

الرافعة المالية والنمو والحجم وأثرهم في كلف الوكالة

دراسة تحليلية لشركات قطاعي الصناعة والفنادق المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية

Effect of The Financial Leverage, Growth and Size on Agency Cost

Analytical study of the industry and hotels in the Iraq Stock Exchange

م.د. علي احمد فارس

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر بعض المتغيرات المالية المستقلة ومنفصلة (الرافعة المالية وحجم الشركات ومعدل النمو) في المتغير المعتمد (كلف الوكالة) عبر دراسة وتحليل عينة من شركات قطاعي الصناعة والفنادق المتداولة اسهمهم في سوق العراق للأوراق المالية وللمدة من (2005-2014). وقد تم استخدام مجموعة من المقاييس المالية المعبرة عن المتغيرات الأربعة (دوران الموجودات كمقياس لكلف الوكالة، ونسبة المديونية كمقياس للرافعة المالية والموجودات كمقياس لحجم الشركات والنسبة السوقية الى الدفترية كمقياس لمعدل النمو). وتوصلت الدراسة إلى أن تأثير هذه المتغيرات مجتمعة في كلف الوكالة يختلف باختلاف القطاع إذا كان التأثير عكسيا في القطاع الصناعي بتأثير واضح من أثر الرافعة العكسي على كلف الوكالة بمعنى أن ارتفاع هذه المتغيرات بشكل عام يقود إلى انخفاض كلف الوكالة بينما كان التأثير ايجابيا في قطاع الفنادق وبأثير كبير من العلاقة العكسية للرافعة المالية على كلف الوكالة أي أن تفاعل هذه المتغيرات المستقلة معا يزيد من كلف الوكالة في قطاع الفنادق.

Abstract

This study aims to demonstrate the impact of some independent financial variables combined and separate (financial leverage and the size of companies and the growth rate) in the dependent variable (the agency cost) through the study and analysis of a sample of

industrial companies and hotels listed in the Iraq Stock Exchange for the period of (2005–2014). The study using a range of financial metrics that represent the four variables (asset turnover as a proxy of cost Agency, and the proportion of debt as a measure of financial leverage ,Assets of company as a measure of the size and the market-to-book ratio as a measure of the rate of growth). The study concluded that the impact of these variables are combined in the agency cost varies depending on the sector as it was adversely affecting the industrial sector clearly influenced by the effect of the reverse effect for leverage on the agency costs in sense that the rise of these variables are generally leads to a decrease Agency costs, while It was a positive influence in the hotels sector, influenced by the impact of a significant inverse relationship of leverage on the agency costs, in that any interaction between these independent variables together increases the agency costs in the hotel sector.

المقدمة

تعد نظرية الوكالة (Theory Agency) من أهم وأقدم النظريات التي أسهمت في تطوير علم حوكمة الشركات الذي يجمع بين المفاهيم الإدارية الرقابية والمحاسبية والمالية. فنظرية الوكالة تهتم بالتعاقد بين ملاك الشركة ومديريها التنفيذيين، والذي ينتج عنه تحقيق مصالح الطرفين. ومن أوائل الكتاب الذين تحدثوا عن نظرية الوكالة آدم سميث الذي ذكر أهمية تقنين العلاقة التي تربط المساهمين أو الملاك بمجلس الإدارة والإدارة التنفيذية (الوكيل). فهناك احتمالية كبيرة لعد اهتمام المديرين التنفيذيين في الشركات المساهمة (الوكلاء) بقيمة ومصالح الشركة بقدر اهتمامهم بمصالحهم الخاصة والشخصية. ومن هنا أصبح من المنطقي إيجاد آليات وإجراءات فعالة لمراقبة أداء المديرين للحد من صراع الوكالة وبما يقلل من كلف الوكالة ومن ثم يزيد من ربحية الشركات وقيمة المساهمين. وبالرغم من الأهمية العلمية لنتائج الجهود البحثية في إغناء المفاهيم العلمية والإجرائية لنظرية الوكالة، إلا أنها واجهت العديد من الانتقادات بفعل تجاهلها لبعض المتغيرات الوسيطة التي من الممكن أن يكون لها أثر مهم في تغيير نوع العلاقة مثل المتغيرات الخاصة بمستوى الرفع المالي وما ينتج عنه من مخاطرة قد تتعرض لها الشركات والنمو في حجم استثمارات الشركة. ومن هنا تحاول الدراسة

معرفة أثر مجموعة من هذه المتغيرات التي تؤثر بشكل مباشر في كلف الوكالة. ولذلك فقد قسمت الدراسة الى أربعة مباحث بداية من الأول الذي يعرض منهجية الدراسة بمشكلاتها وأهدافها وفروضها الرئيسية، والثاني الذي يهتم بالمفاهيم والاطر النظرية لمتغيرات الدراسة، ثم الثالث الذي ناقش الجوانب التطبيقية وتحليل النتائج، وأخيرا الرابع الذي يقدم ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات اعتمادا على النتائج وما تقدمه من توصيات ممكن أن تسهم في تطوير الاساليب العملية والعملية لتقليل كلف الوكالة في الشركات العاملة والمسجلة في سوق العراق للاوراق المالية.

المبحث الاول : منهجية الدراسة

1- مشكلة الدراسة :

إن صراع المصالح في نظرية الوكالة وما نتج عنه من كلف وكالة متزايدة جعل الشركات تحاول استعمال العديد من التقنيات التي تسهم في تقليل هذه الكلف للحد الأدنى من خلال الرقابة وحوكمة الشركات عبر تحديد أهم المتغيرات المؤثرة في هذه الكلف والسيطرة عليها. لذا فإن مشكلة ارتفاع كلف الوكالة ومن ثم انخفاض العائدات المطلوبة للشركات امست من أهم ما يشغل بال المساهمين والدائنين بالخصوص وأصحاب المصالح في الشركة بشكل عام. ومن هنا يمكن صياغة المشكلة من خلال التساؤلات الآتية :

- أ. هل يؤثر مستوى الرافعة المالية للشركات في كلف الوكالة ؟
- ب. هل يؤثر حجم الشركات في كلف الوكالة ؟
- ت. هل يؤثر معدل النمو في الشركات في كلف الوكالة ؟
- ث. هل يوجد تأثير لمستوى الرافعة المالية والحجم ومعدل النمو معا في كلف الوكالة ؟

2- اهمية الدراسة : يمكن اظهار اهمية الدراسة من خلال الاتي :

تتطلب نظرية الوكالة تفويض المديرين سلطة اتخاذ القرارات ، ولان الرقابة تعد عملية صعبة التنفيذ بشكل مستمر ودائم دون نقصان في فاعليتها، لذلك لا يتم اللجوء إليها بشكل عام إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل كبيرة تتطوي على نتائج تضر بقيمة الشركات وسمعتها. لذلك يحتاج حملة الأسهم لتطوير آليات مراقبة فاعلة في شركاتهم. كما أن البحث في هذا الموضوع ممكن أن يسهم ولو بشكل غير مباشر في تقييم نظام حوافز ومكافآت المديرين في الشركات، إذ أن وجود نظام حوافز جيد ممكن أن يقود لاتخاذ إجراءات تعظم من ثروة حملة الأسهم ، رغم أن ذلك لا يعني

دائماً بأن أنظمة الحوافز الفاعلة ممكن أن تجعل المدير يسعى لتقديم مصالح المساهمين على مصلحته الشخصية بالشكل الذي يعظم من قيمة الشركة ، الأمر الذي يتطلب مراقبتهم من خلال آليات معينة لتحديد ثغرات هذا النظام وحمايته من السلوكيات غير المرغوب بها.

