفة رأس المال في الحساب هو اهم ما يميز القيمة الاقتصادية المضافة ذلك ان استخدام مقاييس الاداء التقليدية يعطي نتائج مضللة عن ربحية الشركات التي تبدو رابحة وهي على خلاف ذلك، يقول (Peter Drucker) (دون ان تكتسب الشركة عائدات اكبر من كلفة رأسمالها فأنها تعمل بخسارة ، انها بذلك لا تحقق ثروة بل تتلاشى) (Drucker,1997:17).

ان القيمة الاقتصادية تعمل على تصحيح هذه الهفوة المحاسبية لأنها تأخذ بنظر الاعتبار تكلفة رأس المال التي ينبغي على المدراء تعويضها بعوائد تتفوق عليها ،

بالإضافة إلى ذلك هناك مجموعة من الاسباب التي تبرر استخدام هذه الاداة (Ismaiel,2011:1).

1- انها الطريقة الصحيحة لحساب ارباح الاسهم

لا يمكن احتساب الارباح الا بعد طرح كل التكاليف التي ساهمت بتوليد تلك الارباح ولعل في مقدمه هذه التكاليف هي كلف الحصول على الاموال المستثمرة في الانتاج.

2- تحقيق الاتساق بين القرارات الادارية و ثروة حمله الاسهم

لقد ابتكر (ستوارت) هذه القيمة لمساعدة المديرين على استعمال قاعدتين ماليتين اساسيتين عند اتخاذ القرار وهما:

* يجب ان تكون زيادة ثروة حملة الاسهم هو الهدف المالي الاساسي لأي شركة

* تعتمد قيمة الشركة على درجة توقع المستثمرين لمدى زيادة الارباح المستقبلية على تكلفة رأس المال.

3- انها تشويش تنوع الاهداف

تستخدم معظم الشركات معايير مختلفة للتعبير عن الاهداف المالية كالنمو في الارباح والحصة السوقية او هوامش الارباح او التدفقات النقدية او العائد على رأس المال او على حق الملكية ولتحاشي تعدد المقاييس او تعارض بعضها يتم اللجوء إلى القيمة الاقتصادية المضافة لتجنب مثل هذا التفكير والتشويش باستخدام معيار مالي واحد يربط بين جميع انواع القرارات ويجعلها مركزة على معيار واحد وتساؤل واحد وهو كيف يمكن تحسين القيمة المالية المضافة؟

4- معيار مالي يفهمه المديرون التنفيذيون

حتى اولئك المدراء غير المتخصصين في الادارة المالية يمكنهم ان يلمسوا بساطة وسهولة مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وطريقة حسابها التي لا تتطلب سوى طرح كلفة رأس المال المستخدم من صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب فضلا" عن ذلك تتجسد اهمية هذا المعيار بما يلي (McLaney,2000:27).

- *يوضح التحسن المستمر والحقيقي لثروة المالكين
- * يسمح بنمذجة كل القرارات المالية وتقييمها بقيمتها الحقيقية
- * يصلح كأساس لتصميم نظام حوافز فعال وبالتالي تغيير سلوك الافراد داخل الشركة
- * يزيد من حث المدراء للمؤوسين وتشجيعهم على العمل .

2-2 طرق قياس القيمة الاقتصادية المضافة

من الجدير بالإشارة ان القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي والفرق بينهما هو كلفة رأس المال حيث ان المحاسب لا يخصم كلفة رأس المال المستخدم في المشروع /الشركة بينما يخصم الاقتصادي تلك الكلفة لانه يأخذ بنظر الاعتبار وجود فرصة بديلة لرأس المال المستثمر في الشركة ،وعليه فأن المبدأ الاساسي هو ان القيمة الاقتصادية المضافة لا تقوم بحساب ما اذا كان المشروع او الصفقة مربحة ام لا ولكن تقيس اذا كان الناتج كافي لتعويض رأس المال المستعمل في المشروع و المستثمرين وما اذا كان بالامكان استخدامه في فرصة بديله اخرى، وهكذا يمكن ان نجد مشروعاً " ما رابحاً" بالنسبة للتقارير المحاسبية بينما هو خاسر بالنسبة للتقارير الاقتصادية اذا كان الربح المحاسبي لا يغطي العائد المطلوب على رأس المال المستثمر وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي (Besley & Bregham,2008:50)،(العطار ،2013: 1).

$$EVA=NOI(1-Tax\ rate)-[(Invested\ capital)\times(After\ Tax\ cost\ of\ Capital\ as\ a\ percentage)]$$

