

العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات غير المالية المساهمة المصرية

دكتور

ضياء محمد صلاح الدين متولي

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة الزقازيق

دكتور

السيد حسن سالم بلال

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة الزقازيق

الملخص :

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي للشركات غير المالية المساهمة المصرية، وتأثير تعهدات المديونية (الرفع المالي) على تلك العلاقة. وتحقيقاً لهدف البحث واختبار فرضياته، اعتمد الباحثان على نموذج الانحدار المتعدد، وباستخدام عينة مكونة من (٥٨١) مشاهدة خلال الفترة من (٢٠١٦ - ٢٠٢١ م). وبعد ضبط تأثير كل من (حجم الشركة، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، نمو المبيعات، توزيعات الأرباح، عمر الشركة، الأزمات) على الأداء المالي. أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين تكاليف الوكالة والأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول (ROA)، كما أشارت النتائج إلى أن تعهدات المديونية (الرفع المالي) يمكنها أن تخفف من العلاقة السالبة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي. وقد أجرى الباحثان تحليلاً لحساسية النتائج السابقة باستخدام العائد على حقوق الملكية (ROE) كمقياس للأداء المالي بدلاً من العائد على الأصول، وتبين للباحثان استقرار نتائج اختبار فرضيات الدراسة. وتساهم الدراسة الحالية في مجموعة الأدبيات التي تدرس تصورات مستخدمي المعلومات المحاسبية لأثار علاقات الوكالة.

الكلمات الدالة: تكاليف الوكالة، معدل دوران الأصول، الأداء المالي، تعهدات المديونية (الرفع المالي).

The Relationship Between Agency Costs and Financial Performance: Is there an effect of Debt Covenants?

Empirical Study on the Egyptian non-financial Listed Companies

Abstract :

This study examines the relationship between agency costs and the financial performance of Egyptian non-financial Listed Companies, and the effect of debt covenants (financial leverage) on that relationship. To achieve the goal of the research and test its hypotheses, the researchers relied on a multiple regression model, Using a sample of 581 firm-year observations during the period from (2016-2021). After controlling for the effect of (company size, ratio of operating cash flows to assets, sales growth, dividends, company age, crises) on financial performance. The results of the study indicated that there is a significant negative relationship between agency costs and financial performance as measured by return on assets (ROA). The results also indicated that debt covenants (financial leverage) can mitigate the negative relationship between agency costs and financial performance. The researchers conducted a sensitivity analysis of the previous results using return on equity (ROE) as a measure of financial performance instead of return on assets, and they found that the results of testing the study hypotheses were stable. The current study contributes to the body of literature examining accounting information users' perceptions of the effects of agency relationships.

Keywords: Agency Cost, Asset turnover, Financial Performance, Debt Covenants (Financial Leverage).

مقدمة ومشكلة البحث :

أدى التطور التكنولوجي والثورة الصناعية إلى كبر حجم المنشآت وإنفصال الملكية عن الإدارة. ومن ثم أسندت إدارة تلك المنشآت إلى مديرين محترفين، ويعتبر (Jensen and Meckling, 1976) من أوائل الباحثين الذين طرحوا نظرية الوكالة، حيث قاما بتعريف مديري الشركة على أنهم "وكلاء"، والمالك على أنه "أصيل". حيث يقوم الأصيل بتفويض سلطة اتخاذ القرارات للوكلاء (المديرين) لإدارة أموالهم وتعظيم قيمة منشأتهم. والمشكلة التي تظهر نتيجة لهذه الوضعية هي أن الوكلاء لا يتخذون بالضرورة القرارات التي تحقق أكبر منفعة للأصيل، حيث إن أحد الافتراضات الرئيسية لنظرية الوكالة هو تضارب مصالح الأصيل والوكيل (Nusaputra & Basana, 2020).

كما تعد تكلفة الوكالة نوع من التكاليف الداخلية التي تنشأ بسبب تصرف الوكيل نيابة عن الأصيل. ولعل تضارب المصالح بين الإدارة (الوكيل) والمساهمين (الأصيل) أحد أهم أسباب الأساسية تكاليف الوكالة. حيث يطمع المساهمين أن تسعى الإدارة (الوكيل) لتعظيم قيمة الشركة. ومع ذلك، فإن اهتمام الإدارة بزيادة قيمة الشركة ونموها يأتي من سعيها لزيادة حوافزها. وهناك نوعان من تكاليف الوكالة: أولها، تنشأ بسبب الصراعات بين المساهمين والإدارة (Myers, 1997) والآخر - بسبب الصراعات بين المساهمين والمقرضين (La Porta et al., 1999).

تمثل تكاليف الوكالة بصفة عامة الزيادة في التكاليف الناتجة عن تصرفات الوكلاء بدافع من منفعتهم الذاتية، ولكن على حساب منفعة ملاك المنشأة. ويمكن تقسيم التكاليف الناتجة عن علاقة الوكالة إلى: تكاليف المتابعة Monitoring Costs حيث يتحمل الأصيل هذه التكاليف في حالة عدم استطاعته ملاحظة جهود الوكيل مباشرة، وذلك لكي يقوم الأصيل بقياس وملاحظة وتقييم قرارات الوكيل. ومن أمثلة ذلك النوع من التكاليف ما يتحمله المساهمون (الأصيل) لمتابعة عمل الإدارة (الوكيل) مثل اختيار مراجع الحسابات وسداد أتعابه. وتكاليف ضمان Bonding Costs مثل التكاليف المرتبطة بالأداء البيئي والمسؤولية الاجتماعية. يتحمل الوكيل بهذا النوع من التكاليف لكي يقوم

بإقناع الأصل بأنه-أى الوكيل- يتخذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصل. والخسارة المتبقية Residual Loss وهي تعكس المقابل النقدي للنقص فى رفاهية الأصل (أى ثروته من الأعمال)، أى الإنخفاض فى قيمة المنشأة نتيجة للتعارض بين القرارات التى يتخذها الوكيل وبين تلك القرارات التى من المفترض أن تؤدى إلى تعظيم رفاهية الأصل، أى إلى تعظيم قيمة المنشأة (Jensen and Meckling, 1976).

وقد يتمتع الوكيل بمعلومات خاصة لا يعلمها الأصل مثل الجهد الذى يبذله الوكيل، أو مهارته الإدارية أو المتغيرات البيئية العشوائية الأخرى، ويطلق على هذه الحالة "عدم تماثل المعلومات" Information Asymmetry. كذلك قد ينشأ تعارض فى مصالح الطرفين - كأن يكره الوكيل بذل جهد أعلى بينما يفضل الأصل أن يبذل الوكيل المستوى المطلوب من الجهد، إذا تحققت الحالتان السابقتان معاً تنشأ مشكلة عدم أمانة الوكيل والتى تأخذ ثلاثة أبعاد (أبو العز، ٢٠١٥):

- البعد الأول ويسمى بالمخاطر الأخلاقية (Moral Hazard)، وتظهر هذه المشكلة نتيجة عدم تماثل المعلومات بين الأصل والوكيل، وتعني عدم قيام الوكيل ببذل العناية المهنية الواجبة للقيام بواجبه تجاه الأصل وعدم قدرة الأصل على محاسبته حيث يجد الوكيل ما يبرر عدم قيامه بالجهد المطلوب إلى أسباب خارجة عن إرادته مثل التغير فى الظروف البيئية.

- البعد الثانى وهو الاستهلاك الترفى أو المظهري (Over-consumption)، ويحدث ذلك النوع عندما يقوم الوكيل بتخصيص الموارد (المالية وغير المالية) بشكل غير أمثل واستخدام هذه الموارد لتحقيق امتيازات شخصية غير مضيئة للقيمة بل قد تكون مدمرة لها مما يؤثر بالسلب على قيمة الشركة وبالتالي على حقوق المساهمين.

- البعد الثالث هو الاختيار المعاكس أو الغش فى المستوى المهاري (Adverse Selection)، وتنشأ هذه المشكلة نتيجة لعدم قدرة الأصل على التحقق من مهارات الوكيل قبل تعيينه أو أثناء الإستمرار فى عمله (Jensen and Meckling, 1976)، وهناك من يطلق عليها مشكلة الغش فى المستوى

المهاري وذلك بسبب ان الوكيل يرجع تقصيره في مهامه الى ظروف خارجة عن إرادته وليس بسبب نقص ادائه.

إن الافتراض الأساسي (لنظرية التمويل) Finance Theory هو أن الهدف الرئيسي للشركات هو تعظيم ثروة المساهمين. ولكن الأمر قد يختلف في الواقع العملي، حيث قد يفضل مديرو الشركات السعي نحو تحقيق أهدافهم الخاصة، مثل الحصول على أكبر قدر ممكن من المكافآت، وتعظيم منفعتهم الخاصة، مما قد يؤدي إلى التركيز على استثمارات الشركة التي تحقق أرباحاً عالية في الأجل القصير (حيث ترتبط حوافز المديرين بهذا المتغير) أكثر من تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل من خلال الاستثمارات في المشروعات الناجحة في الأجل الطويل. وبناءً على ذلك يثار تساؤل هام، وهو: كيف يمكن للمساهمين (الأصيل) متابعة ومراقبة الإدارة (الوكيل) ؟ من الافتراضات الأساسية أيضاً لنظرية الوكالة أنه من الصعب والمكلف للأصيل أن يتحقق من جهود الوكيل (Eisenhardt, 1989).

وهناك عدة طرق لتنظيم مصالح المساهمين والمديرين ولكنها مكلفة. وتنشأ بعض تكاليف الوكالة من المحاولات التي يقوم بها المساهمون لمتابعة إدارة الشركة Monitoring، وهي رقابة مكلفة. ومن أمثلة أساليب الرقابة خطط وعقود الحوافز حيث من الممكن أن تكون عقود الحوافز مبنية على النتائج Outcome - based والتي تعمل كأداة لتقييم أداء الإدارة ومتابعتها. وتشير الأدبيات، على سبيل المثال (Solomon and Solomon, 2004)، إلى أن حلول مشاكل الوكالة تتضمن بناء شبكة مترابطة من العقود المثالية (صريحة وضمنية) بين الإدارة وكل من مساهمي ومقرضي الشركة. وتتضمن هذه العقود، عقود مكافآت (تعويضات) الإدارة وعقود المديونية، هذه العقود تسعى إلى مواءمة مصالح الإدارة مع مصالح المساهمين والمقرضين.

ويعتبر الأداء المالي انعكاس لقدرة الشركة على تحقيق أهدافها، بمعنى أن الأداء المالي يمثل مرآة تعكس مدى تحقق أهداف الشركة (Abdallah & Tursoy, 2021a; Sdiq and Abdullah, 2022)، بينما أشار (Ali, 2018) إلى أن الأداء المالي يمثل مقياس للاستخدام الكفء و الفعال للموارد المتاحة للشركة. ويتأثر الأداء المالي بالعديد

من المتغيرات (Liu et al., 2022). ويعتبر قياس الأداء المالي للشركات الشغل الشاغل والقلق الدائم لمستخدمي المعلومات المحاسبية، ووفقاً للإطار المفاهيمي للمحاسبة فإن صافي الدخل يعتبر مقياساً للأداء، كما أنه يعتبر عنصراً هاماً في حساب عدد من المؤشرات مثل العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم (Kanagaretnam et al., 2009).

وقد أختبرت العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي من جانب دراسات سابقة، حيث أشارت دراسة (Savitri, 2018) إلى أن تكاليف الوكالة تؤثر سلباً على الأداء المالي في شركات التصنيع الإندونيسية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٤. كذلك وجد (Hoang et al., 2019) أن تكاليف الوكالة تؤثر سلباً على الأداء المالي للشركات غير المالية وشركات المرافق في فيتنام. بينما توصل Rashid Khan et al., (2020) إلى أن تكاليف الوكالة تؤثر سلباً على الأداء المالي للشركات الصينية المدرجة خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٦). كذلك أشارت دراسة (Wijaya, 2021) إلى وجود تأثير سالب لتكاليف الوكالة على الأداء المالي وذلك عينة من الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الإندونيسية في عامي ٢٠١٤-٢٠١٨، مما يعني أن تكاليف الوكالة قد تؤدي إلى الإضرار بالأداء المالي للشركة ومن ثم ثروة المساهمين. بينما أشارت دراسة (Baykara and Baykara, 2021) إلى عدم معنوية تأثير تكاليف الوكالة معبراً عنها كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول.

