



## " أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالي للشركات المدرجة بالبورصة المصرية "

### " The impact of agency cost on the financial performance of companies listed on the Egyptian Stock Exchange "

م.م/على المتولى على المتولى الدبل  
معهد الدلتا العالى لنظم المعلومات الادارية والمحاسبية

#### المستخلص :

تهدف الدراسة إلى التعرف على أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالي للشركات المدرجة بالبورصة المصرية , ولتحقيق هذا الهدف تم قياس مؤشر تكلفة الوكالة من خلال المعادلة التالية :  
( معدل دوران الأصول , نسبة مصروفات التشغيل ) ، في حين تم استخدام معدل العائد على الأصول ، والعائد على حقوق الملكية ليعبر عن الاداء المالي للشركات ، كما تم إدخال متغيرات رقابية ( حجم الشركة ، نسبة المديونية ، معدل النمو للمبيعات ) . طبقت الدراسة على (65) شركة خلال الفترة من (2017 – 2021) ، وقام الباحث بإستخدام المنهج الوصفي ، واختبار تحليل الارتباط في برنامج التحليل الاحصائي SPSS لاختبار فرضيات البحث ، و وضحت النتائج أنه يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول والأداء المالي مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية ، وكما يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل والأداء المالي مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية ، كما أوصى الباحث بضرورة مراقبة ملاك لشركات لمستوى تكاليف الوكالة للاطمئنان على تصرفات المديرين وان استخدامهم للرفع المالي يكون من اجل خلق الفرص الاستثمارية وبما يعود على مصلحة المساهمين ، ضرورة توفير افصاح كافي عن التدفقات النقدية والذي من شأنه طمأنة المستثمر حول قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها ، مما يعزز قدرتها على السداد .

الكلمات المفتاحية :- تكلفة الوكالة –الأداء المالي-معدل العائد على الأصول-معدل العائد على حقوق الملكية-حجم الشركة –الرفع المالي-معدل نمو المبيعات – نسبة مصروفات التشغيل – معدل دوران الأصول- إجمالي الالتزامات (الديون).

#### Abstract :

The study aims to identify the impact of agency cost on the financial performance of companies listed on the stock exchange To achieve this goal, the agency cost index was measured through the following equation:

( Asset turnover rate, operating expenses ratio ), while the rate of return on assets and return on equity were used to express the financial performance of companies, and control variables were introduced (company size, debt ratio, growth rate of sales). The study was applied to (65) companies during the period from (2017 - 2021), and the researcher used the descriptive approach, and tested the correlation analysis in the statistical analysis program SPSS to test the research hypotheses, and the results showed that there is a statistically significant effect on the asset turnover rate and financial performance as measured measured by (ROA, ROE) for companies listed on the Egyptian Stock Exchange. There is also a statistically significant effect of the operating expense ratio and financial performance measured by (ROA, ROE) for companies listed on the Egyptian Stock Exchange. The researcher also recommended the need for owners of companies to monitor the level of agency costs to ensure the actions of managers and Their use of financial leverage is in order to create investment opportunities and in the interest of shareholders. It is necessary to provide adequate disclosure of cash flows, which would reassure the investor about the company's ability to meet its obligations, which enhances its ability to repay.

## المقدمة :

تعد تكاليف الوكالة من أهم المواضيع لدى ادارة الشركات لأن إدارة النقدية هي السبب الرئيسي فى تحديد نجاح او فشل اى مشروع , فعلى الشركة ان تراقب حركة ومصادر نقديتها وإدارتها بالكيفية التى تحقق اهداف ملاكها , وتعد ادارة النقدية بشكل عام واحدة من اهم الامور الواجب على الادارة متابعتها , وذلك لدورها الفعال وأهميتها فى مساعدة تلك الادارة فى اداء اعمالها سواء من خلال دورها فى ترك انطباع جيد عن الشركة عند الايفاء بالالتزامات فى الوقت المحدد , أو من خلال مساعدتها فى إستثمار الفرص الاستثمارية والتي ستعكس بالإيجاب على تخفيض تكاليف الوكالة , وجاء البحث ليسلط الضوء على اثر تكلفة الوكالة فى الاداء المالى وعن كفاءة مديرى الشركات فى استغلال التدفقات النقدية هل تم استغلالها لمصلحتهم الشخصية ام لمصلحة الملاك .

