

العنوان:	نموذج مقترح لقياس و تفسير تكلفة الوكالة للملكية في الشركات المصرية
المصدر:	المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة
الناشر:	جامعة عين شمس - كلية التجارة
المؤلف الرئيسي:	مصطفى، محمد عبده محمد
المجلد/العدد:	1ع
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2006
الشهر:	يناير
الصفحات:	325 - 383
رقم MD:	111316
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	الاستثمار ، الوكالة، محاسبة التكاليف ، الشركات ، مصر، حق الملكية ، التمويل، السياسة الاقتصادية ، الاسواق التجارية ، الاسهم ، الاستثمار ، الأسواق المالية، القياس المحاسبي
رابط:	http://search.mandumah.com/Record/111316

نموذج مقترح لقياس و تفسير تكلفة الوكالة للملكية في الشركات المصرية

د. محمد عبده محمد مصطفى
استاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة - جامعة عين شمس

ملخص الدراسة

هذه الدراسة قدمت مقياساً جديداً لتكلفة الوكالة للملكية ممثلاً في المخاطرة غير المنتظمة بإعتبارها مخاطرة مرتبطة بالشركة Firm-specific risk واقترحت الدراسة نموذجاً لتفسير تكلفة الوكالة للملكية من خلال مجموعتين من المحددات ، الأولى هي مصادر أو دوافع مشكلة الوكالة بين الملاك و المديرين (إنفصال الملكية عن الإدارة، عدم تماثل المعلومات، و المخاطرة الكلية) والأخرى تمثل تأثير السياسات المالية (استثمار وتمويل وتوزيعات) على تكلفة الوكالة للملكية ، هذا بجانب متغيرين آخرين هما حجم الشركة ونوعية الشركة هل هي قطاع أعمال عام أم قطاع خاص.

ولقد تم تطبيق النموذج على عينة مكونة من (40) شركة مصرية من خلال تحليل الإنحدار المتعدد وباستخدام بيانات سوقية ومحاسبية في صورة متوسطات لفترة السنوات الخمس 2000- 2004 ، وأوضحت النتائج سلامة ومعنوية النموذج ولكن بمعامل تحديد %38.9 فقط ، وأشارت النتائج الي أن هناك ثلاثة متغيرات لها تأثير معنوي علي تكلفة الوكالة للملكية في الشركات المصرية حيث أن كل من درجة عدم تماثل المعلومات ونسبة التمويل بالديون يؤدي الي زيادة تكلفة الوكالة للملكية في حين أن مشكلة "الإستثمار أكبر مما يجب" تؤدي الي تخفيض تكلفة الوكالة للملكية علي عكس ما هو متوقع، وقدمت الدراسة تفسيرات محتملة للنتائج بالإضافة الي عدة توصيات للقائمين علي الشركات المساهمة و المشاركين في سوق رأس المال و الباحثين.

مقدمة

نظرية الوكالة Agency Theory. تنظر الى الشركة على أنها كيان إعتباري قانوني يعمل من خلال سلسلة من العقود المترابطة بين أطراف عديدة ذات مصالح متعارضة وكل طرف يسعى لتحقيق مصلحته الذاتية ويتوقع ذلك من الأطراف الأخرى. ونظرية الوكالة تنظر الى كل عقد على أنه بمثابة علاقة وكالة بين طرفين، أحدهما الأصيل وهو مالك رأس المال، والآخر الوكيل وهو مفوض في إدارة أموال الطرف الأول بشروط متفق عليها، ويؤدي تعارض المصالح بين الطرفين الي وجود مشكلة وكالة Agency Problem و التي يترتب عليها وجود تكلفة وكالة Agency Cost و التي بدورها تؤثر على قيمة الشركة وعلى ثروة الطرفين.

وتعتبر العلاقة بين الملاك و المديرين من أهم علاقات الوكالة في الشركات المساهمة و يترتب عليها وجود مشكلة الوكالة للملكية Equity Agency Problem و التي تنشأ من تعارض مصالح الطرفين، حيث يقوم المديرين من جانبهم بإتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم على حساب مصالح الملاك والذين بدورهم يدركون ذلك ولذا يراقبون المديرين و يحاولون دفعهم نحو إتخاذ القرارات التي تحقق للملاك أقصى ثروة و ذلك عن طريق عدة اساليب بعضها تحفيزي يمثل الجزرة مثل إعطاء المديرين حوافز ترتبط بمصالح الملاك والبعض الآخر تهديدي يمثل العصا مثل إستبعاد المديرين في حالة فشلهم في تحقيق مصلحة الملاك.

هذا وتنشأ مشكلة الوكالة للملكية لأسباب عديدة من أهمها انفصال الملكية عن الإدارة في ظل تعارض المصالح، و عدم تماثل المعلومات بين الطرفين، وإختلاف الطرفين من حيث إتجاهاتهما نحو المخاطرة ومن حيث الأفق الإستثماري وعدم التأكد و عدم وجود عقود تتصف بالكمال، كما يترتب على صراع المصالح بين الملاك و المديرين وجود تكلفة الوكالة للملكية Equity Agency Cost والتي تشمل الإنفاق البذخي من جانب المديرين، و الإيرادات المضاعفة على الملاك نتيجة إنحراف المديرين عن هدف تعظيم ثروة الملاك، وأخيراً التكاليف التي يتكبدها الملاك في سبيل رقابة المديرين، ومن ناحية أخرى فإن مشكلة الوكالة تؤثر على و تتأثر بسياسات الإستثمار والتمويل و التوزيعات.

الدراسة الحالية تتناول بالتحليل مشكلة الوكالة للملكية في الشركات المصرية لتحقيق ثلاثة أهداف ، الأول هو تقديم عرض تفصيلي لمشكلة الوكالة للملكية من خلال مراجعة أدب الإدارة المالية والاقتصاد ، والثاني هو تقديم مقياس جديد لتكلفة الوكالة للملكية يتمثل في المخاطرة غير المنتظمة Unsystematic Risk ، اما الهدف الثالث والأخير فهو تفسير تكلفة الوكالة للملكية في ضوء كل من مصادر و دوافع مشكلة الوكالة والسياسات المالية (إستثمار و تمويل وتوزيعات) ، وذلك من خلال التطبيق على عينة من الشركات المصرية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية.

وتتكون الدراسة من أربعة مباحث ، المبحث الأول يتناول نظرية الوكالة من حيث تعريفها ومناهج تناولها وأهميتها، و المبحث الثاني يتناول تكلفة الوكالة للملكية من حيث تعريفها وكيفية قياسها، أما المبحث الثالث فيتناول تفسير تكلفة الوكالة للملكية في ضوء كل من مصادر ودوافع تعارض المصالح بين الملاك والمديرين وكذا علاقة تكلفة الوكالة للملكية بالسياسات المالية التي تتبعها الشركات ، وتختتم الدراسة بالمبحث الرابع الذي يعرض الدراسة التطبيقية على الشركات المصرية من حيث الفروض و البيانات و النموذج وإسلوب إختباره والنتائج وتفسيرها والمقترحات لبحوث قادمة.

المبحث الأول الإطار العام لنظرية الوكالة

1- تعريف نظرية الوكالة

نظرية الوكالة Agency Theory هي إحدى نظريات المنشأة The Theory of the Firm التي تنظر للمنشأة على أنها عدة علاقات للوكالة ، كل منها بمثابة عقد بموجبه يقوم شخص أو أكثر يسمى الأصيل Principal يملك الأموال بتفويض شخص آخر أو أكثر يسمى الوكيل Agent لإدارة تلك الأموال بالنيابة عنه ، وتظهر علاقات الوكالة في جميع الأشكال التنظيمية للمنشأة وفي كافة المستويات الإدارية طالما انفصلت الملكية عن الإدارة كلياً أو جزئياً وطالما كان هناك تعارضاً في المصالح وهذا ما يظهر أكثر في الشركات المساهمة.

وتقوم نظرية الوكالة على إفتراضين أساسيين، الأول هو الرشد الاقتصادي لكل من الأصيل والوكيل بمعنى أن كل منهما يهدف إلى تعظيم منفعته الخاصة وأنه يستطيع تكوين توقعات رشيدة عن المستقبل وعن سلوك الطرف الآخر، و الإفتراض الآخر هو تعارض المصالح بين الأصيل والوكيل مما يؤدي الي وجود مشكلة الوكالة Agency Problem والتي يترتب عليها وجود تكلفة الوكالة Agency Cost، ولقد تم تطبيق نظرية الوكالة في تفسير سلوك المنشأة في مجالات عديدة مثل: الإقتصاد والإدارة المالية والمحاسبة والتسويق والسلوك التنظيمي ، بل تم تطبيقها في مجالات غير اقتصادية مثل العلوم السياسية وعلم الإجتماع وعلم النفس الإجتماعي والقانون ، ولذا هناك علاقات وكالة كثيرة بحسب مجال التطبيق.

والدراسة الحالية تتناول نظرية الوكالة من منظور الإدارة المالية كما تم وضعها في صورتها الحديثة من خلال المقالة الكلاسيكية للأستاذين جنسن وميكلنج (1976) Jensen and Meckling بناء على أفكار و كتابات سابقة من أهمها : تأثير انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة ، والمنظور التعاقدى للمنشأة وإستنزاف المديرين لثروة الملاك من خلال السيطرة الإدارية ، و حقوق الملكية الخاصة وتأثير العلاقة بين الأصيل والوكيل بكل من عدم تماثل المعلومات وهيكل الأجور والمكافآت للمديرين ، وإختلاف الإتجاهات نحو تحمل المخاطرة.

2- منهجان لتناول نظرية الوكالة

يمكن التمييز بين منهجين لتناول نظرية الوكالة: الأول هو منهج الأصل/الوكيل و الآخر هو المنهج الإيجابي للوكالة Jensen (1983) و Eisenhardt (1989) .

منهج الأصل/الوكيل Principal-Agent Approach يمثل نظرية عامة يمكن تطبيقها على كافة أشكال الوكالة مثل: صاحب العمل و العامل، المتقاضي ومحاميه، المشتري والمورد، كما أن هذا المنهج يعتمد على النماذج الرياضية ويصعب اختياره عملياً وبركز وضع نماذج لمعرفة تأثير عدة عوامل (مثل: اختلاف إتجاهات الطرفين نحو المخاطرة، تكلفة المعلومات و اختلاف طبيعة عدم التأكد ومن ثم اختلاف إدراك الأصل لسلوك الوكيل) على العقود بين الطرفين للوصول الي العقد المثالي، ومن أهم كتاب هذا المنهج Spence and Zeckhauser (1971), Ross (1973), Harris and Raviv (1978).

أما المنهج الإيجابي للوكالة Positive Agency Approach فهو أقل تركيزاً على النماذج الرياضية وقابل للاختبار العملي ويركز أكثر على تأثير بعض العوامل (مثل: كثافة رأس المال ودرجة تخصص الأصول وتكلفة المعلومات وكفاءة أسواق المال والعمل) على ممارسات الأطراف المختلفة لتطبيق العقود وإعمال بنودها وعلى مدى وكيفية وتكلفة مراقبة الأصل للوكيل، ومن أهم كتاب هذا المنهج Jensen and Meckling (1976), Myers(1977), Fama ، (1980) and Fama and Jensen (1983a, and 1983b)

والدراسة الحالية تتبنى المنهج الإيجابي للوكالة و الذي ساد من خلال الدراسات التطبيقية التي بدأت ولازالت مستمرة منذ ظهور مقالة جنسن و ميكلنج عام 1976.

3- أهمية نظرية الوكالة

حتى وقت قريب كانت النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية Neoclassical Economic Theory تسود في مجالات الاقتصاد والإدارة، وموداها أن هناك تأكيد تام وعدم تعارض بين مصالح الأطراف المختلفة وتحديد دقيق لحقوق كل طرف وعدم وجود تكاليف معاملات و أن المديرين يتخذون القرارات المالية

التي تعظم ثروة الملاك ، ووفقاً لها يتم وصف سلوك الشركة باعتبار انها صندوق أسود يحول المدخلات الى مخرجات في ظل رشد اقتصادى حيث ان الشركة تُدار بواسطة مالك فرد (كان يُطلق عليه المنظم أو المنتج) يسعى لتعظيم الثروة وتتمثل دوافعه وحوافزه مع دوافع وحوافز الشركة (والملاك غير المديرين إن وجدوا). (Altman and Subrahmanyam (1985, P.87) و Megginson (1997, P. 17))

لكن الواقع العملي أثبت في حالات كثيرة أن هناك تعارض في المصالح بين الأطراف داخل الشركة، ومن هنا ظهرت نظرية الوكالة كنظرية إيجابية Positive Theory تفسر لنا لماذا لا يعمل الوكيل (المديرين) دائماً على تحقيق مصلحة الأصيل (الملاك) في مواقف كثيرة فمثلاً النظرية النيوكلاسيكية تقول أن هناك حجم اقتصادى لكل من الآلات والعمالة وغيرها من عوامل الإنتاج، وذلك حتى يتم تعظيم ثروة الملاك، ولكن المديرون لا يحافظون في حالات كثيرة على الحجم الاقتصادى ، و نظرية الوكالة تفسر لنا ذلك حيث يحاول المديرون تحقيق مصالحهم مثل الحصول على مزيد من الأجور و المكافآت إذا كانت مرتبطة مع حجم المنشأة، ولذا فإن جنسن و ميكلنج وصفا النظرية النيوكلاسيكية بأنها نظرية للأسواق و ليست نظرية للمنشأة.

المنهج الإيجابي للوكالة كما وضعه جنسن و ميكلنج ضمن آخرين ينظر الى الشركة على أنها كيان قانونى Legal Fiction يعمل من خلال عدة عقود مترابطة بين أطراف عديدة مثل الملاك والمديرين والدائنين⁽¹⁾، وكل طرف يسعى لتحقيق مصلحته الذاتية ويتوقع ذلك من الأطراف الأخرى، أو بالأفاز أخرى هذا المنهج يعتمد على السلوك الرشيد من قبل وكلاء ذوى دوال منفعة تسعى لتعظيم المصلحة الإقتصادية الذاتية لكل وكيل مع التسليم بوجود تعارض بين مصالح الأطراف المختلفة ، وكذا تفهم كل طرف لدوافع وحوافز جميع الأطراف الأخرى ومن ثم استخدام الأساليب المناسبة لحماية نفسه من أى استغلال Exploitation محتمل من قبل الأطراف الأخرى Jensen and Meckling (1976).

وكما يقول جنسن وسميث (Jensen and Smith (1985,P.95) إن تعريف الشركة (المنشأة) على انها كيان اعتبارى قانونى مكون من سلسلة مترابطة من العلاقات التعاقدية الصريحة والضمنية له عدة مزايا من أهمها أنه يحول دون معاملة الشركات كأفراد حيث أن الشركات ليس لها تفضيلات ولا تختار بحسب

الضمير والرشد كما هو الحال في البشر ، وإنما سلوك الشركات هو سلوك توازني ينشأ من نظام تعاقدى معقد يتكون من وكلاء ذوى دالة منفعة تعظيمية لأهداف متنوعة ومتعارضة ، وهذا يمكننا من وصف السلوك التوازني للشركة على منوال السلوك التوازني للسوق ، ولكن وحدة التحليل على مستوى الشركة هي الوكيل المفرد Individual Agent بدلاً من المستهلك والمنتج في التحليل على مستوى السوق.

4- نظرية الوكالة و الشركات المساهمة

رغم أن نظرية الوكالة قابلة للتطبيق علي جميع الأشكال التنظيمية خاصة من منظور منهج الأصول / الوكيل إلا أنه عملياً ومن منظور المنهج الإيجابي للوكالة فإن مشكلة الوكالة تظهر بصورة أوضح في " الشركات المساهمة" Corporations بالمقارنة مع غيرها من الأشكال القانونية والتنظيمية الأخرى (Fama and Jensen (1983a and 1983b) لأن الشركات المساهمة تتسم بصفتين هامتين ، الأولى هي انفصال الملكية عن الإدارة خاصة إذا كان هيكل الملكية مفتت علي عدد كبير من صغار الملاك و أن المديرين يسيطرون و لا يملكون.