3- أهداف الدراسة : تسعى الدراسة الى تحقيق الاهداف الأتية :

- أ. بيان اثر مجموعة من المتغيرات (الرافعة المالية والحجم والنمو) بشكل مجتمع ومنفصل عن كلف الوكالة .
- ب. بيان امكانية تقليل كلف الوكالة من خلال دراسة دور هذه المتغيرات في تقليل الكلف .
- ت. دراسة الاثر المتعدد لكل من الرافعة والحجم والنمو للشركات في تقليل كلف الوكالة .
- ث. اظهار الاختلاف ان وجد في تأثير كل المتغيرات السابقة في كلف الوكالة بين القطاعين الصناعي والخدمي (الفنادق).

4- فرضيات الدراسة : في ضوء مشكلة الدراسة ومن اجل تحقيق اهداف الدراسة تم صياغة الفرضيات الاتية :

- أ. لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية للرافعة المالية في كلف الوكالة .
- ب. لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لحجم الشركات في كلف الوكالة .
- ت. لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة النمو في كلف الوكالة .
- ث. لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية للرافعة والحجم والنمو في كلف الشركات .

5- عينة الدراسة

استخدمت في هذه الدراسة عينة مكونة من ست عشرة شركة مسجلة في سوق العراق للاوراق المالية (احدى عشرة شركة صناعية وخمس شركات سياحية) اعتمادا على طبيعة هيكل رأس المال وتوفر البيانات اللازمة لاكمال متطلبات الدراسة, بغرض بيان فروقات التأثير للمتغيرات المستقلة في كلف الوكالة بين القطاعين الصناعي والسياحي. وبلغت المدة المستخدمة لبيانات الدراسة عشر سنوات (2014-4005) وقد تم جمع البيانات من التقارير المالية للشركات المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية من موقع السوق (<http://www.isx-iq.net>) بغرض اجراء التحليل المالي والاحصائي لمتغيرات الدراسة واختبار أثر كل من الرافعة المالية والحجم والنمو في كلف الوكالة.

6- اساليب واجراءات الدراسة

أ. المتغير المعتمد (كف الوكالة): يقاس هذا المتغير بنسبة استغلال الموجودات (دوران الموجودات) اعتمادا على

مجموعة من البحوث السابقة (Singh & Davidson,2003) (Ang, etal, 2000)

فزيادة نسبة دوران الموجودات تشير الى أن الشركات تتخذ القرارات الاستثمارية الجيدة وهذا يؤشر الى انخفاض كلف الوكالة.

ب. المتغيرات المستقلة

ت. الرافعة المالية: تستخدم نسبة المديونية للشركات للتأشير عن مستوى الرافعة المالية في الشركات محل الدراسة.

ث. حجم الشركات: يستخدم اللوغارتم الطبيعي لموجودات الشركات لقياس حجمها.

ج. معدل النمو: تستخدم نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لقياس معدل النمو في الشركات

المبحث الثاني : الإطار النظري

اولاً : كلف الوكالة

1- المفهوم

تنشأ مشاكل الوكالة من الفصل بين الملكية عن الإدارة في الشركات الكبيرة وقد طبقت نظرية الوكالة على الشركات الحديثة .

ان كلف الوكالة جلبت الاهتمام الى الكلف الاجتماعية والخاصة لنشاطات الوكالة بسبب عدم اكتمال التوافق بين مصالح الوكيل والمالك . كما ان نظرية الوكالة أظهرت ادوار حقوق القرار الإداري والرقابة الداخلية والخارجية المتنوعة واليات الالتزامات في البحوث النظرية والتجريبية .

وقد أظهرت العديد من البحوث المثبتة تجريبيا دور كلف الوكالة في القرارات المالية مثل أسباب اختيار هيكل رأس المال وهيكل الاستحقاق وسياسة المقسوم وتعويضات المديرين .

كلف الوكالة هي صراع المصالح ويحدث عندما لا يمتلك المديرون الحصة الكاملة من اسهم الشركات ويحدث هذا الصراع بالخصوص عندما يكون هناك خطر ' اخلاقي' داخل الشركة وهذا الخطر يسمى كلف

الوكالة (Li & Cue,2003:13) .

وتنشأ كلف الوكالة حسب وجهة نظر (James&Jame,2000:82) :

- ❖ اتخاذ قرارات استثمارية سيئة .
- ❖ عدم بذل جهود كافية من لدن المديرين مما يقلل من الإيرادات .
- ❖ استهلاك الكثير من العلاوات .

لذلك ستنشئ الشركة موجودات غير منتجة مثل المكاتب الغالية والسيارات الفارهة وغيرها .

اما (Florackis&Ozkan,2008:38) فقد اكد الى ان القرارات المالية والاستثمارية وقيمة الشركة تتاثر بشكل كبير بوجود صراع الوكالة ومن ثم كلف الوكالة . اي ان مشاكل الوكالة ترتبط عادة بالتدفق النقدي الحر ومشاكل عدم تمثيل المعلومات ، فالالتزامات المرتبطة بالدين تساعد على تقليل مشاكل الوكالة ويظهر ان مصدر الدين وهيكل الاستحقاقات لها دور في التأثير في كلف الوكالة ، فمشكلة عدم تماثل المعلومات تؤدي بالشركات الى استخدام الدين قصير الامد لان كلف المعلومات الخاصة بالدين بعيد الامد تكون اكبر .

واشار (Baker&Anderson,2010:4) الى ان كلف الوكالة هي مجموع النفقات المصروفة على المراقبة والنفقات الخاصة بتعويضات المديرين واخيرا خسارة الفائض من التدفق النقدي الحر . فكلف المراقبة هي النفقات التي تدفع لقياس وملاحظة ومراقبة سلوك الوكلاء (المديرين) . وهذه الكلف قد تتضمن التدفق وكتابة عقود تعويضات المديرين وكلف تعيين وطرد المديرين . اما كلف التعويضات فتشير الى الهيكل الذي تضعه الادارة لآجراء الوكلاء للعمل لصالح المساهمين . اما خسارة الفائض فتشير الى النفقات التي تحصل بعد ان يتم تحديد وقياس كل اثار كلف المراقبة والتعويضات .

ويمكن التعبير عن كلف الوكالة بعدة اشكال تتضمن :

- سلوك خدمة الذات عندما يركز المديرين على الحالة الراهنة .
- الاهداف المبنية على السيطرة
- استهلاك العلاوات المبالغ به
- القرارات الاستثمارية غير المثلى .
- الاحتيال
- سوء الادارة .

ان الاثار السلبية لهذه النشاطات تظهر على شكل اضرار بثروة المساهمين ومع الاثار السلبية الواسعة على اصحاب المصالح في الشركات . وان ادراك عواقب هذه النشاطات وما يتبعها من مشاكل الوكالة قادت للتأكيد على اهمية سوق العمل الاداري وعلى رقابة الشركات كآليات للمراقبة تصمم للحد من درجة انحراف الوكالة والتأكيد على دور المساهمين المؤسساتيين كبديل لاجهزة الوكالة والتأكيد ايضاً على تطوير وتأثير لتطبيقات حوكمة الشركات وتشجيع افكار الادارة ويجاد هيكل حوافز مرغوب داخل الشركة (Sajid,etal,2012:269) .

لقد اقترحت العديد من البحوث بأن قرارات ملكية الشركة وهيكل رأس المال تعكس محاولات لتقليل مشاكل الوكالة بين اصحاب المصالح المختلفين . والفكرة الاساس هي ان ملكية الشركة توضع لتعظيم قيمة الشركة مع الاخذ بالحسبان صراع المصالح بين المساهمين المسيطرين وبين الاقلية من المستثمرين (ChernenKo,etal,2010:2) .

وتتكون كلف الوكالة من ثلاثة انواع من الكلف هي (Cadot,2014:2) :

- كلف المراقبة
- كلف الالتزامات bonding .
- خسارة الفائض Residul .

لقد ركز كل من (Ang,etal,2000) . على النوع الثالث والآخر من الكلف فهو ينشأ من عدم الكفاءة التي تسببها تبني آليات الحوكمة مثل المراقبة .

