

أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة:

حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017

The impact of debt structure on the agency costs:

The case of Algerian listed companies for the period 2010-2017

صورية بن عزيزة¹، نور الدين² زعبيط

Soraya BENAZIZA¹, Nourreddine ZAIBET

s.benaziza@univ-skikda.dz جامعة قسنطينة 2، الجزائر¹

nourreddine_zaibet@yahoo.fr جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر²

تاريخ الاستلام: 2019/02/27 تاريخ القبول: 2019/06/22 تاريخ النشر: 2019/06/28

© 2019 Economic Researcher Review. All rights reserved. This article is published under the Creative Commons Attribution 4.0 International License.

الملخص .

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر هيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركة، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لخمسة شركات مدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017 باستعمال الانحدار التجميعي، وقد تم قياس المديونية بنسبة الاستدانة متوسطة وطويلة الأجل والاستدانة قصيرة الأجل، كما تم التعبير عن تكاليف الوكالة بمعامل دوران الأصول إضافة إلى استعمال مقياس الحجم محسوبا باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول كمتغير ضابط في نموذج الدراسة، وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المديونية بشقيها على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة. وهو دليل جديد يؤكد بأن الاستدانة من الآليات الفعالة في تخفيض تكاليف الوكالة للشركات. **الكلمات المفتاحية:** نظرية الوكالة، تكاليف الوكالة، هيكل الاستدانة، الرفع المالي، الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

تصنيف G32:JEL

Abstract: The aims of this study is to explore the effect of debt structure on the agency costs of company, based on financial statements of five Algerian listed companies for the period 2010-2017, using the pooled regression. The debt structure has been measured by the medium and long-term debt ratio, and short-term debt ratio. The agency costs have been measured by the assets turnover ratio. We also used the company size that measured by the natural logarithm of the total assets as a controller variable. The study indicated that the two debt structure measures affected the agency costs in the studied companies, which provides new evidence that leverage represents effective mechanisms in reducing agency costs for companies.

Keywords: Agency theory, Agency costs, debt structure, Leverage, Algerian listed companies.

JEL classification codes: G32

1. مقدمة.

أدى كبر المؤسسات وتعقيدها من الناحية الفنية، إلى ضرورة تطبيق اللامركزية في إدارتها، وتقسيم المؤسسة إلى مراكز مسؤولية، وقد أدت اللامركزية بدورها إلى ظهور علاقة الوكالة وما نجم عنها من مشاكل جمّة. حيث أن الإدارة العليا فوضت سلطة اتخاذ القرارات إلى ما يعرف بالوكلاء، بما يعظم دالة منفعة المؤسسة ككل. ونتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة والمالكين، وبقيّة أصحاب المصالح في الشركة وعلى وفق مبدأ الاختيار العقلاني الذي بموجبه يحاول كل طرف تعظيم منافعه الخاصة، فإنه يتوقع أن تأتي عملية اختيار السياسة المالية بما فيها تركيبة الهيكل المالي للشركة متأثرة بالأهداف الذاتية للإدارة، بصرف النظر إذا ما كانت تلك الأهداف متوافقة أو غير متوافقة مع أهداف أصحاب المصالح الأخرى حتى لو كان ذلك على حساب التمثيل الصادق للأحداث والعمليات من ناحية تقديم المعلومات. ومن هنا نشأت نظرية الوكالة كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال نظرتها إلى المؤسسة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في الشركة، من شأنها الحد من سلوك الإدارة الانتهازي.

وامتداداً للجهود الباحثين من هذا المجال الحيوي في نظرية التمويل الحديثة، تأتي الدراسة الحالية التي تستهدف تقديم أدلة مستمدة من واقع البيئة الجزائرية عن طبيعة تكلفة الوكالة وتفسير تأثيرها ببعض محددات الهيكل المالي.