أما الصفة الأخرى للشركات المساهمة فهي أن الملاك- بالمقارنة مع الأطراف الأخرى- لهم حقوق "غير مؤكدة" و لذا يُطلق عليهم Residual Claims حيث أن كل من حملة السندات (الدائنين) وحملة الأسهم الممتازة لهم حقوق تعاقدية مؤكدة من حيث التدفقات النقدية الدورية (سواء فوائد أو توزيعات) أو الأصول في حالة إفلاس الشركة، أما حملة الأسهم العادية (الملاك) فإن لهم حقوق تعاقدية ولكن غير مؤكدة حيث يحصلون كل عام على ما يتبقى من تدفقات نقدية (صافي ربح) وكذا ما يتبقى من قيمة تصفية الأصول (في حالة الإفلاس).

ولذا فإن حملة الأسهم العادية يتحملون مخاطرة أعمال أعلى مما يتحملها كل من حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة، ولذا فإن بعض الكتاب يستخدمون مصطلح Risk Bearing كمرادف لكلمة الملكية Ownership كما جاء في Fama and Jensen (1983 a and 1983b), Jensen and Smith (1985, P. 98) وتحمل الملاك لهذه المخاطرة يفرض عليهم رقابة المديرين لكي يضمنوا عائداً عالياً يعوضهم عن تلك المخاطرة العالية.

5- أنواع مشاكل الوكالة

إنصب تحليل الوكالة لجنسن و ميكلنج عام 1976 على نوعين من مشاكل الوكالة، الأول هو مشكلة الوكالة للملكية والآخر هو مشكلة الوكالة للديون.

مشكلة الوكالة للملكية **Equity Agency Problem** وهي التي تنجم عن تعارض مصالح كل من الملاك والمديرين، حيث يقوم المديرين من جانبهم بإتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم على حساب مصالح الملاك الذين بدورهم يدركون ذلك ولذا يراقبون المديرين و يحاولون دفعهم نحو إتخاذ القرارات التي تحقق للملاك أقصى ثروة و ذلك عن طريق عدة اساليب بعضها تحفيزي يمثل الجزرة مثل إعطاء المديرين حوافز ترتبط بمصالح الملاك والبعض الآخر تهديدي يمثل العصا مثل إستبعاد المديرين في حالة فشلهم في تحقيق مصلحة الملاك (Jensen and Meckling (1976).

هذا ولقد توصلت بعض الدراسات التطبيقية التي اختبرت تأثير هيكل الملكية على الأداء الي أن هناك شكل آخر من مشكلة الوكالة للملكية حيث أنه مع زيادة ملكية المديرين لتقريب المصالح بينهم وبين الملاك قد يغدو المديرين محصنين **Entrenched** ضد العقاب و يظهر نوع جديد من الصراع بين مديرين يمثلون كبار الملاك المسيطرين **Controlling Shareholders** وبين صغار الملاك الذين يمثلون الأقلية ولا يديرون **Minority Shareholders** ، وبطبيعة الحال يحاول كبار الملاك إستنزاف ثروة صغار الملاك (Morck et al (1988).

أما مشكلة الوكالة للديون **Debt Agency Problem** فتتعلق بتعارض المصالح بين الملاك والدائنين، و حسب توقعات (Jensen and Meckling (1976) قد يحاول الملاك (ممثلين للشركة) استخدام أموال الدائنين في تمويل مشروعات أخطر من تلك المتفق عليها في العقد مما يزيد من إحتمال العائد للملاك وإحتمال المخاطرة للدائنين ، و لأن الدائنين يتوقعون ذلك فإنهم يراقبون الملاك و يضعون موثيق مقيدة **Restrictive Covenants** في العقد ، و يحملون تكلفة الرقابة وإعمال الموثيق على الملاك في صورة تقاضي سعر فائدة أعلي على القرض، و يطلق على هذا السلوك من جانب الملاك مصطلح " إستبدال الأصول" **Asset Substitution** أو " تغيير مستوى المخاطرة" **Risk Shifting**

و لقد توقع (1977) Myers شكل آخر من تكلفة الوكالة للديون وفقاً له قد يقوم الملاك برفض فرص إستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجب إذا كانت تدفقاتها النقدية سوف تذهب بالكامل لسداد مستحقات الدائنين و يظهر هذا السلوك من جانب الملاك أكثر عندما تقترب الشركة من الإفلاس ويُطلق علي هذه المشكلة مصطلح "الإستثمار أقل مما يجب" Underinvestment.

و الدراسة الحالية تقتصر علي مشكلة الوكالة للملكية مع التسليم بوجود تفاعل بينها وبين مشكلة الوكالة للديون و سوف نشير اني ذلك في المبحث الثالث عند الحديث عن العلاقة بين سياسة التمويل بالديون وبين تكلفة الوكالة الملكية، كما أن هناك نقطة جدير بالذكر في هذا الصدد مؤداها أن تكاليف الوكالة للديون بأنواعها سوف يتحملها في النهاية الملاك طالما كانت أسواق الديون كفاء و منافسة (1976) Jensen and Meckling.

المبحث الثاني تكلفة الوكالة للملكية و كيفية قياسها

في هذا المبحث نحاول التعرف علي تكاليف الوكالة للملكية Equity Agency Costs التي تترتب علي صراع المصالح بين الملاك والمديرين وذلك من حيث مفرداتها توطنه لمعرفة كيفية قياسها.

1- مفردات تكاليف الوكالة للملكية

من خلال مراجعة أدب مشكلة الوكالة من حيث النظرية و التطبيق يمكن القول بأن تكاليف الوكالة للملكية تأخذ صورة أو أكثر من العناصر التالية :-

(1) الإنفاق البذخي Perquisites من جانب المديرين وهو عبارة عن منافع غير نقدية Non Pecuniary Benefits تحقق لهم إشباع دون أن يتحملوا تكلفتها، في حين يتحمل الملاك تكلفتها دون أن تساهم في زيادة ثروتهم ، ومن أمثلة ذلك استخدام الإدارة أثاث فاخر جدا ومكاتب فخمة وسجاد بلشي ترفي، ووجبات غذائية غالية و سيارات رفاهية أو طائرات للانتقال وأجازات طويلة مدفوعة الأجر، وإشتراك في عضوية أندية غالية (الجولف مثلا) علي حساب الشركة.

هذا مع ملاحظة أن Fama (1980) أعتبر أن هذا الإنفاق البذخي من جانب المديرين جزء من عقد التشغيل الأمثل Optimal Employment Contract و من ثم اعتبره حافز للمديرين للعمل بقوة وخلق فائض إقتصادي و لا يعتبره تكلفة وكالة إلا إذا تجاوز مستوي معين وأن يتزامن ذلك مع إنخفاض أداء الشركة، في حين أن Jensen and Meckling (1976) أعتبروا هذا الإنفاق سلوك غير أخلاقي وبالتالي هو جزء أساسي من تكلفة الوكالة.

(2) تكلفة رقابة الملاك على المديرين Monitoring Costs لتصبح أي إنحراف في سلوك المديرين من منظور تعظيم ثروة الملاك و من أمثلة تكلفة الرقابة: المصاريف التي يدفعها الملاك لكل من المراجع الخارجي لحسابات الشركة ، و مصاريف التأمين علي أصول الشركة، والمصاريف التي يتم دفعها

لكل من المحللين الماليين لتقييم أسهم الشركة، و وكالات التصنيف لتقييم سندات الشركة، ومصاريف الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة وغيرها.

(3) إستنزاف كبار الملاك المديرين المسيطرين لحقوق صغار الملاك الذين يمثلون الأقلية بصور عديدة مثل ما ذكرته دراسة (2000) Johnson et al : بيع أصول الشركة الي شركات أخرى تحت سيطرتهم بأسعار منخفضة، تقليص Dilution مصالح ملاك الأقلية عن طريق الإستحواذ علي مزيد من الأسهم بسعر مميز، الحصول علي قروض شخصية مميزة عنى حس الشركة، توريد سلع وخدمات للشركة من شركات تحت سيطرتهم، الحصول علي مرتبات و حوافز مغالي فيها، وجدير بالذكر أن دراسة (2003) Gugler and Yurtoglu استخدمت مصطلح Rent Extraction لتشير الي هذا النوع من تكاليف الوكالة.

(4) تنازل الملاك عن جزء من أرباحهم لكي يحافظوا على ثروتهم من أن يبددها المديرين، و يتم ذلك من خلال منح المديرين حوافز مادية بخلاف الأجر الثابتة و ذلك بصور عديدة مثل: تملكهم بعض الأسهم ، تملكهم خيارات أسهم Stock Options ، منحهم نسب من الربحية إذا ارتفعت عن مستوى معين.

(5) عدم أداء المديرين للواجبات المنوطة بهم Shirking مما يؤثر سلبا علي أداء الشركة و ثروة الملاك، ومن الأمثلة الصارخة لذلك أن Victor Posner المدير التنفيذي الأول لشركة DWG حصل من الشركة علي مبلغ ثمانية ملايين من الدولارات كراتب في عام 1985 رغم أن الشركة حققت خسائر في هذا العام والقانون لم يستطع حماية المستثمرين (1997, Shleifer and Vishny P.742) و عادة ما يحدث ذلك من المديرين المتنفذين الذين يحصنون أنفسهم ضد الطرد رغم عدم كفاءتهم في إدارة الشركة.

وجدير بالذكر أن نموذج جنسن و ميكلنج (1976) Jensen and Mecklig كان قد قسم تكاليف الوكالة الي ثلاثة أجزاء: تكلفة الرقابة وتكلفة التقييد وتكلفة الخسارة المتبقية، حيث يبدأ هذا النموذج بالمالك المدير 100% أي الذي يملك كل الشركة ويديرها وبالتالي ليس هناك إنفصال بين الملكية والإدارة، ثم يبدأ النموذج في الحديث عن مشكلة الوكالة عندما يبيع هذا المالك المدير جزء من

الشركة إلى ملاك خارجيين (يملكون ولا يديرون) وهنا يبدأ ظهور تكاليف الوكالة بأنواعها الثلاثة علي الوجه التالي:

1- تكلفة رقابة الملاك للمديرين Monitoring Costs كما تم ذكرها أنفا.

2- تكلفة التقييد Bonding Costs عندما يفكر المالك المدير في بيع جزء من أسهم الشركة لملاك خارجيين فإنه يتوقع أن المستثمرين المرتقبين في سوق رأس مال كفاء و قوي سوف يدفعون سعر أقل في السهم لكي يأخذوا في الإعتبار تكلفة الوكالة مما قد يدفعه الي تقييد رغبته في بيع جزء من الشركة لكي يحد من مشكلة الوكالة أي يبيع جزء أقل من المستوي الأمثل، أو يحد من الإنفاق البذخي لكي يطمئن الملاك الخارجيين.

3- الخسارة المتبقية Residual loss والتي تنشأ من عدم الوصول إلى حالة التوازن وهي التي عندها تتساوى تكلفة الوكالة الحدية مع المنفعة الحدية لكل من الرقابة والتقييد ، أو بمعنى آخر هذه الخسارة لا يمكن التخلص منها وإلا عدنا الي عالم السوق التام والعقود الكاملة و هو الأمر الذي يصعب تخيله عمليا.

2- قياس تكلفة الوكالة للملكية

منذ ظهور نموذج جنسن وميكلنج في عام 1976 قامت دراسات تطبيقية كثيرة بقياس تكلفة الوكالة للملكية بأنواعها و أجزائها التي تم ذكرها و استخدمت مقاييس كثيرة ومختلفة للتعبير عن تكلفة الوكالة للملكية بعضها من بيانات محاسبية والبعض الآخر من بيانات سوقية، والقليل منها مقاييس مباشرة والأغلبية مقاييس غير مباشرة.

فكثير من الدراسات التطبيقية عبرت عن تكلفة الوكالة بطريقة غير مباشرة من خلال مصادرها وتبعاتها وأساليب علاجها مثل: تفتت (تركز) هيكل الملكية ونوعية الملاك (مؤسسات، عائلات وغيرها) ونسبة ملكية المديرين ونوعية السيطرة (ملاك أم مديرين) وأنواع الأصول التي يصعب على كل من الملاك والسوق مراقبتها (مثل مصاريف الإعلان والبحوث والتطوير) وتركيبية مجلس الإدارة والأجور والمكافآت التي يحصل عليها المديرين وجودة الإدارة مقاسة

بنسبة Tobin's Q وتوسع المديرين في الاستثمارات غير المربحة من خلال معدل نمو الفرص الاستثمارية ومستوى التدفقات النقدية الحرة.

ولكن في السنوات الأخيرة ظهرت محاولات لقياس تكلفة الوكالة للملكية مباشرة من خلال دراسة (Ang et al (2000) والتي قامت باختبار عينة كبيرة من شركات أمريكية صغيرة الحجم تختلف من حيث درجة انفصال الملكية عن الإدارة واتبعت الدراسة أسلوب تحليلي على منوال نموذج Jensen and Meckling (1976) حيث بدأت بعينة مكونة من شركات مالكة هو مديرها بنسبة 100% وقامت بقياس كل من نسبة المصروفات التشغيلية Operating Expenses Ratio ومعدل إستغلال الأصول Asset Utilization Ratio واعتبرت النسب الخاصة بتلك العينة ذات تكلفة وكالة صفر.

ثم بدأت قياس نفس النسبتين لعينات أخرى من الشركات ذات درجات متفاوتة من انفصال الملكية عن الإدارة وأخذت الفرق بين نسب كل منها ونسب المجموعة الأولى واعتبرت أن هذا الفرق يمثل تكلفة الوكالة بحسب درجة انفصال الملكية عن الإدارة، ولقد وجدت الدراسة أن تكاليف الوكالة تزيد مع زيادة انفصال الملكية عن الإدارة، هذا ولقد قامت دراسات أخرى بتطبيق النسبتين السابقتين على بيانات أخرى ومنها دراسة Fosberg and Rosenberg (2000) على عينة من الشركات الأمريكية ولكنها شركات كبيرة الحجم.

هذا ولقد برر أنج وزملائه (Ang et al (2000) استخدام النسبتين السابقتين كمقاييس مباشرة لتكلفة الوكالة . فبالنسبة لميزة استخدام نسبة المصروفات التشغيلية فهي تقيس نوعين من تكاليف الوكالة بصورة مباشرة الأول هو الإنفاق البنخي من جانب المديرين، و الآخر هو عدم بذل الجهد المناسب من جانب المديرين للسيطرة على المصروفات، ولكن يؤخذ على هذه النسبة أنها ربما لا تأخذ في الاعتبار نوعين من تكاليف الوكالة هما: (1) تكاليف وكالة غير مباشرة ممثلة في نتائج تشويه قرارات الاستثمارات والعمليات، (2) تكاليف وكالة غير موجودة في قائمة الدخل مثل تكاليف الرقابة بواسطة الملاك وتكاليف التقييد بواسطة المديرين (Ang et al (2000)

أما بالنسبة لميزة استخدام معدل إستغلال الأصول فهي أنه يقيس مدى كفاءة الإدارة في إستغلال الأصول المتاحة لتوليد أكبر قدر من الإيرادات، وكلما

إنخفض هذا المعدل دل ذلك على زيادة تكلفة الوكالة لكل أو بعض من الأسباب التالية: الأول عدم بذل المديرين للجهد المعتاد Shirking فنقل الإيرادات، الثاني قبول مشروعات استثمارية غير مربحة للملاك، و الثالث شراء أصول تمثل إنفاق بذخي للمديرين مثل الأثاث الفاخر.

ولكن يؤخذ على هذا المعدل أنه قد يعاني من مشكلتين: الأولى أنه يمكن زيادته دون زيادة كفاءة التشغيل في الشركات التي تعتمد على أصول قديمة ذات قيمة محاسبية منخفضة بالمقارنة مع الاعتماد على أصول جديدة والأخري أنه لا يصلح للشركات ذات الاستثمار البسيط في الأصول الثابتة مثل الشركات التجارية والخدمية حيث يكون هذا المعدل عالياً بصورة مضللة إذا قورنت بالشركات الصناعية (Ross et al (2004, P. 34).