أن نفقات المراقبة هي تكاليف تتفق من لدن الطرف الأصلي لرقابة وسلوك العميل مثل تكاليف قياس وملاحظة سلوك العميل، وتكاليف ومنع سياسات التعويض، ويقصد بتكاليف الالتزامات من لدن الوكيل فهي انه هناك دوافع لدى الوكيل تدفعه للإتفاق لضمان ألا يقوم ببعض التصرفات، وأخيراً حتى في ظل نفقات المراقبة من لدن الوكيل ستختلف التصرفات التي يقوم بها الوكيل عن التصرفات التي سيقوم بها الطرف الأصلي شخصياً، إذ أن هذا الاختلاف في التصرفات على الثروة هي الخسائر المتبقية.

يتضح مما تقدم أن نظرية الوكالة تبحث في فهم أسباب تضارب المصالح ونتائجها، إذ تصف نظرية الوكالة الشركة كسلسلة عقود بين الأصل والوكيل، يحرصون على مصالحهم دونما اعتبار مصالح الآخرين.

تهتم كلف الوكالة بما يسمى بصراع الوكالة (Agency Conflicts) أو تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل وان هذه الصراعات يمكن معالجتها عبر آليات حوكمة الشركات، إذ أن الوكيل لا يعمل دائماً على تحقيق مصالح الأصيل وتحصل هذه المشكلة في ظل ظروف عدم تناسق المعلومات وعدم تكاملها بين الوكيل والأصيل، وقد تعد نظرية الوكالة توضيحاً لكيفية تنظيم العلاقات بين أطراف الوكالة بشكل أفضل، والتي يكون فيها احد الأطراف (الأصيل) يحدد العمل الذي يقوم به الطرف الآخر الوكيل (Ang&Cox, 1997:16) .

2- مقاييس كلف الوكالة

استخدم الباحثون مقاييس لكلف الوكالة إذ تقاس كلف الوكالة من خلال (Li & Cue, 2003:13) :

- مدى استغلال الموجودات او نسبة استغلال الموجودات .

ان نسبة المبيعات الى الموجودات تقيس مدى كفاءة ادارة الشركة في توظيف الموجودات, وفي هذه الحالة ترتبط كلف الوكالة عكسيا من نسبة المبيعات الى الموجودات (James, etal,2000:82).

وقد اكد (Florackis&Ozkan,2008:38) على مقياس استخدام نسبة الانتفاع من الموجودات كمقياس لكلف الوكالة وهي تظهر كيفية توزيع موجودات الشركة من لدن الادارة بمعنى ان انخفاض نسبة الانتفاع من الموجودات قد تشير الى قرارات استثمارية سيئة وجهود غير كافية واستهلاك عالٍ للعلوات وشراء منتجات غير منتجة . والشركات التي لها نسب دوران موجودات منخفضة يتوقع ان تكون لها كلف وكالة عالية بين المديرين والمساهمين .

- نسبة العائد على الملكية

تقيس هذه النسبة الربحية من زوايا مختلفة بمعنى كلما ازداد العائد على الملكية قل صراع الوكالة كما هو الحال في نسبة الانتفاع من الموجودات اي كلما زادت هذه النسبة قل معها صراع الوكالة.

- النفقات التشغيلية وهي النفقات التي تخضع بشكل كبير للاجتهد الاداري والذي يتمثل بكلف المراقبة.

فهذا المقياس يأتي من التفسير المباشر لمدخل (Jensen & Meckling, 1976) لعدم الكفاءة بسبب

الاستهلاك الرفاهي للمديرين والمصاريف الاضافية الناتجة من الافتقار للجهود الادارية اللازمة.

(Cadot,2014:3) .

ثانياً : الرافعة المالية

تشير كلمة رافعة إلى استخدام أموال أو أصول مقابل تكلفة أو عائد محدد و ثابت.و تشير الرافعة المالية إلى توظيف الأموال مقابل تكلفة تمويل ثابتة على أساس تحقيق عائد مرتفع لأصحاب الأسهم العادية (المستثمرون)، فكلما يرتفع معامل الارتفاع ارتفع عائد حقوق الملكية، و بالتحديد:

معامل الرافعة المالية = الأرباح قبل الفوائد (تكلفة التمويل الثابتة) / الأرباح بعد الفوائد.

إن تتضمن الرافعة التمويلية تكلفة تمويل ثابتة (الفوائد المدفوعة للمقرضين و حصص الأرباح المدفوعة لأصحاب الأسهم الممتازة)، و تتحقق الرافعة المالية باستخدام القروض و الأسهم الممتازة في هيكل رأس المال. و تضاعف الرافعة التمويلية العائد على السهم و تتحكم في العائد قبل الضريبة و الفوائد. أي تستطيع الرافعة التمويلية التحكم في نسب العائد لكل من الأسهم الممتازة و فوائد القروض.

وباختصار "يقوم أثر الرافعة المالية على الاستعمال المكثف للاقتراض من أجل زيادة مردودية الأموال الخاصة المستثمرة في المؤسسة."

إذ تنشأ الرافعة من النشاطات المالية او من اقتراض الشركات الاموال من اجل عملياتها التشغيلية . والمقياس الرئيس للرافعة هو قسمة المطلوبات الكلية على الملكية ، فالرافعة تسمح للمؤسسات بزيادة الارباح او الخسائر المحتملة على الاستثمار نسبة الى امكانية حصول الارباح او الخسائر عند الاستثمار المباشر بما تمتلك هذه المؤسسات (Missim& Penman,2003:533) .

ان المنظمة التي تمتلك رافعة عالية في هيكل رأس المال يمكن ان تقلل من التدفق النقدي الحر ومن ثمَّ تقلل من كلف الوكالة ، ان الفائض من صافي التدفق النقدي يذهب كخدمة للدين بدلاً من استخدامه بشكل غير كفوء من لدن المديرين . كما ان ارتفاع مستوى الرافعة سيزيد من مخاطرة الافلاس للشركة بمعنى ان وجود الدين في هيكل رأس المال للشركة يعطي الحق للدائنين بمقاضاة الشركة التي لا تفي بالتزاماتها المالية (Khan,etal,2012:6694) .

وتتكون الرافعة من ثلاثة انواع وهي (Missim& Penman,2003:535):

1- **الرافعة التشغيلية** : وتهتم بالعلاقة بين إيرادات الشركة وعائداتها قبل الفائدة والضريبة (EBIT) او الربح التشغيلي . وتقاس الرافعة التشغيلية بدرجة الرافعة التشغيلية Dol وهي تساوي التغير النسبي في الربح التشغيلي

EBIT مقسوم على التغير النسبي في المبيعات :

$$Dol = \frac{\text{Percentage Change in EBIT}}{\text{Percentage Change in Sales}}$$

2- **الرافعة المالية** : وتهتم بالعلاقة بين الربح التشغيلي للشركة (EBIT) والعائد على السهم للاسهم العادية (EPS) . الرافعة المالية تنتج من وجود الكلف المالية الثابتة وهي تمثل استخدام الكلف المالية الثابتة لتعظيم اثر التغير

في الربح التشغيلي EBIT على عائد السهم EPS . والكلف المالية الثابتة للشركة في كشوفات الدخل (الفائدة

على الدين ومقسومات الارباح على الاسهم الممتازة

وهذه الاعباء المالية يجب ان تدفع بغض النظر عن مقدار الربح التشغيلي للشركة . وتقاس الرافعة المالية بدرجة الرافعة

المالية DFL وهي عبارة عن التغير النسبي في العائد على اسهم EPS مقسوم على التغير النسبي في الربح التشغيلي :

$$DFL = \frac{\text{Percentage Change in EPS}}{\text{Percentage Change in EBIT}}$$

3- **الرافعة الكلية** : وتهتم بالعلاقة بين إيرادات الشركة و EPS . الرافعة الكلية فهي تمثل استخدام الكلف الثابتة

المالية والتشغيلية وهي تعبر عن الاثر الكلي للكلف الثابتة في الهيكل المالي والتشغيلي للشركة . وتقاس بقسمة