وقد شهدت السنوات الأخيرة تطويراً فى الشركات ودخول العديد من المستثمرين فى هذه الشركات , وأصبح الملاك غير قادرين على إدارة شركاتهم بأنفسهم , مما أدى إلى تفويض الملاك لأشخاص غيرهم لإدارة اعمال تلك الشركات مقابل رواتب ومكافآت مادية معينة , وبالتالي انفصلت ملكية الشركات عن إدارتها وظهر ما يعرف بنظرية الوكالة التى تقوم على أساس العلاقة بين الوكيل والموكل . فى هذا الصدد أشار (Brush, et al, 2000) بأن نظرية الوكالة تقوم أساسها على ثلاثة مقدمات، الأولى أن هدف الإدارة هو تعظيم ثروته الشخصية بدلاً من ثروة المساهمين ، والثانية المصلحة الذاتية للإدارة يحفز من عدم الكفاءة فى وجود التدفقات النقدية الحرة, حيث أشار ( Jensen, 1986) أن وجود التدفقات النقدية الحرة داخل الشركة يخلق نزاعات بين الشركاء لأن كل واحد منهم يسعى لاستخدام هذه التدفقات النقدية للحفاظ على فائدته أو لخدمة مصالحه الخاصة. واقترح كذلك أن وجود تدفقات نقدية حرة داخل الشركة لا يمكن أن يولد مشاكل كبرى فى الوكالة عندما يتم توزيعه على أصحاب المصلحة كأرباح الأسهم أو عن طريق استرداد قيمة الأوراق المالية ، أو توزيعها على دائني الشركة ( Lachheb, et al , 2017 ) أما المقدمة الثالثة فهي تتمثل فى تكبد تكاليف الوكالة على عبء حملة الأسهم بسبب الادارة الرشيدة , وهذا ما أكده Jensen, 1976 ( ) وذلك بسبب الاستخدام الداخلي المسرف لموارد الشركة باعتبار الإدارة تمتلك مزيداً من التحكم فى عملية صنع القرار ، ويستند التعويض والمكافآت إلى كمية التدفقات النقدية الناتجة ، تميل الإدارة إلى الاستثمار فى مشاريع تحقق عوائد سلبية بدلاً من توزيع الأموال النقدية على المساهمين، وبالتالي فإن مشكلة الوكالة ستحدث ( Khidmat, et.al, 2014 ). وبذلك يكون الاثار المترتبة على هذه المشكلة – الوكالة – هو أنه من الطبيعي سيؤثر على الاداء المالى للشركة بالسلب ( Chung, 2005 ) .

## أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

وظهر التدفق النقدى الحر لأول مرة فى ادبيات محاسبية والمالية وكان الهدف هو قياس النقدية التى تولدها التدفقات النقدية التشغيلية بحدها الاعلى خلال المدة التى يمكن توزيعها على المساهمين او استثمارها دون التأثير فى النمو المستقبلى للمنشأة ( سالم وخشارمة , 2007 ) , وأكد ( Jensen, 1986 ) أن التدفق النقدى الحر متهم بالسبب الرئيسى الذى جعل عائد الاستثمار فى الشركات أقل من معدل العائد المطلوب فى الثمانينيات ، كما أكد ( Brush et al, 2000 ) فى دراسته بأن ضعف حوكمة الشركات تسبب فى عدم الكفاءة فى تخصيص التدفقات النقدية الحر لأن مجلس إدارة الشركة كان موجهاً نحو السياسات لصالح مصلحة الإدارة على حساب ثروة حملة الأسهم، وأجرى ( Zhblow and Al 2012 ) دراسة على عينة من الشركات خلال الفترة من (2006–2010) لمعرفة العلاقة بين التدفق النقدى الحر والأداء المالى من أجل تحسين قرار التمويل للمديرين والمستثمرين ، وأظهرت الدراسة أن التدفق النقدى الحر للشركة يرتبط ارتباطاً سلباً بالأداء المالى ، فى حين قامت دراسة ( Muthusi, 2013 ) لمعرفة أثر التدفق النقدى الحر على الربحية فى الشركات وتوصلت إلى أن التدفق النقدى الحر كان له تأثير إيجابى وكبير على الربحية ، بينما توصلت دراسة ( Heydari et al, 2014 ) إلى وجود علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالى ، وبذلك جاء البحث لمعرفة التدفق النقدى الحر وأثره على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

### مشكلة البحث :

إن الغرض الرئيسى من المشاريع هو السعى نحو تحقيق نمو مستمر لها يمكن مساهميتها من زيادة ثروتهم إلى أعلى قدر ممكن ( Wang,2010 ) , ونتيجة للعلاقة التعاقدية بين المالكين والمديرين , والتى تقوم على أساس نظرية الوكالة . أدى ذلك إلى زيادة تكاليف الوكالة بشكل يؤثر على أداء الشركة بسبب كبر حجمها ومن هنا نشأت مشكلة التعارض فى المصالح التى تشير إلى عدم الاستخدام الأمثل لموارد الشركة ( Michalskia, 2015 ) .