يستخلص الباحثان مما سبق أن زيادة مستوى صراعات الوكالة يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة. إلى جانب وجود تضارب في نتائج بعض الدراسات السابقة حول العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي للشركات، حيث توصلت دراسات (KHUYEN, 2021; Wijaya, 2021)، إلى وجود أثر موجب معنوي بين معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي. بينما أشارت دراسة (Baykara and Baykara, 2021) إلى عدم معنوية تأثير تكاليف الوكالة معبراً عنها كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول على الأداء المالي معبراً

عنه بمعدل العائد على الأصول. فضلاً عن أن غالبية تلك الدراسات أجريت في بيئات أجنبية مختلفة مما يصعب معه تعميم نتائج تلك الدراسات على البيئة المصرية. لذا كان هناك دافع لدراسة واختبار تلك العلاقة في البيئة المصرية، ومن هنا يثار السؤال البحثي الأول: ما هي العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي؟ ونظراً لوجود تضارب في نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي للشركات، يرى الباحثان أن العلاقة بين المتغير المستقل (تكاليف الوكالة) والمتغير التابع (الأداء المالي) قد تتوقف على حالة أو مستوى متغير ثالث (المتغير المنظم)، ويمكن تعريف المتغيرات المنظمة بأنها "متغيرات عندما يتم تغييرها بطريقة نظامية تحدث تغييراً في العلاقة بين متغيرين آخرين، مستقل وتابع" (أبو العز، ٢٠٢٢: ٦٦).

ويعد هيكل رأس المال أحد المتغيرات التي لها تأثير محتمل على الأداء المالي للشركة. ويشار إلى مزيج الديون وحقوق الملكية في سياسة التمويل بهيكل رأس المال. إن الطريقة التي يتم بها تمويل الأصول قد تؤثر على الأداء المالي للشركات. وقد تم تطوير العديد من النظريات في الأدبيات لتفسير تلك العلاقة مثل نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، نظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية الوكالة (Abdallah & Tursoy, 2021b).

وفي إطار مشكلة الوكالة بين المساهمين والدائنين، غالباً ما يقوم المقرضون بتخفيض تكاليف الوكالة باستخدام مجموعة متنوعة من تعهدات المديونية (Debt Covenants) وهي تتمثل في وعود تلتزم بها الإدارة (الوكيل) تجاه المقرضين، وقد صنف (Bradley and Roberts (2004 تعهدات المديونية المقيدة إلى أربعة أنواع رئيسية: متطلبات الحفاظ على نسب مالية معينة ضمن حدود محددة مسبقاً، والقيود على الاستثمارات، والقيود على التمويل المستقبلي، والقيود على توزيعات الأرباح. يمثل اختيار الدين أحد أهم القرارات التي قد تؤثر على ثروة المساهمين. وفقاً لدراسة (Flannery (1986، فإن التمويل بالديون لا يشجع على الاستثمار المفرط في التدفق النقدي الحر ويعمل كإشارة للمستثمرين، مما يدل على التزام المديرين بالوفاء

بالتزامات التدفق النقدي المستقبلية وقبولهم للمراقبة من قبل المقرضين. وعلى نحو مماثل أشار (Lang et al. (1996 إلى أن الشركات ذات تكاليف الوكالة المرتفعة للتدفق النقدي الحر تستخدم المزيد من الديون نسبياً كآلية تأديبية للحد من مشاكل الاستثمار المفرط وتجنب الاستثمار في المشاريع ذات العائد المنخفض.

عندما تعتمد الشركة على التمويل بالديون لعملياتها، فإن تعهدات المديونية ستقيد الإنفاق غير المثالي، وتضع الشركة تحت مراقبة أكبر من جانب المقرضين (Gul and Tsui, 1998). وفي ذات السياق، أشار (Jensen, 1986) إلى أن ارتفاع مستوى الديون في هيكل التمويل قد يؤدي إلى تخلي المديرون عن إهدار التدفقات النقدية الحرة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما يعكس إيجاباً على الأداء المالي للشركة. على النقيض مما سبق، يرى (Myers, 1977) أن زيادة الرفع المالي قد يدفع الإدارة إلى التصرف بالشكل الذي يحقق مصلحة الملاك، وذلك من خلال التخلي عن مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة. فالشركات التي يتزايد لديها مستوى الرفع المالي يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين والمقرضين، نظراً لأن المساهمين في هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الاستثمارات، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل المخاطر إلى المقرضين (أبو سالم وبسيوني، ٢٠١٨). وعلى المستوى الإختباري، توجد دراسات سابقة مثل: (Salim and Yadav, 2012; Ali, 2013; Quang and Xin, 2014; Gangeni, 2016;) حيث اختبرت العلاقة بين الرفع المالي (المديونية) والأداء المالي للشركة، وتوصلت إلى علاقة سالبة بينهما. في ضوء ما سبق وتضارب نتائج الدراسات السابقة حول الدور المنظم لتعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، فضلاً عن ندرة الدراسات السابقة التي تناولت دراسة واختبار أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي في البيئة المصرية، يثار السؤال البحثي الثاني:

ما هو أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي؟

هدف البحث

في ضوء مشكلة البحث، تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- (١) دراسة واختبار العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- (٢) دراسة واختبار أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.

أهمية البحث

ترجع أهمية البحث إلى عدة عوامل واعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

- (١) عند مسح الأدبيات السابقة عن العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، والدور المنظم لتعهدات المديونية في تلك العلاقة، تبين أن هناك ندرة نسبية في البحوث التي سعت نحو دراسة تلك العلاقة، ويعد ذلك سبباً قوياً لدراسة تلك العلاقة في البيئة المصرية.
- (٢) أن تقييم علاقة تكاليف الوكالة بالأداء المالي للشركات سوف يوفر مساهمات ضرورية للأطراف المختلفة في الأسواق الناشئة، ويأمل الباحثان أن تساعد تلك المساهمات الإدارة والمستثمرين والمقرضين في ترشيد قراراتهم المختلفة. وذلك انطلاقاً من أن تكاليف الوكالة وعلاقتها المتوقعة بالأداء المالي تعتبر أحد العوامل المؤثرة على قرارات هؤلاء المستخدمين.
- (٣) من المحتمل أن تفتح نتائج الدراسة الحالية المجال أمام الباحثين لدراسة وتحليل أسباب النتائج ومحاولة تفسيرها من خلال دراسات أخرى باستخدام منهجيات ومقاييس مختلفة لمتغيرات الدراسة أو بإضافة متغيرات أخرى.

حدود البحث

سوف يواجه البحث الحالي القيود أو الحدود التالية:

- (١) يقتصر تطبيق البحث الحالي على الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية وتنتمي إلى قطاعات غير مالية، حيث سيتم استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك من عينة البحث الحالي، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير

المالية، فضلاً عن طبيعة تقاريرها المالية والتي تجعل من تقدير قيم بعض المتغيرات الخاصة بالبحث الحالي أمراً صعباً.

(٢) يركز البحث الحالي على دراسة واختبار العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، والدور المنظم لتعهدات المديونية في تلك العلاقة.

خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لأهدافه، تنطوي خطة البحث على أربعة أقسام، يتعرض القسم الأول منها لمراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث، بينما يهدف القسم الثاني إلى تصميم البحث وتحديد نماذج الدراسة والتعريفات الإجرائية لمتغيراتها، وفي القسم الثالث يقوم الباحثان بتحليل ومناقشة النتائج تمهيداً لاختبار فرضيات الدراسة. وأخيراً، يعرض القسم الرابع لخلاصة البحث والدراسات المستقبلية.

القسم الأول

مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

يقدم الباحثان في هذا القسم بمراجعة نقدية للأدبيات السابقة ذات الصلة بمشكلة البحث، وذلك للتعرف على منهجياتها والمتغيرات التي اخضعتها للدراسة، وأهم النتائج التي توصلت إليها، كما يتضمن تطوير فرضيات البحث في ضوء ما إنتهت إليه نتائج الدراسات السابقة. وقد تم تقسيم الدراسات السابقة كما يلي:

١.١. تحليل العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي واشتقاق فرضية البحث الأولى:

تناولت دراسة (Nuhu et al., 2020) تأثير تكاليف الوكالة على الأداء المالي لشركات السلع الاستهلاكية المدرجة في نيجيريا. استخدم البحث البيانات التي تم جمعها من التقارير السنوية لعينة من الشركات للفترة من (٢٠٠٧ - ٢٠١٦). وباستخدام تحليل الانحدار. أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تكاليف الوكالة والأداء المالي. وبناء على هذه النتيجة، توصي الدراسة بأن تضع إدارات شركات السلع الاستهلاكية

المدرجة في نيجيريا قواعد وأنظمة فعالة تضمن الحفاظ على التدفق النقدي الحر حسب تقدير المديرين بحيث يمكن تقليل تكاليف الوكالة وإدارتها بفعالية.

وقد استهدفت دراسة (KHUYEN, 2021) اختبار تأثير تكاليف الوكالة على أداء الشركات في صناعة الأغذية والمشروبات المدرجة في سوق الأوراق المالية بفيتنام. تم جمع بيانات ٣٤ شركة مدرجة بشكل مستمر لمدة ١١ عامًا خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠٢٠) ووضعها في نموذج انحدار. وقد أظهرت النتائج وجود تأثير موجب معنوي عند ١% لمعدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) على العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية. فمع زيادة معدل دوران الأصول، يزداد العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية. مما يعني أنه عندما يكون الصراع بين المساهمين والمديرين أقل، سيحاول المديرون تحقيق أقصى استفادة من موارد الشركة لتعزيز الربحية. والعكس صحيح.

كما هدفت دراسة (Wijaya, 2021) إلى اختبار تأثير تكاليف الوكالة على الأداء المالي، كذلك اختبار دور العنصر النسائي في مجلس الإدارة على علاقة تكاليف الوكالة بالأداء المالي. وعلى عينة مكونة من ٢٨٤ شركة غير مالية مدرجة في البورصة الإندونيسية في الفترة (٢٠١٤-٢٠١٨) وقد بلغ عدد المشاهدات ١٣٩٨ مشاهدة. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن ارتفاع تكلفة الوكالة يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي. وتنشأ صراعات الوكالة بسبب الفصل بين الملكية والإدارة. كما يمكن أن تحدث صراعات الوكالة لأن المديرين يمكنهم تلبية مصالحهم، والإضرار بالشركة، وإدارة الأموال بشكل غير فعال. كما أشارت النتائج إلى أن وجود المرأة في مجلس الإدارة يمكن أن يقلل من التأثير السلبي لتكاليف الوكالة على الأداء المالي. حيث تعمل النساء في مجلس الإدارة على زيادة قدرة المجلس على مراقبة الوكيل عند اتخاذ القرار.

وبحثت دراسة (Baykara and Baykara, 2021) في العلاقة بين تكاليف الوكالة وأداء الشركات الصغيرة والمتوسطة المتداولة في بورصة إسطنبول بين عامي ٢٠١٧ و ٢٠٢٠. تم قياس تكاليف الوكالة اعتماداً على (نسبة استخدام الأصول، ونسبة نفقات التشغيل، ونسبة التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول). تم فحص

٤٢ شركة تصنيع لاستخدامها في البحث، ووجدت ٣٨ شركة مؤهلة للتحليل. تم إجراء ثلاثة نماذج انحدار مختلفة، وباستخدام حزمة برامج Stata 11. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين تكاليف الوكالة مقاسه بنسبة مصروفات التشغيل والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول. بينما توجد علاقة موجبة معنوية بين تكاليف الوكالة معبراً عنها بنسبة التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول والأداء المالي، وهذا يتعارض مع توقعات تكلفة الوكالة، وأخيراً، عدم معنوية العلاقة بين تكاليف الوكالة معبراً عنها بمعدل دوران الأصول والأداء المالي معبراً عنه بالعائد على الأصول.