التغير النسبي في العائد على السهم EPS مقسوم على التغير النسبي على المبيعات :

$$DTL = \frac{\text{Percentage Change in EPS}}{\text{Percentage Change in Sales}}$$

او هي تساوي حاصل ضرب الرافعة التشغيلية في الرافعة المالية :

$$DTL = DOL \times DFL$$

وقد ركزت العديد من البحوث على العلاقة بين مستوى الدين في هيكل رأس المال وكلف الوكالة . وقد اظهر (Zhange,2009:508) أن هناك دوراً لهيكل رأس المال والتعويضات الادارية في السيطرة على مشكلة الوكالة وان استخدام الدين ينفذ كأداة رقابية وان هناك علاقة سلبية بين مستوى الرافعة وكلف الوكالة . كما جادل (Byrd,2010:26) بأن هناك صراعاً بين مصلحة المديرين والمساهمين عن مدى انفاق التدفق النقدي الحر . وقد اظهرت دراسته أن هناك علاقة سالبة بين مستوى الرافعة وكلف الوكالة . كما اظهرت (Fatma,2011:3) أن هناك تأثيراً لهيكل الملكية وسياسة الدين في تقليل صراع الوكالة ومن ثمَّ الحد من كلف الوكالة .

ثالثاً : حجم المنظمة

يمكن تقدير حجم الشركة بعدة طرائق منها على سبيل المثال مجموع موجودات الشركة ، وحجم مبيعات الشركة ، وعدد المساهمين ، ... الخ من الطرق .

ان مسألة حجم المنظمة مسألة مثيرة للجدل فمشاكل الوكالة لها احتمالية ظهور اعلى في الشركات الناضجة الكبيرة (Pao,2008:718). ان حجم الشركة تعد مقياساً لصراع الوكالة كما افترضت الدراسات سابقاً بأن محددات قرارات الاقتراض للشركة ممكن ان تعتمد على الحجم بسبب اختلافات فرص التمويل المتوفرة للشركات الكبيرة والصغيرة ومن ثمَّ اختلاف كلف التمويل . فالشركات الكبيرة يمكن ان تكون كلف الصفقات لها اقل من الشركات الصغيرة عند اصدار سندات الدين طويلة الامد . كما ان الشركات الكبيرة يكون لها وصول اسهل نسبياً للمصادر البديلة للتمويل طويل الامد وذلك لان هذه الشركات يمكن ان تتحمل كلف الاصدار وهي اقل خضوعاً لمشاكل عدم تماثل المعلومات بالمقابل فأن الشركات الصغيرة والتي لا تمتلك سجلات حافلة قد تجد صعوبة في الحصول على التمويل طويل الامد من خلال السندات مثلاً . لقد اظهرت دراسة (Faccio &Lasfer,1999) بأن هناك فروقات معنوية في نوع الدين واستحقاقه واولوياته في الشركات مختلفة الحجم (Faccio& Lasfer,1999:4) .

كما وثقت العديد من البحوث بأن هناك علاقة سلبية بين حجم الشركة وقيمتها النسبية مقاسة بمقياس توين q . وهذه العلاقة تسمى خصم الحجم (Size discount) لان المنظمات الكبيرة اقل قيمة نسبياً من المنظمات الصغيرة . وهذه ظاهرة لا تزال صعبة التفسير في البيانات المالية . والظاهر ان سبب خصم الحجم هذا هو عدم قدرة المساهمين على تقليل كلف الوكالة بسبب ضعف اليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية كلما زاد حجم الشركة .

ومن ناحية كلف الوكالة وكيف تشرح خصم الحجم يجب ان يتوفر شرطان : الاول يجب ان يكون لدى المساهمين في الشركات الصغيرة قدرةً على تقليل كلف الوكالة بشكل فاعل اكثر من مساهمي الشركات الكبيرة . والآخر : هو وجود خصم حجم واضح للشركات التي لها كلف وكالة عالية وعدم وجود خصم الحجم للشركات التي لها كلف وكالة منخفضة . (Offenberg,2010:74) .

كما بين (Pao,2008:721) تأثير الحجم في الرافعة بانه غامض بعض الشيء فالبعض وجد علاقة ايجابية بين الحجم والرافعة . فالمنظمات الكبيرة لديها قدرة على تحمل نسب دين عالية لانها اكثر تنوعاً ومن ثم اقل تقلباً في العائدات . (Moussa&Chichti,2011:11) .

رابعاً: النمو

ان نسبة النمو في استثمارات الشركة تشير إلى أهمية الإنفاق الرأسمالي في تحديد سلوك أسعار الأسهم في السوق المالي ، إذ تكشف العديد من الدراسات التي أجريت في الكثير من البلدان عن وجود تأثير للإنفاق الاستثماري في سعر السهم ومن ثم العائدات السوقية عن تاريخ الإعلان عن الإنفاق الاستثماري .

اذ أن على الشركات التي ترغب في النمو المستدام ولا تمتلك الاموال الكافية من الداخل ان تتوجه الى المصادر الخارجية لرأس المال وتعتمد كلفة رأس المال الخارجي على ثقة المستثمرين عن مدى كفاءة الإدارة باستعمال هذه الاموال .وتشتق ثقة المستثمرين بالادارة من نشر المعلومات بين المساهمين والمديرين ، والآلية التي يتم وضعها لمنع المديرين من اهدار الاموال في مشاريع غير المربحة وتحسين منافعهم الشخصية على حساب الشركة . وكلما انخفض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والمديرين انخفض صراع الوكالة ومن ثم تحقيق كلفة رأس مال تنافسية مما يقود الى ارتفاع نسب النمو . (Ghosh&Sun,2014:661) .

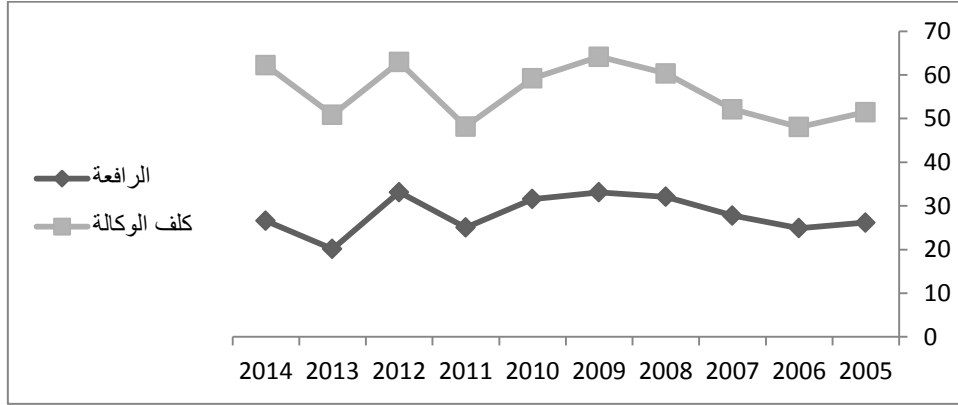
المبحث الثالث: الجانب التطبيقي

يهدف هذا الجانب من الدراسة الى الاختبار التجريبي لتأثير المتغيرات المستقلة للدراسة منفردة ومجمعة (الرافعة المالية والحجم والنمو) في المتغير المعتمد (كلف الوكالة) للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للقطاعات الصناعي والفندقي. ولتحقيق هذه الغاية فقد تم تقسيم هذا الجانب الى جزأين. اهتم كل منها ببيان علاقات التأثير في القطاعين المذكورين.

أولاً: القطاع الصناعي

1- تأثير الرافعة في كلف الوكالة

يظهر الشكل (1) اتجاه العلاقة بين الرافعة المالية ودوران الموجودات (مقياس لكلف الوكالة) اعتماداً على البيانات الخاصة بالمتغيرين .