وبناء على ماسبق , وبالرغم من الأهمية العلمية للعلاقة بين الأداء المالى و تكلفة الوكالة , وفى ظل الندرة النسبية للدراسات لهذا الموضوع الحيوى والهام , جاء هذا البحث إلى التعرف على تكلفة الوكالة وأثرها على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

وبهذا فان مشكلة الدراسة تتبلور فى السؤال الاتى :

هل هناك أثر لتكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟

والذى يشمل : ما هو أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى المتمثل فى ( ROA - ROE ) ؟

الدراسات السابقة :

دراسة ( الغصين والموصي، 2013 ) بعنوان " أهمية مقاييس التدفقات النقدية في إتخاذ القرار

الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية " دراسة تطبيقية "

بحنت هذه الدراسة إختبار أثر التدفق النقدى الحر المتاح للمنشأة والملكية , وتكلفة الوكالة على قيمة الشركة ,

وقد أجريت الدراسة على الشركات الصناعية والخدمية فى بورصة عمان خلال الفترة من

2010م إلى 2014م , حيث بلغ عددها 139 منها 107 شركة صناعية , و 49 شركة خدمية , واعتمد الباحث

على المنهج الوصفى التحليلى حيث استخدم تحليل الانحدار المشترك Pooled Data Regression

للبينات المقطعية Cross Sectional واستخدم البرنامج الاحصائى E-Views لاختبار الفرضيات ,

وتحقيق أهداف الدراسة التى يسعى إليها , توصلت نتائج الدراسة إلى : هناك علاقة طردية نو دلالة إحصائية

بين كلاً من التدفق النقدى الحر المتاح للمنشأة والملكية مع قيمة الشركة , كما أوضحت مؤشرات قياس تكلفة

الوكالة ( معدل دوران الاصول – نسبة المصروفات الادارية والعمومية إلى المبيعات ) هناك علاقة نو دلالة

احصائية مع قيمة الشركة , ولا توجد علاقة بين نسبة المصاريف التشغيلية الى المبيعات وقيمة الشركة . هذا

وقد أوصت الدراسة على :- ضرورة العمل على تبنى المستثمرين والمحللين الماليين مقياس التدفق النقدى

الحر كمقياس بجانب المقاييس الاخرى لتقييم اداء الشركات - ضرورة ان يهتم مستخدمى القوائم المالية

بالتدفق النقدى الحر والعمل على توفير معلومات كافية عن التدفق النقدى الحر وضرورة الافصاح الاختيارى

دراسة ( ياسر أحمد عبد , 2016 ) بعنوان " أثر التدفق النقدى الحر وتكاليف الوكالة على قيمة الشركة "

قدمت هذه الدراسة مقياساً جديداً لتكلفة الوكالة للملكية ممثلاً فى المخاطرة غير المنتظمة باعتبارها مخاطرة

مرتبطة بالشركة , كما اقترحت الدراسة نموذجاً لتفسير تكلفة الوكالة للملكية من خلال مجموعتين الاولى :

هى دوافع مشكلة الوكالة بين الملاك والمديرين ( عدم تماثل المعلومات , انفصال الملكية عن الادارة ) و

الاخرى : تتمثل فى تأثير السياسات المالية ( استثمار وتمويل وتوزيعات ) على تكلفة الوكالة للملكية . وتم

تطبيق النموذج على ( 40 ) شركة مصرية من خلال تحليل الانحدار المتعدد وبالاعتماد على بيانات سوقية

ومحاسبية فى صورة متوسطات خلال خمس سنوات من ( 2000 – 2004 ) , وأشارت النتائج الى أن هناك

ثلاثة متغيرات لها تأثير معنوى على تكلفة الوكالة للملكية فى الشركات المصرية وكلاً من درجة عدم تماثلية

المعلومات ونسبة التمويل بالديون ادى الى زيادة تكلفة الوكالة للملكية , من ناحية اخرى فان مشكلة (

الاستثمار اكبر مما يجب ) تؤدى الى تخفيض تكلفة الوكالة للملكية على عكس ما هو متوقع .