صافي الدخل التشغيلي=NOI

اي اننا نطرح رأس المال المستثمر بعد الضريبة من الدخل التشغيلي بعد الضريبة ويمكن ان تتم هذه العملية بخطوتين وكما يلي:-

المعادلة الاولى ← نسبة تكلفة رأس المال المستعمل × مبلغ رأس المال المستعمل = تكلفة رأس المال

المعادلة الثانية ← الربح التشغيلي بعد الضرائب - تكلفة رأس المال = القيمة الاقتصادية المضافة

وبصياغة اخرى يمكن استخدام المعادلة الآتية :-

$$^3EVA=NOPAT-(TCE \times WACC) \quad \text{اذن :-}$$

NOPAT= صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب

TCE= مجموع رأس المال المستثمر

NOPAT :Net ³ NOI : Net operation Income
operation Income After Tax
Capital

WACC :Weighted Average Cost of

الكلفة المرجحة لرأس المال (الموزونة بنسب الاستثمار لكل مصدر من مصادر التمويل) $WACC =$ فلو افترضنا ان رأسمال احدى الشركات \$500000 وتكلفة رأس المال المستثمر الموزونة بنسب الاستثمار لكل مصدر من المصادر التمويل هي 10% وان الشركة قد حققت ربحاً بمبلغ \$ 100000 بعد خصم الضرائب فأن القيمة الاقتصادية المضافة تستخرج كما يلي :-

$$\begin{aligned} \text{كلفة رأس المال المستعمل} &= 500000 \times 10\% = 50000 \\ \text{القيمة الاقتصادية المضافة} &= 100000 - 50000 = 50000 \end{aligned}$$

القسم الثاني :- منهجية الدراسة ودراسات سابقة

1-2 مشكلة الدراسة

تتجسد مشكلة الدراسة بصراع المصالح في نظرية الوكالة بين المساهمين والادارة ومشكلة ارتفاع كلف الوكالة التي يمكن ان تؤثر - نظرياً - على الأقل - سلباً" على القيمة الاقتصادية المضافة التي تحققها الشركات ويمكن التعبير عن المشكلة في الدراسة الحالية بالتساؤلات الآتية:-

- 1) ماهي معدلات نمو تكلفة الوكالة في الشركات المبحوثة في الفترة (2013-2016)؟
- 2) هل تؤثر تكلفة الوكالة غبي القيمة الاقتصادية المضافة أجمالاً؟
- 3) هل تؤثر متغيرات تكلفة الوكالة كل على حدة على القيمة الاقتصادية المضافة؟

2-2 اهمية الدراسة

تأتي اهمية الدراسة من محاولتها اختبار فرضية تأثير تكاليف الوكالة على قيمة الشركة الاقتصادية فضلاً عن تسليط الضوء على تأثير الفصل بين الادارة والملكية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة وامكانية استنزاف عوائد الشركات بسبب الارتفاع المضطرد لتكاليف الوكالة و امكانية الحصول على نتائج تجريبية للحد من تكاليف الوكالة وتحسين بعض السياسات المالية التي لها تأثير كبير على رفع مستوى EVA لاسيما ان بيئة الاعمال العراقية تفقر لمثل هذه الاطر بالإضافة إلى ظاهرة الانتهازية الادارية التي تضخم تكاليف الوكالة .

3-2 اهداف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة يمكن ان يتمثل الهدف الرئيسي لها بتجريب تأثير تكلفة الوكالة على القيمة الاقتصادية المضافة وينبثق عن هذا الهدف هدفان فرعيان هما:-

- 1- دراسة تأثير تكلفة الوكالة على EVA وبناء نموذج للعلاقة بينهما بحيث يكون مؤشراً" لدرجة تأثير مشكلة الوكالة على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات ككل.
- 2- معرفة اهم متغيرات تكلفة الوكالة ذات التأثير الكبير على EVA.

4-2 فرضيتي الدراسة

H1: لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين تكلفة الوكالة بدلالة مكوناتها والقيمة الاقتصادية المضافة في الشركة.
H2: لا تتأثر قوة و اتجاه العلاقة بين بعد كلفة الوكالة بدلالة مكوناتها وبعد القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة.