الشكل (1)

اتجاه العلاقة بين الرافعة المالية ودوران الموجودات

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

و يظهر من الجدول (2) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار بين المتغير المستقل الرافعة المالية والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (0.78) وهي تظهر قوة واتجاه العلاقة الايجابية بين الرافعة المالية ودوران الموجودات (سلبية العلاقة بين الرافعة المالية وكلف الوكالة) باعتبار أن ارتفاع معدل دوران الموجودات يعني مؤشر لانخفاض كلف الوكالة. وبلغ معامل التفسير R^2 (0.61) بمعنى أن متغير الرافعة المالية يفسر ما نسبته 61% من التغيرات التي تطرأ على متغير دوران الموجودات (مقياس كلف الوكالة). وبلغ معامل التأثير (0.0116) بمعنوية احصائية (0.007305) ومما يؤكد معنوية نموذج الانحدار بين المتغيرين أن قيمة F المحسوبة بلغت (12.7) وهي أكبر من قيمتها الجدولية البالغة (10.04) لمستوى معنوية (0.01). وبذلك فإن الرافعة المالية لها تأثير ايجابي في دوران الموجودات (تأثير سلبي في كلف الوكالة) فالزيادة في نسبة المديونية للشركة تقلل من كلف الوكالة وهذا يطابق ما توصل اليه كل من (Zhang,2009) و (Byrd,2010) وغيرهم.

جدول (2)

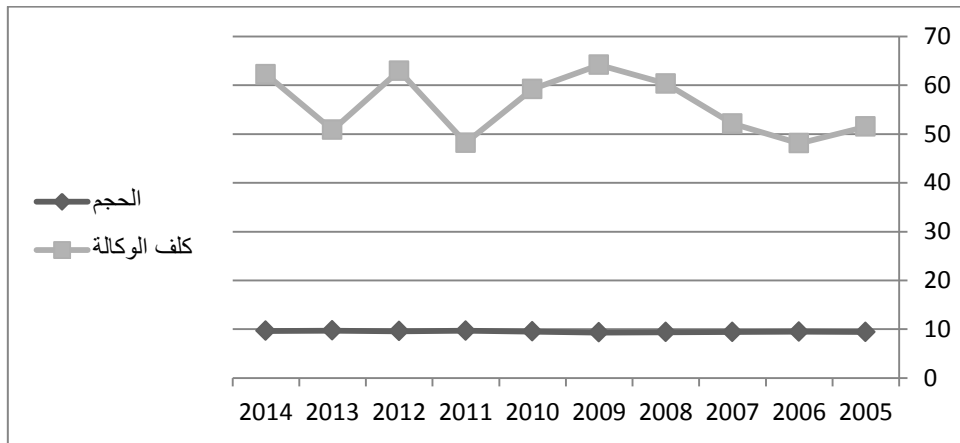
تأثير الرافعة المالية في كلف الوكالة للشركات الصناعية

		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		0.78372	0.614218	0.042145	10
ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	Df	
0.007305	12.73708	0.022623	0.022623	1	Regression
		0.001776	0.01421	8	Residual
			0.036833	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	0.035313	2.528947	0.092329	0.233494	Intercept
	0.007305	3.568905	0.003256	0.011622	X Variable 1

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

2- تأثير حجم الشركات في كلف الوكالة

يظهر الشكل (2) اتجاه العلاقة بين حجم الشركات ودوران الموجودات (مقياس لكلف الوكالة) اعتمادا على البيانات الخاصة بالمتغيرين .



شكل (2)

اتجاه العلاقة بين الحجم وكلف الوكالة

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

كما يظهر من الجدول (3) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار بين المتغير المستقل حجم الشركات والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (0.24) وهي تظهر ضعف العلاقة بين الرافعة المالية ودوران

الموجودات وعدم معنوية نموذج الانحدار لان نسبة المعنوية بلغت (0.502) وكانت F المحسوبة أقل من الجدولية إذ بلغت (0.49) بمعنى عدم وجود علاقة معنوية احصائيا بين حجم الشركة وكلف الوكالة في الشركات الصناعية المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية وهذا يشير الى أن زيادة حجم الشركات لا يؤثر على كلف الوكالة وهذا يخالف ما توصل اليه (Pao,2008) . وقد يعني أن الشركات الصغيرة تعاني كما الكبيرة من عدم السيطرة في كلف الوكالة وضعف آليات الحوكمة فيها وأن حجم الشركة لا يؤثر في قدرتها في الرفع المالي.

جدول (3)

تأثير الحجم في كلف الوكالة للشركات الصناعية

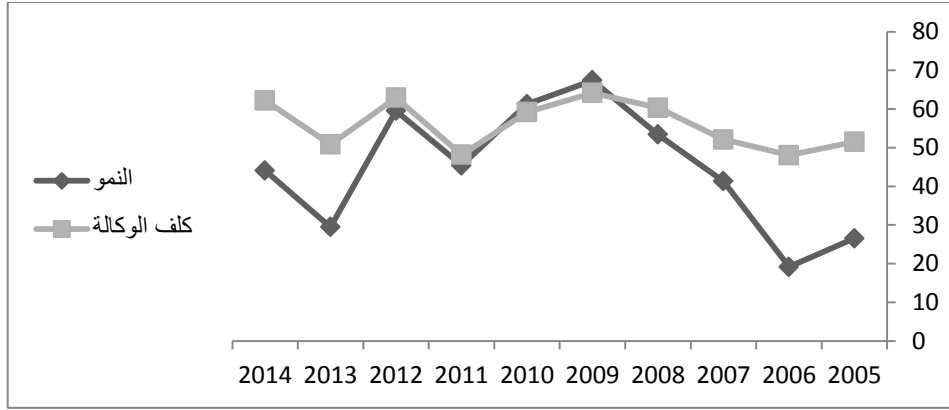
		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		0.240802	0.057986	0.065857	10
					ANOVA
Significance F	F	MS	SS	Df	
0.502741	0.492441	0.002136	0.002136	1	Regression
		0.004337	0.034697	8	Residual
			0.036833	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	0.323764	1.05147	1.599699	1.682035	Intercept
	0.502741	-0.70174	0.167931	-0.11784	X Variable 1

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

3- تأثير النمو في كلف الوكالة

يظهر الشكل (3) اتجاه العلاقة بين معدل النمو ودوران الموجودات (مقياس لكلف الوكالة) اعتمادا على البيانات

الخاصة بالمتغيرين .



شكل (3)

اتجاه العلاقة بين معدل النمو وكلف الوكالة

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

و يظهر من الجدول (4) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار بين المتغير المستقل معدل النمو والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (0.80) وهي تظهر قوة واتجاه العلاقة الايجابية بين معدل النمو ودوران الموجودات (سلبية العلاقة بين معدل النمو وكلف الوكالة) باعتبار أن ارتفاع معدل دوران الموجودات يعني مؤشر لانخفاض كلف الوكالة. وبلغ معامل التفسير R^2 (0.65) بمعنى أن متغير معدل النمو يفسر ما نسبته 65% من التغيرات التي تطرأ على متغير دوران الموجودات (مقياس كلف الوكالة). وبلغ معامل التأثير (0.0116) بمعنوية احصائية (0.00322) ومما يؤكد معنوية نموذج الانحدار بين المتغيرين أن قيمة F المحسوبة بلغت (15) وهي أكبر من قيمتها الجدولية البالغة (10.04) لمستوى معنوية (0.01). وبذلك فإن معدل النمو له تأثير ايجابي في دوران الموجودات (تأثير سلبي في كلف الوكالة) فالزيادة في معدلات النمو للشركات تقلل من كلف الوكالة وهذا يؤكد وجود تماثل للمعلومات بين الادارة والمساهمين إذ أنه يقلل من صراع الوكالة وبالنتيجة يقلل من كلف الوكالة.