أما دراسة (Gusni et al., 2021) فقد استهدفت تحليل تأثير الرافعة المالية وتكلفة الوكالة وحجم الشركة على قيمة الشركة في قطاع العقارات المدرجة في سوق رأس المال الإندونيسي. استخدمت هذه الدراسة بيانات ثانوية لعينة مكونة من ٣٨ شركة مدرجة بسوق إندونيسيا للأوراق المالية للفترة (٢٠١٣-٢٠١٩). وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تكلفة الوكالة فقط لها تأثير معنوي على قيمة الشركة. وفي الوقت نفسه، فإن الرافعة المالية وحجم الشركة ليس لهما أي تأثير على قيمة الشركة. قدمت الدراسة أدلة اختبارية مساندة لإدارة الشركات حول محددات تعظيم قيمة الشركة. في ضوء عرض الدراسات السابقة يمكن للباحثان تسليط الضوء على الفجوة البحثية:

وجود أدلة لدعم حجج نظرية الوكالة في الشركات، وأن زيادة مستوى صراعات الوكالة يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة. إلى جانب وجود تضارب في نتائج بعض الدراسات السابقة حول العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي للشركات حيث توصلت دراسات (KHUYEN, 2021; Wijaya; 2021)، إلى وجود أثر موجب معنوي بين معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي. بينما أشارت دراسة (Baykara and Baykara, 2021) إلى عدم معنوية تأثير تكاليف الوكالة معبراً عنها كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول. فضلاً عن أن

العلاقة بين تحاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

غالبية تلك الدراسات أجريت في بيئات أجنبية مختلفة مما يصعب معه تعميم نتائج تلك الدراسات على البيئة المصرية. لذا تعتبر الدراسة الحالية موضع أهمية في البيئة المصرية. في ضوء ما سبق ولتحديد طبيعة العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، يمكن صياغة فرضية البحث الأولى على النحو التالي:

الفرضية الأولى: ترتبط تكاليف الوكالة عكسياً بالأداء المالي

١.٢. أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي واشتقاق فرضية البحث الثانية:

تقترح نظرية الوكالة أن الدين يمكن أن يزيد (يخفض) من أداء الشركة عن طريق الحد من مشكلة وكالة المساهمين والمديرين (زيادة مشكلة وكالة المساهمين والمقرضين). لذلك قامت دراسة (Kalash, 2019) باختبار أثر الرافعة المالية على أداء الشركات ذات تكاليف الوكالة المرتفعة والمنخفضة، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) وبيانات عن الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٧) لعدد ٥٢ شركة يتم تداول أسهمها في قطاع الخدمات في بورصة إسطنبول (BIST)، أشارت النتائج إلى أن للرافعة المالية تأثير سالب معنوي على ربحية الشركة، وكان هذا التأثير أعلى بالنسبة للشركات ذات تكاليف الوكالة الأعلى.

وقد حاولت دراسة (Mitra & Naik, 2021) فهم العلاقة بين تكلفة الوكالة والتمويل بالديون وأداء الشركات العقارية الهندية. حيث أجريت هذه الدراسة على مرحلتين. الأولى، لتحديد العلاقة بين التمويل بالديون والأداء المالي للشركة. بينما في المرحلة الثانية، تم إجراء الدراسة لفهم تأثير تكلفة الوكالة على التمويل بالديون. وتم اختيار الشركات من مؤشر BSE Realty Index للفترة (٢٠١١-٢٠١٨). وتم قياس الربحية من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE)، في حين تم قياس التمويل بالديون من خلال نسبة الرافعة المالية. بينما تم قياس تكلفة الوكالة باستخدام معدل دوران الأصول والذي يعكس نسبة استخدام (استغلال) الأصول، ونسبة المصروفات العامة إلى المبيعات. و باستخدام تحليل الانحدار، أشارت نتيجة المرحلة الأولى إلى

وجود علاقة سالبة معنوية بين التمويل بالديون والعائد على حقوق الملكية، بينما أشارت نتيجة المرحلة الثانية إلى وجود علاقة موجبة بين تكلفة الوكالة والتمويل بالديون. وهذا يعني أن تخفيض تكلفة الوكالة سيؤدي إلى تقليل مبلغ التمويل بالديون وبالتالي تحسين الأداء المالي للشركة.

كما استهدفت دراسة (Kaluarachchi et al., 2021) اختبار تأثير الرفع المالي على أداء شركات التصنيع المدرجة في سري لانكا. تكونت عينة الدراسة من قطاع الصناعات التحويلية الذي يضم ٣٢ شركة مدرجة في بورصة كولومبو للأوراق المالية (CSE) للفترة من (٢٠١٢ - ٢٠١٦). وقد استخدمت الدراسة عدة مؤشرات للتعبير عن الأداء المالي ممثلة في: العائد على الأصول (ROA)، والعائد على الأصول التشغيلية (ROOA)، والعائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE). وقد وجدت النتائج علاقة موجبة بين الرفع المالي وأداء الشركة، وهو ما يدعم نظرية تكلفة الوكالة للرفع المالي.

أما دراسة (Anis et al., 2022) فقد هدفت إلى اختبار أثر الرافعة المالية على الأداء المالي، وكذلك التحقق من الدور المعدل لحوكمة الشركات على تلك العلاقة. وعلى عينة مكونة من ١٠٠ شركة غير مالية مدرجة بالبورصة الباكستانية للفترة من (٢٠١١ - ٢٠٢١). واعتماداً على قياس الرافعة المالية بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، واستخدام العائد على الأصول لقياس الأداء المالي للشركة. أشارت نتائج الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها تأثير سالب على الأداء المالي. هذا إلى جانب أهمية دور حوكمة الشركات في الحد من الأثر السالب للرافعة المالية على الأداء المالي للشركات.

وعلى عينة من الشركات الصناعية المقيدة بالبورصة العراقية خلال الفترة (٢٠٠٤ - ٢٠٢٠). استهدفت دراسة (Sdiq and Abdullah, 2022) اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات. علاوة على ذلك، سعت الدراسة للإجابة على سؤال يتعلق "بالدور المنظم لتكاليف الوكالة على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي وقد تم قياس أداء الشركة باستخدام (العائد على الأصول، نسبة القيمة السوقية للأصول

إلى قيمتها الدفترية)، بينما تم قياس تكلفة الوكالة من خلال (نسبة نفقات التشغيل، ومعدل دوران الأصول). وقد أشارت النتائج إلى وجود تأثير سالب معنوي لمعدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، بينما كان هناك تأثير موجب معنوي لمعدل دوران الأصول على نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها الدفترية. كما قدمت الدراسة أدلة تدعم الدور المعدل لتكاليف الوكالة في الحد من تأثير تعهدات المديونية معبراً عنها بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول.

كما استهدفت دراسة (Ahmed et al., 2023) اختبار الدور المعدل لتكلفة الوكالة على العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات. وباستخدام نموذج الانحدار لبيانات ثانوية تم جمعها من التقارير السنوية المنشورة لشركات التصنيع المدرجة ببورصة طهران (TSE) خلال الفترة (٢٠١١ - ٢٠١٩). أظهرت النتائج أن هيكل رأس المال يرتبط سلباً بأداء الشركة. كما أن لتكلفة الوكالة تأثير سلبي على أداء الشركات؛ ومع ذلك، في حالة العائد على الأصول وربحية السهم، تكون العلاقة موجبة. ومن المثير للاهتمام أن النتائج توضح أن زيادة مستوى الدين يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة ويعزز من أداء الشركات. توفر هذه النتائج دليلاً يدعم افتراضات نظرية الوكالة، التي تشرح العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات.

بينما بحثت دراسة (Stoiljković et al., 2024) في تأثير الرفع المالي على تكاليف الوكالة وبالتالي على أداء الشركة. تم تقدير تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لكفاءة استخدام الأصول (معدل دوران الأصول). وعلى عينة مكونة من ٨٥٥ مشاهدة خلال الفترة من (٢٠٠٦ - ٢٠٢٠) أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر موجب معنوي لهيكل رأس المال (الرافعة المالية) على أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر الكفاءة، وهو ما يتوافق مع تنبؤات نظرية تكلفة الوكالة.

أما دراسة (Dabboussi, 2024) فقد استهدفت اختبار تأثير التمويل بالديون على توزيعات الأرباح المدفوعة عندما تواجه الشركة تكاليف وكالة للتدفق النقدي الحر. واعتماداً على عينة مكونة من ١٢٠ شركة مدرجة في بسوق الأسهم السعودي خلال

الفترة (٢٠١١-٢٠٢١). أظهرت النتائج نموذج الانحدار أن وجود تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة قد يحد من مستوى توزيعات الأرباح المدفوعة. وفيما يتعلق بالأثر المعدل لهيكل الديون، يسلط البحث الضوء على الدور الهام للديون طويلة الأجل في الاستخدام الأكثر حكمة للتدفق النقدي الحر. يصبح استخدام الديون طويلة الأجل أكثر فعالية ويمكن أن يعزز من ثروة المساهمين عندما تواجه الشركة تكاليف الوكالة للتدفق النقدي الحر.

فى ضوء عرض الدراسات السابقة حول أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، يلاحظ الباحثان أن الدراسات السابقة قد تبنت رؤية تتعلق بالدور المعدل لتكاليف الوكالة على العلاقة بين تعهدات المديونية (الرفع المالي) والأداء المالي، من منطلق أن تخفيض تكاليف الوكالة يمكنه أن يحد من مستوى التمويل بالديون وبالتالي تحسين الأداء المالي. ويوجد اتفاق في نتائج معظم تلك الدراسات. لكن يرى الباحثان أنه عندما تعتمد الشركة على التمويل بالديون لعملياتها، فإن تعهدات المديونية ستقيد الإنفاق غير المثالي، وتضع الشركة تحت مراقبة أكبر من جانب المقرضين (Gul and Tsui, 1998). وفي ذات السياق، أشار (Jensen, 1986) إلى أن ارتفاع مستوى الديون في هيكل التمويل قد يؤدي إلى تخلي المديرون عن إهدار التدفقات النقدية الحرة في مشروعات ذات صافى قيمة حالية سالبة، مما ينعكس إيجاباً على الأداء المالي للشركة. وفي ذات السياق كشفت دراسة (Fosu, 2013) عن وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي وأداء الشركة مع افتراض نظرية تكلفة الوكالة. وعلى النقيض مما سبق، يرى (Myers, 1977)، أن زيادة الرفع المالي قد يدفع الإدارة إلى التصرف بالشكل الذى يحقق مصلحة الملاك، وذلك من خلال التخلي عن مشروعات ذات صافى قيمة حالية موجبة. فالشركات التى يتزايد لديها مستوى الرفع المالي يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين والمقرضين، نظراً لأن المساهمين فى هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الاستثمارات، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل المخاطر إلى المقرضين (أبو سالم وبسيونى، ٢٠١٨).

العلاقة بين تخليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

وفي ضوء الحجج المتضاربة السابق ذكرها، فضلاً عن إختلاف بيانات تطبيق الدراسات السابقة، مما يصعب معه تعميم النتائج على البيئة المصرية. تعتبر الدراسة الحالية موضع أهمية في البيئة المصرية. وفي ضوء ما سبق يتم تطوير الفرضية التالية لتحديد تأثير تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، ومن ثم يمكن صياغة فرضية البحث الثانية على النحو التالي:

الفرضية الثانية: يوجد أثر معنوي لتعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي

وبعد توفير دعم اختباري أسهم في تطوير فرضيات البحث الحالي، يقوم الباحثان في القسم التالي (الثاني) بتصميم البحث وصياغة النماذج الملائمة لاختبار هذه الفرضيات.

