

أثر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة على الربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية

دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل

The effect of ownership structure and agency costs on the profitability of French companies included in CAC40 index: Econometric study using panel models

بن سليمان سوراوية¹، بوهالي رتبية²

¹ جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، مخبر مالية محاسبة جباية وتأمين - سوق أهراس (الجزائر).

s.benslimane@univ-jijel.dz

² جامعة محمد الصديق بن يحيى، مخبر الميكاترونك - جيجل (الجزائر)، rbouhali@univ-jijel.dz

تاريخ النشر: 2022/01/09

تاريخ القبول: 2021/11/20

تاريخ الاستلام: 2021/08/21

الملخص:

تهدف هذه الدراسة لاختبار أثر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة على الربحية لعينة مكونة من 26 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2014-2018، بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث استخدم ربحية السهم كمقياس للربحية، أما المتغيرات التفسيرية فشملت هيكل الملكية ممثلة بتركز الملكية والملكية والإدارية، تكلفة الوكالة ممثلة بمعدل دوران الأصول، أظهرت النتائج وجود أثر سلبي لتركز الملكية على الربحية، ولا يوجد أثر للملكية الإدارية عليها، في حين كان لتكلفة الوكالة تأثير عكسي، أما المتغيرات الضابطة فكان لحجم لجنة المكافآت أثر سلبي على الربحية في حين كان لحجم المؤسسة أثر موجب.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية؛ تكاليف الوكالة؛ الربحية؛ بيانات بانل.

Abstract:

This study seeks to illustrate the impact of ownership structure and agency costs on profitability French institutions listed in the CAC40 index for the period 2014-2018 by test a sample of 26 companies and using panel data. Earning per share is adopted as a measure of profitability. The explanatory variables included the ownership structure represented by the concentration of ownership and administrative ownership. The results illustrate a negative impact of the concentration of ownership on profitability, and there was no effect of administrative ownership on profitability, while the agency cost had an opposite effect. As for the controlling variables, the size of the remuneration committee had a negative impact on profitability, while the size of the institution had a positive effect.

Keywords: Ownership structure, agency cost, profitability, panel data..

♦ المؤلف المرسل.

المقدمة

شغل موضوع تعظيم الربحية اهتمام الباحثين في مجال الإدارة المالية باعتباره الهدف الأساسي للمؤسسات المساهمة ومؤشر على أدائها المالي، لضمان استمرارية أنشطتها وتعظيم ثروة الملاك وجذب رؤوس أموال جديدة، لذا سلطت العديد من النظريات والدراسات التجريبية الضوء على العوامل المؤثرة في أداء المؤسسة وربحيتها، ومع زيادة المنافسة والعولمة وزيادة وعي المستثمر ازدادت الحاجة للبحث عن عوامل جديدة من شأنها تعظيم ربحية المؤسسة، ويعتبر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة من بين أهم تلك العوامل.

منذ اكتشاف (Means and Berle (1932 ظاهرة سيادة انفصال الإدارة عن الملكية في المؤسسات المعاصرة وما ترتب عليها من تشتت للملكية، خلقت هذه الظاهرة رأسمالية إدارية تركزت من خلال سيطرة الفرق الإدارية على مقدرات المؤسسات دون أية ضوابط أو رقابة من جانب حملة الأسهم، وهو الأمر الذي دفع هذه الإدارات إلى خدمة مصالحها الشخصية على حساب مصالح المساهمين، ونتج عنه تضارب في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم ترتب عليه تكاليف تسمى تكاليف الوكالة، وبالتالي فإن اختلاف أنماط هيكل الملكية قد يكون له أثر في سلوك الإدارة والقرارات التي تتخذها بما يؤثر في ربحية المؤسسة.

من هذا المنطلق جاءت هذه الدراسة لمحاولة اختبار أثر هيكل الملكية ممثلة بتركز الملكية والملكية الإدارية إضافة إلى تكاليف الوكالة على ربحية المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية: هل يوجد أثر لهيكل الملكية وتكاليف الوكالة على ربحية المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2014-2018؟

وينبثق عن هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر لتركز الملكية على ربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية للفترة 2014-2018؟
 - هل يوجد أثر للملكية الإدارية على ربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية للفترة 2014-2018؟
 - هل يوجد أثر لتكاليف الوكالة على ربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية للفترة 2014-2018؟
- في ضوء مشكلة الدراسة تم صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية وتكاليف الوكالة على ربحية المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2014-2018.

وينبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية على ربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية للفترة 2014-2018.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على ربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية للفترة 2014-2018.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة على ربحية المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤسسات CAC40 للفترة 2014-2018.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وتحليل أثر بعض أنماط هيكل الملكية (تركز الملكية، الملكية الإدارية) وتكاليف الوكالة على ربحية المؤسسات المتضمنة في مؤشر CAC40، وذلك من خلال بناء نموذج قياسي يساعد على تحديد طبيعة الأثر بين كل من تركيز الملكية، الملكية الإدارية وتكلفة الوكالة على ربحية المؤسسات المدروسة.

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتحليل العلاقة النظرية بين كل من أنماط هيكل الملكية، تكاليف الوكالة مع ربحية المؤسسات الاقتصادية مع تحليل نتائج الدراسة القياسية، كما تم استخدام نماذج البانل من خلال نموذج الانحدار المتعدد اعتمادا على البرنامج الإحصائي Gretl للوصول لنتائج الدراسة، ومن أجل تحقيق ذلك تم تقسيم هذه الدراسة إلى عدة محاور هي: تحليل أثر هيكل الملكية وتكلفة الوكالة على ربحية المؤسسات الاقتصادية، الدراسات السابقة، منهجية الدراسة، نتائج الدراسة، ومناقشة نتائج الدراسة.