إشكالية الدراسة: على ضوء ما سبق، يمكننا طرح الإشكالية التالية: هل يوجد تأثير ذو دلالة

احصائية لهيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة؟

و ينجر عن هذه الإشكالية طرح التساؤلات التالية:

- هل يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لمعدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل على

تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة؟

- هل يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لمعدل الاستدانة قصيرة الأجل على تكاليف

الوكالة في الشركات محل الدراسة؟

- هل يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لحجم الشركة على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة؟

فرضيات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة تم صياغة الفرضية الأساسية التالية:

يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة وينبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- **H01**: يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لمعدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة؛

- **H02** : يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لمعدل الاستدانة قصيرة الأجل على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة؛

- **H03**: يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لحجم الشركة على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة؛

أهمية وأهداف الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من جانبيها النظري والعلمي؛ أما أهميتها النظرية فتنبع من سعيها لتبسيط الضوء على واحد من أهم المواضيع المرتبطة بنظرية الوكالة وهو تكاليف الوكالة وذلك من خلال عرضها لأهم المشاكل المنشئة لهذه التكاليف وطرق قياسها وبعض المتغيرات الفاعلة والمؤثرة فيها، أما أهميتها العلمية فتأتي من كونها ستقدم دليل عمل عن مشكلة الوكالة في الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة للاسترشاد به في مجال خفض هذا النوع من التكاليف، ومحاولة تحسين بعض السياسات والسلوكيات المالية ذات الأثر البالغ على حسن سيرورة هذه الشركات، ومحاولة لتقلص الفجوة بين الشركات الغير المدرجة والسوق المالي، حيث أن الدراسات من هذا النوع سوف تفتح الأعين على الأساليب الصحيحة لحل مشاكل الوكالة والتي تدفع بالشركات نحو بر الأمان عند مجابهة مشاكل من هذا النوع أو في هذا الصدد، وتزيح غشاوة الخوف من دخول مجال البورصة ولهذا كانت الدراسة عن بعض الشركات المدرجة في البورصة لأنها الأكثر عرضة إن صح التعبير لهذا النوع من المشاكل والتكاليف.

الدراسات السابقة:

إذا ما اعتبرنا أن آدم سميث هو أول من أشار إلى نظرية الوكالة في دراساته 1932، فإننا يمكن أن نقول بأن Michael C. Jensen هو من أسس وأقام الركائز التي تعتمد عليها نظرية الوكالة في تفسيراتها المختلفة الجوانب لكل من السلوك المالي والاداري داخل الشركة وفيما يلي أهم الدراسات التي نراها مقارنة لمحور اهتمامنا في هذه الدراسة:

- دراسة: (Hua، 2010)

تستهدف هذه الدراسة اختبار ما إذا كان يوجد أثر لنسبة المديونية على تكلفة الوكالة للملكية بين كبار المساهمين من جهة والأقلية من جهة ثانية وقد جاءت نتائج الدراسة التي أجريت على الشركات غير المالية المسجلة في كل من سوق شنغهاي وتزهين للأوراق المالية وباستخدام بيانات السنوات 2007-2009 وقد توصلت إلى أن تكاليف الوكالة للملكية ترتبط بعلاقة عكسية مع نسبة المديونية وأن زيادة الأخيرة تؤدي إلى خفض تكلفة الوكالة.

- دراسة: (الفضل، 2013)

تستهدف الدراسة البحث في العلاقة بين بعض محددات السلوك الاداري وتكلفة الوكالة، من جهة، ومدى تأثير تلك العلاقة بأداء الشركة، من جهة ثانية . ولتحقيق ذلك الهدف فحص الباحث ثلاثة متغيرات تمثل محددات للسلوك الاداري وهي : الملكية الادارية ، وعدم تماثل المعلومات ، واخيراً نسبة المديونية، وذلك باستخدام بيانات 27 شركة مساهمة خاصة موزعة على ثلاثة قطاعات اقتصادية هي المصارف والصناعة والخدمات . وقد جاءت نتائج الدراسة فيما يخص متغير الملكية الادارية مؤكدة وجود علاقة معنوية غير خطية بين هذا المتغير وتكلفة الوكالة للملكية ، وان هذه العلاقة تتأثر بأداء الشركة ، اما بالنسبة للمتغيرين الآخرين فقد أوضحت نتائج الاختبار عدم وجود أي علاقة بينهما وبين تكلفة الوكالة ولا أثر للأداء على تلك العلاقة.