القسم الثاني

تصميم البحث

٢.١. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (٢٠١٦ - ٢٠٢١) بعد استبعاد الشركات المالية المقيدة بالبورصة والمتمثلة في قطاعي البنوك، والخدمات المالية بخلاف البنوك، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة. ويعتمد الباحثان بشأن إتمام البحث الحالي على عينة ميسرة من تلك الشركات المقيدة والحصول على المشاهدات الخاصة بمفردات هذه العينة خلال سنوات الدراسة وفقاً لمدخل (Firm- Year Observations) وذلك في ضوء عدة اعتبارات، أهمها: أن تتوافر القوائم المالية السنوية للشركات خلال فترة الدراسة، وأن تكون القوائم المالية للشركات بالعملة المصرية، وأن يكون قد تم تداول أسهم الشركات بانتظام خلال فترة الدراسة. وبلغت العينة النهائية للدراسة (٥٨١) مشاهدة موزعة على (٨) قطاعات إقتصادية غير مالية، ويوضح الجدول رقم (١) العينة النهائية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي لسوق الأوراق المالية المصرية.

العلاقة بين تحالفهذ الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعمدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

جدول رقم (١): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

إجمالي	السنوات وعدد الشركات						بيان
	٢٠٢١-٢٠١٦	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
عدد المشاهدات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
١٣١٥	٢١٨	٢١٥	٢١٨	٢٢٠	٢٢٢	٢٢٢	عدد الشركات المقيدة
(٢٨٨)	(٥٠)	(٤٥)	(٥١)	(٤٩)	(٤٧)	(٤٦)	يستبعد الشركات المالية
١٠٢٧	١٦٨	١٧٠	١٦٧	١٧١	١٧٥	١٧٦	عدد الشركات غير المالية المقيدة
٥٨١	٩٥	٩٦	٩٨	٩٨	٩٨	٩٦	عدد شركات عينة البحث
%٥٦,٥	%٥٦,٥	%٥٦,٤	%٥٨,٦	%٥٧,٣	%٥٦	%٥٤,٥	نسبة العينة إلى مجتمع البحث

٢.٢. مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتمدت الدراسة في الحصول على البيانات الفعلية التي تقدمها الشركات من خلال القوائم والتقارير المالية السنوية، والتي يتم الحصول عليها من خلال ثلاثة مصادر أساسية وهي: (١) موقع معلومات مباشر مصر: بما يتضمنه من تقارير وقوائم مالية سنوية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية. (٢) موقع شركة مصر لنشر المعلومات. (٣) موقع بورصة الأوراق المالية: بما تحويه من تقارير إفصاح إلزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، طبقاً لقواعد القيد.

٢.٣. صياغة نماذج البحث والتعريفات الإجرائية للمتغيرات

بشأن اختبار فرضيات البحث، يتم الإعتماد على نموذج تحليل للإنحدار الخطى المتعدد (Multiple Liner Regression Analysis)، حيث سيعتمد الباحثان على نموذجين للإنحدار، يتعلق النموذج الأول باختبار فرضية البحث الأولى، ويبنى على أن الأداء المالي يعد دالة في كل من تكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{الأداء المالي} = \text{دالة (تكاليف الوكالة + المتغيرات الضابطة)}$$

العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار الأول على النحو المبين بالمعادلة رقم (١):

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssTurn_{it} + \beta_2 FSize_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 growth_{it} + \beta_6 Divid_{it} + \beta_7 Crisis_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

بينما يتعلق النموذج الثاني باختبار فرضية البحث الثانية، ويبنى على أن الأداء المالي يعد دالة في كل من التفاعل بين (تعهدات المديونية * تكاليف الوكالة)، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

الأداء المالي = دالة (تعهدات المديونية * تكاليف الوكالة + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار الثاني على النحو المبين بالمعادلة رقم (٢):

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssTurn_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 LEV_{it} * AssTurn_{it} + \beta_4 FSize_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 growth_{it} + \beta_8 Divid_{it} + \beta_9 Crisis_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots(2)$$

حيث:

- FP_{it} : الأداء المالي للشركة (i) عن الفترة (t).
- $AssTurn_{it}$: معدل دوران أصول الشركة (i) في الفترة (t).
- $FSize_{it}$: حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- CFO_{it} : التدفقات النقدية التشغيلية لإجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- LEV_{it} : الرافعة المالية (المديونية) بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- $LEV_{it} * AssTur$: تفاعل الرفع المالي المالية ومعدل دوران أصول الشركة (i) في الفترة (t).
- n_{it} : (t).
- Age_{it} : عمر الشركة (i) خلال الفترة (t).
- $growth_{it}$: نمو مبيعات الشركة (i) عن الفترة (t).
- $Divid_{it}$: توزيعات الأرباح للشركة (i) خلال الفترة (t).
- $Crisis_{it}$: الأزمات التي مرت بها الشركة (i) خلال الفترة (t).
- $\beta_1 - \beta_9$: معاملات المتغيرات المدرجة بالنماذج.
- ϵ_{it} : الخطأ العشوائي

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

المتغيرات		التعريف الإجرائي للمتغيرات
اسم المتغير	رمز المتغير	
المتغير التابع: الأداء المالي		
ROA _{it}	العائد على الأصول	لأغراض التحليل الأساسي سيتم الاعتماد في قياس الأداء المالي على معدل العائد على الأصول، حيث يعتبر من أكثر المؤشرات المحاسبية للأداء استخداماً من قبل الدراسات السابقة. ويتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب كما يظهر بقائمة الدخل على إجمالي الأصول في نهاية الفترة t. ولأغراض تحليل حساسية النتائج سيتم الاعتماد على معدل العائد على حقوق الملكية، والذي يتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب كما يظهر بقائمة الدخل على إجمالي حقوق الملكية في نهاية الفترة t (Hoang et al., 2019).
المتغير المستقل: تكاليف الوكالة		
AssTurn _{it}	معدل دوران الأصول	وسوف يعتمد الباحثان في قياس تكاليف الوكالة على نسبة استخدام الأصول (المبيعات السنوية إلى إجمالي أصول الشركة ؛ في نهاية الفترة t) (أبوسالم، ٢٠١٩؛ Hoang et al., 2019; Ain et al., 2020 كميّاس عكسي لتكاليف الوكالة، حيث يعبر معدل دوران الأصول على كفاءة استغلال الأصول من جانب الإدارة، وبناء عليه فارتفاع معدل دوران الأصول يعكس تكاليف وكالة منخفضة، وعلى النقيض من ذلك فإنخفاض معدل دوران الأصول يعكس تكاليف وكالة عالية).
المتغير المنظم:		
LEV _{it}	الرفع الم (المديونية)	نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة ؛ في نهاية الفترة t.
المتغيرات الضابطة:		
FSIZE _{it}	حجم الشركة	اللو غاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة ؛ في نهاية الفترة t.
CFO _{it}	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول	يقاس بنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي أصول الشركة ؛ في نهاية الفترة t.
Growth _{it}	نمو المبيعات	يقاس بنسبة (مبيعات الفترة t – مبيعات الفترة t-1) / مبيعات الفترة t-1.
Divid _{it}	توزيعات الأرباح	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا قامت الشركة بتوزيع أرباح، والقيمة (٠) بخلاف ذلك.
Age _{it}	عمر الشركة	يتم قياسه باللو غاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمل منذ تاريخ تأسيس الشركة (i) حتى نهاية الفترة (t) (Hoang et al., 2019).
Crisis _{it}	الازمات	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في فترة الأزمات مثل أزمة كورونا، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (عنوان وبركات، ٢٠٢٤).

العلاقة بين تحاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعمدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

٢.٤. مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نموذج البحث

تعرف المتغيرات الضابطة Control Variables بأنها تلك المتغيرات التي من المحتمل أن تؤثر على المتغير التابع، والقدرة على تفسير نتائج البحث (أبوالعز، ٢٠٢٢: ٦٦). وقد تم التعامل مع المتغيرات الضابطة من خلال إدخالها في تصميم البحث، لعزل أثرها عن أثر المتغير المستقل في البحث. ويعرض الباحثان في الجزء التالي المتغيرات الضابطة التي تم إضافتها إلى تصميم البحث الحالي، ومبررات إضافتها: ويوضح الجدول رقم (٣) المتغيرات الضابطة ومبررات إضافتها إلى نماذج الدراسة الحالية.

جدول رقم (٣)

المتغيرات الضابطة ومبررات إضافتها

المتغير	مبررات إضافته
حجم الشركة	يرى (Watts and Zimmerman, 1978) أن الشركات كبيرة الحجم ربما تواجه تكاليف سياسية أكبر مقارنةً بالشركات الصغيرة، وذلك بسبب وجود متابعة وتفحص أكثر من قبل المستثمرين والمحللين الماليين. توجد دراسات سابقة عديدة مثل: (Marashdeh, 2014; Topal and Doğan, 2014; Darko et al., 2016) تدعم وجهة النظر السابقة، حيث اختبرت العلاقة بين حجم الشركة وأدائها المالي، وتوصلت إلى علاقة موجبة بينهما. توجد دراسات سابقة مثل: (Mousa and Desoky, 2012; Emile et al., 2014) تدعم وجهة النظر السابقة، حيث اختبرت العلاقة بين حجم الشركة وأدائها المالي، وتوصلت إلى علاقة سالبة بينهما.
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية لإجمالي الأصول	تم إضافة هذا نسبة التدفقات النقدية لإجمالي الأصول كمتغير ضابط في ضوء ما أشارت إليه نتائج دراسات سابقة حول العلاقة المتوقعة بينه وبين الأداء المالي، فقد أظهرت نتائج دراسة (Frank and James, 2014) والتي أجريت على قطاع المستشفيات والإعلام بنيجيريا أن العلاقة بين التدفق النقدي وصافي الدخل موجبة ودالة احصائياً. وعلى نحو مماثل وفي سوق الأوراق المالية النيجيرية، أجريت دراسة (Ogbonnaya et al., 2016) وأظهرت نتائجها أن التدفق النقدي التشغيلي له تأثير موجب معنوي على الأداء المالي للبنوك. ومن ناحية أخرى، يمكن أن يكون للتدفق النقدي تأثير سلبي على الكفاءة التشغيلية. حيث أشارت دراسة (Hong et al., 2012) على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من (٢٠٠٦-٢٠١١). وعلى نحو مماثل أشارت دراسات (Watson and Wells, 2005 ; Mazloom et al., 2013) إلى وجود تأثير سالب للتدفقات النقدية على الأداء المالي للشركات.
نمو المبيعات	تم استخدام نمو المبيعات كمتغير ضابط في الدراسة الحالية اتفاقاً مع ما ذهبت إليه الدراسات السابقة للتحكم في "نطاق عمليات" الشركة، والذي قد يؤثر على أنشطة إدارة الشركة وأداء الشركة. وقد أشارت دراسات سابقة أن لنمو المبيعات تأثير موجب ومعنوي على أداء الشركة (Abor 2007; Ahmed et al., 2023) ومن المتوقع أن يكون له نتيجة مماثلة في الدراسة الحالية.