1. تحليل أثر هيكل الملكية وتكلفة الوكالة على ربحية المؤسسات الاقتصادية

تعرف الربحية على أنها فعالية أداء الإدارة في تسيير الأنشطة المختلفة، على أنها مقدرة المؤسسة على توليد الأرباح، والأرباح هي مقياس لكفاءة سياسات إدارة المؤسسة الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية، وتعرف أيضا على أنها مؤشر على كفاءة توظيف رأس المال لتحقيق الربح، ويرى Pimentel & al (2005) أن الربحية هي مقياس للنجاح الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة مقارنة بالأموال المستثمرة حيث أن هذا النجاح الاقتصادي يتحدد من خلال تسجيل أرباح واسعة (خليفة، 2019، صفحة 77).

تتأثر المؤسسات بآليات مختلفة للرقابة عليها، ومن أهم هذه الآليات هيكل الملكية، وقد عرفه Jensen and Meckling (1976) بأنه "أنماط مختلفة من الملكية الموجودة داخل المؤسسة أو نسبة ملكية الأسهم التي يمتلكها المساهمون الداخليون وأصحاب الأسهم الخارجيون"، في حين عرفه Abel and Okafor (2010) بأنه: "النسبة المئوية للحصة المملوكة من قبل المديرين (الملكية الإدارية)، والمؤسسات (الملكية المؤسسية)، والحكومة (ملكية الدولة)، والمستثمرين الأجانب (الملكية الأجنبية)، والأسرة (ملكية الأسرة)" (Henryani & Kusumastuti, 2013, p. 172)، في هذا العنصر سنحاول معرفة فيما إذا كان

لأنماط هيكل الملكية وتكاليف الوكالة تأثير في على ربحية المؤسسة الاقتصادية، حيث سنركز على تأثير كل من تركيز الملكية، الملكية الإدارية، وتكلفة الوكالة على ربحية المؤسسة الاقتصادية.

1.1. تركيز الملكية والربحية

وضعت نظرية الوكالة ونظرية حقوق الملكية الأساس لتحليل العلاقة بين ربحية المؤسسات الاقتصادية وهيكل ملكيتها، ففي حالة عدم تماثل المعلومات يتوقع (1976) Jensen & Meckling أن يوفر تركيز الملكية سيطرة أفضل على المديرين التنفيذيين ومواءمة قراراتهم لصالح زيادة ربحية المؤسسة وقيمتها إلى أقصى حد، وتوجه النظرة المعاكسة لهيكل الملكية في هذا السياق الانتباه نحو تأثيرات مشكلة الوكالة الناتجة عن الجمع بين الملكية المركزة والسيطرة فحسب (1983) Fama & Jensen هذا المزيج يسمح للمساهمين المسيطرين باستخراج المزايا الخاصة من المؤسسة على حساب مساهمي الأقلية واستخدام سلطتهم للقيام بأنشطة تهدف للحصول على ربح خاص على حساب ثروة أقلية المساهمين (Arosa , Iturralde, & Maseda, 2010, p. 88). إضافة إلى إجبار كبار المساهمين المؤسسات على المخاطرة أملاً في تحقيق أرباح عالية، مما يخلق مشاكل أخلاقية لأصحاب المصلحة الآخرين كالدائنين لأنهم لا يشاركون في الحركات التصاعدية لربح المؤسسة ولكن يتأثرون بحركات الهبوط لتلك الأرباح وما يترتب عليها من مصادرة لأموالهم (Abdullah, Shah , & Khan, 2012, p. 163).

2.1 الملكية الادارية والربحية

عرّف (2014) Li and Sun الملكية الإدارية بأنها نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية (Suman, Basit, & Muhamma, 2016, p. 266)، وتنتج عن كون المدراء من المؤسسين، أو من خلال تعويضات الإدارة المرتبطة بالملكية على شكل أسهم (دخان، 2018، صفحة 34). يمكن النظر إلى الملكية الإدارية على أنها آلية داخلية لحوكمة المؤسسات التي تضبط السلوك الانتهازي للمديرين اتجاه اختيار مصادر التمويل وتوجيهه بالشكل الذي يسهم في تعظيم الثروة للمساهمين (الفضل والجبوري، 2018، صفحة 153)، حيث تشير نظرية الوكالة إلى أن تعظيم الملكية الإدارية يؤدي إلى توافق أكبر في المصالح بين المساهمين والإدارة وهو الأمر الذي يخفض إمكانية المبالغة بالأرباح بسبب التفكير المستقبلي طويل الأجل للمدراء أصحاب الأسهم، وهو ما ينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة السوقية، هذا ويعتبر احتفاظ أصحاب الملكية الإدارية بملكيتهم لفترات طويلة حفاظاً على سمعتهم إشارة جيدة على أدائهم الإيجابي مما ينعكس إيجاباً على مؤشرات أداء المؤسسة (دخان، 2018، صفحة 34) وزيادة ربحيتها.

3.1. تكلفة الوكالة والربحية

تحدد علاقة الوكالة "بعقد يشغل شخص أو أكثر يسمى الأصيل شخص آخر يسمى الوكيل لإنجاز بعض الأعمال نيابة عنه، وينطوي ذلك على تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات من الأصيل الى الوكيل (Jensen & Meckling, 1976, p. 308)، هذين الطرفين لهما مصالح شخصية مختلفة إذ يؤدي تباين تلك المصالح إلى عدم الكفاءة في الإدارة، وبالتالي يصبح ضرورة للمساهمين إيجاد طرق للرقابة على عمل الادارة وتهذيب سلوكها الانتهازي وهو ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة (Nobanee & Abraham, 2017, p. 21)، وهي تشمل تكاليف المراقبة التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف منفعتة، تكاليف البرهنة والتي تتجسد في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، إضافة إلى التكاليف الباقية التي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل. (بن عزيزة و زعيبيط، 2019، صفحة 240 241).