دراسة ( Gideon et al, 2018 ) بعنوان :-

**" Free Cash Flow and Firm's Growth An Empirical Investigation of Nigerian Quoted Non- Financial Firms "**

جاءت الدراسة تقيس الدراسة تأثير التدفق النقدي الحر على نمو الشركات الغير مالية فى نيجيريا, تم استخدام المنهج التحليلي , ومن ثم الحصول على بيانات الشركات لخمس سنوات من عام 2012 م الى 2016 م , واستخدم تحليل الارتباط وتحليل اختبار F , واعتمد اساليب تحليل السلاسل الزمنية للكشف عن نتائج الدراسة , و أظهرت نتائج الدراسة أن : هناك تأثير سلبي للتدفق النقدي الحر على معدل النمو للشركات , حيث ان التدفق النقدي الحر له قدرة على تآكل احتمالية نمو الشركات المدرجة ببورصة نيجيريا , وبناء على ذلك فقد أوصت الدراسة بأن تسعى الشركات لتقليل التدفق النقدي الحر , والتركيز على صافي القيمة الحالية القابلة للتطبيق , وتخفيض تكاليف التشغيل , وزيادة معدل الدوران , وبناء عليه تحقيق نمو أفضل من حيث التغير فى اجمالى الاصول .

دراسة ( Khidmat & Rehman, 2014 ) بعنوان :- " أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على أداء الشركة "

اهتمت الدراسة بفحص أثر التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة على الاداء المالى للشركات المدرجة فى سوق باكستان , وغطت الدراسة فترة لمدة سبع سنوات من عام 2003 م الى 2009 م , وجاءت نتائج الدراسة توضح أن هناك علاقة إيجابية بين التدفق النقدي الحر و الاداء المالى .

دراسة ( Wang, 2010 ) بعنوان :-

**" The Impact Of Free Cash Flows and Agency Costs On Firm Performance "**

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر كلا من العلاقة بين التدفقات النقدية وتكاليف الوكالة على اداء الشركة , حيث تم اختيار عينة مكونة من ( 505 ) شركة درجة ببورصة تاوان خلال الفترة من ( 2007 – 2002 ) , وقد تم الاعتماد على الاحصاء الوصفى وتحليل الارتباط و تحليل الانحدار المتعدد . وجاءت نتائج الدراسة توضح أن التدفقات النقدية الحرة تؤثر على تكاليف الوكالة بطرق مختلفة حيث أنها سبب لتكاليف الوكالة نتيجة الاستهلاك المفرط , وعدم بذل الجهود المطلوبة ( Shirking Behavior ) , وتوصلت أيضاً إلى أن التدفقات النقدية الحرة ناتجة عن كفاءة التشغيل الداخلى مما يؤدي الى تحسين اداء الشركة , لا سيما وأن تكاليف الوكالة لها أثر سلبي على الاداء المالى وعوائد الاسهم . والتدفقات النقدية الحرة لها أثر إيجابي على مؤشرات الأداء للشركة .

دراسة (Zahid et al, 2017) بعنوان :-

## " Relationship Between Investment and Cash Flow Under High and Low Investment Opportunities: Evidence from Pakistani Manufacturing Firms "

هدفت الدراسة الى التعرف على العلاقة بين الإستثمار والتدفق النقدي في ظل فرص الاستثمار ذات المستويات العالية والمنخفضة : بالتطبيق على شركات التصنيع الباكستانية , قامت الدراسة بقياس اثر العلاقة بين التدفق النقدي والاستثمار في ظل فرص الاستثمار العالية والمنخفضة للشركات الغير مالية , حيث اختبرت الدراسة عدد 167 شركة خلال الفترة من عام 2004م الى 2013 م , حيث اعتمدت الدراسة المبيعات كمتغير تحكم , توصلت النتائج الى : هناك علاقة ايجابية بين التدفق النقدي والاستثمار في حالة وجود شركات ذات فرص استثمارية مرتفعة , وتكون أيضا العلاقة ايجابية ولكن غير مهمة في ظل وجود شركات ذات فرص استثمارية منخفضة . كما وضحت النتائج ايضا في ظل توافر امام الشركات فرص استثمارية عالية تعتمد في الغالب على التدفقات النقدية الداخلية , بينما عندما تتوافر أمام الشركات فرص استثمارية ضئيلة تقوم بتوزيع أرباحها كأرباح على المساهمين .

### أهداف البحث :

في ضوء مشكلة البحث , فان الهدف الرئيسي يتمثل في :

- 1- تحليل أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية ؟ وهل يختلف الاثر باختلاف المقياس المستخدم في الاداء المالى لتلك الشركات ؟
- 2- التعرف على أهمية التدفق النقدي , وكيفية استغلال المديرين له بما يحقق النفع وأهداف المساهمين ؟
- 3- الخروج ببعض التوصيات التي تساعد في ترشيد القرارات التشغيلية والادارية والمالية ؟