3- المخاطرة غير المنتظمة كمقياس لتكلفة الوكالة

نظراً للعيوب الخاصة بنسبتي مصروفات التشغيل وإستغلال الأصول، وأهم من ذلك عدم توافر بيانات هياكل الملكية للشركات المصرية بما يساعد على إستخدامهما في قياس تكلفة الوكالة للملكية بصورة نسبية في إطار نموذج Jensen and Meckling (1976) علي غرار دراسة (Ang et al (2000) ، فإن الدراسة الحالية لن تستخدم النسبتين السابقتين لقياس تكلفة الوكالة للملكية وإنما سوف تقدم مقياس جديد هو المخاطرة غير المنتظمة.

النظرية الحديثة للاستثمار تقسم المخاطرة إلى نوعين، الأول: هو المخاطرة المنتظمة Systematic Risk وهي التي تسري على جميع الاستثمارات في السوق ولذا تسمى مخاطرة السوق Market Risk ومن أمثلتها: التضخم والكساد والحروب وغيرها ، وهذا الجزء من المخاطرة يخرج عن سيطرة إدارة الشركة ويصعب التخلص منه حتى بالتنوع الكفاء، أما الجزء الآخر فهو المخاطرة غير المنتظمة Unsystematic Risk وهو الذي يخص شركة بذاتها ولذا يسمى مخاطرة الشركة Firm-specific Risk أو المخاطرة المتفردة Unique Risk والتي يفترض أنها تحت سيطرة الإدارة أو يمكنها التخلص منها بالتنوع الكفاء.

ولذا يمكن استخدام المخاطرة غير المنتظمة كمقياس مباشر لتكلفة الوكالة لأنها تعبير مباشر عن سوء و ضعف الإدارة ويدل علي ذلك الأمثلة التي تذكر للتدليل علي هذا النوع من المخاطرة حيث يذكر فرانسيس أنها تنشأ من مصادر عديدة منها أخطاء الإدارة (Francis (1993,P.485 ، كما أن داموداران ضرب أمثلة للمخاطرة غير المنتظمة منها سوء تقدير الإدارة للطلب علي منتج معين من جانب عملائها أو سوء تقييمها لقوة أو ضعف المنافسين Damodaran (2002,P.66) ، و لذا يمكن القول بأن المخاطرة غير المنتظمة تمثل إنحراف المديرين عن هدف تعظيم ثروة الملاك⁽²⁾.

وفي حدود علم الباحث لا توجد أية دراسات استخدمت المخاطرة غير المنتظمة كمقياس لتكلفة الوكالة رغم أن هناك دراسات قليلة استخدمتها من زوايا مختلفة، فمثلاً دراسة Demstz and Lehn (1985) استخدمت المخاطرة غير المنتظمة ضمن محددات هيكل الملكية، في حين أن دراسة Friend and Lang (1988) استخدمتها في نموذج إنحدار لتفسير اتجاهات المديرين لتخفيض الديون بغرض تخفيض المخاطرة باعتبار أنهم لا يستطيعون التخلص من مخاطرتهم الشخصية بالتنوع.

وجدير بالذكر أنه من مزايا استخدام المخاطرة غير المنتظمة كمقياس لتكلفة الوكالة هو أنه يعتمد على البيانات السوقية التي ترتبط بهدف تعظيم ثروة الملاك كبديل للمقاييس التي تعتمد على البيانات المحاسبية والتي تتأثر بالاعراف والأساليب المحاسبية، ولكن نقطة القوة هذه يمكن أن تنقلب إلى نقطة ضعف إذا كان سوق الأوراق المالية غير كفاء وبالتالي الأسعار السوقية للأسهم لا تعبر عن القيم العادلة لها.

المبحث الثالث تفسير تكلفة الوكالة للملكية

على أثر المقالة الكلاسيكية للأستاذين جنسن وميكلنج Jensen and Meckling (1976) ظهرت دراسات تطبيقية كثيرة لإختبار وجود مشكلة الوكالة من عدمه وأساليب حل مشكلة الوكالة و ذلك من خلال قضايا عديدة مثل: اجور وحوافز الإدارة ، التنويع، السياسات المالية، السلوك الإداري خلال الاندماج العدواني Takeovers، ممارسة حقوق التصويت بواسطة كبار وصغار الملاك، وذلك على الشركات من داخل و خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ولقد أثبتت تلك الدراسات في مجملها وجود مشكلة الوكالة وأن سلوك المديرين لا يخدم مصالح الملاك، كما توصلت الي أهم الأساليب لحل مشكلة الوكالة سواء من داخل الشركة أو من خارجها⁽³⁾ (لمراجعة بعض الدراسات التطبيقية في مجال مشكلة الوكالة للملكية انظر مثلا: Shleifer and Vishny, 1997 and Eisenhardt, 1989)

الدراسة الحالية لا تهدف الي إختبارأساليب حل مشكلة الوكالة و إنما تهدف الي تقديم مقياس جديد لتكلفة الوكالة للملكية وكذا تفسير تكلفة الوكالة للملكية من خلال إختبار مجموعتين من محدداتها ، المجموعة الاولى هي مصادر و دوافع مشكلة الوكالة للملكية ، و المجموعة الاخرى هي علاقة تكلفة الوكالة للملكية بالسياسات المالية التي تتبعها الشركات والتي يعتبر بعضها أساليب لحل مشكلة الوكالة (مثل سياسي التوزيعات والتمويل بالديون) والبعض الآخر يعتبر أحد تداعيات مشكلة الوكالة (سياسة الإستثمار)، وهذا ما سوف نناقشه الآن بالتفصيل مع صياغة الفروض الجزئية للنموذج موضع الإختبار.

1- مصادر و دوافع مشكلة الوكالة للملكية

في إطار مشكلة الوكالة للملكية اهتم العلماء والباحثين بمصادر ودوافع المشكلة توطئة للتوصل الي أساليب حلها ، و توصلوا الي المصادر و الدوافع التالية والتي ناقش معظمها جنسن وميكلنج Jensen and Meckling (1976) ضمن آخرين علي النحو التالي:-

1/1- انفصال الملكية عن الإدارة

Separation of Ownership from Control

الدراسة الرائدة التي قام بها بيريل ومينز (1932) Berle & Means توصلت الى أن الإقتصاد (الأمريكي) يدخل مرحلة جديدة تتميز بانفصال الملكية عن الإدارة ، وذلك في ظل الافتراضات الثلاثة التالية: الشركات كبيرة الحجم مملوكة بواسطة عدد كبير من حملة الأسهم، الشركات تدار بواسطة مديرين محترفين لا يملكون شيئاً في تلك الشركات، مصالح الملاك تتعارض مع مصالح المديرين، ولقد كانت تلك النتيجة من أهم الافتراضات التي قام عليها نموذج جنسن وميكلنج (1976) Jensen and Meckling بجانب افتراضات أخرى مثل عدم قدرة الملاك علي ملاحظة وفهم كل تصرفات وقرارات المديرين مما يجعل من انفصال الملكية عن الإدارة أهم مصدر لوجود مشكلة الوكالة للملكية Fama and Jensen (1983a, 1983b and 1985)

وربما يتسائل البعض لماذا لا يقوم الملاك بإدارة أموالهم بأنفسهم ؟ و يجب شيليفر و فشنى عن هذا التساؤل بأن كل من الملاك والمديرين في حاجة الي الآخر حيث أن المديرين يعملون بأموال الملاك لأن المديرين ليس لديهم الأموال الكافية للإستثمار أو أنهم يودون تسهيل كل أو جزء من نصيبهم في الشركة، ومن ناحية أخرى الملاك يحتاجون الي المديرين باعتبار أن المديرين رأس مال بشري متخصص (1997) Shleifer and Vishny

هذا ويظهر انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة أكثر من غيرها من الأشكال التنظيمية الأخرى كما سبق القول، كما تزيد حدة المشكلة إذا كان هيكل الملكية مفتت Dispersed بين عدد كبير من صغار الملاك الذين يفتقدون الي الدراية والحافز لمعرفة حقوقهم و رقابة المديرين وهذا ما يطلق عليه مشكلة "من يبدأ الرقابة؟" أو "الركوب المجاني" Free Ridding Problem وتعني أنه رغم وجود رغبة ومصنحة فردية و جماعية لدي كل واحد من صغار الملاك لرقابة المديرين إلا أنه بسبب ارتفاع تكلفة الرقابة فلن كل واحد علي حدة لا يبادر بالرقابة وينتظر أن يحصل علي مزاياها بدون تكلفة من خلال الآخرين خاصة كبار الملاك النشطاء⁽⁴⁾ (1980) Grossman and Hart.

هذا ولقد أجريت دراسات عديدة لإختبار تأثير انفصال الملكية عن الإدارة علي أداء الشركات و مصالح كل من الملاك و المديرين بدءاً بدراسة Berle and

(1932) Means مروراً بدراسات عديدة منها علي سبيل المثال دراسة Demsetz and Lehn (1985) وغيرها ومعظمها أثبت الأثر السلبي لإنفصال الملكية عن الإدارة علي مصالح الملاك.

في ضوء المناقشة السابقة لإنفصال الملكية عن الإدارة كأحد مصادر مشكلة الوكالة للملكية يمكن صياغة الفرض الجزئي الأول في النموذج موضع الإختبار علي الوجه التالي:

فرض العدم الأول: "ليس هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين إنفصال الملكية عن الإدارة وبين تكلفة الوكالة للملكية".

الفرض البديل الأول: "كلما زادت درجة إنفصال الملكية عن الإدارة كلما أدي ذلك الي زيادة تكلفة الوكالة للملكية".

2/1- عدم تماثل المعلومات

Asymmetric Information

عدم تماثل المعلومات يعتبر من أهم الافتراضات المؤثرة علي معظم النظريات الحديثة في مجال الإستثمار والتمويل و منها نظرية الوكالة ، وهذا الافتراض مؤداه أن المديرين داخل الشركة يكون لديهم معلومات عن أحوال الشركة ومستقبلها أكثر مما لدى الملاك خارج الشركة، كما أن المديرين لديهم قدرة أكبر علي تفسير تلك المعلومات، وهذا قد يدفعهم إلى تحقيق مصالحهم علي حساب مصالح الملاك (Ross (1973).

إن عدم تماثل المعلومات يزيد من مشكلة الوكالة لسببين: الأول يصعب علي الملاك مراقبة أعمال المديرين، والآخر أنه يترتب عليه ظهور مشكلتي المخاطرة الإخلاقية و الإختيار العكسي (Alchian and Woodward (1988 Jensen and Meckling (1976)

مشكلة المخاطرة الإخلاقية Moral Hazard تعني عدم توفر الوازع الأخلاقي الذي يدفع جميع الأطراف للإلتزام بالعقود، ولذا فإن كثير من الكتاب يستخدم مصطلح السلوك الانتهازي Opportunistic Behavior لوصف تصرفات

المديرين في مشكلة الوكالة للملكية و من أهم تداعيات هذا السلوك كما توقع Jensen and Meckling (1976) ظهور تكلفة الوكالة للملكية في صورة عدم أداء المديرين لواجباتهم المعتادة Shirking وإنفاقهم البذخي Perquisites

أما مشكلة الاختيار العكسي Adverse Selection Problem فتشير الي تصرفات غير رشيدة مثل دخول الأصل في عقد مع وكيل ليس كفاءة أو فشل سوق رأس المال في تخصيص الأموال علي أفضل الإستثمارات، و لتوضيح الأخيرة فنضرب مثلاً إذا طرحت الشركة أحد المشروعات لتمويله، ولأن السوق ليس لديه معلومات كافية أو دقيقة عن المشروع فربما يطلب عائد أعلى مما يجب، وبالتالي يترتب علي ذلك زيادة معدل الخصم المستخدم في تقييم المشروع وربما يتم رفضه رغم أنه مشروع جيد و كان يمكن قبوله لولا التأثير السلبي لعدم تماثل المعلومات.

بجانب الفكرة الأساسية السابقة هناك من يربط بين عدم تماثل المعلومات و تكلفة الوكالة من زاويا مختلفة منها مثلاً نموذج Easterbrook (1984) الذي يري أن التوزيعات (و مثلها الاعتماد علي الديون) تخفض تكلفة الوكالة من خلال تقليلها لدرجة عدم تماثل المعلومات، كما أن Bryan et al (2000) يرون أن الشركات التي لديها إمكانيات نمو Growth Options عالية يكون لديها درجة عالية من عدم تماثل المعلومات مما يفتح الباب للسلوك الإنتهازي للمديرين، ورغم أهمية إقتراض عدم تماثل المعلومات إلا أن معظم ختباراته العملية إرتبطت بالتوزيعات و الديون.

في ضوء المناقشة السابقة لعدم تماثل المعلومات كأحد مصادر مشكلة الوكالة للملكية يمكن صياغة الفرض الجزئي الثاني في النموذج موضع الإختبار علي الوجه التالي:

فرض العدم الثاني: "ليس هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين عدم تماثل المعلومات وبين تكلفة الوكالة للملكية".

الفرض البديل الثاني: "كلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات كلما أدي ذلك الي زيادة تكلفة الوكالة للملكية".

3/1- إختلاف الاتجاهات نحو المخاطرة والتنوع

Different Risk Preferences

نظرية المحفظة تقول أن الملاك يمكنهم التخلص من المخاطرة غير المنتظمة عن طريق التنوع، وبالتالي فإنهم لا يهتمون بالمخاطرة الخاصة بالشركة Firm-specific Risk وإنما يركزون على مخاطرة السوق (المخاطرة المنتظمة) Market Risk، وهي المخاطرة المرتبطة بالتقلبات العامة لعوائد الأسهم التي تتكون منها محفظتهم الاستثمارية.

أما المديرين فليس لديهم تنوع جيد لأن جزء كبير من ثروتهم مرتبط بأداء الشركة الآن ومستقبلاً، ليس فقط بسبب التدفقات النقدية المباشرة التي يحصلون عليها من الشركة، بل أيضاً لأن مستقبلهم الوظيفي في شركات أخرى يتوقف على أداء الشركة التي يتولون إدارتها في الوقت الحالي، وهذا يدفع المديرين أن يكونوا كارهون للمخاطرة Risk-averse، الأمر الذي قد لا يساهم في زيادة ثروة الملاك حيث سيأخذ المديرين قرارات مالية ذات درجة منخفضة من المخاطرة والتي بالضرورة وحسب مبدأ العلاقة التلازمية بين العائد والمخاطرة Risk Return Trade off تكون ذات مستوي منخفض من العائد (Jensen and Meckling (1976) و Treynor and Black (1976) ، ولقد أثبتت بعض الدراسات التطبيقية صحة هذا التوقع ومنها مثلاً دراسة Amihud and Lev (1981), Crutchley et al (1999), Chen and Steiner (1999)

في ضوء المناقشة السابقة لإختلاف الاتجاهات نحو المخاطرة كأحد مصادر مشكلة الوكالة للملكية يمكن صياغة الفرض الجزئي الثالث في النموذج موضع الإختبار على الوجه التالي:

فرض العدم الثالث: "ليس هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين إختلاف الاتجاهات نحو المخاطرة وبين تكلفة الوكالة للملكية".

الفرض البديل الثالث: "كلما إنخفضت درجة المخاطرة الكلية كلما أدي ذلك الي زيادة تكلفة الوكالة للملكية".

بجانب المصادر الثلاثة السابقة هناك مصدرين آخرين لمشكلة الوكالة للملكية ولكنهما لن يكونا موضع إختبار في الدراسة الحالية لعدم توفر البيانات اللازمة لذلك.