– دراسة: (شقور، 2016)

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان، وتمثل هذه العوامل في حجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة وعدد اجتماعات لجنة التدقيق ونسبة الملكية المؤسسية ونسبة الملكية العائلية ونسبة تركيز الملكية ونسبة التمويل بالدين وحصصة البنك السوقية وحجم البنك. تم قياس تكاليف الوكالة باستخدام ثلاثة مؤشرات، هي مؤشر معدل دوران الأصول، ومؤشر المصاريف التشغيلية، مؤشر التدفق النقدي الحر، وتتكون عينة الدراسة من جميع البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان، خلال فترة الدراسة (2013 – 2015). توصلت نتائج الدراسة أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين وزيادة عدد اجتماعات لجنة التدقيق وزيادة الملكية المؤسسية وزيادة نسبة الملكية العائلية وزيادة نسبة التمويل بالدين وزيادة حصة البنك السوقية وتنخفض بزيادة تركيز الملكية وفقا لمؤشر دوران الأصول، كما أظهرت نتائج الدراسة وفقا لمؤشر المصاريف التشغيلية أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة التمويل بالدين وزيادة تركيز الملكية وتنخفض بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الملكية العائلية، أما بالنسبة لمؤشر التدفق النقدي الحر، فقد أظهرت نتائج الدراسة أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وتنخفض بزيادة تركيز الملكية.

– دراسة: (حمدان، 2016)

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، إذ تم تقسيم هيكل الملكية إلى أربعة مكونات أساسية هي: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، وبالاعتماد على البيانات الطولية لـ 31 شركة لسلسلة زمنية تمتد لـ 13 عاماً (2002-2014)، وباستخدام نموذج التأثيرات الثابتة تبين أن مكونات هيكل الملكية تؤدي دورا سلبيا في تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي كانت تؤدي دورا ايجابيا غير فعال في الحد من تكاليف الوكالة.

- دراسة (شبير، 2017)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر استخدام آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة، حيث تم تحديد خمسة متغيرات خاصة بالحوكمة تمثل نموذج الدراسة وهي (حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية المديرين، الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، التمويل بالدين، المكافآت الادارية)، وقد تم تدعيم النموذج بمجموعة من المتغيرات الضابطة وهي (حجم الشركة، ربحية الشركة) وبغية تحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، على نموذج الانحدار البسيط والمتعدد حيث تم جمع البيانات المالية ل 49 شركة مدرجة في بورصة فلسطين، وفي الفترة الزمنية الواقعة بين 2015 - 2011 و قد توصلت الدراسة إلى أنه يوجد تأثير لكل من لحجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية المديرين، الفصل بين الواجبات، المكافآت الإدارية الرافعة المالية للتمويل بالدين، ربحية الشركة ، وحجم الشركة على تكاليف الوكالة،

كما توجد فروقات بين متوسطات الاستجابات حول آليات الحوكمة في الشركات تعزى إلى نوع القطاع لصالح قطاع البنوك مقابل القطاعات الأخرى، وتوجد فروقات بين متوسطات الاستجابات حول تكاليف الوكالة في الشركات تعزى إلى نوع القطاع لصالح قطاع التأمين مقابل الاستثمار والبنوك، ولصالح قطاع الخدمات مقابل قطاع البنوك، ولصالح القطاع الصناعة مقابل قطاع الاستثمار وقطاع البنوك. كما أوصت الدراسة في ضوء النتائج بضرورة أن تطبق الشركات المدرجة في بورصة فلسطين آليات الحوكمة لما لها من تأثير في تخفيض تكاليف الوكالة.