### أهمية البحث :

- **من الناحية الأكاديمية :-** تأتي من أهمية موضوع العلاقة بين تكلفة الوكالة والأداء المالى للشركات , كما تأتي نتائج البحث في أن الشركات محل الدراسة يمكن أن تستفيد من نتائج البحث , وذلك من خلال الكشف عن نوع العلاقة بين التدفق النقدي الحر المتاح لديها والأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية , وأن من مصلحة المساهمين تتمثل في تعظيم ثرواتهم , والذي يمكن تحقيقه من خلال إستغلال الإدارة السيولة النقدية واستثمارها في مشاريع مرحة ذو عائد مرتفع , وبالتالي سيقودهم لتحقيق أرباح رأسمالية نتيجة إرتفاع أسهمهم سوقيا .
- **من الناحية العلمية :-** تأتي في أنها ستقدم دليل عملي يوضح أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى .

## فروض البحث :-

إستناداً إلى نظريات التدفق النقدي الحر, واختبار طبيعة العلاقة بين تكلفة الوكالة والأداء المالى , تم صياغة فرضيات الدراسة , على فرضيين رئيسيين هما :-  
**الفرض الرئيسى الأول :** لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول والأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

### ولاختبار الفرض الرئيسى الأول تم اختبار الفروض الفرعية التالية :

- لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول ومعدل العائد على الأصول .
  - لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية .
- الفرض الرئيسى الثانى :** لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل والأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

### ولاختبار الفرض الرئيسى الثانى تم اختبار الفروض الفرعية التالية :

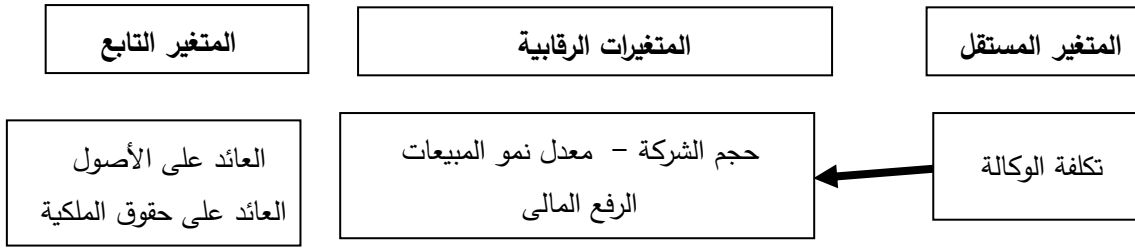
- لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل ومعدل العائد على الأصول .
  - لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل ومعدل العائد على حقوق الملكية .
- مجتمع البحث والعينة الممثلة له :-**

المجتمع العام للبحث يتكون من ( 100 ) شركة وهو عدد الشركات المدرجة بمؤشر EGX عن الفترة من ( 2017 – 2021 ) , وقام الباحث بوضع مجموعة من الإشتراطات والتي يجب توافرها فى مفردات عينة الدراسة , وهى :- أن تتداول الشركات أسهم رؤوس اموالها فى السوق المصرية خلال الفترة من ( 2017 – 2021 ) - توافر بيانات القوائم المالية ( قائمة الدخل – الميزانية العمومية ) . - قام الباحث باستبعاد الشركات التى لم تتوافر بياناتها - استبعاد قطاعات البنوك والصرافة وشركات التامين , لاختلاف طبيعة بياناتها المالية - تم استبعاد الشركات غير النشطة خلال الفترة من ( 2017 – 2021 ) .  
وبعد فحص الشروط السابقة لكل شركة أمكن تحديد العدد النهائى للمفردات محل الدراسة لتصبح ( 65 ) شركة وتعتبر هذه العينة مقبولة من الناحية الاحصائية والعلمية , وذلك للاطمئنان على نتائجها وتمثيلها لمجتمع البحث .

## أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

المتغيرات البحثية الرئيسية :-

نموذج الدراسة : يمكن عرض النموذج فى الشكل التالى : يوضح متغيرات البحث :



النماذج القياسية : لاختبار فرضيات الدراسة فإنه يمكن تكوين النماذج القياسية كالاتى :

$$ROA = \partial + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

$$ROE = \partial + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

قياس متغيرات البحث :-

اعتمد الباحث على قياس المتغيرات بالاعتماد على الدراسات السابقة , وذلك لضمان الدقة فى النتائج :

متغيرات البحث	معادلة القياس
معدل دوران الأصول	المبيعات / إجمالى الأصول
نسبة مصروفات التشغيل	نسبة مصروفات التشغيل / المبيعات
معدل النمو للمبيعات	(المبيعات الحالية - المبيعات الماضية) / المبيعات الماضية
حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لاجمالى الاصول
الرفع المالى	اجمالى الديون / اجمالى الأصول
العائد على الاصول	صافى الدخل / اجمالى الأصول
العائد على حقوق الملكية	صافى الدخل / اجمالى حقوق الملكية

أساليب التحليل الاحصائى المستخدمة فى اختبار الفروض :

إستخدم الباحث أسلوب الإحصاء الوصفى بجانب الارتباط الخطى لبيرسون , وتحليل التباين Anova , ومعامل التحديد ( R2 ) , والانحدار المتعدد ( Multi Regression Analysis ) , وذلك لإختبار التساؤلات التى قام الباحث بصياغتها .



أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

والجدول التالى يوضح نتائج التوزيع الطبيعى للمتغيرات

المتغيرات	الوسط الحسابى	الانحراف المعيارى	معامل الاختلاف	المدى	أدنى قيمة	أعلى قيمة
العائد على الأصول	.0346	.19871	.041	2.39	-1.44	.95
العائد على حقوق الملكية	.1093	.30539	.099	6.11	-3.70	2.41
حجم الشركة	9.0932	.8938	.799	4.9361	6.0473	10.9835
الرفع المالى	.3413	.3170	.101	2.95	.00	2.95
معدل نمو المبيعات	.3909	1.6816	2.828	19.01	-1.00	18.01
معدل دوران الأصول	.6784	0.798	.638	7.581	.00	7.581
نسبة مصروفات التشغيل	.2312	0.791	.626	7.528	.00	7.528

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss V20

ومن خلال نتائج الوصف الاحصائى التى توصل إليها الباحث تبين ما يلى :-

- فيما يتعلق بمتغيرات الاداء المالى جاء المتوسط الحسابى لمعدل العائد على الأصول = 0.0356. وقد يكون العائد على الاصول أكبر أو أقل من الانحراف المعيارى بمقدار 0.20271, و متوسط معدل العائد على حقوق الملكية = 0.1163 كان مرتفعا نسبيا وقد يكون العائد على حقوق الملكية أكبر أو أقل من الانحراف المعيارى بمقدار 0.31539 .

- أما ما يتعلق بالوصف الاحصائى للمتغيرات الرقابية فى نماذج الانحدار المتعدد يلاحظ أن المتوسط الحسابى لحجم الشركة بلغ ( 9.0932 ) ويلاحظ التفاوت بين أدنى قيمة وأعلى قيمة الى الإختلاف فى أحجام أصول الشركات وتحديد ما بين القطاع الذى تنتمى له كل شركة , كما بلغ المتوسط الحسابى لدرجة الرفع المالى ( 0.3413 ) وهذا يدل على ان الشركات عينة البحث تعتمد فى سياستها على التمويل بالملكية بشكل

أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

أكبر من التمويل بالدين وهو يعد أداة أساسية لتكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة , وبالنسبة لمعدل نمو المبيعات بلغ المتوسط الحسابى ( 0.3909 ) كما بلغت ادنى قيمة ( -1.00 ) و اعلى قيمة (18.01) وذلك التفاوت يرجع الى نوع القطاع الذى تنتمى له كل شركة عينة البحث , والتدفق النقدى الحر بلغت قيمة المتوسط الحسابى ( 8.0315 ) وهذا يعنى ان الشركات تمتلك فائض نقدى وجدير بالذكر ان تستغل ذلك بالدخول فى استثمارات كبيرة تحقق تدفقات نقدية اعلى .

إختبار فروض البحث :

الفرض الأول : - لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول على الأداء المالى مقاساً بالـ ( ROE – ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

	Panel A: ROA		Panel B: ROE	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
<i>Cons.</i>	-.008-	.888	-.036-	.455
<i>ATO</i>	.097	.048	.111	.025
<i>Size</i>	-.046-	.079	-.033-	.537
<i>Growth</i>	.051	.400	.055	.298
<i>Lev</i>	.164	.013	.208	.000
<b><i>Firm Fixed Effects</i></b>	<b><i>Included</i></b>		<b><i>Included</i></b>	
<b><i>R2</i></b>	<b>%28</b>		<b>%15</b>	
<b><i>F-Value</i></b>	<b>3.776</b>		<b>5.430</b>	
<b><i>Model Sig.</i></b>	<b>0.027</b>		<b>0.001</b>	
<b><i>VIF (MAX)</i></b>	<b>1.901</b>		<b>2.279</b>	
<b><i>N</i></b>	<b>325</b>		<b>325</b>	