5-2 معدلات نموذج الدراسة

من اجل فحص فرضيات الدراسة تم استخدام معادلات الانحدار الخطي:-

$$EVA = \alpha + \beta_1 AC_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots 1$$

$$EVA = \alpha + \beta_1 AT_{it} + \beta_2 OER_{it} + \beta_3 AER_{it} + \beta_4 VNI_{it} + \beta_5 VNOI_{it} + \beta_6 FCF_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 2$$

حيث ان:-

متغير تابع ويمثل القيمة الاقتصادية المضافة = EVA

متغير مستقل ويمثل كلفة الوكالة = AC

متغير مستقل ويمثل دوران الموجودات = AT

متغير مستقل ويمثل مصروفات التشغيل = OER

متغير مستقل ويمثل النفقات الادارية = AER

متغير مستقل ويمثل تقلب صافي الدخل = VNI

متغير مستقل ويمثل تقلب الدخل التشغيلي = VNOI

متغير مستقل ويمثل التدفقات النقدية الحرة = FCF

الميل او معاملات انحدار للمتغيرات المستقلة = $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$

وهي عبارة عن الزمن خلال الفترة 2013-2016، $t=1,2,3,4$ ثابت وتمثل قيمة

المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفرا = α

تمثل المتغيرات العشوائية غير الداخلة في النموذج = ε

ويخلص الجدول (1) المتغيرات المستقلة والتابعة للدراسة

المصدر	المقياس	المؤشر	المتغير
(Ang & Cole,2000)	$AT=Sales /Asset$	Total Asset Turnover	كلفة الوكالة
(Singh&Davidson, 2003),	$OER=operating\ expense /Sales$	Operating Expense Ratio	
(Crutchley&Hansen,1 989),	Cost of goods sold	Administrative Expense Ratio	
(Chung.et al, 2005),	$^4VNI= STD(NI/Sales)$	Volatility of Net Income	
(Chung.et al,2005),	$^5VNOP= STD(NOI/Sales)$	Volatility of net operating income	
(Brigham& Besley:2008)	$^6FCF= OCF_t-Tax_t-IExp_t-CDiv_t-PDiv_t/Sales_t$	Free Cash Flows	
(Schobel;1981:24) (Roberts; 2016:8)	$EVA= NOPAT-(TCE*WACC)$	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة

6-مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية اما عينة الدراسة فتتكون من (25) شركة مدرجة في السوق المذكورة موزعة على القطاعات الاقتصادية كما يلي :-

الجدول 2الشركات عينة الدراسة موزعة قطاعيا"

عدد الشركات الدراسة	القطاع
8	القطاع المصرفي
6	القطاع المالي
6	قطاع الخدمات
5	القطاع الصناعي

المصدر :- من عمل الباحثين بناء على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية و تشكل عينة الدراسة 26% تقريبا"من مجتمع البحث الاصيلي وتشمل الفترة 2013-2016

$^4NI_t=net\ income$

$^5NOI_t=net\ operating\ income$

$^6OCF_t=operating\ cash\ flows$

Tax=corporate income tax expense

IExp=interest expense

CDiv= common stock dividends

PDiv= preferred stock dividends

Sales=net sales

7-2 الاساليب الاحصائية

استخدمت الدراسة مجموعة من الاساليب والوسائل الاحصائية في تحليل البيانات وتبويبها وجدولتها بمساعدة البرمجيات الجاهزة لنظام (SPSS, V.22) وهي كالآتي:-

- 1- الانحدار الخطي المتعدد
- 2- اختبار الارتباط بيرسون
- 3- اختبار (F)
- 4- اختبار (T)
- 5- اختبار الارتباط الذاتي (D-W)

ويلخص الجدول (3) اهم الرموز العلمية المستخدمة في التحليل الرياضي.

الجدول 3 اهم الرموز العلمية المستخدمة في التحليل الرياضي

التعريف	الرمز	ت
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA	1
كلفة الوكالة	AC	2
دوران الموجودات	AT	3
مصروفات التشغيل	OPR	4
النفقات الادارية	AER	5
تقلب صافي الدخل	VNI	6
تقلب صافي الدخل التشغيلي	VNOI	7
التدفقات النقدية	FCF	