وفقا لـ (Shleifer and Vishny (1986 فإن تكلفة الوكالة هي أحد العوامل الحاسمة التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة (شعيب مسمح، 2018، صفحة 29)؛ ويلعب هيكل الملكية دور كبير في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تفعيل دور الرقابة وتعزيز قدرة المساهمين على عمليات المراقبة على إدارة المؤسسة ولعل أبسط ما تقدمه أنها تعمل على منع المدراء من اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحهم والتي يمكن أن تكون لها الأثر السلبي على أداء المؤسسة، كما يجب الإشارة الى أن الملكية عندما تكون مركزة على عدد قليل من المساهمين فان هذا سوف يساعد على تفعيل إجراءات أكثر صرامة (شبير، 2017، صفحة 40).

بالعودة للعلاقة بين تكاليف الوكالة والربحية والأداء المالي فإن عدد من الدراسات السابقة أوضحت أن هناك تفسيران لهذه العلاقة، التفسير الأول أن تركيز الملكية يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق إدارة المؤسسة من خلال المساهمين (أصحاب المؤسسة) وتوجيه المؤسسة نحو تنمية استثمارات المستثمرين وبالتالي الوصول لأفضل أداء مالي يظهر في نمو أرباح المؤسسة، في الجانب الآخر هناك عدد من الدراسات اتفقت مع التفسير الثاني وهو أن تكاليف الوكالة تؤثر بشكل سلبي على الربحية، كون تركيز الملكية في أيدي كبار المساهمين يجعلهم قادرين على عقد صفقات خاصة بهم، التي تصب في مصلحة المساهمين الصغار والمؤسسة ككل، من جانب آخر فإن المؤسسات ذات التركيز العالي للملكية تقوم بتوظيف أشخاص ليس لديهم الخبرة والكفاءة الإدارية (شعيب مسمح، 2018، صفحة 29) مما ينعكس سلبا على أرباح المؤسسة.

2. الدراسات السابقة

- حققت دراسة (Kapopoulos & Lazaretou, 2007) في تأثير هيكل الملكية على الأداء في سياق سوق رأس مال أوروبي صغير باستخدام بيانات 175 مؤسسة يونانية مدرجة تغطي جميع قطاعات الاقتصاد اليوناني لسنة 2000، أين تم استخدام الربحية كمقياس للأداء واستخدام تركيز الملكية والملكية الإدارية كمقاييس لهيكل الملكية، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين الربحية وهيكل الملكية، فهيكمل الملكية الأكثر تركيزًا يرتبط بشكل إيجابي بزيادة ربحية المؤسسة، كما ترتبط الملكية الإدارية إيجاباً بالربحية.

- فحصت دراسة (Devi & Devi, 2014) محددات ربحية 50 مؤسسة باكستانية مدرجة بورصة كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2012، حيث استخدمت هيكل رأس المال والرافعة المالية وحجم المؤسسة كمتغيرات مستقلة وربحية المؤسسة متغير تابع، وجدت الدراسة ارتباطاً إيجابياً بين كل من الرافعة المالية وحجم المؤسسة مع ربحية المؤسسة، وعلاقة سلبية بين هيكل رأس المال وربحية المؤسسة.

- بحثت دراسة (Andow & David, 2016) في تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي معبرا عنه بالربحية في عينة من المؤسسات المدرجة في البورصة النيجيرية في 31 ديسمبر 2013، باستخدام الانحدار كأداة للتحليل، وأوضحت النتائج أن الملكية الإدارية والأجنبية أثرت سلباً على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة خلال هذه الفترة، بينما كان لحجم المؤسسة أثر إيجابي على أداءها.

- حلت دراسة (Nuhu, Dandago, Lawal, Ado, & Abdulkarim, 2020) تأثير تكاليف الوكالة على الأداء المالي لمؤسسات السلع الاستهلاكية النيجيرية المدرجة خلال الفترة 2007-2016 باستخدام نماذج البانل، توصلت نتائج الدراسة لوجود علاقة عكسية بين تكاليف الوكالة والأداء المالي، مشيرة إلى أن تكاليف الوكالة ستؤدي إلى انخفاض في الأداء المالي إذا لم تتم إدارتها بشكل صحيح،

- بحثت دراسة (Ogabo, Ogar, & Nuipoko, 2021) في تأثير هيكل الملكية معبرا عنها بالملكية الإدارية والملكية المؤسسية على أداء 48 مؤسسة مدرجة في FTSE 350 في المملكة المتحدة للفترة 2008-2018 باستخدام نماذج البانل، وأظهرت النتائج وجود تأثير موجب للملكية الإدارية على أداء المؤسسة معبرا عنها بالعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، أما المتغيرات الضابطة نسبة استقلالية مجلس الإدارة فهي تزيد من أداء المؤسسات، في حين أن نسبة النساء في المجلس تقلل من أداء المؤسسات.

جاءت هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة من خلال تضمين المزيد من العوامل المؤثرة على الربحية، فحسب الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها، هناك شح في الدراسات التي تضمنت الجمع بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة وتأثيرهما في الربحية وهذا يعزى إلى الحداثة النسبية للمواضيع المتعلقة

بهذين العاملين، كما اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في طبيعة المتغيرات الضابطة حيث تم استخدام حجم لجنة المكافآت الذي يعتبر من آليات حوكمة المؤسسات والذي لم يتم التطرق إلى تأثيره على الربحية في أي دراسة سابقة، إضافة إلى إجراء الدراسة القياسية في المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40، وهي بيئة بحث مهمة يمكن من خلالها تحليل هيكل الملكية وتكاليف الوكالة في فترة حديثة.

3. منهجية الدراسة

نستعرض في هذا العنصر مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة والنموذج الرياضي المعتمد.

1.3. مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 40 مؤسسة مساهمة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 في بورصة باريس للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2018، أما عينة الدراسة فتتكون من 26 مؤسسة مدرجة في نفس المؤشر، تحقق الشروط التالية: امتثالها للوائح حوكمة المؤسسات الفرنسية Afep-Modef، مدرجة في المؤشر في 12/31 وبياناتها المالية سنوية خلال سنوات الدراسة، لا تكون مؤسسة ذات طابع مالي لخصوصية هذا القطاع، أن لا تتعرض للاستحواذ أو الاندماج،

تم جمع البيانات اعتماداً على المواقع الرسمية للمؤسسات المدروسة والتقارير المرجعية السنوية، وتم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) التي تتعامل مع عدد n من الوحدات المقطعية ممثلة في 26 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40، وفي نفس الوقت تحتوي كل مؤسسة على سلسلة زمنية لعدد من الفترات t تقدر بـ 5 سنوات، وعليه عدد المشاهدات المستخدمة في النموذج $(t \times n) = 130$ مشاهدة.