جدول (4)

تأثير معدل النمو في كلف الوكالة للشركات الصناعية

		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		0.807767	0.652487	0.04	10
					ANOVA
Significance F	F	MS	SS	df	
0.004704	15.02075	0.024033	0.024033	1	Regression

		0.0016	0.0128	8	Residual
			0.036833	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	5.66E-06	10.55616	0.039333	0.41521	Intercept
	0.004704	3.875661	0.000832	0.003226	X Variable 1

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

4- التأثير المتعدد للمتغيرات المستقلة في كلف الوكالة

يظهر من الجدول (5) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية والحجم ومعدل النمو) والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط المتعدد بين المتغيرات (0.84) وهي تظهر قوة واتجاه العلاقة الايجابية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة ودوران الموجودات (سلبية العلاقة بين المتغيرات المستقلة معا وكلف الوكالة). وبلغ معامل التفسير R^2 (0.70) بمعنى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر ما نسبته 70% من التغيرات التي تطرأ على متغير دوران الموجودات (مقياس كلف الوكالة). ومما يؤكد معنوية نموذج الانحدار بين المتغيرين أن قيمة F المحسوبة بلغت (4.8) وهي أكبر من قيمتها الجدولية البالغة (3.7) لمستوى معنوية (0.05). وبذلك فإن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير ايجابي في دوران الموجودات (تأثير سلبي في كلف الوكالة) فالزيادة في هذه المتغيرات مجتمعة معا تقلل من كلف الوكالة. بمعنى أن المنظور العام لارتفاع مستوى الاعتماد على الدين وزيادة حجم الشركات وارتفاع معدلات النمو يقود اجمالا الى تقليل كلف الوكالة في الشركات الصناعية المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية.

جدول (5)

التأثير المتعدد للرافعة والحجم والنمو في كلف الوكالة للقطاع الصناعي

		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		0.841156	0.707543	0.042372	10
					ANOVA
Significance F	F	MS	SS	Df	
0.048316	4.838607	0.008687	0.026061	3	Regression
		0.001795	0.010772	6	Residual
			0.036833	9	Total

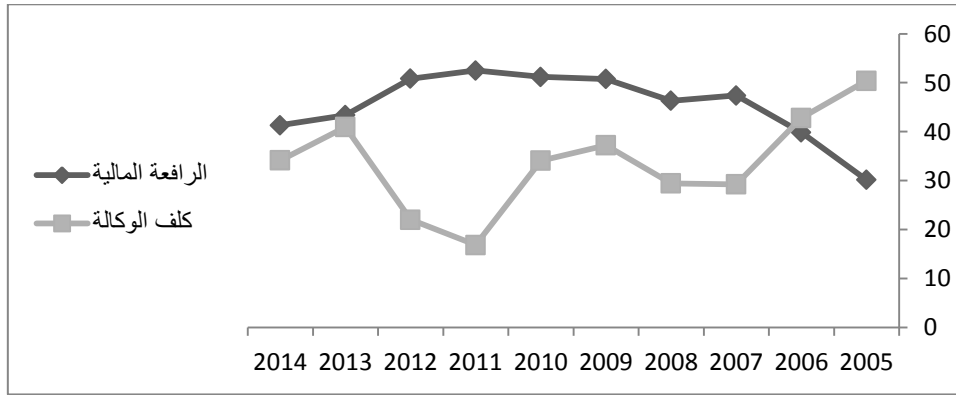
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	0.734327	-0.35557	1.719064	-0.61125	Intercept
	0.350272	1.012731	0.008856	0.008969	X Variable 1
	0.607484	0.541785	0.166205	0.090048	X Variable 2
	0.514791	0.692033	0.001985	0.001374	X Variable 3

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

ثانياً: قطاع الفنادق

1- التأثير الرافعة في كلف الوكالة

يظهر الشكل (4) اتجاه العلاقة بين الرافعة المالية ودوران الموجودات (مقياس لكلف الوكالة) اعتماداً على البيانات الخاصة بالمتغيرين لقطاع الفنادق وهي علاقة سلبية بمعنى أن ارتفاع الرافعة يسهم في تقليل دوران الموجودات ومن ثم زيادة كلف الوكالة.



الشكل (4)

اتجاه العلاقة بين الرافعة المالية ودوران الموجودات للفنادق

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

و يظهر من الجدول (6) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار بين المتغير المستقل الرافعة المالية والمتغير المعتمد كلف الوكالة في قطاع الفنادق. إذ بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (-0.80) وهي تظهر قوة واتجاه العلاقة السالبة بين الرافعة المالية ودوران الموجودات (علاقة ايجابية بين الرافعة المالية وكلف الوكالة) باعتبار أن ارتفاع معدل دوران

الموجودات يعني مؤشر لانخفاض كلف الوكالة وبالعكس. وبلغ معامل التفسير R^2 (0.64) بمعنى أن متغير الرافعة المالية يفسر ما نسبته 61% من التغيرات العكسية التي تطرأ على متغير دوران الموجودات (مقياس كلف الوكالة). وبلغ معامل التأثير (-0.01152) بمعنوية احصائية (0.005133) ومما يؤكد معنوية نموذج الانحدار بين المتغيرين أن قيمة F المحسوبة بلغت (14.5) وهي أكبر من قيمتها الجدولية البالغة (10.04) لمستوى معنوية (0.01). وبذلك فإن الرافعة المالية لها تأثير سلبي في دوران الموجودات (تأثير ايجابي في كلف الوكالة) فالزيادة في نسبة المديونية للشركة تزيد من كلف الوكالة وهذا لا يطابق ما توصل اليه كل من (Zhange,2009) و (Byrd,2010) بمعنى أن ارتفاع نسبة المديونية لا يقلل من كلف الوكالة بل بالعكس يزيد منها وهذه النتيجة تخالف تماما نتائج القطاع الصناعي وأن هناك مخاطرة كبيرة على الدائنين نتيجة لعدم الامتلية في قرارات ادارات الفنادق عند استغلال الموجودات وتحتاج هذه الادارات الى الكثير من المراجعة في طريقة الانفاق واستهلاك الموجودات أو الانتفاع منها على حساب اداء الفنادق.

جدول (6)

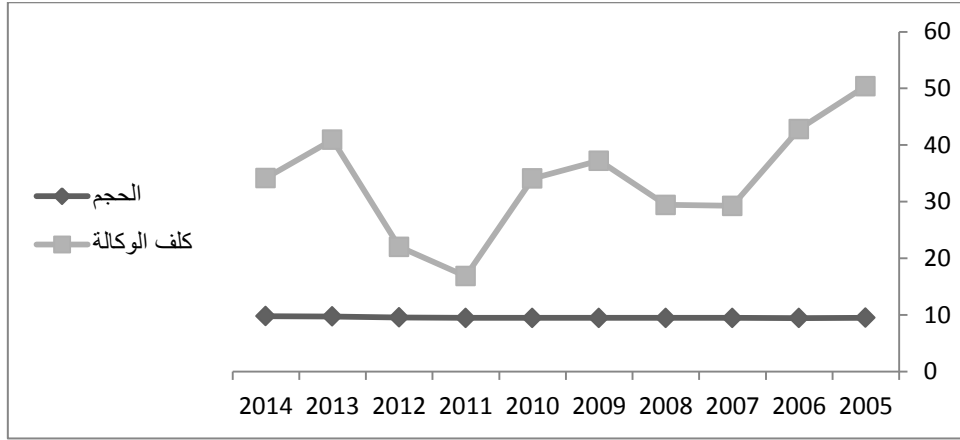
تأثير الرافعة المالية في كلف الوكالة لقطاع الفنادق

		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		-0.803237	0.64519	0.062679	10
					ANOVA
Significance F	F	MS	SS	df	
0.005133	14.54726	0.057151	0.057151	1	Regression
		0.003929	0.031429	8	Residual
			0.08858	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	0.000257	6.209991	0.138479	0.859956	Intercept
	0.005133	-3.81409	0.003021	-0.01152	X Variable 1

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

1- تأثير حجم الشركات في كلف الوكالة لقطاع الفنادق

يظهر الشكل (5) اتجاه العلاقة بين حجم الشركات ودوران الموجودات (مقياس لكلف الوكالة) اعتماداً على البيانات الخاصة بالمتغيرين وهو يظهر ضعف العلاقة بين المتغيرين .