8-2 دراسات سابقة وفجوة الدراسة الحالية

ركزت المجموعة الاولى من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع كلف الوكالة على قياس تأثير هذه الكلف على اداء الشركات المالية معبرا" عنه بمقاييس الاداء المحاسبي والمالي التقليدية التي تعرضت لمزيد من الانتقادات -كما اشير إلى بعضها عند عرض مفهوم القيمة الاقتصادية - وفي هذا السياق جاءت دراسة (Xiao,2009:1-29) التي فحصت تأثير كلف الوكالة على قيمة الشركة باستخدام عينة من (156) شركة صينية يمتلكها افراد للفترة من 2002-2007، ودراسة (Alfedhli&Alabdulla,2013: التي تناولت محددات السلوك الاداري لتكاليف الوكالة وتأثيرها على الاداء -دراسة حالة العراق وقد وجدت الدراساتين علاقة وتأثير بين تقلبات كل الوكالة والاداء وان كانت غير خطية في الدراسة الثانية، اما المجموعة الثانية من الدراسات السابقة فقد تناولت العلاقة بين كلف الوكالة وهيكل الملكية واهم هذه الدراسات هي دراسة (Weir,2009:) المنشورة بمجلة (Quarterly Review & Economic Finance, 139-158) بعنوان كلف الوكالة، اليات حوكمة المؤسسات وهيكل الملكية في الشركات البريطانية وقد استنتجت الدراسة بعد استخدامها لمجموعة المؤشرات ان كلف الوكالة تتأثر بهيكل الملكية والعكس صحيح اي ان تكاليف الوكالة تستجيب للتغيرات في هيكل ملكية الشركة بين المدراء والمالكين وهو الاستنتاج نفسه التي خرجت به دراسة (Gul et al,2012) ودراسة

(Codot,2013) ودراسة (Tames&Wuhlin,2000) ، دراسة (Altaleb,2012) المنشورة في العدد 3 من المجلد 10 من مجلة (بحوث الاعمال) وجدت علاقة بين تكاليف الوكالة ومقسوم الارياح والرفع المالي كمؤشر لتخفيض كلف المديونية وهو الاستنتاج نفسه التي خرجت به دراسة (Nozari,2016) التي بحثت العلاقة بين تكاليف الوكالة والرفع المالي وكذلك دراسة (Atumwa,2013) التي تناولت نفس المتغيرين في سوق نايروبي للاوراق المالية والتي قدمت ضمن متطلبات الحصول على ماجستير ادارة الاعمال من جامعة نيروبي ،المجموعة الثالثة من الدراسات تناولت الربط بين تكاليف الوكالة ومتغيرات اخرى مثل دراسة (Holderness,2016) التي تناولت العلاقة بين اصدار الاسهم وتكاليف الوكالة ودراسة (Garfenberge,2015) التي دراسة تأثير تكاليف الوكالة على التكامل العمودي للمصارف وازمة الرهون لسنة 2008 ودراسة (Mcdonald&fauver,2015) التي بحثت العلاقة بين تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية وجميع هذه الدراسة اشرت تأثر المتغيرات المعتمدة بالمتغير التابع (كلف الوكالة) وان كان ذلك بدرجات مختلفة.

اما بخصوص مجموعة الدراسات التي تناولت المتغير التابع في هذه الدراسة (EVA) فقد استخدمت المجموعة الاولى منها هذا المؤشر كمقياس لنمو الشركات وزيادة الاستثمارات او لفحص الاداء المالي وعوائد الاسهم مثل دراسة (Khaddafi& Heikal,2014) المنشورة في العدد 3 من المجلد 4 من المجلة الدولية الامريكية للعلوم الاقتصادية والتي وجدت ان الاداء المالي المقاس بأستخدام EVA كان سالب في معظم الشركات المبحوثة ودراسة (Gary et al,1997) التي وجدت ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على الرغم من انه بديل جيد لقياس الاداء وتحديد الارياح الا انه لا يتفوق على مؤشرات الارياح في الارتباط والتنبؤ بعوائد الاسهم وهي نتيجة ناقضتها بشكل واضح دراسة (فلاتة،2010) التي وجدت بعد استخدام نموذج الانحدار الخطي على عينة من الشركات المدرجة في سوق الاسهم السعودية ان المؤشرات الاقتصادية تتفوق على المؤشرات المحاسبية في قدرتها على التنبؤ بعوائد الاسهم (صيفي وعمارة،2015: 180) ، دراسة (Hassani&Fathi,2012) حاولت المقارنه بين مؤشرات خلق القيمة ومنها (EVA) والمؤشرات المحاسبية ووجدت علاقة ذات دلالة احصائية بين (EVA) ونسب الربحية باستثناء مؤشر العائد على الاصول ومثل ذلك فعلت دراسة (الرواشدة،2006) حيث قام الباحث بأختبار العلاقة بين مقاييس الاداء التقليدية و مؤشر (EVA) ووجد ان القيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على مقاييس الاداء التقليدية في تفسير الاختلافات في عوائد الاسهم بينما اشارت دراسة (Wang,2016) إلى ان (EVA) كنظام تقييم يمكن ان يؤشر بشكل جيد للمواقف الاستثمارية للشركات الاقل نموا" (Wang,2016:199) وحدها دراسة (Hundal,2015:1-16) سعت للربط بين القيمة الاقتصادية المضافة وكلف الوكالة واداء الشركات وقد استنتجت ان مقياس (EVA) هو واحد من افضل مقاييس الكفاءة الذي يحفز المدراء للانتفاع الكفوء من الاموال وهو ما يعكس ايجابيا" على تخفيف تكاليف الوكالة لان المدراء الذين يتبنون استخدامه يعملون على خطط وسياسات وستراتيجيات ذات تنافسية بيئية عالية (Hundafli,2015:14).