2.3. متغيرات الدراسة: يضم نموذج الدراسة ثلاثة أنواع من المتغيرات وهي:

1.2.3. المتغير التابع: يتمثل في ربحية السهم (EPS)، تم قياسه من خلال قسمة الدخل الصافي على عدد الأسهم العادية المصدرة، أين تم اعتماد هذا القياس في دراسة (حسن شومان و هاني الموسوي، 2012).

2.2.3. المتغير المستقل: يتمثل في تكلفة الوكالة وهيكل الملكية ممثلة في تركيز الملكية والملكية الإدارية والتي يتم توضيحها فيما يلي:

- تركيز الملكية (BLOKOW): تم قياسها بالنسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها أكبر مساهم من إجمالي أسهم المؤسسة، وفق القياس في دراسة (Siddiqui , Razzaq , Malik , & Gul , 2013).

- الملكية الإدارية (DIROW): تم قياسها بالنسبة المئوية للأسهم التي يحتفظ بها المدراء التنفيذيون وأعضاء مجلس الإدارة من إجمالي أسهم المؤسسة، وفق القياس في دراسة (Singh & Davidson, 2003).

- تكلفة الوكالة: تم قياسها بمعدل دوران الأصول (ASTR) وهو مقياس لفعالية قرارات الاستثمار في المؤسسات وقدرة إدارتها على توجيه الأصول إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية، فالمؤسسات ذات معدل دوران الأصول المنخفضة تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، بسبب اتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو استخدام الأموال لشراء أصول غير مدرة للدخل (Henry, 2010)، وتم حساب هذا المتغير من خلال قسمة المبيعات السنوية على إجمالي الأصول، أين تم اعتماد هذا القياس دراسة (McKnight & Weir, 2009).

3.2.3. المتغيرات الضابطة

- حجم لجنة المكافآت (RMNRSZ): وهو من آليات حوكمة المؤسسات ويقاس بإجمالي عدد أعضاء لجنة المكافآت، تم اعتماد هذا القياس في دراسة (Azar, Sayyar, Zakaria, & Sulaiman, 2018).

- حجم المؤسسة (SIZE): تم حسابه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول المؤسسة في نهاية السنة، استخدم هذا القياس في دراسة (Azar, Sayyar, Zakaria, & Sulaiman, 2018).

3.3. النموذج الرياضي المعتمد

لاختبار تأثير هيكل الملكية وتكلفة الوكالة على ربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية تم اعتماد النموذج الرياضي التالي:

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 BLOKOW_{it} + \beta_2 DIROW_{it} + \beta_3 ASTR_{it} + \beta_4 RMNRSZ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

4. نتائج الدراسة

1.4 مصفوفة الارتباط: تم إعداد مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة، والجدول (01) يوضح ذلك: جدول (01): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

variables	BLOKOW	DIROW	ASTR	RMNRSZ	SIZE	VIF
BLOKOW	1					1.057
DIROW	0.1122	1				1.082
ASTR	-0.1034	0.1628	1			1.074
RMNRSZ	0.0068	-0.2009	-0.1682	1		1.097
SIZE	0.1671	-0.0043	-0.0929	0.1526	1	1.068
Mean VIF						1.0756

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

لمصفوفة الارتباط دور في الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية من عدمه، ووفقا للعديد من الباحثين فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تظهر عندما تتجاوز قيم معاملات الارتباط القيمة الحدية 0.8، وتشير نتائج الجدول رقم 01 أن أكبر قيمة لمعامل الارتباط هي 0.2009، وبالتالي لا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية، وستدعم النتيجة من خلال إجراء اختبار معامل تضخم التباين VIF الذي يجب أن لا يتجاوز القيمة 10، وإلا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية، وبعد إجراء هذا الاختبار أوضحت النتائج أن جميع قيم معاملات تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية أقل من 10، مما ينفي مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين هذه المتغيرات.

2.4. اختيار النموذج الملائم للدراسة

يتم اختيار النموذج الملائم لبيانات الدراسة من خلال المفاضلة بين نماذج البائل الثلاثة المتمثلة في نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled regression model، نموذج التأثيرات العشوائية Random effects method (REM)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed effects method، بالاعتماد على اختبار فيشر (Fisher)؛ واختبار (Hausman).

1.2.4. اختبار فيشر F المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين: H_0 : النموذج التجميعي هو الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية أو كانت P-value أقل من أو يساوي

0.05، عندئذ نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب لبيانات الدراسة، وقد تم استخراج هذه القيمة المحسوبة

أليا اعتمادا على البرنامج الاحصائي Gretl، وهي موضحة في الجدول الموالي:

جدول (02): نتائج اختبار فيشر المقيد

The statistical test	Chi square value	tabular value	Degree of freedom	P- value
F-test individual effects	14.3368	1.6174	Df 1 = 25 Df 2 = 99	(6.99955e-023)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

تشير النتائج الواردة في الجدول (02) إلى أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر أقل من 0.05، كما تقدر

قيمة فيشر المحسوبة بـ 14.3368 وهي أكبر من القيمة الجدولية المقدره بـ 1.6174 عند مستوى 5%،

وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب لتحقيق أهداف هذه الدراسة مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي.

2.2.4. اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين: H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

الجدول رقم (03): نتائج اختبار Hausman

The statistical test	Chi square value	Degree of freedom	Probability value
Hausman test	27.542	5	(0.000)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

تشير نتائج اختبار Hausman إلى أن قيمة الاحتمال تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص أن النموذج العشوائي هو الملائم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم للإجابة عن إشكالية الدراسة مقارنة مع نموذج التأثيرات العشوائية.