وتختلف دراستنا على الدراسات السابقة الذكر في أنها تحاول تبيان الأثر اذي يخلفه تركيب هيكل استدانة معين على تكاليف الوكالة في الشركات الجزائرية التي تعتبر ذات بيئة اقتصادية خاصة نوعا ما مقارنة بالاقتصاديات التي تعتبر البورصة فيها أو السوق المالي أكثر نشاطا، ولذلك فقد تجاهلنا في هذه الدراسة أثر هيكل الملكية كون معظم الشركات الجزائرية شركات عمومية وحتى شركات المساهمة فان نسبة كبيرة منها تكون ملكا للدولة، فمن البديهي أن لا يكون هناك تشتت للملكية يؤثر على تكاليف الوكالة .

2. التأسيس النظري للدراسة

1.2. البعد النظري لهيكل الاستدانة

ان عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر التمويل بل يقع على عاتقه ايضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي والذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله وهو تعظيم قيمة المؤسسة. (الحناوي، 2008، ص275)

أ. مفهوم الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي من اهم الجوانب التي يهتم بها اصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وضمنان عدم تعرضها للإفلاس، ويمكن تعريفه كما يلي :

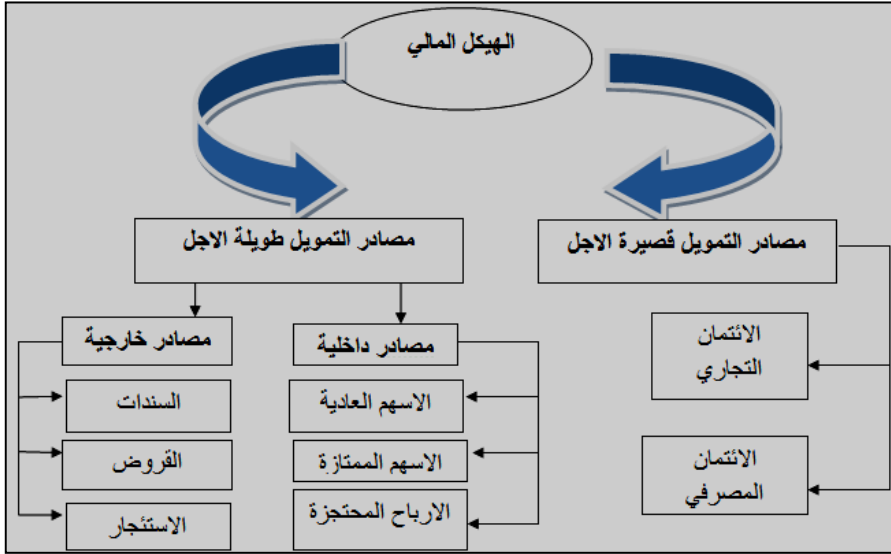
"تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الاموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية"، (خبيزة، 2012، ص03) وحسب هذا التعريف الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر في الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية.

أما هيكل رأس المال فيتعلق بمصادر التمويل طويلة الاجل والدائمة كالديون طويلة الاجل والاسهم الممتازة والاسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع انواع الائتمان قصير الاجل، وبالتالي فهيكّل راس مال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي (بوربيعة، 2012، ص03)، أما أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة فيقصد بها مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الاموال الخاصة والديون الذي يؤدي الى تدنية تكلفة راس المال الى اقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة (دادن، 2006، ص108)، وهو ما تصبوا إليه جميع المقاربات النظرية في هذا المجال.