شكل (5)

اتجاه العلاقة بين الحجم وكلف الوكالة لقطاع الفنادق

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

كما يظهر من الجدول (7) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار بين المتغير المستقل حجم الشركات والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (0.097) وهي تظهر ضعف العلاقة بين الرافعة المالية ودوران الموجودات وعدم معنوية نموذج الانحدار لان نسبة المعنوية بلغت (0.788) وكانت F المحسوبة أقل من الجدولية إذ بلغت (0.07) بمعنى عدم وجود علاقة معنوية احصائياً بين حجم الشركة وكلف الوكالة في قطاع الفنادق المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية وهذا يشير الى أن زيادة حجم الشركات لا يؤثر في كلف الوكالة وهذا يخالف ما توصل اليه (Pao,2008) . وقد يعني أن الفنادق لا تمتلك السيطرة على كلف الوكالة وأن هناك ضعفاً في آليات الحوكمة فيها وأن زيادة حجم الفنادق لا يزيد من امكانات الرقابة والمتابعة من لدن المساهمين بشكل خاص واصحاب المصالح بشكل عام.

جدول (7)

أثر الحجم في كلف الوكالة لقطاع الفنادق

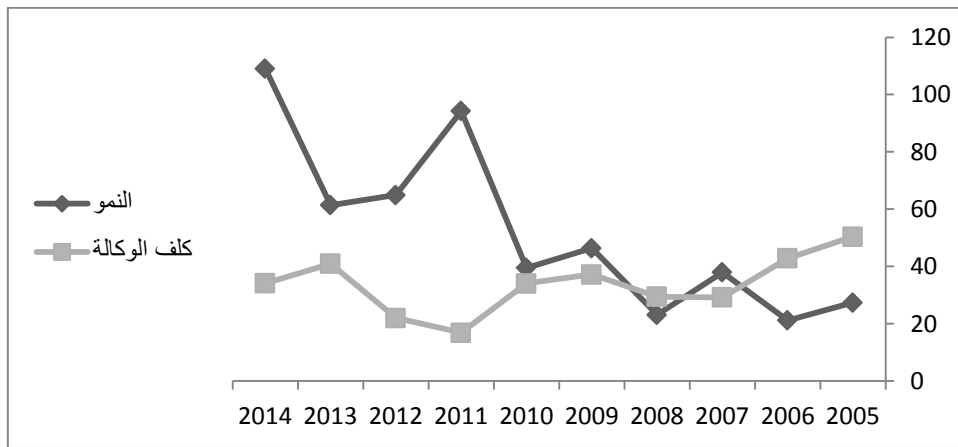
	Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
	0.097466	0.0095	0.104725	10
				ANOVA

Significance F	F	MS	SS	df	
0.788807	0.076725	0.000841	0.000841	1	Regression
		0.010967	0.087738	8	Residual
			0.08858	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	0.882284	-0.15287	2.717333	-0.41541	Intercept
	0.788807	0.276994	0.284975	0.078936	X Variable 1

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

2- تأثير النمو في كلف الوكالة

يظهر الشكل (6) اتجاه العلاقة بين معدل النمو ودوران الموجودات (مقياس لكلف الوكالة) اعتماداً على البيانات الخاصة بالمتغيرين إذ يظهر الشكل علاقة ضعيفة وسلبية .



شكل (6) اتجاه العلاقة بين معدل النمو وكلف الوكالة

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

و يظهر من الجدول (8) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار بين المتغير المستقل معدل النمو والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (-0.11) وهي تظهر ضعف العلاقة السالبة بين معدل النمو ودوران الموجودات (ضعف العلاقة بين معدل النمو وكلف الوكالة). وبلغ معامل التفسير R^2 (0.13) بمعنى أن متغير معدل النمو يفسر ما نسبته 13% من التغيرات العكسية التي تطرأ على متغير دوران الموجودات (مقياس كلف الوكالة). وبلغت

المعنوية الاحصائية (0.744) ومما يؤكد عدم معنوية نموذج الانحدار بين المتغيرين. وبذلك فإن معدل النمو ليس له تأثير في دوران الموجودات (كلف الوكالة) فالزيادة في معدلات النمو للفنادق لا تسهم في تقليل كلف الوكالة وهذا يؤكد

وجود عدم تماثل كبير للمعلومات بين الادارة والمساهمين وذلك يزيد من صراع الوكالة وبالنتيجة يضعف من آليات الرقابة على المصاريف من لدن المساهمين وأصحاب المصالح.

جدول (8)

أثر معدل النمو في كلف الوكالة لقطاع الفنادق

		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		-0.118234	0.013979	0.104488	10
					ANOVA
Significance F	F	MS	SS	df	
0.744949	0.113419	0.001238	0.001238	1	Regression
		0.010918	0.087341	8	Residual
			0.08858	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	4.15E-05	8.055956	0.043011	0.346495	Intercept
	0.744949	-0.33678	0.000314	-0.00011	X Variable 1

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

3- التأثير المتعدد للمتغيرات المستقلة في كلف الوكالة

يظهر من الجدول (9) النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية والحجم ومعدل النمو) والمتغير المعتمد كلف الوكالة. إذ بلغ معامل الارتباط المتعدد بين المتغيرات (-0.88) وهي تظهر قوة واتجاه العلاقة السلبية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة ودوران الموجودات (إيجابية العلاقة بين المتغيرات المستقلة معا وكلف الوكالة). وبلغ معامل التفسير R^2 (0.78) بمعنى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر ما نسبته 70% من التغيرات

العكسية التي تظراً على متغير دوران الموجودات (مقياس كلف الوكالة). ومما يؤكد معنوية نموذج الانحدار بين المتغيرين أن قيمة F المحسوبة بلغت (7.4) وهي أكبر من قيمتها الجدولية البالغة (3.7) لمستوى معنوية (0.05). وبذلك فإن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير سلبي في دوران الموجودات (تأثير ايجابي في كلف الوكالة) فالعلاقة التفاعلية بين هذه المتغيرات مجتمعة معاً تزيد من كلف الوكالة في قطاع الوكالة. بمعنى أن المنظور العام لتفاعل مستوى الاعتماد على الدين وحجم الشركات ومعدلات النمو يقود اجمالاً الى الزيادة في كلف الوكالة في قطاع الفنادق المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية. أي أن هناك ضعفاً كبيراً في متابعة اداء المديرين من لدن المساهمين والدائنين مما أدى الى زيادة الانفاق على مستلزمات الرفاهية لادارة الفنادق وعدم الاستغلال الامثل لموجوداتها بما يضمن تعظيم ثروة المساهمين.

جدول (9)

الاثار المتعدد للرافعة والحجم والنمو في كلف الوكالة لقطاع الفنادق

		Multiple R	R Square	Standard Error	Observations
		-0.887306	0.787311	0.056036	10
					ANOVA
Significance F	F	MS	SS	Df	
0.019289	7.403413	0.023247	0.06974	3	Regression
		0.00314	0.01884	6	Residual
			0.08858	9	Total
	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
	0.358739	-0.9937	2.410222	-2.39503	Intercept
	0.053948	-2.39106	0.003332	-0.00797	X Variable 1
	0.225137	1.351919	0.24836	0.335763	X Variable 2
	0.095194	-1.97871	0.001036	-0.00205	X Variable 3

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1- إعتقاداً على النتائج الاحصائية ظهر بأن الرافعة المالية لها تأثير سلبي في كلف الوكالة فالزيادة في نسبة المديونية للشركة تقلل من كلف الوكالة في شركات التصنيع بينما كان لها تأثير إيجابي على كلف الوكالة في قطاع الفنادق مما يظهر اختلافاً واضحاً يقود الى ادراك أن شركات التصنيع التي تمتلك رافعة عالية في هيكل رأس المال يمكن أن تقلل من الفائض الناتج عن صافي التدفق النقدي بسبب فوائد الدين بدلاً من استخدامه بشكل مبالغ من لدن المديرين. ويحدث العكس في قطاع الفنادق مما يشير الى مشكلة كبيرة في آليات الرقابة والحوكمة وفي متابعة نشاطات المديرين في هذا القطاع.