3.3. نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

يتم عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة باعتباره الملائم للدراسة كما هو موضح في الجدول

الموالي:

جدول (04): نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: EPS				
Total panel (balanced) observations:130				
نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-ratio	P-Value.
CONST	-180.542	45.5715	-3.962	0.0001***
BLKOW	-20.0221	4.73422	-4.229	5.24e-05 ***
DIROW	4.07583	8.2626	0.4929	0.6232
ASTR	10.0665	3.52015	2.860	0.0052***
RMNRSZ	-0.512455	0.271322	-1.889	0.0619*
SIZE	17.3464	4.21759	4.113	8.08e-05 ***
R-squared = 0.809846				
LSDV F (30, 99) = 14.05432				
Prob(F-statistic) = 0.000000				
Note: *p<0.1 ; **p<0.05 ; ***p<0.01				

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

4.4. اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

1.4.4. اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يهدف نموذج الدراسة لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة هيكل الملكية وتكلفة الوكالة على المتغير التابع الربحية في عينة مكونة من 26 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40، على فترة 5 سنوات، واختبار المعنوية الكلية للنموذج نستخدم معامل التحديد R^2 واختبار فيشر، حيث أن نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة تشير إلى أن معامل التحديد R^2 يساوي 0.8098 وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج تفسر ما نسبته 80.98 % من التغيرات التي تحدث في ربحية مؤسسات مؤشر CAC40، وهي نسبة مرتفعة تدل على جودة النموذج، في حين ما نسبته 19.02 % تعود لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الدراسة، كما تشير الإحصائية المحسوبة لـ Fisher إلى القيمة 14.05 وهي أكبر من القيمة الجدولية المقدره بـ 1.57، كما أن القيمة الاحتمالية المرفقة لإحصائية فيشر (F-statistic) Prob تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وبالتالي للنموذج المقدر معنوية كلية، وأن المعالم المقدره تختلف تماما عن الصفر.

2.4.4. اختبار معنوية المعالم المقدره

من أجل اختبار أثر المتغيرات المستقلة هيكل الملكية وتكلفة الوكالة والمتغيرات الضابطة حجم لجنة التعيينات وحجم المؤسسة على المتغير التابع ربحية المؤسسات عينة الدراسة (EPS) لابد من اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات هذه المتغيرات في النموذج، وقد أظهرت نتائج النموذج المقدر في الجدول رقم (04) أن أغلبية المتغيرات المفسرة معنوية عند مستويات معنوية مختلفة ما عدا متغير هيكل الملكية المستقل المتمثل في الملكية الادارية فليس له معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وبالتالي ليس للملكية الادارية تأثير على الربحية، بينما أوضحت النتائج أن كل من المتغير المستقل لهيكل الملكية المتمثل في تركيز الملكية (BLOKOW) والمتغير المستقل معدل دوران الأصول الذي يعبر عن تكلفة الوكالة (ASTR) أنهما معنويان عند مستوى المعنوية 1%، أي لهما أثر على المتغير التابع، أما المتغيرات الضابطة حجم لجنة المكافآت وحجم المؤسسة فتوصلت الدراسة إلى أنهما معنويان عند مستوى المعنوية 10% و 1% على التوالي مما يدل أن لهما أثر على المتغير التابع ربحية المؤسسات.

5.4. اختبار النموذج من الناحية القياسية

بعد التأكد من جودة وصلاحيّة النموذج من الناحية الإحصائية، لا بد أن نقوم باختباره من الناحية القياسية.

1.5.4. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test): من أجل التأكد من عدم وجود

مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء نقوم بإجراء اختبار Wooldridge Test الذي يقوم على الفرضيتين التاليتين: H_0 : عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء، H_1 : وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

حيث نقبل فرضية العدم إذا كانت قيمة P-value أكبر من 0.05، في حين نقبل الفرضية البديلة إذا

كانت قيمة P-value أقل من 0.05، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول (05): نتائج اختبار Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
Test statistic: $F(1, 25) = 10.633$
p-value = $P(F(1, 25) > 10.633) = 0.0032$

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

وفق نتائج اختبار Wooldridge احتمال الاختبار P-Value المقدر بـ 0.0032 أصغر من مستوى المعنوية 5%، وعليه رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بوجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

2.5.4. اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

يتم استخدام اختبار وولد Wald test من أجل التأكد من ثبات التباين للأخطاء من عدمه، ويقوم على

الفرضيتين التاليتين: H_0 : ثبات التباين في الأخطاء، H_1 : عدم ثبات التباين في الأخطاء.

عليه نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس تباين الأخطاء العشوائية إذا كانت قيمة P-value أكبر من 0.05، في حين نقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود تجانس التباين إذا كانت قيمة P-value أقل من 0.05،

بعد إجراء الاختبار كانت النتائج كما يوضحها الجدول الموالي:

الجدول (06): نتائج اختبار Wald

Distribution free Wald test for heteroskedasticity
Chi-square(26) = 282091
p-value = 0

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

توضح نتائج الجدول (06) أن p-value أصغر من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد عدم ثبات تباينات الأخطاء للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة.

لمعالجة مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين التي يعاني منها نموذج التأثيرات الثابتة التي اكتشفتها الاختبارات نختار طريقة الأخطاء المعيارية المصححة (PCSE) Corrected Standard Errors والمقترحة من طرف Beck and Katz سنة 1995، والجدول الموالي يعرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة المصحح باستعمال هذه الطريقة.