فجوة الدراسة الحالية

بالرغم من اتفاق الدراسات السابقة على اهمية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره واحدا" من اهم مؤشرات خلق القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة ،قيمة السوقية المضافة، التدفق الناتج عن العمليات التشغيلية، العائد على الاصول، العائد على حقوق الملكية) فإن أي منها لم يتناول فحص علاقات التأثير المباشر بين كلف الوكالة كمتغير مستقل وهذه القيمة كمتغير تابع ذلك ان اثبات وجود مثل هذه العلاقة من شأنه ان يدفع المدراء للضغط على تكاليف الوكالة سعيا" للحصول على قيمة اقتصادية مضافة اكبر ما يمثل اضافة معرفية مهمة في حقل البحوث

التجريبية وربما كان ذلك هو الهدف الذي سعت اليه هذه الدراسة والفجوة التي حاولت ردمها في اطار تجسيد العلاقة بين المتغيرين.

القسم الثالث :- الجانب العملي:-

3-1 الاحصاءات الوصفية

استند تحليل بيانات العينة وتقدير علاقات التأثير بينها على استخدام البرنامج الاحصائي SPSS,V.22 حيث استخرجت اولاً مؤشرات قياس كلفة الوكالة والقيمة الاقتصادية المضافة (النسب) حسب العلاقات الموضحة في الجدول 3-1 ادناه ولغرض تقديم عرض موجز بالنتائج يعرض الجدول المذكور ملخص بالاحصاءات الوصفية لبيانات العينة لـ 100 مشاهدة (25 شركة لـ 4 سنوات)

جدول 3-1 ملخص الاحصاءات الوصفية لبيانات العينة

Variable	Mean	St. D	Min	Max
AC	.4876	.3293	.5082	3.4201
AT	.8750	.5015	.0200	3.3900
OPR	.9413	.1245	.4082	3.2281
AER	.0274	.0393	.0000	.1669
VNI	.1444	.1229	.0000	.5442
VNOI	.4502	.6312	.1020	1.5673
FCF	.4128	.5565	.0912	1.3445
EVA	.0828	.0782	-. 2558	.4155

3-2 نتائج الارتباط

بما ان الدراسة تعنى ببحث العلاقة بين المتغيرات فيجب القيام اولاً بالتحقق من فرضية الدراسة الاولى التي تنص إلى (عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين بعد تكلفة الوكالة بدلالة مكوناته وبعد القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة) وذلك من خلال تنفيذ تحليل الارتباط ومن ثم التعبير عن هذه العلاقة من خلال معادلة الانحدار، لذا تم استخدام اختبار بيرسون للارتباط (Pearson Correlation) الذي يعطي فكرة عن معنوية العلاقات الثنائية بين متغيرات الدراسة ويبين الجدول 3-2 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة.

2-3 مصفوفة ارتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة

Variable	AT	OPR	AER	VNI	VNOI	FCF	EVA
AT	1						
OPR	-.0477*	1					
AER	-	.4358**	1				
	.1221**						
VNI	-	.3212*	0.000	1			
	.1771**						
VNOI	-.0734	.2313	-.013	.083**	1		
FCF	-.1769	.3242	.01	.020	.025	1	
EVA	.1300**	-	.2759**	.3783**	-.2104	.2987	1
		.6687**					

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

3-3 اختبار الارتباط المتداخل بين المتغيرات المستقلة في نماذج (Multicollinearity)

كما بينت في الجدول 2-3 سابقاً فإن قيم معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة اظهرت وجود ارتباط بين هذه المتغيرات مما يتطلب القيام باختبار الارتباط المتداخل (Multicollinearity) وذلك لتحديد وجود مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والتي من شأنها ان تؤثر على مدى القدرة على تفسير النتائج وتحديد الدور الذي يلعبه كل متغير في نموذج الانحدار . وقد تم استخدام مقياس معامل تضخم التباين⁷ (Variance Inflation Factor VIF) وهو يساوي واحد على واحد ناقص R² لنموذج الانحدار، وبمراجعة الجدول (3-3) نجد ان نتائج الاختبار تشير إلى عدم وجود اي قيمة تدل على وجود الارتباط المتداخل وبالتالي فإن نتائج نموذج الانحدار متعدد المتغيرات ليست ناتجة عن ارتباط متداخل بين المتغيرات المستقلة.