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss V20

أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

**التعليق على النتائج :-** يتضح من الجدول السابق بالنسبة لمعدل العائد على الاصول : هناك أثر إيجابى معنوى بين تكلفة الوكالة والعائد على الاصول بمعامل ( 0.97 ) عند مستوى معنوية ( 0.048 ) أقل من 0.05 , بينما هناك أثر سلبى غير معنوى بين حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول بمعامل ( -0.046 ) بمستوى معنوية ( 0.079 ) اكبر من 0.05 , بينما معدل نمو المبيعات مرتبط باثر ايجابى غير معنوى بمعامل ( 0.051 ) بمستوى معنوية ( 0.400 ) أكبر من 0.05 , بينما هناك أثر ايجابى معنوى بين نسبة الرفع المالى و معدل العائد على الاصول بمعامل ( 0.164 ) بمستوى معنوية ( 0.013 ) أقل من 0.05 , أما بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية تبين ما يلى : هناك اثر ايجابى معنوى لمعدل دوران الأصول والعائد على حقوق الملكية عند معامل ( 0.111 ) عند مستوى معنوية ( 0.025 ) أقل من 0.05 , بينما هناك اثر سلبى غير معنوى بين حجم الشركة والعائد على حقوق الملكية بمعامل ( -0.033 ) بمستوى معنوية ( 0.537 ) أكبر من 0.05 , بينما معدل النمو هناك اثر ايجابى غير معنوى بمعامل ( 0.055 ) بمستوى معنوية ( 0.298 ) أكبر من 0.05 , بينما نسبة الرفع المالى هناك اثر ايجابى معنوى بمعامل ( 0.208 ) عند مستوى معنوية ( 0.000 ) أقل من 0.05 .

**الفرض الثانى :-** لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل على الأداء المالى مقاساً بالـ ( ROE – ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

	Panel A: ROA		Panel B: ROE	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
Cons.	0.137	0.232	0.087	0.301
OE	0.059	0.009	0.047	0.004
Size	-0.007	0.604	-	0.413
Growth	0.006	0.631	0.003	0.767
Lev	0.000	0.832	0.000	0.749
<b>Firm Fixed Effects</b>	<b>Included</b>		<b>Included</b>	
<b>R2</b>	15.70%		16.90%	
<b>F-Value</b>	2.967		2.293	
<b>Model Sig.</b>	0.009		0.049	
<b>VIF (MAX)</b>	2.253		2.253	
<b>N</b>	325		325	

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss V20

## أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

**التعليق على النتائج :** يتضح من الجدول السابق بالنسبة لنسبة مصروفات التشغيل: هناك أثر إيجابى

معنوى بين تكلفة الوكالة والعائد على الاصول بمعامل ( 0.059 ) عند مستوى معنوية ( 0.009 ) أقل من 0.05 , بينما هناك أثر سلبى غير معنوى بين حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول بمعامل (-0.007 ) بمستوى معنوية ( 0.604 ) أكبر من 0.05 , بينما معدل نمو المبيعات مرتبط باثر ايجابى غير معنوى بمعامل ( 0.006 ) بمستوى معنوية ( 0.631 ) أكبر من 0.05 , بينما هناك أثر ايجابى غير معنوى بين نسبة الرفع المالى و معدل العائد على الاصول بمعامل ( 0.000 ) بمستوى معنوية ( 0.832 ) أكبر من 0.05 , أما بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية تبين ما يلى : هناك اثر ايجابى معنوى لنسبة مصروفات التشغيل والعائد على حقوق الملكية عند معامل ( 0.047 ) عند مستوى معنوية ( 0.004 ) أقل من 0.05 , بينما هناك اثر سلبى غير معنوى بين حجم الشركة والعائد على حقوق الملكية بمعامل (-0.008 ) بمستوى معنوية ( 0.413 ) أكبر من 0.05 , بينما معدل النمو هناك اثر ايجابى غير معنوى بمعامل ( 0.003 ) بمستوى معنوية ( 0.767 ) أكبر من 0.05 , بينما نسبة الرفع المالى هناك اثر ايجابى غير معنوى بمعامل ( 0.000 ) عند مستوى معنوية ( 0.749 ) أكبر من 0.05

**نتائج البحث :**

يهتم هذا الجزء بالربط بين الفروض التى تم وضعها من قِبل الباحث , وبين النتائج التى تم التوصل إليها :

فروض البحث	نتائج البحث
لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول والأداء المالى مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .	يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول والأداء المالى مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .
لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل والأداء المالى مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .	يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل والأداء المالى مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

وبناءً عليه : نرفض الفرض الاول فيما يخص : لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول والأداء المالى مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية , و أيضا

## أثر تكلفة الوكالة على الأداء المالى للشركات المدرجة بالبورصة المصرية

نرفض الفرض الثانى الذى يقول : لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لنسبة مصروفات التشغيل والأداء المالى مقاسا بالـ ( ROE , ROA ) للشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