جدول (07): نموذج التأثيرات الثابتة المصحح

Dependent Variable: EPS				
Total panel (balanced) observations:130				
نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)				
Variable	Coefficient	Std. Error	Z	P-Value.
CONST	-180.542	45.5715	-3.955	7.64e-05 ***
BLKOW	-20.0221	4.37165	-2.716	0.0066 ***
DIROW	4.07583	2.70055	1.509	0.1312
ASTR	10.0665	3.58353	2.809	0.0050***
RMNRSZ	-0.512455	0.18569	-2.760	0.0058***
SIZE	17.3464	4.21041	4.113	3.79e-05 ***
Note:* p<0.1 ; **p<0.05 ; ***p<0.01				

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

5. مناقشة نتائج الدراسة

سنقوم بمناقشة نتائج الدراسة القياسية المتوصل إليها والموضحة من خلال الجدول (07) فيما يلي:

1.5 تركيز الملكية

تشير نتائج الدراسة في الجدول (07) إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين تركيز الملكية والربحية في المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40، ما يعني أن زيادة

تركز الملكية بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض ربحية السهم بـ 20.0221 وحدة، وتفسير ذلك يرجع إلى مشكلة الوكالة الناتجة عن الجمع الملكية المركزة والسيطرة والتي يمكن أن تشكل حافز لكبار المساهمين المسيطرين لتجنب الإفصاح عن المعلومات ومنحهم الأولوية لتحقيق المصالح الشخصية، وما يترتب على ذلك من تعارض المصالح مع صغار المساهمين ومصادرة ثرواتهم داخل المؤسسة، كما أن إجبار كبار المساهمين الإدارة على المخاطرة لتحقيق الأرباح العالية يترتب عليه العديد من المشاكل مع أصحاب المصلحة الآخرين كالدائنين، مما ينعكس سلباً على الربحية، هذه النتيجة لا تتوافق مع ما تدعو إليه نظرية الوكالة بأن كبار المساهمين وبسبب المخاطر الكبيرة التي يتحملونها فإنه سيكون لديهم حوافز أكبر للإشراف على المؤسسة وبشكل أكثر فعالية.

تتعارض هذه النتيجة مع دراسة (Kapopoulos & Lazaretou, 2007) التي توصلت إلى أن هيكل الملكية الأكثر تركيزاً يرتبط بشكل إيجابي بربحية المؤسسة.

2.5. الملكية الإدارية

بينت نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (07) عدم وجود أثر للملكية الإدارية (DIROW) على الربحية (EPS) للمؤسسات المدروسة، وهذا يعني أن تغير نسبة الملكية الإدارية لا تلعب دوراً مهماً في زيادة ربحية المؤسسات المدروسة، هذه النتيجة لا تدعم منظور نظرية الوكالة التي تجادل بأن منح الأسهم للمدراء تزيد من انتمائهم للمؤسسة وتقلل تضارب المصالح مع المساهمين الآخرين، والتي أشار فيها Jensen and Meckling (1976) بأن الملكية الإدارية تجعل المدير يعمل كمالك في المنظمة ويركز على أداء المؤسسة، خاصة أنه سيستفيد عندما تحقق المؤسسة الأرباح.

لا تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Kapopoulos & Lazaretou, 2007) ودراسة (Ogabo, Ogar, & Nuiyoko, 2021) التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية والربحية، ولا تتوافق مع نتائج دراسة (Andow & David, 2016) التي وجدت تأثيراً سلبياً للملكية الإدارية على أداء المؤسسات معبراً عنه بالربحية.

3.5. تكلفة الوكالة

توصلت نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (07) إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين معدل دوران الأصول (ASTR) وربحية السهم للمؤسسات المدروسة، ما يعني أن الزيادة في معدل دوران الأصول بوحدة واحدة والذي يعبر عن انخفاض تكلفة الوكالة سيؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم للمؤسسات المدروسة بـ 10.0665 وحدة، وتفسير ذلك أن إدارة هذه المؤسسات تتميز بالخبرة والكفاءة يترتب عليها زيادة كفاءة استخدام الأصول، فهي تتخذ قرارات استثمارية مثالية وتستخدم الأموال لشراء أصول مدرة للدخل، مما يؤدي إلى تقليل تضارب المصالح بينها وبين المساهمين

وأصحاب المصلحة الآخرين كالدائنين وتخفيض تكاليف الوكالة، تحسين الأداء المالي وزيادة ربحية هذه المؤسسات.

هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Nuhu, Dandago, Lawal , Ado, & Abdulkarim, 2020) التي

توصلت إلى أن انخفاض تكاليف الوكالة ستؤدي إلى تحسين الأداء المالي المعبر عنه بالربحية.

4.5 حجم لجنة المكافآت

تعد لجنة المكافآت من الآليات الداخلية لحوكمة المؤسسات تتركز وظيفتها في تحديد الرواتب والمكافآت والمزايا الخاصة بالإدارة العليا، وتنص لوائح حوكمة المؤسسات الفرنسية Afep-Medef على ضرورة انشائها، ويعد توافر العدد المناسب والكافي من أعضاء هذه اللجنة في ضوء طبيعة المؤسسة من متطلبات الأداء الجيد لها، وبخصوص تأثير حجم هذه اللجنة على ربحية المؤسسات محل الدراسة، فقد بينت النتائج في الجدول (07) وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لحجم لجنة المكافآت (RMNRSZ) على ربحية المؤسسات المدروسة (EPS)، ما يعني أن زيادة عدد أعضاء لجنة المكافآت بعضو واحد سيؤدي إلى انخفاض ربحية السهم لهذه المؤسسات بـ 0.512455 وحدة، قد يفسر ذلك بعدم إدراك المؤسسات عينة الدراسة لدور هذه اللجنة، وإنشائها لها امتثالا للوائح وقواعد حوكمة المؤسسات الفرنسية فقط لتجنب العقوبات من طرف المنظمين، وعليه لا بد من إعادة النظر في حجم هذه اللجنة لتعزيز فعاليتها من خلال احتوائها على العدد الأمثل للأعضاء فلا يكون كبيرا بحيث تزيد معه مشاكل التنسيق بين أعضائها في أداء المهام المنوطة بها، ولا يكون صغيرا بحيث يتم إقصاء الخبرات والمهارات المتنوعة التي يتمتع بها أعضائها وهو ما يضمن تحسين ربحية المؤسسة.