ب. مكونات الهيكل المالي

تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة تختلف من باحث لآخر، وتبعا لمعياري الملكية والمدة تقسم مصادر التمويل كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل 1 . مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة



المصدر: عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة (2007)، اساسيات في الادارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان الاردن، الطبعة الاولى، ص139.
ولا يوجد مصدر تمويلي مجاني باستثناء الائتمان التجاري في حالة غياب الخصم النقدي، وعليه ينبغي على المؤسسة دراسة المزايا والقيود التي تترتب عن هذا الاختيار بالموازنة بين العائد والمخاطر.

2.2. البعد التفسيري لتكاليف الوكالة

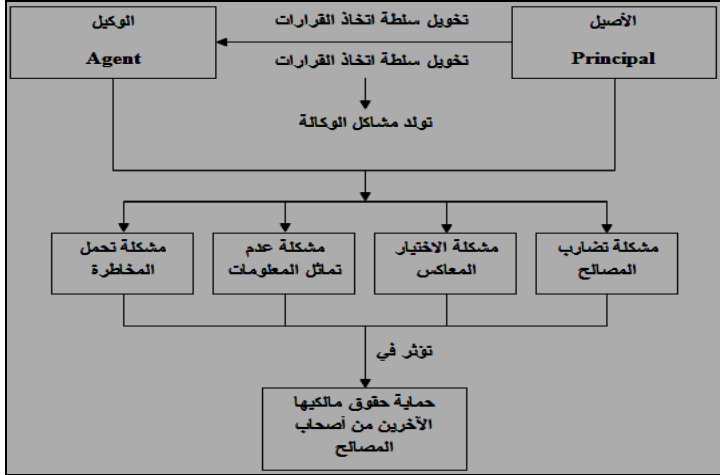
أ. تعريف نظرية الوكالة: جاء في قاموس المعاني تعريفاً للوكالة على أنها أداة وإدارة، وتفويض وتمثيل ومصلحة وسبيل ونيابة ووسيلة ووسيط. ونجد بأنها بمثابة عقد بين طرفين مبنيا على التراضي فيما بينهما في مختلف النواحي، يخول طرف صلاحية يملكها الطرف الآخر، حيث يقوم الوكيل بعمل يكون لحساب الموكل، كما التوكيل مثلا لشخص من أجل بيع أو شراء العقارات أو الأراضي، أو كل ما يحتاج إلى توكيل من مهمات وأعمال (القرهداغي، 2009،

ص02). وعرف كل من Meckling and Jensen علاقة الوكالة في كتاب theory of the firm بأنها: "عقد بموجبه يعهد شخص أو أكثر إلى شخص آخر للقيام بأعمال معينة لفائدة الأول نيابة عنه، مما يستوجب تفويض السلطة في اتخاذ بعض القرارات للوكيل" (Asma, 2006,p17) أما نظرية الوكالة فتعرف بأنها "إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة العمل والفكر الإنساني." (درويش، 2007،ص64)، وتعرف نظرية الوكالة المؤسسة على أنها مجموعة من التعاقدات بين مختلف الأطراف، وترى كيفية تبادل حماية المصالح بين هذه الأطراف. فتوجد عدة أطراف مهتمة بالمؤسسة وهم: الملاك، الدائنون، العمال، الزبائن وأفراد العائلة والشركة بصفة عامة. وقد اهتمت الكثير من الأدبيات المالية بالعلاقة بين الأطراف الثلاثة الأولى والتي ينجر عنها الكثير من المشاكل وتضارب المصالح سنتناوله فيما يلي.