⁷. ويفسر على انه نسبة تباين الفعلي الى التباين في حالة عدم وجود ارتباط عالي. وحدد (Gujarai, 2003) درجة المشكلة وفقاً لقيمة المعامل كالاتي: ما بين (5-10) يشير الى مشكلة متوسطة، اكثر من (10) يؤدي الى عدم الثقة في المعاملات المقدره، اكثر من (30) هناك مشكلة كبيرة.

$$VIF = 1 / (1 - R_j^2) \quad (\text{Berenson et al, 2004})$$

حيث ان:-

R² = معامل التحديد المتعدد لكل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى.

الجدول 3-3 نتائج اختبار VIF

Variable	VIF
AC	1.023
AT	1.238
OPR	1.677
AER	1.325
VNI	1.020
VNOI	1.011
FCF	1.004

3-4 تحليل علاقات التأثير بين متغيرات الدراسة

ضمن المعالجة المنهجية لفرضياتنا، سنتناول في هذا المحور تحليل علاقات التأثير بين المتغيرات ذاتها، وسيتم عرض نتائج الاختبار على النحو الآتي:

1- علاقة تأثير بعد كلف الوكالة في بعد القيمة الاقتصادية المضافة على المستوى الكلي

يمثل مضمون هذه العلاقة اختبار فرضية الدراسة الثانية التي تشير إلى " لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين كلف الوكالة بدلالة مكوناتها والقيمة الاقتصادية المضافة في الشركة ". إذ يتضح من الجدول 3-4 وجود تأثير معنوي لبعد AC في بعد EVA، وتدعم قيمة (F) المحسوبة البالغة (255.814) وضمن مستوى معنوية (0.000) هذه النتيجة إذ يتضح من معامل التحديد (R²) للأنموذج العام أن (0.507) من EVA يفسره AC في المنظمات المبحوثة، ويعزز ذلك قيمة معامل الانحدار (Beta) الذي يدل على أن (0.339) من EVA في المنظمات المبحوثة هو نتيجة تغير وحدة واحدة من AC، ويدعم ذلك قيمة (t) المحسوبة (10.409)، عند مستوى معنوية (0.000) في حين كانت نسبة (D-W) تساوي (1.030) وتشير هذه النتيجة إلى عدم وجود علاقات ارتباط ذاتي بين المتغيرات على المستوى الكلي.

جدول 3-4 علاقات التأثير بين بعد كلف الوكالة وبعد القيمة الاقتصادية المضافة على المستوى الكلي

Durbin-Watson	F-Statistics	R ²	R	AC		البعد المستقل
				B1	B0	البعد المعتمد
1.030	255.284	.507	.509	.240 (17.866)**	.339 (10.409)	EVA

2- علاقات تأثير مقاييس كلف الوكالة في بعد القيمة الاقتصادية المضافة

يعرض الجدول 3-5 تأثير مقاييس كلف الوكالة والمتمثلة ب(دوران الموجودات ، مصاريف التشغيل ، النفقات الادارية، تقلب الدخل الصافي ،تقلب الدخل التشغيلي، التدفقات النقدية الحرة) بوصفها متغيرات مستقلة والقيمة الاقتصادية المضافة بوصفها متغير معتمد في المنظمات المبحوثة، إذ يشير معامل التحديد (R2) إلى أن (.405) من التغير في EVA تفسره متغيرات AC تدعمه قيمة (F) المحسوبة (73.853) لتؤشر معنوية معامل التحديد (R2) عند مستوى (0.000) الذي يؤكد تأثير AC في EVA في المنظمات المبحوثة، ولتفسير الاهمية النسبية للتأثيرات النسبية لكل متغير من متغيرات AC في EVA يتضح من متابعة معاملات الانحدار (Beta) واختبار (t) ان تقلب الدخل الصافي اسهم اكثر من غيره من المتغيرات في تفسير قوة التأثير في القيمة الاقتصادية المضافة وتأثير معنوي لمعامل الانحدار (Beta) الذي بلغ (.532) بدلالة قيمة (t) المحسوبة بلغت (2.627) عند مستوى معنوية (0.000) .(

جدول 3-5 علاقة التأثير بين مقاييس كلف الوكالة وبعد القيمة الاقتصادية المضافة

Durb in- Wats on	F- Statis tics	R2	AC						B0	البعد المستقل البعد المعتمد
			FCF B ₆	NOIV B ₅	VNI B ₄	AER B ₃	OPR B ₂	AT B ₁		
2.16 6	73.85 3	.405	-.000 (-1.027)	.000 (.024)	.532 (2.627)* *	.312)*) (1.853)	-.363 (- 3.901) **	.042 (2.125)* *	.232 (1.632)	EVA

و يلخص الجدول (3-6) اهم نتائج اختبار فرضيات الدراسة.