4/1- اختلاف الأفق الزمني للاستثمار بين الملاك والمديرين

Different Horizon

حيث أن الشركة المساهمة لها حياة إفتراضية طويلة الأجل ولا نهائية، ولذا الملاك يتوقعون تدفقات نقدية لا نهائية، في حين أن المديرين يتوقعون تدفقات نقدية (أجور وحوافز) خلال فترة الوظيفة فقط (قصيرة الأجل نسبياً)، وهذه المشكلة تزيد كلما اقترب المديرين من التقاعد، وقد تدفعهم إلى قبول استثمارات ذات نظرة قصيرة الأجل أي تفضيل مشروعات طويلة الأجل ولكنها تدر تدفقات نقدية ضخمة خلال فترة قصيرة ولكنها ليست بالضرورة المشروعات التي تعظم ثروة الملاك.

و جدير بالذكر أن السلوك السابق من جانب المديرين يمكن أن يندرج تحت ما يطلق عليه Investment Myopic أي الإستثمار بطريقة تنقصر للبصيرة وهناك عدة نظريات لتفسير ذلك (Lundstrum (2002

5/1- عدم التأكد من الظروف المستقبلية و عدم كمال العقود

Uncertainty and Incomplete Contracts

وفقاً لمفهوم الشركة كسلسلة من العقود المترابطة بين الأطراف المختلفة يمكن القول بأن كل من الملاك والمديرين يوقعون عقداً يحدد ماذا يجب علي المديرين أن يفعلوا بأموال الملاك مستقبلاً، ولكن المشكلة تكمن في أن الحالات المستقبلية التي سوف يواجهها المديرين يصعب إدراكها قبل حدوثها و من هنا فإن العقود لا تتصف بالكمال (Shleifer and Vishny (1997 .

و لذا يحاول كل من الملاك و المديرين عند تصميم العقود توزيع حقوق الرقابة وإتخاذ القرارات في الحالات غير المدركة Residual Control Rights بشكل نهائي و حاسم، ولكنها فعلياً تؤول الي المديرين ويكون لهم حرية التصرف حسب مصالحهم Managerial Discretion ، و يساعد علي ذلك سببين: (1) المحاكم في كل بلدان العالم لا تتدخل في الشئون الخاصة بالشركات إلا في حالة الخرق الصريح للعقود و (2) معظم الشركات المساهمة الكبيرة تتصف بوجود هيكل ملكية مفتت بين عدد كبير من صغار الملاك Shleifer and Vishny (1997).

2- علاقة تكلفة الوكالة للمنكية بالسياسات المالية

في ظل افتراضات السوق التام لا يوجد تعارض بين مصالح الأطراف المختلفة والمعلومات متاحة لكل الأطراف بدون تكلفة، وسياسة الاستثمار ثابتة وكل من الديون والتوزيعات لا يؤثر على قيمة المنشأة، ومع إسقاط الافتراضات السابقة ظهرت نظرية الوكالة وظهرت عدة نظريات تربط بينها وبين سياسات الاستثمار والتمويل والتوزيعات.

1/2- العلاقة بين سياسة التوزيعات وتكلفة الوكالة للملكية

هناك عدة نظريات تفسر العلاقة بين سياسة التوزيعات و تكلفة الوكالة للملكية منها نموذج (1982) Rozeff الذي يري أن زيادة توزيعات الأرباح تضطر الشركة للإعتماد على تمويل خارجي ذو تكلفة أعلي من تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، و النموذج يحاول الوصول الي المستوي الأمثل للتوزيعات من خلال المقابلة Trading off بين تكلفة المعاملات و تكلفة الوكالة و التي هي هنا نوع من تكلفة التقييد Bonding Costs حيث يتوقع النموذج أن يعمل المديرين على إقناع الملاك الحاليين والمرتبين بقبول التمويل الخارجي المكلف عن طريق تخفيض تكلفة الوكالة من خلال إعطائهم معلومات كافية عن إستثمارات الشركة و كذا إستثمار أموال الشركة بصورة تعظم ثروة الملاك، أي أن النموذج يتوقع أن تقوم التوزيعات بتخفيض تكلفة الوكالة للملكية.

و هناك نموذج (1984) Easterbrook الذي يري أن زيادة توزيعات الأرباح تضطر الشركة للذهاب إلى سوق رأس المال بصورة متكررة للحصول على تمويل خارجي وهذا يمكن أن يؤدي الي تخفيض تكلفة الوكالة من زاويتين، الأولى عن طريق خضوع الشركة لرقابة أعضاء سوق رأس المال مثل المستثمرين وشركات ترويج الأوراق المالية والبنوك والمحللين الماليين مما يقلل تكلفة الوكالة، والأخري هي أن التمويل الخارجي سواء بالملكية أو بالديون يترتب عليه تعديل هيكل التمويل، الأمر الذي قد يترتب عليه تخفيض المخاطرة مما قد يحفز المديرين على تخفيض تكلفة الوكالة لأن المديرين- بعكس الملاك- لا يستطيعون تخفيض المخاطرة بالتنوع.

وهناك نموذج ثالث حيث توقع (Jensen 1986a) قدرة توزيعات الأرباح على تخفيض تكلفة الوكالة لأن التوزيعات تمنع المديرين من تبديد التدفقات النقدية الحرة Free Cash Flow على إنفاق بذخي مبالغ فيه Excessive Perquisites أو في قبول مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة تحقق لهم مصالح خاصة ولكنها تقلل ثروة الملاك.

وأغلب الدراسات التطبيقية تؤيد دور التوزيعات في تخفيض تكلفة الوكالة للملكية حسب توقعات نموذجي (1982) Rozeff و (1984) Easterbrook ، فمن الدراسات المؤيدة لنموذج (1982) Rozeff نذكر مثلاً دراساتي Dempsey and Laber (1992) و (1995) Moh'd et al ، و كلاًهما وجدت علاقة عكسية بين تكلفة الوكالة كمتغير مفسر وبين نسبة التوزيعات كمتغير تابع ، و من أمثلة الدراسات المؤيدة لنموذج (1984) Easterbrook دراسة Born and Rimbey (1993) التي وجدت علاقة إيجابية بين الإعلان عن التوزيعات وأسعار الأسهم خاصة في الشركات التي لديها فرص نمو و طلبت تمويل قبل الإعلان عن التوزيعات Prior Finance و دراسة (1996) Noranha et al التي وجدت أن الدور الرقابي للتوزيعات يقل في الشركات التي لديها فرص استثمار (نمو) عالية و /أو آليات عقابية بديلة للتوزيعات.

أما بالنسبة لنموذج (1986a) Jensen فهناك دراسات مؤيدة و أخرى غير مؤيدة ، و من أمثلة الأولى دراسة (1989) Lang and Litzenberger التي وجدت أن عوائد الأسهم خلال فترة الإعلان عن توزيعات الأرباح أعلى بصورة معنوية للشركات التي ليس لديها فرص استثمارية جذابة ، و أيضاً دراسة (2000) Lie التي وجدت أن الإعلان عن توزيعات أرباح كبيرة بصورة غير عادية له تأثير إيجابي على سعر السهم كما أنه يمنع مشاكل الوكالة المرتبطة بالنقدية الزائدة Excess Funds .

أما الدراسات غير المؤيدة فمنها مثلاً دراسة (1992) Howe et al التي أختبرت العلاقة بين عوائد فترة التوزيعات وبين متغير تفاعلي يتكون من نسبة النمو والتدفق النقدي لكي تأخذ في الاعتبار أي مدي يقوم المديرين بتبديد التدفقات النقدية الحرة ولم تجد علاقة، ودراسة Dewenter and Warther (1998) التي وجدت أن سياسة التوزيعات كأداة رقابية تمنع المديرين من تبديد التدفقات النقدية الحرة في الشركات اليابانية أقل أهمية منها في الشركات

الأمريكية وفسرت ذلك بأن الشركات اليابانية بها درجة أقل من عدم تماثل المعلومات و من تعارض المصالح بين الملاك و المديرين خاصة إذا كانت الشركة عضو في مجموعة صناعية أو مجموعة بها بنك رئيسي.

بجانب ذلك ظهرت في السنوات الأخيرة دراسات عديدة أغلبها مؤيد لدور التوزيعات في تخفيض تكلفة الوكالة للملكية من خلال اختبار تأثير التوزيعات على الأداء في وجود أحد مؤشرات الوكالة مثل ملكية المديرين وتحصنهم Farinha (2003) و Schooley and Barney (1994) ، والحماية القانونية للمستثمرين La Porta et al (2000) وفرص الاستثمار ووجود آليات رقابية بديلة Noranha et al (1996) وربط أجور وحوافز المديرين بالأداء Lippert et al (2000) ووجود ملاك كبار أقوياء Trojanowski (2004) والصراع بين ملاك كبار متنفذين مقابل ملاك صغار أقلية Gulger and Yustorglu (2003)

في ضوء المناقشة السابقة للدور العقابي الذي يمكن أن تلعبه التوزيعات في تخفيض تكلفة الوكالة للملكية يمكن صياغة الفرض الجزئي الرابع في النموذج موضع الإختبار علي الوجه التالي:

فرض العدم الرابع: "ليس هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين نسبة التوزيعات النقدية وبين تكلفة الوكالة للملكية".

الفرض البديل الرابع: "كلما زادت نسبة التوزيعات النقدية كلما أدي ذلك الي انخفاض تكلفة الوكالة للملكية".

2/2- العلاقة بين سياسة الإستثمار وتكلفة الوكالة للملكية

في ظل عالم السوق التام لا توجد مشاكل وكالة وبالتالي لا يقبل المديرين إلا الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجب التي تعظم ثروة الملاك، ولكن وجود تعارض بين مصالح الملاك والمديرين قد يؤدي الى مشكلة "الاستثمار أكبر مما يجب" Overinvestment كما توقع Jensen (1986a) و Stulz (1990) خاصة في الشركات التي يكون لديها فرص استثمارية مستقبلية ضعيفة وفي نفس الوقت لديها تدفقات نقدية حرة ضخمة.

في مثل هذه الشركات يقوم المديرين بالتوسع في الاستثمار عن طريق قبول مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة⁽⁵⁾ لتحقيق مصالح خاصة لهم علي حساب مصالح الملاك، و أهم تلك المصالح التي يسعى إليها المديرين: الحصول علي مزيد من الأجور والحوافز إذا كان ذلك يرتبط بحجم الشركة وليس بأدائها، تحقيق إشباع معنوي للمديرين كبناء إمبراطوريات Empire Builders، وأخيراً وسيلة لترقية مديري الإدارة الوسطى (Jensen 1986b) و Stulz (1990)

هناك عدة دراسات تطبيقية مؤيدة لنموذج "الاستثمار أكبر مما يجب" منها: دراسة (Voget 1994)، ودراسة (Degryse and DeJong 2000)، وكل منها اختبرت مشكلة "الاستثمار أكبر مما يجب" في مقابل مشكلة "الاستثمار أقل مما يجب" عن طريق إختبار تأثير كل من فرص النمو والتدفق النقدي الحر على الاستثمار، وهناك دراسات أخرى مثل دراسة (Gugler 1998) التي اختبرت مشكلة "الاستثمار أكبر مما يجب" عن طريق الربط بين هيكل الملكية والاستثمار ووجدت أن هذه المشكلة تظهر أكثر في الشركات المسيطر عليها بملكية حكومية State- controiled أو مجموعات ذات ملكية هرمية Pyramidal Groups.

أما دراسة (Morgado and Pindado 2003) فقد اختبرت المشكلتين بربط التغيير الحدي في الاستثمار بقيمة المنشأة في ظل مستويات مختلفة من الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية وفي وجود الديون والتوزيعات وتوصلت الى نموذج لتحديد المستوى الأمثل للاستثمار والذي قبله تكون هناك مشكلة "استثمار أقل مما يجب" وبعده تكون هناك مشكلة "استثمار أكبر مما يجب"، وهناك دراسة (Klock and Thies 1995) التي اختبرت نموذج (Stulz 1990) ووجدت أن الاستثمار يتوقف على التدفقات غير المتوقعة وأن مشكلة الاستثمار أكبر مما يجب تظهر أكثر في الشركات ذات الفرص الاستثمارية الضعيفة.

و لكن في المقابل هناك دراسات غير مؤيدة لنموذج "مشكلة الإستثمار أكبر مما يجب" مثل دراسة (Hoshi et al 1991) التي تمت علي شركات يابانية وفسرت ذلك بعدم وجود تعارض بين مصالح المديرين والملاك كما هو الحال في الشركات الأمريكية، وأيضا دراسة (Denis et al 1994) التي اختبرت تأثير الإعلان عن تغييرات التوزيعات علي عوائد الأسهم ووجدت نتائج مؤيدة

"الفرض الإشارات" Signaling Hypothesis وغير مؤيدة "لفرض الإستثمار أكبر مما يجب" Overinvestment Hypothesis

في ضوء المناقشة السابقة للعلاقة الممكنة بين سياسة الإستثمار و بين تكلفة الوكالة للملكية يمكن صياغة الفرض الجزئي الخامس في النموذج موضع الإختبار علي الوجه التالي:

فرض العدم الخامس: "ليس هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين مشكلة الإستثمار أكبر مما يجب وبين تكلفة الوكالة للملكية".

الفرض البديل الخامس: "كلما زادت مشكلة الإستثمار أكبر مما يجب كلما أدي ذلك الي زيادة تكلفة الوكالة للملكية".

3/2- العلاقة بين سياسة التمويل بالديون وتكلفة الوكالة للملكية

عند الحديث عن العلاقة بين تكلفة الوكالة وسياسة التمويل بالديون يجب أن نميز بين نوعين من تكلفة الوكالة، الأول هو تكلفة الوكالة للديون والتي تنشأ من تعارض مصالح الملاك والدائنين وهذه قد تؤدي الي "مشكلة الإستثمار أقل مما يجب" Underinvestment Problem حسب Myers (1977) أو مشكلة إستخدام أموال الدائنين في استثمارات أخطر من التي تم الإتفاق عليها في عقود الديون Risk Shifting Problem حسب Jensen and Meckling (1976)، ومشاكل الوكالة للديون بنوعها خارج نطاق هذا البحث.

أما النوع الآخر فهو مشكلة الوكالة للملكية التي تنشأ من تعارض مصالح الملاك والمديرين وهي موضوع هذا البحث، وهناك عدة نظريات أو فروض لتفسير العلاقة بين تكلفة الوكالة للملكية وسياسة التمويل بالديون لعل أهمها نظرية التدفقات النقدية الحرة (Jensen 1986a) التي تتوقع أن الديون- مثل التوزيعات- بما يترتب عليها من الإلتزام بسداد مبالغ ثابتة خلال تواريخ محددة يمكن أن تمنع المديرين من تبديد التدفقات النقدية الحرة على استهلاك ترفي أو بقاء إمراطوريات باستثمارات غير مربحة للملاك.

شولز (1990) Stulz توصل الي نفس التوقع للعلاقة بين الديون وتكلفة الوكالة للملكية من خلال نموذج يحدد المستوى الأمثل للديون والذي عنده يتم تقييد حرية المديرين في إستغلال Management Discretion التدفقات النقدية الحرة لأدنى مستوى، و لكن زويبل (1996) Zwiebel يرى أن الديون وحدها لا يمكن أن تحل مشكلة التدفقات النقدية الحرة لأن المديرين لن يسعوا إلى الاقتراض في وجود تدفقات نقدية حرة وخاصة في غياب آليات عقابية أخرى تجبر المديرين علي إستخدام الديون.

بالأضافة الي فرض التدفقات النقدية الحرة هناك فروض أخرى ترى أن الديون يمكن أن تخفض تكلفة الوكالة للملكية ومنها فرض Jensen and Meckling (1976) الذي يتوقع أن التمويل بالديون- بالمقارنة مع الملكية- يترتب عليه زيادة نسبة ملكية المديرين مما يقرب مصالح الملاك والمديرين ومن ثم يقلل تكلفة الوكالة للملكية، وإن كانت بعض الدراسات التطبيقية أثبتت أن ملكية المديرين بعد مستوى معين تؤدي إلى تحصين المديرين ضد العقاب ومن ثم زيادة مشكلة الوكالة للملكية بين كبار الملاك و هم مديرين متنفذين وبين صغار ملاك خارجيين (Morck et al (1988)، وأخيراً هناك فرض آخر يرى أن التمويل بالديون يتيح وسيلة للرقابة على المديرين بواسطة البنوك الدائنة Diamond (1984) أو بواسطة وكالات تصنيف السندات وأعضاء سوق رأس المال كما تصور (Easterbrook (1984) في نمودجه الخاص بالتوزيعات.