2- عدم وجود علاقة معنوية احصائياً بين حجم الشركة وكلف الوكالة في كل من شركات التصنيع والفندقية المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية وهذا يشير الى أن زيادة حجم الشركات لا يؤثر في كلف الوكالة، وأن زيادة حجم الشركات لا يزيد من إمكانيات الرقابة والمتابعة من لدن المساهمين وأصحاب المصالح.

3- هناك تأثير سلبي لمعدل النمو في كلف الوكالة في قطاع التصنيع فالزيادة في معدلات النمو للشركات تقلل من كلف الوكالة وهذا يؤكد وجود تماثل للمعلومات بين الادارة والمساهمين بما يضعف من صراع الوكالة وبالنتيجة يقلل من كلف الوكالة. بينما لا توجد أي علاقة معنوية لمعدل في كلف الوكالة في قطاع الفنادق مما يؤثر الى ازدياد قد يكون نتيجة لمسيبات اخرى قد تعود الى ضعف الرقابة.

4- أظهرت النتائج الاحصائية لقطاع التصنيع بأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير سلبي في كلف الوكالة فالزيادة في هذه المتغيرات مجتمعة معاً تقلل من كلف الوكالة. بمعنى أن المنظور العام لارتفاع مستوى الاعتماد على الدين وزيادة حجم الشركات وارتفاع معدلات النمو يقود اجمالاً الى تقليل كلف الوكالة في شركات التصنيع المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية. أما بالنسبة لقطاع الفنادق فقد كانت العلاقة مختلفة تماماً عن الصناعي، إذ أن الزيادة في هذه المتغيرات مجتمعة تزيد من كلف الوكالة وهذا يجعل من القطاع الفندق غير فاعل في رقابة أداء الادارات مع عدم تماثل واضح في المعلومات بين المساهمين والادارات العاملة في هذا القطاع.

ثانياً: التوصيات

- 1- عدم التوسع باستعمال الرافعة المالية من لئُن الشركات التي لا تؤثر الرافعة بها في تقليل كلف الوكالة ومن ثم الحفاظ على مستويات مقبولة من المخاطرة وعدم استغلال أموال الدين في مشاريع غير منتجة أو للانفاق غير الكفوء على مكاتب ورفاهية المدراء.
- 2- التأكيد على تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة في هذه الشركات (الفنادق بالخصوص) من خلال إجراءات الرقابة على أنشطة الشركات ومستوى المخاطر التي قد تتعرض لها والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مع الأخذ بنظر الاعتبار أن آليات الحوكمة تكون مسؤولية أصحاب المصالح في الشركة.
- 3- العمل على صياغة عقود رصينة وشفافة بين المالك (حملة الأسهم) والمدير (الوكيل)، من أجل عدم تجاوز طرف على الطرف الآخر بالحقوق والواجبات والالتزامات وبإشراف مباشر من المؤسسات الرقابية الحكومية والمستقلة.
- 4- المتابعة المستمرة من لئُن الهيئات الحكومية والمستقلة مثل هيئة الرقابة المالية وهيأة الأوراق المالية والبنك المركزي العراقي، والاهتمام بطريقة تصرف الشركات المساهمة في جميع القطاعات (القطاع الفندقى بالخصوص)، ومتابعة مستويات الأجور والرواتب للإدارات العاملة وتحديد المصروفات المرتبطة برفاهية وطريقة عيش المديرين.
- 5- تطوير ثقافة التشارك بالمعلومات بين مجلس الادارة من جهة والمساهمين من جهة أخرى من خلال نشر التقارير والنشرات الموضوعية الدورية، للحصول على المعلومات الدقيقة دون التأثير السلبي بالإشاعة أو النصائح غير العلمية من أجل الحصول
- 6- تفعيل لجان التدقيق والرقابة الداخلية في الشركات وإلزام الشركات بتحديد مديرين مستقلين لحضور مجلس الإدارة والمتابعة الدورية لما تتعرض له الشركات الصناعية والفندقية من مخاطر متنوعة محتملة.

المصادر

- 1- Ang ,James S. & Cox, Don R., " Controlling the Agency Cost of Insider Trading",
Journal Of Financial And Strategic Decisions Vol. 10, no. 1, 1997.

- 2- Ang, James S., R.A. Cole. and J.W. Lin “Agency Costs and Ownership Structure.” Journal of Finance, vol. 55, Issue,1, 2000.
- 3- Baker, H. Kent and Anderson, Ronald, "Corporate governance: a synthesis of theory research and practice ",. John wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, 2010.
- 4- Byrd, John, " Financial Policies and the Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from the Oil Industry", International Review of Accounting, Banking and Finance, vol. 2, Issue2, 2010.
- 5- Cadot, Julien, " Agency costs, vertical integration and ownership structure: the case of wine business in France", European Association of Agricultural Economists – EAAE, 2014.
- 6- Chernenko, Sergey& Foley, C. Fritz& Greenwood, Robin, " Agency Costs, Mispricing, and Ownership Structur", Working Paper 15910, National Bureau of Economic Research Cambridge, MA 02138,2010.
- 7- Faccio, Mara & Lasfer, Meziane, "Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence", 1999 Cass Business School Research Paper. Available at SSRN, 1999.
- 8- Florackis, Chrisostomos& Ozkan, Aydin, " Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms",, International Journal of Managerial Finance, Vol. 4, Issue: 1, 2008.
- 9- Ghosh, Chinmoy& Sun, Le, " Agency Cost, Dividend Policy and Growth: The Special Case of REITs", The Journal of Real Estate Finance and Economics, Volume 48, Issue 4, 2014.

- 10- James S. Ang,& Rebel Cole & James, Wuh Lin , " Agency Costs and Ownership Structure"Journal of Finance , vol. 55, issue 1, 2000
- 11- Jensen, Michael C.& Meckling, William H., " Theory of the Firm: Managerial Behavior ,Agency Costs and Ownership Structur" Journal of Financial Economics, vol. 60, Issue 3, 1976.
- 12- Khan, Asma& Kaleem, Ahmad& Nazir, Mian Sajid, " Impact of Financial Leverage on Agency cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan", Journal of Basic and Applied Scientific Research, vol. 7, Issue 2, 2012.
- 13- Li, Hongxia & Cui, Liming, " Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms", Nature and Science ,vol. 1, Issue1, 2003.
- 14- Missim, DORON & PENMAN, STEPHEN H., " Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios", Review of Accounting Studies, vol. 8,Issuw 1, 2003.
- 15- Moussa, Fatma& Chichti, J., " Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach", Journal of Management Research, vol. 3, Issue2,2011.
- 16- Offenberg ,David, "Agency Cost and The Size Discount : Evidence From Acquisitions" , Journal of Economics ,Financial and Administrative Science,Vol,15,No.29,2010 .
- 17- Pao, Hsiao-Tien, "A comparison of neural network and multiple regression analysis in modeling capital structure", Expert Systems with Applications, vol. 35, Issue 1, 2008.

- 18- Sajid, Gul & Sajid, Muhammad& Razzaq Nasir& Afzal, Farman, " Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure: The Case of Pakistan ", International Journal of Business and Social Science, Vol. 3, No. 9, 2012.
- 19- Singh, M. and W.N. Davidson , " Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", Journal of Banking and Finance, vol. 27, Issue,1, 2003.
- 20- Zhang, Yilei," Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow AgencyProblem?" Financial Management,vol. 38,Issue 3, 2009.