العلاقة بين تحاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعديلات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

المتغير	مميزات إضافته
عمر الشركة	تم استخدام عمر الشركة كمتغير ضابط في علاقته بالأداء المالي من قبل دراسات سابقة عديدة، جادلت بعضها بوجود علاقة موجبة بين عمر الشركة وأداء الشركة (Ibhagui and Olokoyo, 2018; Ahmed et al., 2023). وعلى النقيض مما سبق لاحظت دراسات أخرى وجود علاقة سلبية (Dawar, 2014; Li et al. 2019; Ahmed et al., 2023).
توزيعات الأرباح	تحتل سياسة توزيع الأرباح دورًا رئيسيًا في الإدارة المالية للمنظمة وتعمل كآلية للسيطرة على الانتهازية الإدارية، حيث أن قيام الشركات بدفع أرباح الأسهم لتقليل التدفقات النقدية الحرة يعزز من أداء الشركة، لأن المديرين سيكون لديهم تدفق نقدي أقل وبالتالي تجنب الاستثمارات دون المستوى الأمثل، وقد استهدفت دراسة (Yegon et al., 2014) التحقق من العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وربحية الشركة والاستثمار وربحية السهم. تم استخراج بيانات الدراسة من التقرير السنوي لعينة من (٩) شركات تصنيع كينيا. تم إخضاع هذه البيانات لتحليل الانحدار باستخدام برنامج e-view وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين سياسات توزيع الأرباح وربحية الشركة، والاستثمارات، وربحية السهم (Yegon et al., 2014). وعلى نحو مماثل أشارت نتائج دراسة (Amidu, 2007) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين وسياسة توزيع الأرباح. كما أشارت نتائج دراسة (Howatt, 2009) إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية ونسبة توزيع الأرباح، وقد خلصت النتائج أيضًا إلى أن التغيرات الإيجابية في توزيعات الأرباح ترتبط بالتغيرات المستقبلية الإيجابية في متوسط أرباح الأسهم. كذلك أظهر (Nissim & Ziv 2001) أن التغيرات بالزيادة في توزيعات الأرباح كانت مرتبطة بشكل مباشر بالزيادات المستقبلية في الأرباح في كل من السنتين التاليتين لتغير توزيعات الأرباح.
الآزمات	للتكيف مع بيئة الأعمال، تلتزم المنظمات باستراتيجيات إدارية قادرة على إزالة آثار الأحداث السلبية، وتحويل نفسها إلى منظمات مرنة. باستخدام تحليل الانحدار لتقييم فعالية وأداء ٣٤ شركة سياحة ونقل مدرجة في بورصة رومانيا للأوراق المالية في الفترة (٢٠٢٢-٢٠٢٠) من خلال اختبار تأثير الرفع المالي على الأداء المالي. ثم ركز على تحديد آثار الآزمات الأخيرة (الآزمة المالية العالمية ٢٠٠٧-٢٠٠٨ وجائحة كوفيد-١٩) على الأداء المالي. وقد أشارت النتائج إلى أن المؤشرات التي شملتها الدراسة سجلت انخفاضات كبيرة لفترة أزمة كوفيد-١٩ مقارنة بفترة الآزمة المالية العالمية (Neacșu & Georgescu, 2024). كما بحثت دراسة (Ahmad et al., 2023) في تأثير الآزمة المالية العالمية (٢٠٠٧-٢٠١٠) على الأداء المالي وغير المالي لشركات FTSE350 في المملكة المتحدة. وقد اختبرت فرضيات الدراسة باستخدام بيانات عن الفترة من ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠١٨ عبر ٣٥١ شركة في المملكة المتحدة. أظهرت النتائج أن الأداء المالي قد انخفض خلال فترة الآزمة المالية.

وبعد الإنهاء من تصميم الدراسة الاختبارية، يقوم الباحثان في القسم التالي (الثالث) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية، تحليل إرتباط، ونتائج تحليل الإنحدار التي تم التوصل إليها تمهيداً لاختبار فرضيات الدراسة الحالية.

العلاقة بين تحاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

القسم الثالث

تحليل النتائج

٣.١. إحصاءات وصفية

يعرض جدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث الحالي، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
المتغير التابع: الأداء المالي						
معدل العائد على الأصول (ROA _{it})	٥٨١	-٠,٣٨٤٣	٠,٥٢٨٠	٠,٠٤٥٧	٠,٠٣٣٦	٠,٠٩٠٧
المتغير المستقل: تكاليف الوكالة						
معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})	٥٨١	٠,٠٠٠	٩,٣٧٩٥	٠,٦٩٥٦	٠,٥٥٢١	٠,٨٥٢٥
المتغيرات الضابطة:						
نسبة التدفقات النقدية للأصول (CFO _{it})	٥٨١	-٠,٤٢٨٤	٠,٥٦٣٢	٠,٠٤٠٦	٠,٠٢٣٥	٠,١١٨٥
حجم الشركة (FSIZE _{it})	٥٨١	١٥,٦٦٧٨	٢٤,٤٤٥٤	٢٠,٣٦٧٥	٢٠,٤١٩٢	١,٦٨٠٣
نمو المبيعات (Growth)	٥٨١	-٣,٧٨٨٣	٢١,٣٥٠٥	٠,٢٣١٥	٠,٠٦٨٤	١,٣٨٣٨
توزيعات الأرباح (DIVID _{it})	٥٨١	٠	١	٠,٥٥	١	٠,٤٩٨
عمر الشركة (AGE _{it})	٥٨١	١,٧٩١٨	٤,٨٩٠٣	٣,٤٦٦٦	٣,٤٩٦٥	٠,٥٤١٢
الأزمات (Crisis _{it})	٥٨١	٠	١	٠,٣٣	٠	٠,٤٧٠
المتغيرات المعدلة (المنظمة):						
الرفع المالي (LEV _{it})	٥٨١	٠,٠٠٠	٠,٩٩٤٦	٠,٤٣٧٤	٠,٤٣٩٨	٠,٢٤٣٣

يلاحظ على الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) الخاصة بـ **بمتغير العائد على الأصول (ROA)**، على مستوى شركات عينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (-٠,٣٨٤٣ ، ٠,٥٢٨٠) وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٠٤٥٧ وهذا يشير إلى طول المدى بين عينة شركات الدراسة، وإنحراف معياري قدره ٠,٠٩٠٧ تقريباً. أما المتغير المستقل

فقد تبين أن تكاليف الوكالة (Agency Cost) معبراً عنها بمعدل دوران الأصول على مستوى شركات العينة يتراوح بين (٠,٠٠٠, ٩,٣٧٩٥)، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٦٩٥٦، وهذا يشير إلى طول المدى بين عينة شركات الدراسة، وإنحراف معياري قدره ٠,٨٥٢٥ تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط حجم شركات العينة باللوغاريتم الطبيعي يبلغ ٢٠,٣٦٧٥ تقريباً. بينما يبلغ متوسط الرفع المالي على مستوى العينة ٤٣,٧٤% تقريباً. أما نمو المبيعات فإنه يتراوح بين (٣,٧٨٨٣، ٢١,٣٥٠٥) وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٢٣١٥ تقريباً، وإنحراف معياري قدره ١,٣٨٣٨ تقريباً. أما عن نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول فقد بلغت في المتوسط ٠,٠٤٠٦.

كما تبين من الإحصاءات الوصفية أن ٥٥% من شركات العينة قد أجرت توزيعات نقدية للأرباح، كما تبين أن ٣٣% من مشاهدات شركات العينة قد تعرضت لأزمة تتعلق بجائحة كورونا وهو ما يعكس الفترة من (٢٠١٩ - ٢٠٢١).

٣.٢. تحليل الارتباط

يهتم تحليل الارتباط بإيجاد اتجاه وقوة العلاقة بين متغيرين أو ظاهرتين. ويعرض الجدول رقم (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) للعلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية، حيث تعد تلك المصفوفة بمثابة الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج الدراسة الحالية. وتظهر مصفوفة ارتباط بيرسون على مستوى شركات عينة الدراسة، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، أن الإزدواج الخطي لا يمثل مشكلة في الدراسة الحالية، حيث إن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية (معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج الدراسة (٠,٣٤) وذلك بين متغيري الرفع المالي وحجم الشركة.

وتظهر نتائج تحليل ارتباط بيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١%) بين

الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول وكل من (معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة، حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، وتوزيعات الأرباح). كما يوجد ارتباط موجب ومعنوي عند ٥% بين العائد على الأصول وعمر الشركة، وارتباط سالب ومعنوي عند ١% بين العائد على الأصول والرفع المالي للشركة.

وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١%) بين معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة وكل من (عمر الشركة، الرفع المالي، وتوزيعات الأرباح)، كما يوجد ارتباط موجب ومعنوي عند ٥% بين معدل دوران الأصول والتدفقات النقدية التشغيلية للأصول. كما يوجد ارتباط موجب ومعنوي عند مستوى ١% بين حجم الشركة وكل من (التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، توزيعات الأرباح، عمر الشركة، والرفع المالي). ووجود ارتباط موجب ومعنوي عند ١% بين التدفقات النقدية التشغيلية للأصول وتوزيعات الأرباح. وجود ارتباط سالب ومعنوي عند مستوى ٥% بين الأزمات ونمو المبيعات، وموجب ومعنوي عند مستوى ٥% بين عمر الشركة وكل من (توزيعات الأرباح، الأزمات)، كما يوجد ارتباط موجب ومعنوي عند ١% بين عمر الشركة والرفع المالي.

العلاقة بين تحالفية الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعمدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

بيانات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)
المعادن على الأصول (ROA _{it})	١								
معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})	**٠,١٨٠	١							
حجم الشركة (FSIZE _{it})	**٠,٢٢٢	٠,٠٢٨	١						
التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})	**٠,٣٨٠	*٠,١٠٤	**٠,١٣٨	١					
نمو المبيعات (Growth _{it})	٠,٠٤٠	٠,٠٣٤	٠,٠٠٧	٠,٠٣٤	١				
توزيعات الأرباح (DIVID _{it})	**٠,٣٩١	**٠,١٩١	**٠,٢٧٥	**٠,٢٧٤	٠,٠١٢	١			
عمر الشركة (AGE _{it})	**٠,٠٨٤	**٠,١١٩	**٠,١٧٠	٠,٠٢٩	٠,٠٣٤	*٠,١٠٥	١		
الازمات (Crisis _{it})	٠,٠٧٦	٠,٠٣٧	٠,٠٥١	٠,٠١١	*٠,٠٩١	٠,٠٢٨	*٠,٠٩١	١	
الرفع المالي (Lev _{it})	**٠,١٣٦	**٠,٢٥٢	**٠,٣٤٢	٠,٠٦٢	٠,٠٣٨	٠,٠٢٣	**٠,١٩١	٠,٠٠٧	١

** الارتباط دال عند مستوى معنوية ١٪

* الارتباط دال عند مستوى معنوية ٥٪

٣.٣. اختبار فرضيات البحث

اعتمد الباحثان بشأن اختبار فرضيات الدراسة الحالية على نموذجين للإنحدار الخطي المتعدد، كما سبق الإشارة في القسم السابق، وذلك بهدف الوقوف على تأثير تكاليف الوكالة، على الأداء المالي، والأثر التفاعلي لـ (الرفع المالي * تكاليف الوكالة) على الأداء المالي. وقد اعتمد الباحثان بشأن تقدير معالم هذه النماذج على طريقة المربعات الصغرى ("Ordinary Least Squares" OLS)، حيث تتميز المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات، أي أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

ومن الإفتراضات المهمة التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة، وذلك لأنه في حالة وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة، فإنه سيكون من المتعذر الحصول على القيم العددية لتقديرات معالم نموذج الإنحدار. بالإضافة إلى ذلك فإن الأخطاء المعيارية للتقديرات ستكون كبيرة جداً (∞)، وفي هذه الحالة لا يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى (عنانى، ٢٠١١). لذا، استعان الباحثان بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation

”VIF“ Factor) للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطي في نماذج الدراسة الحالية خطيرة أم لا. وقد توصل الباحثان إلى أن درجة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج الدراسة الحالية منخفضة. ويمكن عرض نتائج تحليل الانحدار التي توصل إليها الباحثان بشأن نموذجي الدراسة السابق صياغتها في القسم السابق، على النحو التالي:

٣.٣.١. اختبار الفرضية الأولى

قام الباحثان بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار الأداء المالي (معدل العائد على الأصول) على تكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة. **تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)** معنوية نموذج الانحدار الخطي للأداء المالي معبراً عنه بـ (معدل العائد على الأصول) على مجموعة المتغيرات المفسرة (معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦) أن قيمة (R^2) المعدلة لانحدار معدل العائد على الأصول على كل من (معدل دوران الأصول، والمتغيرات الضابطة) تعادل (٠,٢٥١)، وهو ما يعنى أن (معدل دوران الأصول، والمتغيرات الضابطة) تفسر ٢٥,١٪ من التباين في معدل العائد على الأصول لشركات عينة البحث.

العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعديلات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل انحدار الأداء المالي (ROA_{it}) على معدل دوران الأصول والمتغيرات الضابطة

العائد على الأصول (ROA _{it})				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
***,003	3,011-	0,043	0,130-	ثابت الانحدار (Constant)
***,009	2,635	0,004	0,010	معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})
***,003	2,980	0,002	0,006	حجم الشركة (FSIZE _{it})
***,000	7,543	0,029	0,217	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})
0,248	1,156	0,002	0,003	نمو المبيعات (Growth _{it})
***,000	6,595	0,007	0,047	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
0,559	0,585	0,006	0,004	عمر الشركة (AGE _{it})
*0,070	1,812-	0,007	0,013-	الأزمات (Crisis _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10٪، حيث إن (Sig. < 0.10)				
عدد المشاهدات (N) = 580			قيمة (R ²) المعدلة = 0,251	
دلالة اختبار (F) = ***0,000			قيمة (F) المحسوبة = 28,795	

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦) وجود علاقة موجبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية 1٪ بين معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، وهذا يعني وجود علاقة سالبة معنوية بين تكاليف الوكالة والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، تظهر نتائج هذه الدراسة أن ارتفاع تكاليف الوكالة يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي. معنى ذلك أن صراعات الوكالة يترتب عليها ارتفاع تكاليف الوكالة، بحيث يمكن أن يؤدي ارتفاع تكاليف الوكالة إلى تقليل الأداء المالي. وتتسق تلك النتيجة مع فرضية الإنتهازية الإدارية (أبو سالم، ٢٠١٩)، بمعنى سعي الإدارة لتحقيق منافعها الذاتية حتى ولو كان ذلك ضاراً بمصالح المساهمين، كما أن ارتفاع تكاليف الوكالة هي إنعكاس لزيادة صراعات وتضاربات الوكالة. وهذا

يعني أن الإدارة لن تتصرف بالشكل الذي يحقق مصلحة الملاك، وإذا تعارضت مصلحة الأصيل مع مصلحة الوكيل في أي موقف قرارى، فإن الوكيل سيقدم مصلحته الذاتية على مصلحة الأصيل، كما أنه من المحتمل أن يسيء المديرون استخدام موارد الشركة وأنهم سيخفضون قيمة تلك الموارد.

ويتضح للباحثان أن تلك النتيجة تدعم فرضية البحث الأولى "ترتبط تكاليف الوكالة عكسياً بالأداء المالي". وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسات سابقة مثل: (KHUYEN, 2021; Wijaya, 2021)، كما تختلف عن نتائج دراسات مثل: (Baykara and Baykara, 2021; Gusni et al., 2021). كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦) وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين (حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، وتوزيعات الأرباح) والعائد على الأصول، وعلاقة سالبة معنوية عند ١٠% بين الأزمات التي قد تمر الشركة (كجائحة كورونا المتعلقة بفترة الدراسة) والعائد على الأصول. كما يتضح للباحثان عدم معنوية أثر كل من (نمو المبيعات، وعمر الشركة) على العائد على الأصول.

٣.٣.٢. اختبار الفرضية الثانية

تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذج الانحدار الخطى للأداء المالي معبراً عنه بالعائد على الأصول على مجموعة المتغيرات المفسرة المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * معدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) أن قيمة (R^2) المعدلة الخاصة بانحدار الأداء المالي معبراً عنه بالعائد على الأصول على كل من (المتغير التفاعلي، والمتغيرات الضابطة) تعادل (٠,٣١٧)، وهو ما يعنى أن (المتغير التفاعلي، والمتغيرات الضابطة) فى معادلة الانحدار تفسر ٣١,٧% من التباين فى الأداء المالي لشركات عينة البحث.

العلاقة بين تحالف بنك الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل إنحدار الأداء المالي (ROA_{it}) على التفاعل بين (تعهدات المديونية (الرفع المالي) * معدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة

العائد على الأصول (ROA _{it})				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
***,٠٠٠	٥,٢٧٩-	٠,٠٤٣	٠,٢٣٠-	ثابت الانحدار (Constant)
***,٠٠٠	٥,٢٧٧	٠,٠١٢	٠,٠٦٢	معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})
***,٠٠٠	٥,٣٣٠	٠,٠٠٢	٠,٠١١	حجم الشركة (FSIZE _{it})
***,٠٠٠	٦,٠٤٦	٠,٠٢٨	٠,١٧١	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})
٠,١٦٩	١,٣٧٦	٠,٠٠٢	٠,٠٠٣	نمو المبيعات (Growth _{it})
***,٠٠٠	٦,٠٣١	٠,٠٠٧	٠,٠٤٢	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
٠,١٨٦	١,٣٢٥	٠,٠٠٦	٠,٠٠٨	عمر الشركة (AGE _{it})
**٠,٠٣٣	٢,١٣٧-	٠,٠٠٧	٠,٠١٤-	الأزمات (Crisis _{it})
***,٠٠٠	٣,٥٠١-	٠,٠١٧	٠,٠٥٩-	الرفع المالي (Lve _{it})
***,٠٠٠	٣,٩٧٢-	٠,٠١٨	٠,٠٧١-	الرفع المالي * معدل دوران الأصول (AssTurn _{it} * Lev _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)				
عدد المشاهدات (N) = ٥٨٠			قيمة (R ²) المعدلة = ٠,٣١٧	
دلالة اختبار (F) = ***٠,٠٠٠			قيمة (F) المحسوبة = ٣٠,٨٧١	

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧) وجود علاقة سالبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية ١٪ بين المتغير التفاعلي (الرفع المالي * معدل دوران الأصول) والأداء المالي معبراً عنه بالعائد على الأصول. وهذا يعني وجود علاقة موجبة معنوية عند ١٪ بين المتغير التفاعلي (الرفع المالي * تكاليف الوكالة) والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول. ويتضح للباحثان أن تلك النتيجة تدعم فرضية البحث الثانية "يوجد أثر معنوي لتعهدات المديونية (الرفع المالي)

على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي. ويمكن تفسير ذلك بأنه عندما تعتمد الشركة على التمويل بالديون لعملياتها، فإن تعهدات المديونية ستقيد الإنفاق غير المثالي، وتضع الشركة تحت مراقبة أكبر من جانب المقرضين (Gul and Tsui, 1998). كما أن ارتفاع مستوى الديون في هيكل التمويل قد يؤدي إلى تخلي المديرون عن إهدار التدفقات النقدية الحرة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما ينعكس إيجاباً على الأداء المالي للشركة. وتتفق تلك النتيجة مع دراسات (Mitra and Naik, 2021; Sdiq and Abdullah, 2022; Ahmed et al., 2023) وتختلف عن ما أشارت إليه دراسة (Kalash, 2019).

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧) وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين كل من (حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، توزيعات الأرباح) والأداء المالي معبراً عنه بالعائد على الأصول. كما توجد علاقة سالبة معنوية عند مستوى ١% بين كل من تعهدات المديونية (الرفع المالي) والعائد على الأصول. وعلاقة سالبة معنوية عند ٥% بين الأزمات والعائد على الأصول. وعدم معنوية العلاقة بين كل من (نمو المبيعات، وعمر الشركة) والعائد على الأصول.

٣.٤. تحليل حساسية النتائج

في هذا الجزء من البحث يقوم الباحثان بتحليل لحساسية النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي السابق عرضه، ويتناول تحليل الحساسية تأثير التغيير في التعبير عن التعريفات الإجرائية لبعض متغيرات البحث. وينصب تحليل حساسية النتائج في الدراسة الحالية على الأداء المالي حيث سيتم إعادة التعبير عن الأداء المالي بمعدل العائد على حقوق الملكية بدلاً من معدل العائد على الأصول، وبيان أثر ذلك على نتائج اختبار فرضيات البحث، وذلك على النحو التالي:

٣.٤.١. تحليل حساسية نتائج اختبار الفرضية الأولى

قام الباحثان بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار الأداء المالي (معدل العائد على حقوق الملكية) على

العلاقة بين تحالف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعدد المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طالع الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

تكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة. تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٨) معنوية نموذج الانحدار الخطي للأداء المالي معبراً عنه بـ (معدل العائد على حقوق الملكية) على مجموعة المتغيرات المفسرة (تكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٨) أن قيمة (R^2) المعدلة لنموذج انحدار الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية على كل من تكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٠٧)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار (معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة، والمتغيرات الضابطة) تفسر ٢٠,٧٪ من التباين فى معدل العائد على حقوق الملكية لشركات عينة الدراسة.

جدول رقم (٨)

نتائج تحليل انحدار الأداء المالي (ROE_{it}) على معدل دوران الأصول والمتغيرات الضابطة

العائد على حقوق الملكية (ROE _{it})				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
***,٠٠٠	٣,٨٧٩-	٠,٠٨٥	٠,٣٣٠-	ثابت الانحدار (Constant)
***,٠٠٠	٣,٧٨٦	٠,٠٠٨	٠,٠٢٩	معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})
***,٠٠١	٣,٢٨٧	٠,٠٠٤	٠,٠١٣	حجم الشركة (FSIZE _{it})
***,٠٠٠	٥,١٠٦	٠,٠٥٧	٠,٢٨٩	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})
٠,٤٠٨	٠,٨٢٩	٠,٠٠٥	٠,٠٠٤	نمو المبيعات (Growth _{it})
***,٠٠٠	٥,٥٦٦	٠,٠١٤	٠,٠٧٨	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
***,٠٤٢	٢,٠٣٣	٠,٠١٢	٠,٠٢٥	عمر الشركة (AGE _{it})
***,٠٣٨	٢,٠٨٥-	٠,٠١٤	٠,٠٢٩-	الأزمات (Crisis _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
عدد المشاهدات (N) = ٥٨٠			قيمة (R ²) المعدلة = ٠,٢٠٧	
دلالة اختبار (F) = ***,٠٠٠			قيمة (F) المحسوبة = ٢٢,٥٦٨	

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٨) وجود علاقة موجبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية ١٪ بين معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق المجلد الخامس عشر

الملكية. ويتضح للباحثان أن تلك النتيجة تتفق مع ما جاء في نتائج التحليل الأساسي والذي أشار إلى وجود علاقة موجبة (سالبة) بين معدل دوران الأصول (تكاليف الوكالة) والعائد على الأصول، مما يعني استقرار النتائج وعدم تأثرها بتغيير التعريف الإجرائي للأداء المالي كمتغير تابع. كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٨) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية ١% بين (حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، وتوزيعات الأرباح) والعائد على حقوق الملكية، وتتفق تلك النتيجة أيضاً مع ما جاء في التحليل الأساسي. كما توجد علاقة معنوية عند ٥% موجبة بين عمر الشركة والعائد على حقوق الملكية، وسالبة بين الأزمات التي قد تمر بها الشركة (كجائحة كورونا) والعائد على حقوق الملكية. كما يتضح للباحثان عدم معنوية تأثير نمو المبيعات على معدل العائد على حقوق الملكية.

٣.٤.٢. تحليل حساسية نتائج اختبار الفرضية الثانية

قام الباحثان بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار الأداء المالي (معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية) على كل من المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والمتغيرات الضابطة. تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٩) معنوية نموذج الانحدار الخطي وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٩) أن قيمة (R^2) المعدلة الخاصة بانحدار معدل العائد على حقوق الملكية على كل من المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢١٠)، وهو ما يعني أن المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والمتغيرات الضابطة تفسر ٢١٪ من التباين في معدل العائد على حقوق الملكية لشركات عينة البحث.