ولكن علي عكس الآراء السابقة هناك من يري أنه في غياب حوافز إيجابية أو آليات عقابية ربما يكون لدي المديرين حافز لتقليل الاعتماد على الديون لتخفيض مخاطر الفشل المالي للشركة باعتبار أن المديرين- بعكس الملاك - لا يستطيعون التخلص من المخاطرة بالتنوع لأنهم يضعون كل رأس مالهم البشري في شركة واحدة (Friend and Lang (1988).

هناك دراسات تطبيقية كثيرة اختبرت تأثير الديون على مشكلة الوكالة للملكية ومعظمها مؤيدة للدور الإيجابي للديون في حل مشكلة التدفقات النقدية الحرة والاستثمار أكبر مما يجب، ومن هذه الدراسات McConnell and Servaes (1995) التي اختبرت تأثير الديون على حساسية الاستثمار للفرص الاستثمارية المتاحة للشركة، ووجدت أن الديون تزيد كلما اتصفت الفرص الاستثمارية المتاحة بالندرة Scarcity، وهناك دراسة (Harvey et al (2004) التي وجدت أن

الديون تخفف تكلفة الوكالة للملكية العالية جداً Extreme والتي توجد في شركات تعاني من مشكلة الاستثمار أكبر مما يجب (لديها تدفق نقدي حر ضخم وفرص استثمارية مستقبلية ضعيفة) وتوجد في أسواق مالية ناشئة والتي تفتقد للدور الرقابي الفعال وضعف الحماية القانونية للمستثمرين ووجود دوافع لدى المديرين للانحراف عن هدف تعظيم ثروة الملاك.

وأيضاً دراسة Wu (2004) على الشركات اليابانية والتي وجدت علاقة إيجابية بين الديون وبين التدفقات النقدية الحرة خاصة للشركات التي لديها فرص استثمارية مستقبلية ضعيفة، كما أنها وجدت أن الديون بديل لآليات رقابية أخرى مثل ملكية المديرين وملاك المؤسسات، وهناك دراسة Brsailsford et al (2002) التي اختبرت العلاقة بين نسبة الديون وهيكل الملكية في إطار مشكلة الوكالة بالتطبيق على شركات استرالية ووجدت علاقة إيجابية بين الديون وبين كبار الملاك الخارجيين وإن تلك العلاقة تتوقف على مدى تحصن المديرين.

ولكن من ناحية أخرى هناك دراسات غير مؤيدة للدور الرقابي للديون ومنها مثلاً دراسة DeJong and Veld (2001) التي اختبرت فرض Jensen (1986a) مقابل فرض Zwiebel (1996) من خلال الإصدارات الجديدة (ملكية وديون) لعينة من الشركات الهولندية ووجدت أن المديرين محصنين ولذا فإنهم يتجنبون الدور العقابي للديون في حالة وجود تدفقات نقدية حرة ضخمة، وبدلاً أن يعتمدوا على الديون يصدرون ملكية جديدة وبالتالي الدراسة تؤيد نموذج Zwiebel.

وجدير بالذكر أن هناك عدة دراسات تطبيقية أيدت دور الديون في تخفيض مشكلة الوكالة ضمن آليات عقابية أخرى مثل التوزيعات وملكية المديرين من خلال نظام المعادلات الأنية Simultaneous Equitation System، ومن أمثلتها Crutchely et al (1999) و Chen and Steiner (1999).

في ضوء المناقشة السابقة للدور العقابي الذي يمكن أن تلعبه الديون في تخفيض تكلفة الوكالة للملكية يمكن صياغة الفرض الجزئي السادس في النموذج موضع الاختبار على الوجه التالي:

فرض العدم السادس: "ليس هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين نسبة التمويل بالديون وبين تكلفة الوكالة للملكية".

الفرض البديل السادس: "كلما زادت نسبة التمويل بالديون كلما أدي ذلك الي انخفاض تكلفة الوكالة للملكية".

المبحث الرابع الدراسة التطبيقية علي الشركات المصرية

الشركات المساهمة المصرية - سواء التي تنتمي لقطاع الأعمال العام أو للقطاع الخاص- زاد عددها وزادت أهمية الدور الذي تلعبه في الاقتصاد المصري في السنوات الأخيرة في ظل تطبيق آليات السوق والخصخصة وزيادة الأهمية النسبية للقطاع الخاص، ولذا لابد من زيادة الاهتمام بأداء الشركات المساهمة المصرية لتحسينه ومن ثم تحسين أداء الاقتصاد المصري. وتعتبر تكلفة الوكالة من أهم محددات أداء الشركات المساهمة ومن هنا تأتي أهمية الدراسة الحالية لاسيما وأنه لا يوجد حتى الآن أية دراسات تطبيقية مباشرة على تكلفة الوكالة في الشركات المساهمة المصرية.

1- هدف الدراسة: تسعى الدراسة الي تقديم مقياس جديد لتكلفة الوكالة للملكية وتقديم نموذج لتفسيرها في ضوء مجموعتين من المحددات، الأولى هي مصادر و دوافع مشكلة الوكالة، و الأخرى هي علاقة سياسات الاستثمار والتمويل والتوزيعات بمشكلة الوكالة للملكية، وذلك بالتطبيق علي الشركات المصرية بغرض تحسين أدائها وتحقيق العدالة في توزيع عوائدها بين الملاك والمديرين.

2- فروض الدراسة: من خلال مراجعة أدب الوكالة في المبحث الثالث تبين لنا أن هناك عدة مصادر ودوافع لمشكلة الوكالة للملكية وأن هناك تأثير لسياسات الاستثمار والتمويل بالديون والتوزيعات على تكلفة الوكالة للملكية، و لقد تمت صياغة ستة فروض جزئية سوف يتم إختبارها من خلال الفرض الرئيسي التالي في صورة فرض العدم:

"من المتوقع ألا يكون هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين تكلفة الوكالة للملكية وبين كل من: انفصال الملكية عن الإدارة، درجة عدم تماثل المعلومات، المخاطرة الكلية للشركة، نسبة التوزيعات النقدية، نسبة التمويل بالديون، مشكلة الإستثمار أكبر مما يجب".

3- البيانات: تمت الدراسة على البيانات السوقية والمحاسبية لعينة مكونة من (40) شركة مساهمة مصرية بعضها ينتمي لقطاع الأعمال العام والبعض الآخر

ينتمي للقطاع الخاص وتغطي معظم الأنشطة الاقتصادية كما هو موضح في الجدول رقم (1).

جدول رقم (1)
الشركات الخاضعة للدراسة

21. مدينة نصر للإسكان والتعمير.	1. مطاحن و مخازن إسكندرية.
22. اوراسكوم للإنشاء والصناعة.	2. مطاحن مصر-الطيا.
23. اسمنت بورتلاند طرة.	3. مطاحن ومخازن وسط وغرب الدلتا.
24. السويس للأسمنت.	4. مطاحن ومخازن جنوب القاهرة والجيزة.
25. اسمنت سيناء.	5. مطاحن مصر الوسطى.
26. كهر الزيت للمبيدات والكيماويات.	6. مطاحن ومخازن شمال القاهرة.
27. البويات والصناعات الكيماوية (بكين).	7. مطاحن شرق الدلتا.
28. مصر لصناعة الكيماويات.	8. العامة للصوامع والتخزين.
29. الصناعات الكيماوية المصرية (كيما).	9. المصرية لصناعة النشا والجلوكوز.
30. ابوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية.	10. مصر للفنادق - هيلتون.
31. المصرية الدولية للصناعات الدوائية.	11. الشركة المصرية لخدمات التلفزيون المحمول.
32. العربية للأدوية والصناعات الكيماوية.	12. القناه للتوكيلات الملاحية.
33. القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية.	13. مصر للأسواق الحرة.
34. العامة لصناعة الورق (راكتا).	14. اوليمبيك جروب للإستثمارات المالية.
35. المالية والصناعة المصرية.	15. الحديد والصلب المصرية.
36. الزيوت المستخلصة.	16. الدلتا ابيدال الصناعية.
37. الشرقية للدخان.	17. مصر للألومنيوم.
38. العربية والمتحدة وبوليفارا.	18. الجيزة العمة للمقاولات.
39. اسكندرية للغزل والنسيج.	19. المتحدة للإسكان والتعمير.
40. النجاجون الشرقيون.	20. الشمس للإسكان والتعمير.

ولقد تم اختيار هذه الشركات بناء على توافر الشروط التالية:

- 1- أن تأخذ الشكل القانوني للشركات المساهمة سواء قطاع أعمال عام أو خاص.
- 2- أن تتداول أسهم رؤوس أموالها في سوق الأوراق المالية المصرية بنشاط خلال سنوات الدراسة (2000-2004).
- 3- أن تكون الشركة قد قامت بتوزيع أرباح نقدية مرة على الأقل خلال السنوات الخمس للدراسة (2000-2004).
- 4- أن تتوفر بيانات قوائمها المالية الثلاث: الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التدفق النقدي خلال السنوات الخمس للدراسة (2000-2004).
- 5- أن تكون شركات غير مالية بمعنى أننا نستبعد البنوك وشركات التأمين لأن لها طبيعة خاصة.

هذا ولقد تم الحصول على البيانات من المصادر التالية: الهيئة المصرية العامة لسوق المال ، بورصتي القاهرة و الإسكندرية و الكتاب السنوي للبيانات المالية Kompass Egypt الصادر عن شركة الفيحاني.

4- الأسلوب الإحصائي: تم اختبار فرض الدراسة السابق ذكره باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد بأسلوب التحليل القطاعي Cross-sectional Analysis حيث تم إيجاد متوسط السنوات الخمس (2000- 2004) لقياس متغيرات النموذج، وإستخدام المتوسط لخمس سنوات له ميزة حيث يخلصنا من تأثير الظواهر الاستثنائية والعارضة في الأجل القصير (1982) Rozeff كما أن فترة خمس سنوات تعتبر مناسبة حيث تحدث توازن بين الميزة الخاصة باستخدام فترة طويلة مما يعطي مقاييس دقيقة للسياسات المالية وبين العيب الذي قد ينشأ من مشاكل التحيز الخاص باختفاء بعض الشركات (2003) Farinha.

هذا مع ملاحظة أنه تم قياس المتغير التابع وهو تكلفة الوكالة للملكية من بيانات السنوات الثلاث (2002- 2004) في حين تم قياس المتغيرات المستقلة كمتوسط خمس سنوات (2000- 2004) بحيث يكون هناك فترة إبطاء Time lag سنتين علي إعتبار أن تأثير سياسات الاستثمار والتمويل والتوزيعات تنعكس علي الأداء بعد مرور بعض الوقت وهذه الفكرة مأخوذ بها في دراسات عديدة منها (2000) La Porta et al علي سبيل المثال.

5- النموذج موضع الاختبار: يتكون نموذج الإنحدار من المتغير التابع وهو تكلفة الوكالة للملكية (مقاسة بالمخاطرة غير المنتظمة) ومجموعتين من المتغيرات المفسرة، الأولى تمثل مصادر ودوافع مشكلة الوكالة وتشمل: انفصال الملكية عن الإدارة، عدم تماثل المعلومات و المخاطرة الكلية للشركة، أما المجموعة الأخرى فتتمثل السياسات المالية وتشمل: نسبة التوزيعات النقدية، نسبة التمويل بالديون ومتغير تقاطعي من معدل نمو الفرص الاستثمارية و التدفق النقدي الحر يعبر عن مشكلة الإستثمار أكبر مما يجب، هذا بجانب متغيرين آخرين من المتوقع أن يكون لهما علاقة بتكلفة الوكالة، الأول هو حجم الشركة والآخر هو متغير وهمي يعبر عن نوع الشركة هل هو قطاع أعمال عام أم قطاع خاص.

6- توصيف وقياس متغيرات نموذج الدراسة

المتغير التابع:

هو تكلفة الوكالة للملكية مقياسة بالمخاطرة غير المنتظمة والتي تم تقديرها لكل شركة باستخدام العوائد الأسبوعية لأسهم شركات الدراسة خلال السنوات الثلاث 2002 ، 2003 ، 2004 على النحو التالي:

1- تم الحصول على سعر السهم لكل شركة وكذا نقاط مؤشر انسوق في نهاية كل يوم ثلاثاء من كل أسبوع، وتم إختيار يوم الثلاثاء لإستبعاد الموسمية الخاصة ببداية أو نهاية الأسبوع ، كما تم إستخدام مؤشر الاكتتاب العام للهيئة العامة لسوق المال والذي يشتمل على جميع الأسهم المسجلة ببورصتي القاهرة والإسكندرية بعد استبعاد أسهم الشركات المغلقة وهذا المؤشر يشتمل على شركات تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية ومن ثم فهو ممثل جيد للسوق⁽⁶⁾.

2- بعد الأخذ في الإعتبار تجزئة الأسهم التي حدثت لشركتين، بالإضافة الي إهمال التوزيعات لأنها تتم علي أساس سنوي لمعظم الشركات أو علي أساس نصف سنوي لعدد قليل جداً من الشركات، تم حساب معدل العائد لكل سهم (R_i) وللسوق (R_m) ، وذلك بإستخدام المعادلة التالية:

$$R_i = (R_{i,t} - R_{i,t-1}) / R_{i,t-1}$$

$$R_m = (R_{m,t} - R_{m,t-1}) / R_{m,t-1}$$

حيث (t) تمثل رقم الإسبوع و ($t-1$) تمثل الإسبوع السابق وذلك بدءاً من الثلاثاء 2002/1/8 حتي الثلاثاء 2004/12/28 وبلغت عوائد السوق 150 مشاهدة بعد إستبعاد الأجازات الرسمية.

3- أما الشركات موضع الدراسة ورغم أن معظمها من أنشط الشركات من حيث تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية في الفترة محل الدراسة إلا أن معظمها عاني بدرجة أو أخرى من عدم إستمرارية التداول Infrequent Trading من حيث عدد العوائد المسجلة لكل سهم بالنسبة لعدد عوائد السوق ، حيث أن أكثر الشركات نشاطاً سجلت عدد 148 مشاهدة (عائد) بنسبة 98.6%

في حين أن أقل الشركات نشاطاً سجلت عدد 114 مشاهدة (عائد) بنسبة 76% وبينهما درجات.

ورغم أن مشكلة عدم إستمرارية التداول تكون أكثر تأثيراً عند إستخدام البيانات اليومية إلا أنها يمكن أن تؤدي الي تقدير متحيز لمعامل المخاطرة المنتظمة (بيتا) حتى مع إستخدام بيانات إسبوعية كما في حالتنا هذه حيث أن مؤشر السوق في أي إسبوع يتأثر ببعض المعلومات ولكن تلك المعلومات لا تنعكس في سعر سهم الشركة التي لم يجري عليها تداول في نفس الأسبوع وبالتالي فإن ذلك يضعف الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم ويعطي قيمة مقدرة لمعامل بيتا أقل من قيمتها الحقيقية (Patterson (1995, P. 123

و لذا تم علاج تلك المشكلة بإستخدام نموذج Scholes and Williams (1977) الذي يستخدم فترة واحدة إبطاء وإسراع One Time Period of Lead and Lag ولكن تم التقدير بإستخدام طريقة أصغر المربعات OLS علي منوال نموذج ديمسون (1979) Dimson من خلال نموذج الإنحدار المتعدد التالي:

$$R_t = \alpha + \beta_{1-1} R_{m-1} + \beta_{10} R_{m0} + \beta_{1+1} R_{m+1} + \varepsilon_t$$

و علي غرار دراسة Demsetz and Lehn (1985) تم تقدير المخاطرة غير المنتظمة لكل شركة بالخطأ المعياري للنموذج السابق Standard Error of the Estimate في إطار نموذج السوق Market Model والذي يقوم علي إفتراض اساسي مؤداه أن العائد المطلوب علي أي سهم يتحدد فقط بالمخاطرة المنتظمة ومن ثم فإن الخطأ العشوائي (ε_t) في النموذج يمثل المخاطرة غير المنتظمة (Sharpe et al (1999, p. 182-186

المتغيرات المفسرة:

اشتمل النموذج علي ثمانية متغيرات مفسرة تنقسم إلى ثلاث مجموعات علي الوجه التالي:

المجموعة الأولى: متغيرات تمثل مصادر ودوافع مشكلة الوكالة للملكية

• انفصال الملكية عن الإدارة

وتم قياس هذا المتغير بنسبة ما يحوزه أكبر مالك من الأسهم الإجمالية للشركة، وكلما زادت تلك النسبة دل ذلك على تركيز هيكل الملكية و من ثم انخفاض درجة انفصال الملكية عن الإدارة ومن ثم إنخفضت تكلفة الوكالة ، بالتالي العلاقة المتوقعة بين هذا المتغير وبين تكلفة الوكالة هي علاقة عكسية. هذا ويرى الباحث أن استخدام نسبة ما يملكه أكبر مالك واحد فقط ملائمة للشركات المصرية لأن هياكل ملكيتها ذات درجة تركيز عالية Highly Concentrated Ownership Structures و أكبر مالك يتمثل في الشركة القابضة لشركات قطاع الأعمال العام أو عائلة مالكة أو مؤسسة مالية (بنك أو شركة تأمين) أو مجموعة أعمال.