الجدول 3-6 استعراض نتائج فرضيات الدراسة

قبول او رفض	نص الفرضية	تسلسل الفرضية
رفض	عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين بعد كلف الوكالة بدلالة مكوناتها وبعد القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة.	1
رفض	لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين كلف الوكالة بدلالة مكوناتها والقيمة الاقتصادية المضافة في الشركة.	2

القسم الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

1-4- الاستنتاجات

- 1- ان القيمة الاقتصادية المضافة من المقاييس الشمولية التي تهتم بالربح الاقتصادي ولا تقف عند احتسابها للارباح على خصم التكاليف التشغيلية بل تتعداها إلى خصم تكاليف راس المال مما يجعلها اكثر قدرة على التعبير عن موقف الشركة المالي.
- 2- يترتب على وجود علاقة بين كلفة الوكالة والقيمة الاقتصادية المضافة امكانية استخدام المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة) لقياس كفاءة الادارة الاجيرة فزيادة القيمة يعكس قدرة الادارة في خلق القيمة المضافة الاكبر والعكس صحيح.
- 3- ان قبول فرضية الوجود بخصوص قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرين يقدم دليل تجريبي على ان توجه المدراء نحو تخفيض تكاليف الوكالة له مبرر في ظل وجود علاقة قوية بين المتغيرين.
- 4- ان علاقات التأثير بين المتغير المستقل وتغيره بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى احداث اضطراب بنسبة (34%) تقريبا" في المتغير التابع يدل على ان اهتمام المدراء بتخفيض تكاليف الوكالة سوف يؤدي إلى زيادة القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة الثلث وهذا يقدم دليل تجريبي على ارتباط هذه القيمة بتكاليف الوكالة.

2-4- التوصيات:-

- 1- ضرورة استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) عند تقييم الموقف المالي للشركات بدلا" من المقاييس التقليدية.
- 2- سعي المدراء لتخفيض وضغط تكاليف الوكالة من خلال ضغط المعدل الموزون لكلفة الاموال مثلا" من الضرورات التي تتطلبها مؤشرات خلق القيمة لمنشآت الاعمال والتي قد تساهم في تنمية هذه المنشآت واستمرار وجودها وتعزيز موقفها التنافسي في السوق.
- 3- من الضروري تجريب علاقات الارتباط والتأثير المتبادل بين كلف الوكالة والمؤشرات الاخرى لخلق القيمة مثل القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة والقيمة السوقية المضافة والتدفق التشغيلي ومقارنه النتائج بين المتغيرات المعتمدة في استجابتها للمتغير المستقل (كلف الوكالة).

المصادر العربية

- 1- الشرفي، مهدي، 2015 "مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة غرادية، الجزائر عدد1.
- 2- الشرقاوي، أشرف، (2006) "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم - دراسة علمية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر (مؤتمر أسواق الاوراق المالية والبورصات - افاق وتحديات)، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة الامارات.
- 3- صيفي، حسين . بن عمارة ،نوال ، 2015 ،قياس الاداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة - دراسة حالة ،مجلة الباحث الجزائرية ،جامعة قاصدي مرياح ، ورقله -الجزائر .
- 4-الطار، محمد احمد ،2013،القيمة الاقتصادية المضافة، الخيمة .com