5.5 حجم المؤسسة

تشير نتائج النموذج القياسي الموضحة في الجدول (07) إلى وجود أثر إيجابي لحجم المؤسسة المعبر عنها بحجم الأصول (SIZE) على ربحية المؤسسات المدروسة معبرا عنها بربحية السهم عند مستوى المعنوية 1%، حيث أن زيادة حجم المؤسسة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة ربحيتها بـ 17.3464 وحدة، وتفسير ذلك أن زيادة حجم أصول هذه المؤسسات وبالتالي زيادة استثماراتها وميلها إلى التنويع في نشاطها يجعلها تتعرض لمخاطر قليلة وتحصل على مصادر التمويل بطريقة سريعة وسهلة وبتكلفة أقل، كما تتمكن من تقليل تكاليف الإنتاج وفقا لفرضية اقتصاديات الحجم مما يؤدي إلى زيادة ربحيتها، هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Devi & Devi, 2014) ودراسة (Andow & David, 2016).

الخاتمة

سعت الدراسة لتحليل بعض العوامل التي من شأنها التأثير على الربحية بالتركيز على هيكل الملكية (تركز الملكية، الملكية الإدارية) وتكاليف الوكالة باعتبارهما من أهم العوامل المؤثرة عليها، من خلال دراسة قياسية للمؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40 وهي 26 مؤسسة للفترة من 2014 إلى 2018، حيث تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) وتطبيق نموذج التأثيرات الثابتة باعتباره النموذج الملائم وإجراء اختبارات صلاحيته من الناحية الإحصائية والقياسية، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود أثر لبعض أنماط هيكل الملكية وتكلفة الوكالة على الربحية وبالتالي تؤكد صحة فرضية الدراسة فيما يخص تركيز الملكية وتكلفة الوكالة، حيث تم التوصل إلى أن تركيز الملكية وتكلفة الوكالة يؤثران على الربحية، في حين لا تؤثر الملكية الإدارية على الربحية، وهو ما توضحه نتائج الدراسة القياسية للمؤسسات المدروسة حيث:

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية معبرا عنها بالنسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها أكبر مساهم على الربحية معبرا عنها بربحية السهم، ما يعني أن زيادة تركيز الملكية يؤدي إلى انخفاض ربحية سهم المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40، وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية على ربحية المؤسسات المدروسة.

- عدم وجود أثر للملكية الإدارية معبرا عنها بالنسبة المئوية من إجمالي الأسهم التي يحتفظ بها المدراء التنفيذيون وأعضاء مجلس الإدارة على الربحية للمؤسسات المدروسة، وهذا يعني أن تغير نسبة الملكية الإدارية بالارتفاع أو بالانخفاض لا تؤثر في ربحية هذه المؤسسات، وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على وجود أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على ربحية المؤسسات المدروسة.

- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول (ارتفاع معدل دوران الأصول يعبر عن انخفاض تكلفة الوكالة) على ربحية السهم للمؤسسات المدروسة، وهذا يعني وجود تأثير عكسي لتكاليف الوكالة على الربحية، أي أن انخفاض تكاليف الوكالة يؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم للمؤسسات المدروسة، وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة على ربحية المؤسسات المدروسة.

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط حجم لجنة المكافآت على ربحية المؤسسات المدروسة، ما يعني أن زيادة عدد أعضاء لجنة المكافآت سيؤدي إلى انخفاض ربحية السهم لهذه المؤسسات.

- وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط حجم المؤسسة معبرا عنها بـ باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول المؤسسة على الربحية المعبر عنها بربحية السهم للمؤسسات المدروسة، هذا يعني أن زيادة أصول المؤسسة يؤدي إلى زيادة ربحيتها.

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- رفع نسبة الملكية الإدارية في المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC40 إلى النسبة التي تقلل من تضارب المصالح بينهم وبين حملة الأسهم وتقليل مشاكل الوكالة وبالتالي تحسين الأداء المالي.
- تحديد حد أعلى للنسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها كبار المساهمين للحد من سيطرتهم، ومنح أقلية المساهمين صلاحيات أوسع في ممارسة الدور الرقابي على الإدارة مما يساهم في دعم وتشجيع المستثمرين.
- تحديد مجال يتضمن الحد الأعلى والأدنى لعدد أعضاء لجنة المكافآت ضمن لوائح حوكمة المؤسسات الفرنسية لضمان قيامها بمهامها ومسؤولياتها بفعالية بما يسمح بزيادة الربحية فيها.

المراجع

- الحاج خليفــــــــــــــــة. (2019). أثر النمو والحجم على ربحية المؤسسات الاقتصادية - دراسة قياسية على المؤسسات المدرجة في بورصة قطر فترة 2013-2017. مجلة الاستراتيجية والتنمية، 9(3)، 73-93.
- باسل أمين شعيب مسمح. (2018). أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير. كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بالجامعة الإسلامية بغزة الجامعية الإسلامية، غزة.
- حسنين فيصل حسن شومان، وكوثر حميد هاني الموسوي. (2012). أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم في قيمة المؤسسة: دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. 1(2).
- صورية بن عزيزة، ونور الدين زعيبيط. (2019). أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة: - حالة المؤسسات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017. مجلة الباحث الاقتصادي، 7(2)، 231-259.
- ماهر أسامة نايف شبير. (2017). أثر استخدام آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة- دراسة تطبيقية على المؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير. كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة.
- محمد سالم دخان. (2018). أثر محددات هيكل الملكية في أداء المؤسسات المساهمة السورية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 40(5)، 27-40.
- مؤيد محمد علي الفضل، وأحمد صبحي الجبوري. (2018). العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في ضوء الخصائص المالية للمؤسسة وهيكل الملكية - دراسة حالة الأردن، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 14، العدد 55، ص 145-176.
- Abdullah, F., Shah , A., & Khan, S. U. (2012). **Firm Performance and the Nature of Agency Problems in Insiders-controlled Firms: Evidence from Pakistan**. The Pakistan Development Review, 51(4), 161-182.
- Andow, H., & David, B. (2016). **Ownership structure and the financial performance of listed conglomerate firms in Nigeria** . The Business and Management Review, 7(3), 231-240.
- Arosa , B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). **Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain**. Journal of Family Business Strategy, 1(2), 88-96.
- Azar , H. S., Sayyar , H., Zakaria, Z., & Sulaiman , N. (2018). **The effects of boards of directors, nomination committees and audit committees on the performance of Malaysian listed companies**. International Journal of Economics and Management, 12(1), 45-65.
- Devi , A., & Devi, S. (2014). **Determinants of Firms' Profitability in Pakistan**. Research Journal of Finance and Accounting, 5(19), 87-91.