وجدير بالذكر أن بيان نسبة ما يحوزه أكبر مالك من الأسهم الإجمالية للشركة لم يُحسب كمتوسط خمس سنوات لأنه لمعظم الشركات كان ثابتاً عبر السنوات الخمس في الإصدارات الخاصة بكل من شركة فيعاني وبورصتي القاهرة و الإسكندرية، و لذا الباحث حاول استخدام عدد المساهمين كمقياس لإنفصال الملكية عن الإدارة على غرار دراسة (Rozeff (1982 ودراسة Moh'd et al (1995) و لكنه لم يستطع الحصول على هذه البيانات من شركة مصر للمقاصة.

هذا مع ملاحظة أن مقياس تركيز هيكل الملكية استخدم بواسطة دراسات كثيرة بصور مختلفة منها النسبة التراكمية لما يملكون أكثر من 3% من أسهم الشركة (Farinha (2003 ونسبة ما يملكه أكبر خمس ملاك (Brailsford et al (2002 ، وجدير بالذكر أيضا أن بعض الدراسات السابقة استخدمت مقاييس أخرى مثل نسبة ملكية المديرين (Rozeff (1982, Wu (2004 Hutchinson and Gul (2004) وما يملكه المدير التنفيذي الأول (Schooley and Barney (1994).

• عدم تماثل المعلومات

تم قياس هذا المتغير بالانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة على مدار السنوات الثلاث (2000-2004) وذلك على منوال دراسة Noronha et al (1996) و دراسة (Booth and Smith (1986، ومن المتوقع أن تكون العلاقة بين هذا المتغير وبين تكلفة الوكالة للملكية علاقة طردية لأنه كلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات – بسبب أن مديري الشركة لديهم معلومات أكثر وأدق

من المعلومات لدى الملاك الخارجيين والسوق - كلما زادت تكلفة الوكالة لصعوبة مراقبة المديرين وكذا لظهور مشكلة الاختيار العكسي.

و جدير بالذكر أن هناك دراسات قامت بقياس عدم تماثل المعلومات باستخدام نسبة القيمة السوقية الي الدفترية M/B ratio بإعتبارها مقياس لنمو الفرص الإستثمارية و الذي كلما زاد كلما صعّب علي الملاك الخارجيين والسوق مراقبة أداء المديرين. (Hutchinson and Gul (2004)

• إختلاف الاتجاهات نحو المخاطرة

تم قياس المخاطرة هنا بالإنحراف المعياري لمعدل العائد على أصول الشركة (صافي الربح بعد الضرائب كنسبة من إجمالي الأصول) على مدار السنوات الخمس (2002-2004)، ونتوقع أن تكون العلاقة بين هذا المتغير وبين تكلفة الوكالة علاقة عكسية لأن المديرين يملكون محفظة غير متنوعة وبالتالي فهم أشد كرهاً للمخاطرة من الملاك ولذا نتوقع أن يتخذ المديرين قرارات ذات مخاطرة منخفضة ولكنها لا تساهم في تعظيم ثروة الملاك مما يؤدي الي زيادة تكلفة الوكالة.

هذا مع ملاحظة أن المقياس المستخدم هنا يعبر عن المخاطرة الكلية والتي تشمل كل من مخاطر الأعمال (الناشئة من قرارات الإستثمار) والمخاطرة المالية (الناشئة من قرارات التمويل بالديون)، مع ملاحظة أن هناك دراسات استخدمت الإنحراف المعياري لعوائد الأسهم كمقياس للمخاطرة و منها مثلاً دراسة (Farinha (2003).

المجموعة الثانية: متغيرات تمثل السياسات المالية

• سياسة التوزيعات

وفقاً لنموذجي (Jensen (1986a), Easterbrook (1984) نتوقع علاقة عكسية بين نسبة التوزيعات النقدية وتكلفة الوكالة للملكية حيث أن التوزيعات النقدية تمنع المديرين من تبديد التدفقات النقدية الحرة، ولقد تم قياس هذا المتغير بنسبة التوزيعات النقدية Payout Ratio وهي عبارة عن مجموع التوزيعات النقدية

خلال السنة كنسبة من صافي الربح بعد الضرائب، و تم حساب تلك النسبة لكل سنة على حدة ثم إيجاد متوسط النسبة للسنوات الخمس (2000- 2004) على منوال دراسات أخرى مثل (Moh'd et al (1995), Farinha (2003).

وجدير بالذكر أننا لا نتوقع أن يتم تفسير العلاقة بين نسبة التوزيعات النقدية وبين تكلفة الوكالة في ضوء نموذج (Rozeff (1982 لأن هذا النموذج يقوم على افتراض اساسي هو وجود تكاليف للمعاملات ترفع من تكلفة التمويل الخارجي بالمقارنة مع التمويل بالأرباح المحتجزة الأمر الذي لا ينطبق على معظم الشركات المصرية والتي تحمل المكتتبين مصاريف لإصدار الأوراق المالية الجديدة.

• سياسة التمويل بالديون

وفقاً لنموذجي (Stulz (1990, Jensen (1986 a and b) نتوقع علاقة عكسية بين نسبة الديون وبين تكلفة الوكالة للملكية حيث أن الديون يمكن أن تمنع المديرين من تبديد التدفقات النقدية الحرة، ولقد تم قياس هذا المتغير بنسبة إجمالي الديون طويلة و قصيرة الأجل الي إجمالي حقوق الملكية، وتم حساب تلك النسبة لكل سنة على حدة ثم إيجاد متوسط النسبة للسنوات الخمس (2000- 2004) على منوال دراسات عديدة في مجال الإستثمار والتمويل.

• سياسة الاستثمار

وفقاً لنموذج (Stulz (1990, Jensen (1986 a and b) ربما يقوم المديرين بتبديد التدفقات النقدية الحرة على إستثمارات غير مربحة للملاك بما يؤدي إلى مشكلة "الإستثمار أكبر مما يجب"، و يتجلى هذا السلوك عندما تكون الفرص الإستثمارية المتاحة أمام الشركة ضعيفة وفي نفس الوقت يكون لدي الشركة تدفقات نقدية حرة ضخمة، ولذا سوف يتم التعبير عن سياسة الاستثمار بمتغير وهمي Dummy Variable يأخذ (واحد) إذا كان التدفق النقدي الحر موجب و في نفس الوقت معدل نمو الفرص الاستثمارية مقاس بنسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية M/B Ratio أقل من واحد، ويأخذ القيمة (صفر) إذا لم يتحقق الشرطين معا (DeJong and Veld (2001).

و لقد تم قياس التدفق النقدي الحريالتغير في النقدية في نهاية كل سنة والناتج من مجموع النقدية من كل من العمليات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية Ross et Degryse and De Jong (2000) ، وهذا المقياس مثل الذي استخدمته دراسة (2002, P. 28-30) ، ولقد تم الحصول على التدفق النقدي الحر لكل سنة على حدة ثم أخذ المتوسط للسنوات الخمس (2000-2004) وذلك بالإعتماد على بيانات الكتاب المالي السنوي الصادر عن Kompass Egypt .

أما معدل نمو الفرص الاستثمارية المستقبلية فقد تم قياسه بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية M/B ratio مثل دراستي Fosberg and Rosenberg (2003) Kallapur and Trombeley (1996) ، مع العلم بأن دراسة Noronha et al (1999) أثبتت أن هذه النسبة من أهم مقاييس النمو المستقبلي، ولقد تم قياسها هنا بأخذ المتوسط السنوي للسنوات الخمس (2000-2004) لنسبة M/B المحسوبة في الكتاب المالي السنوي الصادر عن Kompass Egypt .

المجموعة الثالثة: متغيرات أخرى

• حجم الشركة

أدب الوكالة يتوقع أن يكون هناك علاقة بين حجم الشركة وبين تكلفة الوكالة من عدة زوايا على النحو التالي:

1- هناك من يرى أن زيادة حجم الشركة يؤدي إلى زيادة تكلفة الوكالة لصعوبة مراقبة كل من الملاك والسوق للمديرين ولقد أثبتت بعض الدراسات ذلك ومنها (Doukas et al (2001).

2- زيادة حجم الشركة تؤدي إلى زيادة تكلفة الوكالة إذا كانت أجور وحوافز المديرين ترتبط بحجم الشركة بغض النظر عن ثروة الملاك مما يدفعهم للتوسع في الاستثمارات حتى ولو كانت غير مربحة للملاك (Baker et al (1988), Bryan et al (2000).

3- دراسة Amihud and Lev (1981) أثبتت أن المديرين لهم حوافز شخصية في التنوع لتقليل المخاطرة. ولذا فهم يتوسعون في قبول

استثمارات غير مرتبطة بالنشاط الأساسي للشركة Conglomerates وهذا يؤدي إلى زيادة حجم الشركة حتى ولو لم يكن في مصلحة الملاك.

4- دراسة (1991) Leech and Leahy استخدمت حجم الشركة كمتغير رقابي لأن له تأثير على عوائد دخول السوق والقوة التنافسية ومن ثم يؤثر على التسلط الإداري Managerial Discretion وأثبتت النتائج صحة ذلك في إطار المقارنة بين أداء الشركات المسيطر عليها بواسطة الملاك وتلك المسيطر عليها بواسطة المديرين.

5- دراسة (1985) Demstev and lehn استخدمت حجم الشركة كمؤشر لتشتت هيكل الملكية باعتبار أنه كلما زاد حجم الشركة كلما صعب على أي مستثمر فرد أن يمتلك نسبة كبيرة.

6- أثبتت دراسة (2000) Shin and Kim أن الشركات الكبيرة ذات الأقسام تزيد فيها تكلفة الوكالة لصعوبة مراقبة الأقسام بواسطة الفرع الرئيسي، كما أن مديري الأقسام لديهم دوافع لاستنفاد كل الميزانية المتاحة لهم حتى ولو لم يكن في ذلك في مصلحة الملاك.

في ضوء الرؤى السابقة نتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين حجم الشركة وبين تكلفة الوكالة للملكية ولقد تم قياس هذا المتغير باللوغاريتم الطبيعي للأصول لكل سنة ثم إيجاد المتوسط للسنوات الخمس (2000-2004).

• قطاع أعمال عام أم قطاع خاص

الشركات موضع الدراسة تشتمل على شركات قطاع أعمال عام تعمل وفقاً للقانون رقم 203 لعام 1991 وتمتلك الحكومة (ممثلة في الشركات القابضة) أكثر من 50% من أسهمها، كما تشتمل على شركات قطاع خاص سواء منذ نشأتها أو بعد خصصتها وبيع أكثر من 50% من أسهمها للمستثمرين، ولقد تم وضع متغير وهمي Dummy Variable يأخذ (واحد) لو كانت الشركة تنتمي لقطاع الأعمال العام أو (صفر) لو كانت تنتمي للقطاع الخاص لأن شركات قطاع الأعمال العام تنفرد بخاصية الانفصال التام بين الملكية (ممثلة في

الشعب) والإدارة، و لذا التوقع المبني أن تكون تكلفة الوكالة في شركات قطاع الأعمال العام أكبر منها في شركات القطاع الخاص.

7- نتائج تحليل الإنحدار

في التحليل النهائي النموذج المقترح لقياس وتفسير تكلفة الوكالة للملكية في الشركات المصرية تم وضعه في صورة نموذج الإنحدار المتعدد كما هو واضح في المعادلة التالية:

$$UR = \alpha + \beta_1 LARG + \beta_2 RISK + \beta_3 ASYM + \beta_4 PAYO + \beta_5 DEBT + \beta_6 OVER + \beta_7 SIZE + \beta_8 PUBL + \varepsilon$$

حيث

- UR ----- الخطأ المعياري لنموذج تقدير معامل بيتا (المخاطرة غير المنتظمة).
- LARG ----- نسبة الأسهم التي يحوزها أكبر مالك من إجمالي أسهم الشركة.
- RISK ----- الانحراف المعياري لمعدل العائد علي الأصول.
- ASYM ----- الانحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم الشركة.
- PAYO ----- متوسط نسبة التوزيعات النقدية الي سعر السهم.
- DEBT ----- متوسط نسبة إجمالي الديون الي إجمالي حقوق الملكية.
- OVER ----- متغير وهمي يعبر عن "الإستثمار أكبر مما يجب".
- SIZE ----- حجم الشركة مقاما باللوغاريتم الطبيعي لمتوسط إجمالي الأصول.
- PUBL ----- متغير وهمي يمثل نوع الشركة: قطاع أعمال عام ام خاص.
- ε ----- الخطأ العشوائي للنموذج.

والجدول رقم (2) يوضح الوصف الإحصائي للمتغيرات الكمية للنموذج من حيث كل من أصغر وأكبر قيمة و المتوسط و الإنحراف المعياري.

الجدول رقم (2): الوصف الأحصائي لمتغيرات النموذج

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UR	40	.0324	.0838	.053340	.0136457
LARG	40	.1664	.9750	.546543	.2118530
RISK	40	.0000	.0900	.021000	.0193218
ASYM	40	.0014	.3043	.059333	.0428345
PAYO	40	.0000	2.3200	.587000	.3849156
DEBT	40	.2500	7.2400	1.759500	1.4045256
M/B	40	.2400	4.2800	1.158000	.7698225

FreeCF	40	-.0700	.0500	-.00025C	.0330103
SIZE	40	11.0400	15.8300	13.207250	1.1840998

ثم تم إيجاد مصفوفة معاملات الارتباط وكما هو واضح من الجدول رقم (3) فإن تلك المعاملات أقل بكثير من المستوى الذي يمكن أن تظهر معه مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity وهذا المستوى هو (0.80) Gujarati (1995, P. 335-339) حيث أن أكبر معامل ارتباط كان بين متغيري عدم تماثل المعلومات (ASYM) والمخاطرة غير المنتظمة (UR) وبلغ (0.380) وهذا منطقي لأن كلاهما يستخدم نفس البيانات ممثلة في العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات.