المراجع باللغة الانكليزية

- 1-AL Taleb ,G,2012,Measuring the impact of agency cost level of firms
An Empirical study ,Jordan ,Amman
- 2-ATumwa,E.,C.,2013,Relationship Between Agency cost and leverage
for Companies listed at the Nairobi Securities Exchange ,univ-
ersity of Nairobi.
- 3-Ang, J.S, Cole, R., & Lin, J.W, 2000. Agency costs and ownership
structure. The Journal of Finance, 55(1).
- 4-ALfadhl ,M.M and AL adbulla T.T.,2013,Determination of managerial
Behavior and it's influential extension performance Intern-
ational Journal of Humanities and Social science ,Vol3 ,No.6
- 5-Besley
Scott & Brigham Eu.2008,Essentials of managerial finance ,14^{ed}
,Thomson Higher Education ,USA.
- 6-Berger,A.& Udell G,1995,Relationship lending and lines of Credit
in
small firm finance ,Journal of Business 68.
- 7-Berenson, Mark And Others, 2004, "Basic Business Statistics:
Concepts And Application" 9th Ed, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- 8-Coles, J., Lemmon, M., & Mescke, J. 2005 Structural models and
endogeneity in corporate finance: The link between Mana-
gerial
ownership and corporate performance. Arizona
State University
working paper com .
- 9-Codot,Julien,2013,Agency cost , vertical integration and ownership
structure :the case of wine business in France ,147 Avenue
Victor Hugo.
- 10-Chow,Jacky,Y.,2005,Agency cost and ownership structural
:Evidence From the Small Business Finance Survey Dat
Base
,Small Business Research Summary ,WWW.Sba.
- 11-Codot,J.,2014,Agency
cost ,Vertical integration & ownership
Structure ,The Case wine
Association of Aggricwtural
Business in France European
Economics EAAE.
- 12-Drucker,peterf.,1997,Organization of the future ,Jossey -Bass
publishers ,san Francisco USA.

- 13-Ehikioya , B . , 2009 , Corporate Government Structure & Firm performance in developing Economics : Evidence From Nigeria ,Corporate Governances Journal Vol.9,No.3.
- 14-Florackis , C . and Ozkan A . ,2004 ,Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms, Evidence from UK ,working paper University of York ,UK.
- 15-Fama,E.F.,1990,Agency problems & the theory of the firm ,Journal of political Economy.Vol.88.No,19.
- 16-Gartenberg,C.,2015,Subprime Governance: Agency cost in Vertically integrated Banks and the 2008 Crisis, Washington university in st. louis.
- 17-Gul,S.,Sajid,M.,RazzaqN.,and Afzal,F.,2012,Agency cost ,Corporate Governance and ownership structure (The case of pakistan) ,Inter . Journal of Business & social Science Vol.3,No.9.
- 18-Holderness ,Clifford G.,2016,Equity issuances and Agency costs: the Telling story of shareholder Approval Around the world .WWW.
- 19-Hundal,Shab,2015,Economic Value Added ,Agency cost and firm performance ,The oritical in sights through the value Based management framwourk ,university of Applied science ,finland.
- 20-Harvard Low School,2017,Principal agent theory,Retrived,8-3.
- 21-Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure .Journal of Financial Economics, 3.
- 22-James S.A., And Wuhlin J.,2000,Agency cost and ownership structure , Florida state university The Journal of Finance ,Vol.1.No.1. 23-Jiam balov, James 2007, *Managerial Accounting*, 3th Edition, Jhon wiley & sons, Inc, New York
- 24-Ledekarl, Jeeb &Zervos,Sara,2004,Housekeeping and Plumbing , The investability of Emerging Markets,World Bank Policy Research ,3229.
- 25-Lsmaiel,Amira,2011,EVA,Arab Forum of Human Research mana- gement , hes abate . com.

- 26-Mcdonld M & Fauver I.,2015,Culture,Agency cost and Governance international Evidence on capital structure ,pacific- Basin Financial Journal 34.
- 27-Mclaney E.,J.,2000,business Finance ,Theory & Prenitice Hall Pearson education of Banking and Finance. ,
- 28- Nozari , A,2016,The impact of Financial Leverage on agency cost of free cash flows in listed manufacturing firm of Tehran stock Exchange ,Iran.
- 29-Nazir , M .S, Saita ,H,K & Nawaz ,M.M .,2012,The Role of debt in Reducing Agency cost :Empirical Evidence from Rakigtan , innova Ciencia,vol4.No5.
- 30- Roberts ,Hon. Kathleen A.2016, 2016 Income and Expense Study, New York City Rent Guidelines Board, April 7. Centre Street, Suite 2210, New York, NY 10007 . 212-669-7480 . nycrgb.org.
- 31-Siddiqui, M.F & Razzaq, N &Malik, F and Gul, S 2013, Internal Corporate Governance Mechanisms and Agency Cost: Evidence from Large KSE Listed Firms, European Journal of Business and Management, Vol.5, No.23.
- 32- Singh, M.,& Davidson ,W. A. 2003. Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms. Journal of Banking and Finance, 27.
- 32- Schobel, Bruce D.1981, Administrative Expenses Under OASDI, Social Security Bulletin, March /Vol. 44, No. 3.
- 33-Phillip J. McKnighta, & Charlie Weir.,2009, Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis The Quarterly Review of Economics and Finance49. 34-
- Xiao,Sheny,2009,How Do Agency cost Affect Firm Value ? unive- rsally of Greenville ,Sc, USA. Business and Management, Vol.5, No.23.