- Henry , D. (2010). **Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective**". Pacific-Basin Finance Journal, 18(1), 24-46.
- Henryani, F. F., & Kusumastuti, R. (2013). **Analysis Of Ownership Structure Effect On Economic Value Added**. Journal of Administrative Science & Organization, 20(3), 171-178.
- Jensen, M., & Meckling , W.(1976) . **Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure** .Journal of Financial Economics ,(4)3 , 305-360.
- Kapopoulos , P., & Lazaretou, S. (2007). **Corporate Ownership Structure and Firm Performance: evidence from Greek firms**. Corporate Governance: An International Review, 15(2), 144-158.
- McKnight , P. J., & Weir , C. (2009). **Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companis: A panel data analysis**. The Quarterly Review of Economics and Finance, 49(2), 139-158.
- 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, 14(2), 19-26.
- Ogabo, B., Ogar, G., & Nuipoko, T. (2021). **Ownership Structure and Firm Performance: The Role of Managerial and Institutional Ownership-Evidence from the UK**. American Journal of Industrial and Business Management, 11(7), 859-886.
- Siddiqui M F ,Razzaq N ,Malik F & Gul ,(2013) . **Internal corporate governance mechanisms and agency cost: evidence from large KSE listed firms** . European Journal of Business and Management, (23)5, 103-109.
- Singh, M., & Davidson. (2003). **Agency cost, ownership structure and corporatagecy cost, ownership structure and corporate governance mechanisms**. Journal of Banking & Finance, 27(5), 793-816.
- Nuhu, B. A., Dandago, i. K., Lawal , M., Ado, A. B., & Abdulkarim, U. F. (2020). **Impact of Agency Costs on Financial Performance of Listed Consumer Goods Companies in Nigeria**. Journal of Management Theory and Practice, 1(3), 51-55.
- Suman, S., Basit, A., & Muhamma, S. (2016). **The Impacts of Ownership Structure on Firm Performance**. International Journal of Accounting & Business Management, 4(2), 262-271.

الملاحق: الملحق 01: الإحصاء الوصفي

	EPS	BLOKOW	DIROW	ASTR	RMNRSZ	SIZE
Mean	4.44	0.144	0.0356	0.632	4.27	10.6
Median	3.57	0.0929	0.0008	0.606	4	10.6
S D	4.03	0.121	0.105	0.1314	1.56	0.341
Maximum	23.44	0.495	0.646	1.71	9	11.4
Minimum	-2.36	0.495	4.42e-006	0.0343	0	9.85

الملحق 02: نتائج اختبار فيشر

Joint significance of differing group means:
F(25, 99) = 14.3368 with p-value 6.99955e-023
(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the fixed effects alternative.)

الملحق 03: نتائج اختبار Hausman

Hausman test -
Null hypothesis: GLS estimates are consistent
Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 27.542
with p-value = 4.47234e-005

الملحق 04: نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

Model 10: Fixed-effects, using 130 observations
Included 26 cross-sectional units
Time-series length = 5
Dependent variable: EPS

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	-180.542	45.5715	-3.962	0.0001	***
BLOKOW	-20.0221	4.73422	-4.229	5.24e-05	***
DIROW	4.07583	8.26926	0.4929	0.6232	
ASTR	10.0665	3.52015	2.860	0.0052	***
RMNRSZ	-0.512455	0.271322	-1.889	0.0619	*
SIZE	17.3464	4.21759	4.113	8.08e-05	***

Mean dependent var	4.444646	S.D. dependent var	4.031121
Sum squared resid	398.6096	S.E. of regression	2.006579
LSDV R-squared	0.809846	Within R-squared	0.182610
LSDV F(30, 99)	14.05432	P-value(F)	4.89e-24
Log-likelihood	-257.2911	Akaike criterion	576.5822
Schwarz criterion	665.4758	Hannan-Quinn	612.7027
rho	-0.063920	Durbin-Watson	1.722339

الملحق 06: نتائج اختبار Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data -
Null hypothesis: No first-order autocorrelation (rho = -0.5)
Test statistic: F(1, 25) = 10.633
with p-value = P(F(1, 25) > 10.633) = 0.00320006

الملحق 07: نتائج اختبار Wald

Distribution free Wald test for heteroskedasticity:
Chi-square(26) = 282091, with p-value = 0

الملحق 8: نموذج التأثيرات الثابتة المصحح

Model 12: Fixed-effects, using 130 observations				
Included 26 cross-sectional units				
Time-series length = 5				
Dependent variable: EPS				
Beck-Katz standard errors				
	coefficient	std. error	z	p-value
const	-180.542	45.6433	-3.955	7.64e-05 ***
BLOKOW	-20.0221	7.37165	-2.716	0.0066 ***
DIROW	4.07583	2.70055	1.509	0.1312
ASTR	10.0665	3.58353	2.809	0.0050 ***
RMNRSZ	-0.512455	0.185694	-2.760	0.0058 ***
SIZE	17.3464	4.21041	4.120	3.79e-05 ***
Mean dependent var	4.444646	S.D. dependent var	4.031121	
Sum squared resid	398.6096	S.E. of regression	2.006579	
LSDV R-squared	0.809846	Within R-squared	0.182610	
Log-likelihood	-257.2911	Akaike criterion	576.5822	
Schwarz criterion	665.4758	Hannan-Quinn	612.7027	
rho	-0.063920	Durbin-Watson	1.722339	

\$