جدول رقم (3): مصفوفة الارتباط لمتغيرات النموذج

	UR	LARG	RISK	ASYM	PAYO	DEBT	OVER	SIZE	PUBL
UR	1	.216	-.245	.380	-.158	.222	-.210	.293	.033
LARG	.216	1	.159	.028	-.001	-.003	.134	.136	.239
RISK	-.245	.159	1	-.109	.095	-.332	-.208	-.010	-.010
ASYM	.380	.028	-.109	1	-.095	-.082	.175	.073	.002
PAYO	-.158	-.001	.095	-.095	1	.125	-.016	-.310	-.028
DEBT	.222	-.003	-.332	-.082	.125	1	.280	-.102	-.002
OVER	-.210	.134	-.208	.175	-.016	.280	1	-.220	.288
SIZE	.293	.136	-.010	.073	-.310	-.102	-.220	1	-.264
PUBL	.033	.239	-.010	.002	-.028	-.002	.288	-.264	1

نتائج تحليل الإنحدار كما تظهر في الجدول رقم (4) توضح أن النموذج معنوي، حيث أن مستوى المعنوية (Sig) بلغ 0.002، ويؤكد معنوية النموذج أن اختبار (F) بلغ (4.10) وهو أكبر من (F) الجدولية والتي عند مستوى معنوية ($\alpha = 5\%$) و درجات حرية (8، 31) تقترب من (3.15) و هذا يعني رفض فرض العدم و قبول الفرض البديل بأن هناك تأثيراً معنوياً لمجموعة المتغيرات المفسرة علي تكلفة الوكالة للملكية مقيسة بالمخاطرة غير المنتظمة.

ومن ناحية أخرى فقد بلغ معامل التحديد المعدل (38.9%) أي أن المتغيرات المستقلة تفسر (38.9%) من الاختلافات في المخاطرة غير المنتظمة

للشركات موضع الدراسة ، وربما يشير ذلك الي أهمية إدخال متغيرات مفسرة أخرى إضافية تتمثل في آليات حوكمة الشركات Corporate Governance مثل حجم وتركيبية مجلس الإدارة و حماية حقوق الأقلية واجور ومكافآت المديرين و غيرها، أو قياس بعض المتغيرات ببيانات أكثر دقة مثل تركيز (أو تفتت) هيكل الملكية الذي يقيس انفصال الملكية عن الإدارة، بالإضافة الي زيادة حجم العينة.

جدول رقم (4): نتائج تحليل الانحدار ملخص النموذج

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	.717(a)	.514	.389	.0108889

a Predictors : (Constant), ASYM, DEBT, PAYO, LARG, Risk, OVER, SIZE, PUBL,

تحليل التباين

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
	Regression	.004	8	.000	4.100	.002(a)
	Residual	.004	31	.000		
	Total	.007	39			

a Predictors: (Constant),LARG, RISK, ASYM, DEBT, PAYO, OVER, SIZE and PUBL

b Dependent Variable: UR

المعاملات

Model		Standardized Coefficients	t	Sig.
		Beta		
	(Constant)		.625	.603
	LARG	.241	1.789	.087
	RISK	-.205	-1.478	.150
	ASYM	.440	3.378	.002
	PAYO	-.091	-.670	.508
	DEBT	.350	2.490	.018
	OVER	-.488	-3.244	.003
	SIZE	.170	1.175	.249
	PUBL	.150	1.070	.293

النتائج التفصيلية من خلال T-statistic ومعاملات الانحدار توضح الآتى :-

1. المتغيرات ذات التأثير المعنوى هي: عدم تماثل المعلومات ونسبة التمويل بالديون و"الإستثمار اكبر مما يجب" ، أما باقى المتغيرات فليس لها تأثير معنوى.

2. نسبة ما يحوزه أكبر مالك من أسهم الشركة ليس لها تأثير معنوى وإن كان التأثير ايجابى بعكس التوقع النظرى لأنه كلما زادت نسبة ما يحوزه أكبر مالك دل ذلك على تركيز هيكل الملكية ومن ثم نظرياً يقل انفصال الملكية عن الإدارة وبالتالي تقل تكلفة الوكالة للملكية.

ويمكن تفسير ذلك بأن هذه النسبة فى الشركات المصرية عالية (كما هو واضح من الوصف الإحصائى لمتغيرات النموذج بلغ متوسط هذه النسبة 55% بإنحراف معياري 21%) بما قد يؤدي الى تحصن المديرين وظهور شكل آخر لمشكلة الوكالة بين الملاك الكبار المتنفذين وصغار الملاك الأقلية ويمكن إختبار ذلك فى بحوث مستقبلية.

3. المخاطرة الكلية للشركة (مقاسة بالإنحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول) ليس لها تأثير معنوى على تكلفة الوكالة للملكية ، وإن كان لها تأثير سلبي وهذا يتفق مع التوقع النظرى بان المديرين اشد كرهاً للمخاطرة لأنهم على المستوى الشخصي ليس لديهم محفظة متنوعة وبالتالي سوف يتخذون قرارات ذات مستوى منخفض من المخاطرة ولكنها فى نفس الوقت تحقق عائد منخفض وبالتالي تنعكس سلباً على ثروة الملاك اى تؤدي الى زيادة تكلفة الوكالة للملكية.

4. درجة عدم تماثل المعلومات (مقاسة بالإنحراف المعياري لعوائد أسهم الشركات) لها تأثير معنوى ايجابى على تكلفة الوكالة للملكية وهذا يتفق مع التوقع النظرى بان زيادة درجة عدم تماثل المعلومات تؤدي الى زيادة تكلفة الوكالة للملكية من خلال ظهور مشكلتى المخاطرة الأخلاقية Moral Hazard والاختيار العكسى Adverse Selection.

5. نسبة التوزيعات النقدية ليس لها تأثير معنوي رغم أن لها تأثير سلبي وهذا يتفق مع التوقع النظري بأن التوزيعات النقدية تلعب دوراً عقابياً على المديرين من خلال إخضاع الشركة لرقابة سوق رأس المال ، ولكن عدم معنوية التأثير يشير الى عدم فاعلية سوق رأس المال المصري في رقابة المديرين وعقابهم بدرجة فعالة وهذا طبيعي بالنسبة لسوق ناشئ.

6. النتائج تشير الي أن نسبة التمويل بالديون لها تأثير معنوي ايجابي علي تكلفة الوكالة للملكية وهذا لا يتفق مع التوقع النظري بأن الديون يمكن أن تلعب دوراً رقابياً على المديرين مثل دور التوزيعات النقدية ، وربما يمكن تفسير هذه النتيجة بإحدى وجهتي نظر، الأولى هي أن وجود بعض الآليات العقابية للمديرين ربما يلغي الإحتياج للبعض الآخر مثل ما اثبتت ذلك دراسات عديدة منها علي سبيل المثال دراسة (Chen and Steiner (1999) ودراسة (Noronha et al (1996) .

أما وجهة النظر الأخرى فهي أن الديون تؤدي الى ظهور مشاكل الوكالة للديون بنوعها (الإستثمار أقل مما يجب وإختيار مشروعات ذات مخاطرة أعلي من المتفق عليها) ويترتب علي ذلك وجود تكاليف الوكالة للديون ممثلة في رفع سعر الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة لتقييد الشركة من خلال السواثيق المقيدة ، وكما يري Jensen and Meckling (1976) ان جميع أنواع تكاليف الوكالة يتحملها في النهاية ملاك الشركة وبذلك فإن زيادة الديون تؤدي الى زيادة تكلفة الوكالة للملكية، ولذا ربما يحتاج الأمر الي دراسة أثر تفاعل مشكلتي الوكالة للملكية والديون معاً.

7. "الإستثمار أكبر مما يجب" له تأثير معنوي سلبي علي تكلفة الوكالة للملكية علي عكس التوقع النظري وهذه النتيجة غريبة تتحدى النموذج المقترح ، فكما سبق وأوضحنا أن هذا العامل تم قياسه بمتغير وهمي يأخذ (واحد) اذا كان التدفق النقدي الحر موجب ومعدل نمو الفرص الإستثمارية أقل من واحد ، ولقد قام الباحث بإدخال المتغيرين ضمن النموذج ووجد أن التأثير السلبي يأتي من التدفق النقدي الحر (كنسبة من إجمالي الأصول أو كنسبة من المبيعات) وهذا لا يتفق مع التوقع

النظري بأن وجود تدفق نقدي حر يغري المديرين على الإنفاق البذخي ومن ثم الإستثمار أكبر مما يجب⁽⁷⁾.

وربما يمكن تفسير هذه النتيجة بأنه تم إعتبار "الإستثمار أكبر مما يجب" من ضمن محددات تكلفة الوكالة للملكية في حين أن هناك بعض الدراسات التطبيقية تشير الى أن مشكلة "الإستثمار أكبر مما يجب" هي أحد نتائج مشكلة الوكالة، وإن كان الباحث لزال يعتقد أن تشوه قرارات الإستثمار سبب و نتيجة لتكلفة الوكالة.

أو ربما يمكن تفسير هذه النتيجة بوجود تفاعل بين مشكلتي "الإستثمار أكبر مما يجب" و "الإستثمار أقل مما يجب" في ضوء كل من تكلفة الوكالة للملكية وتكلفة الوكالة للديون و ذلك من خلال العلاقة بين مستوي الإستثمار و قيمة المنشأة حيث أثبتت دراسة Morgado and Pindado (2003) أن العلاقة بين الإستثمار و قيمة المنشأة لا تسير علي وتيرة واحدة Non monotonic حيث تزيد قيمة المنشأة مع زيادة الإستثمار حتي مستوي معين هو المستوي الأمثل ثم بعده تنخفض، وقبل هذا المستوي الأمثل تعاني الشركة من مشكلة "الإستثمار أقل مما يجب" و بعده تعاني الشركة من مشكلة "الإستثمار أكبر مما يجب".

ولذا الأمر يحتاج لدراسة مستقبلية مستفيضة في هذه الجزئية مع توفر بيانات عن مبالغ الإستثمارات كل عام وكذا ربطها إما بالتدفقات النقدية أو بأجور ومكافآت المديرين ثم ربط تلك العلاقة بأحد مؤشرات الوكالة على غرار دراسات عديدة منها مثلاً دراسة Degryse and DeJong (2000) وغيرها⁽⁸⁾

8. حجم الشركة مقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول ليس له تأثير معنوي وإن كان له تأثير إيجابي وهذا يتفق مع التوقع النظري لوجهات النظر المختلفة التي تم ذكرها آنفاً والتي تصب كلها في أن زيادة حجم الشركة يؤدي الي زيادة تكلفة الوكالة للملكية و منها صعوبة مراقبة أداء المديرين من جانب الملاك والسوق و حصول المديرين علي أجور ومكافآت ترتبط بحجم الشركة، و التنوع لتقليل

المخاطرة العالية التي يتحملها المديرين، و الإشباع الشخصي من إدارة شركات كبيرة Managerialism وغيرها.

9. تكلفة الوكالة للملكية في شركات قطاع الأعمال العام أكبر منها في شركات القطاع الخاص وإن كان الفرق غير معنوي، إلا أن ذلك يمكن تفسيره بأن شركات قطاع الأعمال العام تنفصل فيها الملكية عن الإدارة بصورة أكبر منها في شركات القطاع الخاص حيث أن الملكية للشعب وأن هناك تكلفة رقابة كبيرة تتمثل في تكاليف الأجهزة الرقابية التي تنوب عن الشعب في الرقابة على المديرين وعلى رأسها الجهاز المركزي للمحاسبات وجهاز الرقابة الإدارية إذا لم تستطع المساهمة في تحسين الأداء، وأيضاً ربما يرجع ذلك إلى أن أصحاب المال في شركات القطاع الخاص أكثر حرصاً على متابعة أموالهم.

8- الخلاصة والتوصيات

1/8 ملخص الدراسة

هذه الدراسة قدمت مقياس جديد لتكلفة الوكالة للملكية ممثلاً في المخاطرة غير المنتظمة واقترحت نموذج لتفسيرها من خلال مجموعتين من المحددات، الأولى هي مصادر أو دوافع مشكلة الوكالة بين الملاك والمديرين وتشمل: درجة انفصال الملكية عن الإدارة، درجة عدم تماثل المعلومات، درجة المخاطرة الكلية، أما المجموعة الأخرى فهي تمثل تأثير السياسات المالية: استثمار وتمويل وتوزيعات على تكلفة الوكالة للملكية، هذا بجانب متغيرين آخرين هما حجم الشركة ونوعية الشركة هل هي قطاع أعمال عام أم قطاع خاص.

ولقد تم تطبيق ذلك على عينة مكونة من (40) شركة مصرية من خلال نموذج إنحدار متعدد وباستخدام بيانات سوقية ومحاسبية تغطي السنوات الخمس 2000-2004، وأوضحت النتائج سلامة ومعنوية النموذج من حيث كل من درجة المعنوية ومعامل التحديد واختبار F، ومع ذلك فإن تأثير بعض المتغيرات جاء غير معنوي كما أن بعض النتائج جاءت على خلاف التوقعات

النظرية وربما يرجع ذلك بالدرجة الأولى لصغر حجم العينة أو عدم مناسبة بعض البيانات.

ومن أهم المتغيرات المفسرة لتكلفة الوكالة للملكية فى الشركات المصرية بصورة معنوية درجة عدم تماثل المعلومات والتي تؤدي الى زيادة مشكلة الوكالة ومن ثم زيادة تكلفة الوكالة للملكية ، وأيضاً نسبة التمويل بالديون التي تؤدي لزيادة تكلفة الوكالة للديون ومن ثم زيادة تكلفة الوكالة للملكية باعتبار ان جميع انواع تكاليف الوكالة يتحملها الملاك فى التحليل النهائى.

هناك بعض المتغيرات لها تأثير يتفق مع التوقعات النظرية وإن كان غير معنوي حيث وجدت الدراسة أن المديرين يميلون لإتخاذ قرارات ذات مستوى منخفض من المخاطرة الأمر الذي يتعارض مع هدف تعظيم ثروة الملاك ومن ثم يؤدي لزيادة تكلفة الوكالة للملكية ، كما أن التوزيعات النقدية تؤدي الى لجوء الشركات لتدبير تمويل خارجي مما يجعلها خاضعة لرقابة سوق رأس المال ومن ثم تقليل تكلفة الوكالة للملكية.

أظهرت النتائج أيضاً أن نسبة ما يحوزه أكبر مالك من إجمالي أسهم الشركة لها تأثير إيجابي غير معنوي مع تكلفة الوكالة للملكية مما يشير الى احتمال أن تعاني الشركات المصرية من وجود ملاك كبار يسيطرون على الشركة ويستغلونها على حساب مصالح صغار الملاك الأقلية .

كما تشير النتائج الى أن حجم الشركات له علاقة طردية مع تكلفة الوكالة للملكية وهذا يمكن تفسيره من زوايا مختلفة منها صعوبة مراقبة أداء المديرين من جانب الملاك والسوق و حصول المديرين علي أجور ومكافآت ترتبط بحجم الشركة، و التنوع لتقليل المخاطرة العالية التي يتحملها المديرين، و الإشباع الشخصي من إدارة شركات كبيرة وغيرها.

وأخيراً الدراسة وجدت أن تكلفة الوكالة للملكية فى شركات قطاع الأعمال العام أكبر منها فى شركات القطاع الخاص وإن كان الفرق غير معنوي وربما هذه النتيجة تضاف الى نتائج دراسات كثيرة تشير الى سوء إدارة القطاع العام وأن أصحاب المال فى شركات القطاع الخاص أكثر حرصاً على متابعة أموالهم.

ومن أهم النتائج التي لا تتفق و التوقعات النظرية و بصورة معنوية أن مشكلة "الإستثمار أكبر مما يجب" لها تأثير معنوي سلبي على تكلفة الوكالة للملكية أي أنها تقلل تكلفة الوكالة للملكية وهذا لا يتفق مع التوقع النظري بأن وجود تدفق نقدي حر ضخم في ظل فرص نمو إستثمارية ضعيفة يغري المديرين على التوسع في الإستثمارات السلبية ومن ثم الإستثمار أكبر مما يجب.

وهناك عدة تفسيرات محتملة لهذه النتيجة منها أن مشكلة "الإستثمار أكبر مما يجب" هي أحد نتائج مشكلة الوكالة وليست أحد مفسراتها، أو وجود تفاعل بين مشكلتي "الإستثمار أكبر مما يجب" و "الإستثمار أقل مما يجب" في ضوء كل من تكلفة الوكالة للملكية وتكلفة الوكالة للديون.