العلاقة بين تحالف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

جدول رقم (٩)

نتائج تحليل إندار الأداء المالي (ROE_{it}) على التفاعل بين (تعهدات المديونية
(الرفع المالي * معدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة

العائد على حقوق الملكية (ROE _{it})				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
***,000	3,709-	0,089	0,331-	ثابت الانحدار (Constant)
***,003	3,028	0,024	0,073	معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})
***,000	2,800	0,004	0,012	حجم الشركة (FSIZE _{it})
***,000	4,628	0,008	0,269	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})
0,397	0,847	0,000	0,004	نمو المبيعات (Growth _{it})
***,000	0,091	0,014	0,079	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
*,006	1,916	0,012	0,023	عمر الشركة (AGE _{it})
***,033	2,142-	0,014	0,029-	الازمات (Crisis _{it})
0,111	1,098	0,030	0,006	الرفع المالي (Lve _{it})
***,047	1,987-	0,037	0,073-	الرفع المالي * معدل دوران الأصول (AssTurn _{it} * Lev _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)				
عدد المشاهدات (N) = ٥٨٠			قيمة (R ²) المعدلة = 0,210	
دلالة اختبار (F) = ***,000			قيمة (F) المحسوبة = ١٨,١١٧	

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٩) وجود علاقة سالبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥٪ بين المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية. ويتضح للباحثان أن تلك النتيجة تتفق مع ما جاء في التحليل الأساسي الذي تم عرضه بالجدول رقم (٧)، وهو ما يعني استقرار النتائج. كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٩)

العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طالع الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية ١% بين كل من (حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، توزيعات الأرباح) والأداء المالي معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية وهذه النتائج تتفق أيضاً مع ما جاء في التحليل الأساسي على النحو المبين بالجدول رقم (٧). كما توجد علاقة سالبة معنوية عند مستوى ٥% بين الأزمات (جائحة كورونا) والعائد على حقوق الملكية، وعلاقة موجبة معنوية عند ١٠% بين عمر الشركة والعائد على حقوق الملكية. وعدم معنوية العلاقة بين كل من (نمو المبيعات، والرفع المالي) والعائد على حقوق الملكية.

بعد الإنتهاء من اختبار فرضيات البحث، ومناقشة وتفسير النتائج، يعرض الباحثان ملخص لنتائج اختبار الفرضيات بالجدول رقم (١٠)

جدول رقم (١٠)

ملخص نتائج اختبار فروض البحث

النتيجة	نص الفرضية	الفرضيات	
قبول	ترتبط تكاليف الوكالة عكسياً بالأداء المالي	الأولى	التحليل
قبول	يوجد أثر معنوي لتعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي	الثانية	الأساسي
قبول	ترتبط تكاليف الوكالة عكسياً بالأداء المالي	الأولى	تحليل
قبول	يوجد أثر معنوي لتعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي	الثانية	الحسابية

٣.٥. تحليلات إضافية

يستهدف الباحثان في هذا الجزء دراسة واختبار أثر تكاليف الوكالة على الأداء المالي المستقبلي، كذلك تحديد أثر تعهدات المديونية (معبراً عنها بالرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة (كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} ، وقد قام الباحثان باستخدام نموذج انحدار لإختبار أثر تكاليف الوكالة (كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) على الأداء المالي المستقبلي، والذي تم صياغته على النحو المبين بالمعادلة رقم (١):

العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعديلات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السيد حسن سالم بلال

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 AssTurn_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 FSize_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 growth_{it} + \beta_7 Divid_{it} + \beta_8 Crisis_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

بينما تم اختبار أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة (كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والأداء المالي المستقبلي، بالاعتماد على نموذج للانحدار والذي تم صياغته على النحو المبين بالمعادلة رقم (٢):

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 AssTurn_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LEV_{it} * AssTurn_{it} + \beta_5 FSize_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 growth_{it} + \beta_9 Divid_{it} + \beta_{10} Crisis_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

حيث:

- ROA_{it+1} : العائد على أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t+1).
- ROA_{it} : العائد على أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- $AssTurn_{it}$: معدل دوران أصول الشركة (i) في الفترة (t).
- $FSize_{it}$: حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- CFO_{it} : التدفقات النقدية التشغيلية لإجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- LEV_{it} : الرفع المالي (المديونية) بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- $LEV_{it} * AssTurn_{it}$: تفاعل الرفع المالي ومعدل دوران أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- Age_{it} : عمر الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- $growth_{it}$: نمو مبيعات الشركة (i) عن الفترة (t).
- $Divid_{it}$: توزيعات الأرباح للشركة (i) خلال الفترة (t).
- $Crisis_{it}$: الأزمات التي مرت بها الشركة (i) خلال الفترة (t).
- $\beta_1 - \beta_{10}$: معاملات المتغيرات المدرجة بالنماذج.
- ϵ_{it} : الخطأ العشوائي

٣.٥.١. نتائج تحليل انحدار الأداء المالي المستقبلي (ROA_{it+1}) على تكاليف الوكالة والمتغيرات الضابطة

قام الباحثان بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار الأداء المالي (معدل العائد على الأصول) على

العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعمدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

تكاليف الوكالة (كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول)، والمتغيرات الضابطة. تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١١) معنوية نموذج الانحدار الخطي للأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA_{t+1}) على مجموعة المتغيرات المفسرة (تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١١) أن قيمة (R^2) المعدلة الخاصة بانحدار معدل العائد على الأصول (ROA_{t+1}) على كل من تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٠٤)، وهو ما يعنى أن (تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول، والمتغيرات الضابطة) فى معادلة الانحدار تفسر ٢٠,٤٪ من التباين فى معدل العائد على الأصول لشركات عينة البحث.

جدول رقم (١١)

نتائج تحليل انحدار الأداء المالي (ROA_{it+1}) على معدل دوران الأصول والمتغيرات الضابطة

العائد على الأصول (ROA _{it+1})				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
*.٠٧٣	١,٧٩٨-	٠,٠٦٢	٠,١١٢-	ثابت الانحدار (Constant)
**٠,٠١٨	٢,٣٧٣	٠,٠٠٦	٠,٠١٥	معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})
***٠,٠٠٠	٨,٣٨٣	٠,٠٦٣	٠,٥٢٨	العائد على الأصول (ROA _{it})
**٠,٠٤٩	١,٩٧٠	٠,٠٠٣	٠,٠٠٦	حجم الشركة (FSIZE _{it})
***٠,٠٠٠	٤,١٢٧	٠,٠٤٤	٠,١٨٠	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})
*٠,٠٩٨	١,٦٥٦	٠,٠٠٤	٠,٠٠٥	نمو المبيعات (Growth _{it})
*٠,٠٥٧	١,٩٠٦	٠,٠١١	٠,٠٢٠	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
٠,٤٨٢	٠,٧٠٤-	٠,٠٠٩	٠,٠٠٦-	عمر الشركة (AGE _{it})
٠,٧٣٦	٠,٣٣٧-	٠,٠١٢	٠,٠٠٤-	الأزمات (Crisis _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)				
عدد المشاهدات (N) = ٤٨٥			قيمة (R ²) المعدلة = ٠,٣٠٥	
دلالة اختبار (F) = ***٠,٠٠٠			قيمة (F) المحسوبة = ٢٧,٥٦٦	

تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١١) وجود علاقة موجبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥% بين معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA_{it+1}). وتتفق تلك النتيجة مع النتائج الموضحة بالجدول رقم (٦) بمعنى وجود علاقة موجبة معنوية بين معدل دوران الأصول كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة والأداء المالي الحالي والمستقبلي، كما تشير النتيجة إلى الدور المعنوي لمعدل دوران الأصول في التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول.

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١١) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية ١% بين كل من (العائد على الأصول ROA_{it} ، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} ، وعلاقة موجبة معنوية عند ٥% بين حجم الشركة و الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} ، وعند ١٠% بين (نمو المبيعات، وتوزيعات الأرباح) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} . وعدم معنوية تأثير (عمر الشركة، الأزمات) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1}

٣.٥.٢. نتائج تحليل انحدار الأداء المالي المستقبلي (ROA_{it+1}) على كل من المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة

تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٢) معنوية نموذج الانحدار الخطي للأداء المالي معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA_{it+1}) على مجموعة المتغيرات المفسرة المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٢) أن قيمة (R^2) المعدلة الخاصة بانحدار الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA_{it+1}) على كل من

العلاقة بين تحالفات الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طلال الدين هتولي & د/ السيد حسن سالم بلال

المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٣٠٤)، وهو ما يعنى أن (المتغير التفاعلي، والمتغيرات الضابطة) فى معادلة الانحدار تفسر ٣٠,٤٪ من التباين فى الأداء المالي لشركات عينة البحث.

جدول رقم (١٢)

نتائج تحليل إنحدار الأداء المالي على التفاعل بين (تعهدات المديونية (الرفع المالي) * معدل دوران الأصول) والمتغيرات الضابطة

العائد على الأصول (ROA _{it+1})				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
**٠,٠٣٦	٢,١٠٠-	٠,٠٦٧	٠,١٤٠-	ثابت الانحدار (Constant)
٠,٢٥٣	١,١٤٤	٠,٠١٩	٠,٠٢٢	معدل دوران الأصول (AssTurn _{it})
***٠,٠٠٠	٧,٤٩٥	٠,٠٦٧	٠,٥٠٤	العائد على الأصول (ROA _{it})
**٠,٠٢٢	٢,٢٩٥	٠,٠٠٣	٠,٠٠٧	حجم الشركة (FSIZE _{it})
***٠,٠٠٠	٤,٠١٧	٠,٠٤٤	٠,١٧٧	التدفقات النقدية التشغيلية للأصول (CFO _{it})
*٠,٠٩٣	١,٦٨٣	٠,٠٠٣	٠,٠٠٥	نمو المبيعات (Growth _{it})
*٠,٠٦٧	١,٨٣٣	٠,٠١١	٠,٠٢٠	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
٠,٥٩٠	٠,٥٤٠-	٠,٠٠٩	٠,٠٠٥-	عمر الشركة (AGE _{it})
٠,٧١٠	٠,٣٧٣-	٠,٠١٢	٠,٠٠٤-	الأزمات (Crisis _{it})
٠,٣٥٢	٠,٩٣٣-	٠,٠٢٦	٠,٠٢٤-	الرفع المالي (Lve _{it})
٠,٨٠٩	٠,٢٤٢-	٠,٠٢٩	٠,٠٠٧-	الرفع المالي * معدل دوران الأصول (AssTurn _{it} * Lev _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)				
عدد المشاهدات (N) = ٤٨٥			قيمة (R ²) المعدلة = ٠,٣٢٣	
دلالة اختبار (F) = ***٠,٠٠٠			قيمة (F) المحسوبة = ٢٢,١٧٦	

تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٢) عدم معنوية العلاقة بين معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA_{it+1})، كذلك عدم معنوية العلاقة بين المتغير التفاعلي (تعهدات المديونية معبراً عنها بالرفع المالي * تكاليف الوكالة كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} . كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٢) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية ٥% بين حجم الشركة والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} . كما تظهر النتائج وجود علاقة موجبة معنوية عند ١% بين كل من (العائد على الأصول ROA_{it} ، التدفقات النقدية التشغيلية للأصول) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} . أيضاً توجد علاقة موجبة معنوية عند ١٠% بين كل من (نمو المبيعات، توزيعات الأرباح) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بالعائد على الأصول ROA_{it+1} .

في هذا القسم تعرض الباحثان لنتائج التحليل الأساسي للدراسة، كذلك تم التحقق من درجة استقرار النتائج التي تم توصل إليها من خلال تحليل حساسية النتائج، إلى جانب القيام بتحليلات إضافية، ويعرض الباحثان في القسم التالي (الرابع) خلاصة البحث والدراسات المستقبلية.

القسم الرابع خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

٤.١. خلاصة البحث

تبحث هذه الدراسة فيما إذا كان لتكاليف الوكالة تأثير على الأداء المالي، بالإضافة إلى دراسة واختبار أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على تلك العلاقة. وتحقيقاً لهدف البحث واختبار فرضياته، اعتمد الباحثان على نموذج الانحدار المتعدد، وباستخدام عينة مكونة من ٥٨١ مشاهدة خلال الفترة من (٢٠١٦ - ٢٠٢١م)، وبعد ضبط تأثير كل من (حجم الشركة، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للأصول، نمو المبيعات، توزيعات الأرباح، عمر الشركة، الأزمات) على الأداء المالي.

وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين معدل دوران الأصول الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، أو وجود علاقة سالبة معنوية بين تكاليف الوكالة (كمقياس عكسي لمعدل دوران الأصول) والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول. كما أشارت النتائج إلى وجود أثر سالب معنوي للتفاعل بين (تعهدات المديونية * معدل دوران الأصول) على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، وهو ما يعني أن تعهدات المديونية (الرفع المالي) قد أستطاعت أن تحد من الإنتهازية الإدارية لصراعات الوكالة على الأداء المالي للشركات معبراً عنه بالعائد على الأصول. وقد قام الباحثان بتحليل لحساسية النتائج المتحصل عليها من التحليل الأساسي، وذلك بالإعتماد في قياس الأداء المالي للشركات على معدل العائد على حقوق الملكية بدلاً من معدل العائد على الأصول، وقد جاءت نتائج تحليل الحساسية متفقة مع ما أشارت إليه نتائج التحليل الأساسي، مما يعبر عن استقرار النتائج المتحصل عليها. وكتحليل إضافي، قام الباحثان باختبار أثر تكاليف الوكالة على الأداء المالي المستقبلي (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول)، كذلك اختبار أثر تعهدات المديونية (الرفع المالي) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي (معبراً عنه بالعائد على الأصول) وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين معدل دوران الأصول والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل

العائد على الأصول، إلى جانب عدم معنوية التفاعل بين (تعهدات المديونية * معدل دوران الأصول) والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول. وتساهم الدراسة الحالية في مجموعة البحوث التي تدرس تصورات أصحاب المصالح لآثار تكاليف الوكالة على الأداء المالي ومن ثم قيمة الشركة. والدور المنظم لتعهدات المديونية (الرفع المالي) على تلك العلاقة.

٤.٢. الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يرى الباحثان أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- دراسة واختبار أثر العنصر النسائي في مجلس الإدارة على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- دراسة واختبار أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- إجراء دراسة مقارنة عن تكاليف الوكالة والأداء المالي بكل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة للقطاع العام.
- دراسة واختبار أثر الثقة الإدارية المفروطة للمدير التنفيذي على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- دراسة واختبار أثر حجم مكتب المراجعة وفترة المراجعة على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- دراسة واختبار أثر التخصص الصناعي للمراجع على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- استخدام مقاييس مختلفة لتكاليف الوكالة مثل: نسبة المصروفات التشغيلية إلى المبيعات، ونسبة التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول، وذلك لتحليل مدى حساسية النتائج التي تم الوصول إليها في الدراسة الحالية.

- دراسة واختبار أثر الصدمات المالية (ارتفاع معدل التضخم، ارتفاع معدل الفائدة) على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.
- دراسة واختبار العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: مقارنة بين الشركات كبيرة الحجم، وصغيرة ومتوسطة الحجم.
- دراسة واختبار أثر حوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي.

قائمة المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

- أبو العز، محمد السعيد. (٢٠١٥). موضوعات في المحاسبة الإدارية. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد. (٢٠١٩). التحليل المحاسبي للقوائم المالية منهج معاصر. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد. (٢٠٢٢). مناهج وطرق البحث في العلوم الاجتماعية- مع تطبيقات في المحاسبة والإدارة والاقتصاد. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد. (٢٠١٩). تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٣(٤): ٦٥-١.
- أبو سالم، سيد سالم محمد؛ بسيوني، سارة عبد الحميد. (٢٠١٨). تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية - دراسة اختبارية. مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١(١): ٢٤١-٣٥٤.
- علوان، محمد فؤاد محمد؛ بركات، محمد خالد سعيد. (٢٠٢٤). أثر الملكية الحكومية على العلاقة بين حجم الشركة والتجنب الضريبي. مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٤٦(١): ٥٣٩-٥٨٢.
- عناني، محمد عبد السميع. (٢٠١١). التحليل القياسي والاحصائي للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS. الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021a). Capital structure and firm performance: Evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2), 379– 398. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00344-5>
- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021b). *Capital structure and firm performance: A panel causality test*. Munich Personal RePEc Archive (MPRA). <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/105871/>
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms. *The journal of risk finance*, 8(4), 364-379.
- Ahmad, N., Mobarek, A., & Raid, M. (2023). Impact of global financial crisis on firm performance in UK: Moderating role of ESG, corporate governance and firm size. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167548.
- Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hågen, I. (2023). The relationship between capital structure and firm performance: The moderating role of agency cost. *Risks*, 11(6), 102.
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Usman, M., & Haris, M. (2020). Female directors and agency costs: evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2019-0818>
- Akway, I. D., & Ramadan, M. M. (2019). The Role of Audit Quality in Reducing Agency Costs and Cost of Equity Capital-An Empirical Study on Companies listed in the Egyptian Stock Exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 3(2), 51-96.
- Ali, A. (2013). Effect of capital structure on the performance of firms: Evidence from Pakistan and Indian stock market. *IOSR Journal of Business and Management*, 12(6), 83-93.
- Ali, M. (2018). Impact of corporate governance on firm's financial performance (A comparative study of developed and non-developed markets).

- Economic Research*, 2(1), 15–30. <https://doi.org/10.29226/TR1001.2018.7>
- Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock Exchange? *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 104 – 112
- Anis, W., Imtiaz, I., & Qamar, H. (2022). Impact Of Financial Leverage On Firm Performance With Moderating Role Of Corporate Governance Index: In Light Of Agency Theory. *Webology*, 19(3).
- Baykara, S., & Baykara, B. (2021). The impact of agency costs on firm performance: an analysis on BIST SME firms. *PressAcademia Procedia*, 14(1), 28-32.
- Berger, A. N., & Di Patti, E. B. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- DABBOUSSI, M. (2024). Does Debt Structure Explain the Relationship between Agency Cost of Free Cash Flow and Dividend Payment? Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Risk and Financial Management*, 17: 223. <https://doi.org/10.3390/jrfm17060223>
- Darko, J., Aribi, Z. A., & Uzonwanne, G. C. (2016). Corporate governance: the impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the performance of listed companies on the Ghana stock exchange. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 16(2), 259-277.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

- Emile, R., Ragab, A., & Kyaw, S. (2014). The effect of corporate governance on firm performance, evidence from Egypt. *Asian Economic and Financial Review*, 4(12), 1865-1877.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The quarterly review of economics and finance*, 53(2), 140-151.
- Frank, B. P.; James, O. K. (2014), Cash flow and corporate performance: A study of selected food and beverages companies in Nigeria. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2 (7), 77-87.
- Gangeni, C. (2016). *The relationship between capital structure and the financial performance of the firm* (Master Thesis, Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria).
- Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (1997). A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 219-237.
- Gusni, T., Ameldinata, N. N. A., Sugiarto, S. F. R., Gunawan, S., & Nisa, Z. (2021). The Effect of Leverage, Agency Cost and Firm Size on Firm Value. *Psychology & Education*, 58(1), 6214-6221.
- Hoang, L. D., Tuan, T. M., van Tue Nha, P., Long, T. P., & Phuong, T. T. (2019). Impact of agency costs on firm performance: Evidence from Vietnam. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 10(2), 294–309. <https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.15>
- Hong, Z.; Shuting, Y.; Meng, Z. (2012), Relationship between free cash flow and financial performance evidence from the listed real estate companies in China. *IPCSIT*, 36, 331-335.
- Howatt, B. (2009). Dividends, earnings, volatility and information. *Applied Financial Economics*, 19(7), 551 – 562.

- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57-82.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Management*, 3(4): 305-360.
- Kalash, İ. (2019). Firm leverage, agency costs and firm performance: An empirical research on service firms in Turkey. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 8(1), 624-636.
- Kaluarachchi, D. G. P., Fernando, A. A. J., & Mallawarachchi, R. (2021). The relationship between financial leverage and the performance of Sri Lankan listed manufacturing companies. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 7/4, 99-118.
- Kanagaretnam, K., Mathieu, R., & Shehata, M. (2009). Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 349-365.
- Khan, A., Mihret, D. G., & Muttakin, M. B. (2016). Corporate political connections, agency costs and audit quality. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 357-374.
- KHUYEN, N. T. V. (2021, December). Impact of Agency Costs on Business Performance of Vietnam Listed Food and Beverage Companies. In *International Conference on Emerging Challenges: Business Transformation and Circular Economy (ICECH 2021)* (pp. 89-94). Atlantis Press.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of financial Economics*, 40(1), 3-29.

- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: does credit risk make a difference?. *Managerial Finance*, 45(5), 582-601.
- Liu, X., Tang, Z., & Zhao, Y. (2022). Determinants of financial performance: An evidence from Internet finance sector. *Managerial and Decision Economics*. <https://doi.org/10.1002/mde.3451>
- Marashdeh, Z. M. S. (2014). *The effect of corporate governance on firm performance in Jordan* (Doctoral dissertation, University of Central Lancashire).
- Mazloom, A.; Azarberahman, A.; Azarberahman, J. (2013), The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns: some Iranian evidence. *International Journal of accounting and financial reporting*, 3 (1), 24.
- Mitra, P. K., & Naik, O. (2021). Debt Financing and Agency Cost on Profitability: Are Real Estate Firms' Performance in India Getting Affected?. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 17(1-2), 43-56.
- Mousa, G. A., & Desoky, A. M. (2012). The association between internal governance mechanisms and corporate value: Evidence from bahrain. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 8 (1), 67-91.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Neacșu, M., & Georgescu, I. E. (2024). Analysing the Impact of Crises on Financial Performance: Empirical Insights from Tourism and Transport

- Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange (during 2005–2022). *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 80.
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *The Journal of finance*, 56(6), 2111-2133.
- Nuhu, B. A., Dandago, K. I., Mohammad, L., Ado, A. B., & Abdulkarim, U. F. (2020). Impact of agency costs on financial performance of listed consumer goods companies in Nigeria. *The Journal of Management Theory and Practice (JMTP)*, 51-55.
- Nusaputra, F., & Basana, S. R. (2020). The effect of agency costs, ownership structure, signaling, investment opportunities, size, financial leverage, and profitability on dividend policy of companies listed in Indonesian stock exchange. *International Journal of Financial and Investment Studies (IJFIS)*, 1(2), 109-120.
- Ogbonnaya, A.; Ekwe, M.; Uzoma, I. (2016), Relationship of cash flow ratios and financial performance of listed banks in emerging economies–Nigeria example. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 4 (4), 89-97.
- Quang, X., and Xin, W. Z. (2014). The impact of ownership structure and capital structure on financial performance of Vietnamese firms. *International Business Research*, 7(2), 64-71.
- Rashid Khan, H. ur, Khidmat, W. Bin, Hares, O. Al, Muhammad, N., & Saleem, K. (2020). Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(7), 154. <https://doi.org/10.3390/jrfm13070154>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.

- Savitri, E. (2018). Relationship between family ownership, agency costs towards financial performance and business strategy as mediation. *Business: Theory and Practice*, 19(1999), 49–58. <https://doi.org/10.3846/btp.2018.06>
- Sdiq, S. R., & Abdullah, H. A. (2022). Examining the effect of agency cost on capital structure-financial performance nexus: empirical evidence for emerging market. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2148364
- Solomon, J., and Solomon, A., 2004, “Corporate Governance and Accountability”, John Wiley & Sons.
- Stoiljković, A., Tomić, S., Leković, B., Uzelac, O., & Ćurčić, N. V. (2024). The Impact of Capital Structure on the Performance of Serbian Manufacturing Companies: Application of Agency Cost Theory. *Sustainability*, 16(2), 869. <https://doi.org/10.3390/su16020869>
- Topal, Y., & Dogan, M. (2014). Impact of board size on financial performance: The case of BIST manufacturing industry. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 5(4), 74-79.
- Watson, J.; Wells, P. A. (2005), The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns: Some Australian Evidence. *Available at SSRN 815365*.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, 112-134.
- Wijaya, H. (2021). Agency Cost, Financial Performance, And Women in Board of Commissioners. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(4), 945-954.
- Yegon, C., Cheruiyot, J., Sang, J., Cheruiyot, P. K., Kirui, J., & Rotich, J. (2014). Effects of dividend policy on firm's financial performance: Econometric analysis of listed manufacturing firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 136-144.