### التوصيات :

فى ضوء ما توصل اليه الباحث من نتائج , قام بوضع التوصيات التالية :-

- (١) زيادة الاهتمام بمفهوم التدفق النقدى الحر من قبل الشركات , كونه يعد مقياس حديث للأداء المالى و اداة مهمة من ادوات التقييم ويوصى الباحث بذكر بيانات حسابه ضمن التقارير المنشورة.
- (٢) ضرورة مراقبة ملاك الشركات لمستوى تكاليف الوكالة للاطمئنان على تصرفات المديرين وان استخدامهم للرفع المالى يكون من اجل خلق الفرص الاستثمارية وبما يعود على مصلحة المساهمين.
- (٣) توفير مزيد من الشفافية للشركات للجمهور والباحثين لتسهيل عمل دراسات اكثر عمقا ودقة فى هذا المجال الخصب .
- (٤) ضرورة اهتمام ادارات الشركات , بتوفير افصاح كافي عن التدفقات النقدية والذى من شأنه طمأنة المستثمر حول قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها , مما يعزز قدرتها على السداد .

## المراجع :

الغصين، راغب والموصمي، منال ( 2013)، " أهمية مقاييس التدفقات النقدية في إتخاذ القرار الإستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية – دراسة تطبيقية، "مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية (المجلد ( 35 ) العدد (2) , ص 207- 223.

أحمد عبد الفتاح , ياسر(2016), " أثر التدفق النقدى الحر وتكاليف الوكالة على قيمة الشركة : دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة فى بورصة عمان ", رسالة دكتوراه , كلية الدراسات العليا - جامعة العلوم الاسلامية العالمية , الأردن .

سالم , عبد الرزاق حسين , خشارمة , حسين على ( 2007 ) , المحتوى المعلومات للتدفق النقدى الحر: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية : مجلة دراسات العلوم الادارية , المجلد 34 , العدد 2 , عمان الاردن .

Brush, T. H. Philip and H. Margaretha, (2000) "The Free Cash Flow

Hypothesis for Sales Growth and Firm Perform-ance," Strategic

Management \ Journal, Vol. 21, 2000, pp. 455-472 .

Chung, R & Firth, M & Bon Kim, J (2005) "Fcf Agency Costs,

Management, And Investor Monitoring" Corporate Ownership &

Control , Vol 2, Nol 4, Pp51-61.

Gideon T. Akinleye, Odunayo M. Olarewaju and Kole S. Fajuyagbe, (2018),

"Free Cash Flow and Firms' Growth: An Empirical Investigation of

Nigerian Quoted Non-Financial Firms", Journal of Economics and

Behavioral Studies (ISSN: 2220-6140) Vol. 10, No. 3, pp. 258-267 .

Heydari, I & Mirzaeifar,M & Javadghayedi, M ( 2014 ) "Investigating The

Relationship between Free Cash Flows And Firm Performance:

Evidence from Tehran Stock Exchange" Indian J.Sci.Res, Vol.4, No,6,

Pp269-279.

Hau, Le (2017) " Free Cash Flow And Firm Performance: Evidence From

- Sectoral Levels For Vietnamese Listed Firms" International Journal Of Advanced Engineering, M
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. , 3(4), pp. 305-360 .
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review ,76(2), pp. 323-329.
- Khidmat, W & Rehman, M (2014)"The Impact Of Free Cash And Agency Costs On Firm Performance" Jourlan Financial Engineering, Vol.1 No.3 .
- Kamran, M.R & Zhao, Z & Ambreen, S (2017)" Free Cash Flow Impact On Firm's Profitability: An Empirical Indication Of Firms Listed In Kse, Pakistan " European Online Journal Of Natural And Social Sciences, Vol.6, No.1, Pp146-157
- Lachheb, A & Slim, C (2017)" The Impact Of Free Cash Flow And Agency Costs On Firm Performance" Proceedings Of Iser 56th International Conference, Rome, Italy
- Michalskia, G. (2015). Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises With Full Operating Cycle and Cash Levels, 34, pp. 461-468.
- Muthusi, P (2014) "Effects Of Free Cash Flows On The Profitability Of Five Star Hotels In Kenya" Master, University Of Nairobi, Kenya
- Nobanee, H & Abraham, J (2017) "The Impact Of Free Cash Flow, Equity Concentration And Agency Costs On Firm's Profitability" Investment Management And Financial Innovations, Vol.14, No.2
- Wang G. Y., (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. Journal of Service Science & Management, No. 3, pp. 408- 418.