2/8 توصيات الدراسة

وفي ضوء نتائج الدراسة نتقدم بالتوصيات التالية للأطراف الموضحة:

1. القانونون على أمور الشركات المساهمة:
 - تطبيق مبادئ حوكمة الشركات لضمان تحسين أداء الشركات و توزيع هذا العائد بعدالة بين الأطراف المختلفة و علي رأسهم الملاك (أغلبية وأقلية) و المديرين.
 - توفير مزيد من الشفافية والإفصاح للبيانات المالية للشركات للجمهور ومجتمع الأعمال لتقليل مستوي عدم تماثل المعلومات و للباحثين لتسهيل عمل دراسات أكثر عمقا ودقة في هذا المجال الخصب.
2. ممثلو سوق رأس المال مثل البنوك و الهيئة العامة لسوق المال و المحللين الماليين:
 - أداء دورهم في الرقابة علي الشركات بفاعلية.
 - نشر وتفسير نتائج الرقابة والتحليل لزيادة وعي حملة الأسهم بحقوقهم و مساعدتهم في الحصول عليها.
3. الباحثون: دراسة بعض الموضوعات التي أثارها الدراسة مثل:
 - علاقة قرارات الإستثمار بتكلفة الوكالة.
 - علاقة هيكل الملكية بتكلفة الوكالة
 - التأثير المتبادل لآليات رقابة و عقاب المديرين.
 - التفاعل بين تكلفة الوكالة للملكية و تكلفة الوكالة للديون.

الهوامش

1. نظرية أصحاب المصالح Stakeholders Theory تؤكد علي أن تعارض المصالح لا يقتصر فقط علي أطراف علاقتي الوكالة الذين ذكرهم جنسن وميكلنج وهما : علاقة الملاك /المديرين وعلاقة الملاك /الدائنين، و إنما يمتد ليشمل أطراف عديدة من داخل وخارج الشركة تشمل: والعاملين والعلماء والموردين و المنافسين والجهات الحكومية الرقابية والمجتمع المحيط بالشركة.
2. الباحث قام بعرض المحاولة الاولي لهذا البحث في مؤتمر The 17th Australian Finance and Banking Conference, held by NSWU, Sydney, December 2004 و أثنى الحاضرون علي استخدام المخاطرة غير المنتظمة كمقياس لتكلفة الوكالة.
3. أساليب حل مشكلة الوكالة يتم مناقشتها منذ التسعينيات من القرن المنصرم من خلال موضوع "حوكمة الشركات" Corporate Governance و الباحث بصدد إعداد دراسة أخرى عن تأثير آليات حوكمة الشركات والأداء.
4. يمكن تشبيه هذا الموقف بمشكلة تسجيل شقق التمليك في مصر حيث أن الملاك مجتمعين و فرادي لهم مصلحة في التسجيل و لكن إذا بادر أحدهم بعمل اجراءات التسجيل فسوف يتحمل تكلفة كبيرة من الوقت والجهد والمال لإستخراج خرائط البناء والتراخيص، ولذا يحجم الجميع عن المبادرة و ينتظر كل منهم حتي يقوم أي من الملاك الآخرين بتحمل تكاليف المبادرة علي أن يسجل بعدها بتكلفة بسيطة.
5. لاحظ أن تعريف التدفق النقدي الحر هو التدفق النقدي الذي يكون متاحا بعد تمويل جميع الفرص الإستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجب، وبالتالي إذا تم قبول أي إستثمار آخر فهو بالتعريف ذو صافي قيمة حالية سالب.

6. لم يتم استخدام مؤشر CASE 30 المعد بواسطة بورصتي القاهرة و الإسكندرية لأن بداية استخدامه و نشره كانت في فبراير 2004، كما أن مؤشر الهيئة العامة لسوق المال ممثل لكل السوق ولا يقتصر فقط علي الشركات النشطة كما هو الحال في مؤشر CASE 30.
7. الباحث قام بحساب التدفق النقدي الحر بعدة طرق مختلفة منها: (1) التغيير في النقدية الناتج من المجموع الجبري للنقدية من الأنشطة التشغيلية و الاستثمارية و التمويلية، و(2) صافي الربح بعد الضرائب بعد إضافة الإهلاك، و (3) و صافي الربح بعد الضرائب بعد إضافة الإهلاك و طرح كل من التوزيعات و فوائد الديون ومع ذلك كانت نتيجة تحليل الإنحدار تشير الي تأثيره السلبي علي تكلفة الوكالة للملكية.
8. الباحث قام بعمل إنحدار للتدفق النقدي الحر علي الإستثمارات طويلة الأجل (الفرق بين الأصول الثابتة في سنة معينة و في السنة السابقة لها مع إضافة قسط إهلاك السنة) علي مدار السنوات الخمس محل الدراسة، وأخذ معامل الإنحدار وتم وضعه في نموذج الإنحدار كمتغير مفسر لتكلفة الوكالة للملكية و لم يجد أي إختلاف معنوي عن نتيجة المتغير الوهمي المستخدم في النموذج.

المراجع

- Alchian, A. and H. Demsetz (1972) "Production, information costs, and economic organization." **American Economic Review**, 62, PP. 777-795.
- Alchian, A. and S. Woodward (1988) "The firm is dead, long live the firm: A review of Oliver Williamson's the economic institutions of capitalism" **Journal of Economic Literature**, 26, PP. 65-79.
- Altman, E. and M. Subrahmanyam (1985) "*Recent Advances in corporate finance*", Irwin, Homewood, Illinois.
- Amihud, Y. and B. Lev (1981) "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers" **Bell Journal of Economics**, 12, PP. 605-616.
- Ang, J., R. Cole, and J. Lin (2000) "Agency costs and ownership structure" **Journal of Finance**, 55, PP. 81-106.
- Baker, G., M. Jensen and K. Murphy (1988) "Compensation and incentives: Practice vs. Theory" **Journal of Finance**, 63, PP.593-616.
- Beck, P. and T. Zorn (1982) "Managerial incentives in a stock market economy" **Journal of Finance**, 37, PP. 1151-1167.
- Booth, J. and R. Smith (1986) " Capital raising, underwriting and the certification hypothesis" **Journal of Financial Economics**, 15, PP. 261-281.
- Born, J. and J. Rimbey (1993) "A test of the Easterbrook hypothesis regarding dividend payments and agency cost" **Journal of Financial Research**, 3, PP. 251-260.

- Brailsford, T., B. Oliver and S. Pua (2002) "On the relation between ownership structure and capital structure" *Accounting and Finance*, 42, PP. 1-26.
- Broussard, J., S. Buchenenroth and E. Pilotte (2004) "CEO incentives, cash flow, and investment" *Financial Management*, 38, PP. 51-70.
- Bryan S., L. H. Wang, and S. Lilien (2000). "CEO stock based compensation: An empirical analysis of incentive intensity, relative mix, and economic determinants" *Journal of Business*, 73, PP. 661-693.
- Chin, C. and T. Steiner (1999) "Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk-taking, debt policy, and dividend policy" *Financial Review*, 34, PP. 119-136.
- Crutchley, C. R., Marlin, J. Jensen and S. Jahera, Jr. (1999) "Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership" *International Review of Financial Analysis*, 8, PP. 177-197.
- Damodaran, A. (2002) *"Investment Valuation"* 2nd ed, John Wiley and Sons, Inc. NY.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and R. Stulz (2004) "Dividend policy, agency cost, and earned equity" *NBER Working paper Series # 10599*
- Degryse, H. and A. DeJong (2000) "Investment spending in the Netherlands: The impact of liquidity and corporate governance" SSRN, (<http://papers.ssrn.com>)
- DeJong, A. and C. Veld (2001) "An empirical analysis of incremental capital structure decision under managerial entrenchment" *Journal of Banking and Finance*, 25, PP. 1157-1895.

- Dempsey, S. and G. I.aber (1992) "Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios" *Journal of Financial Research*, 4, PP. 317-321.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences." *Journal of Political Economy*, 93, PP. 155 - 78.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin (1994) " The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clients" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, PP.567-587.
- Dewenter, K. and V. Warther (1998) " Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U. S. Firms" *Journal of Finance*, 53, PP. 879-904.
- Diamond, D. (1984) "Financial intermediation and delegated monitoring" *Review of Economic Studies*, 51, PP. 393-414.
- Dimson, E. (1979) 'Risk measurement when shares are subject to infrequent trading" *Journal of Financial Economics*, 7, 197-226.
- Doukas, J., P. Mcknight and C. Pantzalis (2001) "Security analysis, agency costs and UK firm characteristics" *SSRN*, (<http://papers.ssrn.com>)
- Easterbrook, F. (1984) "Two agency-cost explanations of dividends" *The American Economic Review*, 74, PP. 650-659.
- Eisenhardt, K. (1989) "Agency theory: An assessment and review" *Academy of Management Review*, 14, PP. 57-74.
- Fama, E. (1980) "Agency problems and the theory of the firm" *Journal of Political Economy*, 88, PP. 288-307.

- Fama, E. and M. Jensen (1983a) "Separation of ownership and control" *Journal of Law and Economics*, 26, PP. 301 – 325.
- Fama, E. and M. Jensen (1983b) "Agency problems and residual claims" *Journal of Law and Economics*, 26, PP. 327-349.
- Fama, E. and M. Jensen (1985) "Organizational forms and investment decisions" *Journal of Financial Economics*, 14, PP. 101-119.
- Farinha, J. (2003) "Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis" *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, PP. 1173-1209.
- Forsberg, R. and S. Rosenberg (2003) "Agency cost control" *Journal of American Academy of Business*, 3, PP. 299- 307.
- Francis, J. (1993) "*Management of Investments*" 3rd (ed) McGraw-Hill International edition, Singapore.
- Friend, I. and L. Lang (1988) "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure" *Journal of Finance*, 43, PP. 271- 281.
- Grossman, S., and O. Hart (1980) "Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation" *Bell Journal of Economics*, 11, PP. 42-64.
- Gujarati, D. (1995) "*Basic Econometrics*" Singapore: McGraw-Hill, Inc.
- Gugler, K.(1998) "Investment spending in Austria : Asymmetric information versus managerial discretion" *Working paper, University of Vienna*.

- Gugler, K. and B. Yurtoglu (2003) "Corporate governance and dividend pay-out policy in German" *European Economic Review*, 47, PP. 731-758.
- Harris, M. and A. Raviv (1978) "Some results on incentive contracts with application to education and employment, health insurance, and law enforcement", *American Economic Review*, 68, PP. 20-30.
- Harvey, C., K. Lins and A. Roper (2004) "The effect of capital structure when expected agency costs are extreme" *Journal of Financial Economics*, 74, PP. 3-30.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein (1991) "Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups" *The Quarterly Journal of Economics*, 20, PP. 33-60.
- Howe, K. and G. Kao (1992) "One-Time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends" *Journal of Finance*, 47, PP. 1963-1975.
- Hutchinson, M. and F. Gul (2004) "Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance" *Journal of Corporate Finance*, 10, PP. 595-614.
- Jensen, M. (1983) "Organization theory and methodology" *Accounting Review*, 56, PP. 319-338.
- Jensen, M. (1986 a) "Agency Cost of Free Cash flow, corporate finance, and takeovers" *American Economic Review*, 76, PP. 323-329.
- Jensen, M. (1986 b) "The takeover controversy: analysis and evidence" *Working paper, Harvard Business School, Boston, MA.*

- Jensen, M. And W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency-costs and ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 3, PP. 305-60.
- Jensen, M. and K. Murphy (1990) "Performance pay and top management incentives" *Journal of Political Economy*, 98, PP. 225-264.
- Jensen, M. and C. Smith (1985) "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory" In: E. Altman and M. Subrahmanyam "*Recent Advances in corporate finance*", Irwin, Homewood, Illinois, (PP. 93-131).
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer (2000) "Tunnelling" *American Economic Review*, 90, PP. 22-27.
- Kallapur, S.(1994) "Dividend payout ratios as determinants of earnings response coefficients: A test of the free cash flow theory" *Journal of Accounting and Economics*, 17, PP. 359 – 375.
- Kallapur, S. and M. Trombley (1999) "The association between investment opportunity set proxies and realized growth" *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 PP. 505-519.
- Klock, M. and C. Thies (1995) "A test of Stulz's Overinvestment hypothesis" *Financial Review*, 30, PP. 387-398.
- Lang, L. and R. Litzenger (1989) "Dividend announcements: Cash flow signaling vs free cash flow hypothesis?" *Journal of Financial Economics*, 24, PP. 181-191.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000) "Agency problems and dividend policies around the World" *Journal of Finance*, 55, PP.1-33.
- Lie, E. (2000) "Excess funds and agency problems: An empirical study of incremental cash disbursements" *Review of Financial Studies*, 13, PP. 219-248.
- Lippert, R. , T. Nixon, and E. Pilotte (2000) " Incentive compensation and the stock-price response to dividends increase announcements" *Financial Review*, 35, PP. 69-94.
- Lloyd, W., J. Jahera and D. Page (1985) "Agency costs and dividend payout ratios" *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24, PP. 14-29.
- Lundstrum, L. (2002) " Corporate investment myopia: a horserace of the theories" *Journal of Corporate Finance*, 8, PP. 353-371.
- McConnell, J. and H. Servaes (1995) "Equity ownership and the two faces of debt" *Journal of Financial Economics*, 39, PP. 131-157.
- Moh'd, M., L. Perry and J. Rimbey (1995) "An Investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend Policy" *Financial Review*, 30, PP. 367-385.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, PP. 293 - 315.
- Morgado, A. and J. Pindado (2003) "The underinvestment and overinvestment hypotheses: an analysis using panel data" *European Financial Management*, 9, PP. 163-177.
- Megginson, W. (1997) "*Corporate Finance Theory*" Addison – Wesley, Reading, USA.

- Myers, S. (1977) "Determinants of corporate borrowing" *Journal of Financial Economics*, 5, PP. 147-175.
- Noronha, G. D. Shome and G. Morgan (1996) "The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions" *Journal of Banking and Finance*, 20, PP. 439-454.
- Patterson, C. (1995) *The cost of capital: theory and estimation*", Quorum Books, Westport, Connecticut.
- Ross, S. (1973) "The economic theory of agency : The principal's problem" *American Economic Review*, 63, PP.134-139
- Ross, S., R. Westerfield and J. Jeffrey (2002) *Corporate Finance*", 6th (ed), NY: McGraw-Hill.
- Rozeff, M. (1982) "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios" *Journal of Financial Research*, 3, PP. 244-259.
- Scholes, M. and J. Williams (1977) "Estimating betas from non-synchronous data" *Journal of Financial Economics*, 5, PP. 307-327.
- Schooley, D. and D. Barney (1994) "Using dividends policy and managerial ownership to reduce agency costs" *Journal of Financial Research*, 3, PP. 363-373.
- Sharpe, W., G. Alexander, and J. Bailey (1999) *Investments*" Prentice-Hall International, Inc. N.J.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997) "A Survey of corporate governance" *Journal of Finance*, 52, PP. 737-783.

- Shleifer, A. and R. Vishny (1989) "Management entrenchment: The case of manager-specific investments" *Journal of Financial Economics*, 25, PP. 123-139.
- Spence, A. and R. Zeckhauser (1971) "Insurance, information, and individual action" *American Economic Review*, 61, PP.380-387
- Stulz, R. (1990) "Managerial discretion and optimal financing policies" *Journal of Financial Economics*, 26, PP. 3-27.
- Treynor and F. Black (1976) "Corporate investment decisions" in: S. Myers "Modern developments in financial managements" 2nd (ed), Dryden Press, Hinsdale, Illinois.(PP. 310-327).
- Trojanowski, G. (2004) " ownership structure and payout policy in the UK" *SSRN*, (<http://papers.ssrn.com>)
- Voget, S. (1994) "The cash flow/investment relationship: evidence from US manufacturing firms" *Financial Management*, 23, PP. 3-20.
- Wu, L. (2004) "The impact of ownership structure on debt financing of Japanese firms with the agency cost of free cash flow" *SSRN* (<http://papers.ssrn.com>)
- Zwiebel, J. (1996) "Dynamic capital structure under managerial entrenchment" *American Economic Review*, 86, PP. 1197-1215.