ب. **مشاكل الوكالة:** تفترض نظرية الوكالة أن جميع الأطراف يهدفون إلى تعظيم المنفعة في إطار علاقة الوكالة، لكن هذا لا يلغي ظهور بعض السلوكيات المنحرفة التي تقف عائقا أمام خلق الثروة، وذلك بسبب:

- عدم قدرة المالك على القيام برقابة تامة على أداء ومجهودات المسير
 - عدم تماثل المعلومة: حيث أن الوكيل لديه معلومات أكثر من المالك سواء من ناحية الكمية أو النوعية وذلك من واقع معاشته اليومية لها (غضبان، 2014،ص09).
 - الخطر المعنوي: تظهر نتيجة عدم التأكد من أن المسير يستلزم بالعقد الذي وقعه حيث لا يوجد أي ضمان بأن الوكيل، سيعمل على تحقيق مصالح الموكل أو تحقيق الأهداف التي وضعها (طارق، 2008،ص70).
 - مشكلة الاختيار العكسي أو المتناقض: تظهر نتيجة قدرة الوكيل على إخفاء بعض المعلومات أو إعطاء معلومات خاطئة أو مضللة في حالة التي لا يمكن للموكل فيها ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة والتحقق من نتائج قراراته وبالتالي لا يستطيع تحديدها إذا كان الوكيل يختار البديل المناسب أم لا عند اتخاذ القرارات المختلفة (عبدي، 2009،ص31).
- والشكل الموالي يلخص كل ما سبق.

شكل 2. مشاكل نظرية الوكالة



المصدر: مسير رباب وهاب، 2009، "دور المعلومات المحاسبية في تقويم الأداء الاستراتيجي في ظل مفاهيم نظرية الوكالة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ص34.

- ج. تكاليف الوكالة: هي التكاليف الناتجة عن القيام بعملية تحويلية، كتحويل الملكية من الأصيل إلى المسير، فالربح الذي يأخذه المسير هو تكلفة تحويلية أو تكلفة وكالة. ويمكن تصنف تكاليف الوكالة حسب مصدرها إلى تكلفة الوكالة للملكية وتكلفة الوكالة للدين، أما حسب الصراعات بين الأصيل والوكيل تقسم إلى ثلاثة أنواع: (morvan, 2005,p34)
- تكاليف المراقبة: أو تكاليف الاشراف التي يتحملها الموكل (المالك أو المقرض = البنك) من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعة.
 - تكاليف البرهنة: وتسمى أيضا تكاليف الالتزام أو الإخضاع وتكون مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل.

- **التكاليف الباقية:** والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل. أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل، كالتخصيص السيئ للموارد والاختيار الاستراتيجي غير الأمثل.

د. علاقة تكاليف الوكالة بالاستدانة:

للمديونية أهمية كبيرة في حصر التضارب الناشئ عن علاقة الوكالة، حيث يقدم المساهمون تمويلا دائما للشركة، يكافأ بمخصص الأرباح التي يحصلون عليها إذا تحققت نتائج إيجابية، كما يمنحهم هذا التمويل حق الاطلاع على تسيير الشركة بينما يقدم المقرضون تمويلا قد يكون طويل المدى بحيث يكافأ بفوائد، ولا يحصل المقرضين بموجبه على حق الاطلاع على تسيير الشركة. وبما أن التمويل عن طريق الرفع من رأس المال بواسطة الاكتتاب يرافقه عادة ارتفاع في تكاليف الوكالة، فإن المسيرين عادة ما يلجئون إلى تفضيل الاقتراض لعدة أسباب منها:

- حرصهم على تعظيم أرباح الشركة لتجنب مخاطر الإفلاس، وبالتالي تضييع فرص عملهم، وبالنتيجة ترتفع قيمة الشركة وتخفض تكاليف الوكالة.

- تفضيل المساهمين الذين تنحصر مسؤوليتهم في حدود مساهمتهم على المشاريع الأكثر مخاطرة لأنها في نظرهم أكثر مردودية، على عكس المقرضين الذين لا ترتبط عائداتهم بالأداء الاقتصادي للشركة، فإنهم يفضلون المشاريع الأكثر مخاطرة.

- امكانية تحويل المسيرين للثروة من المقرضين إلى المساهمين، من خلال توزيعات الأرباح ممولة أساسا من تخفيض أعباء ونفقات الاستثمار.

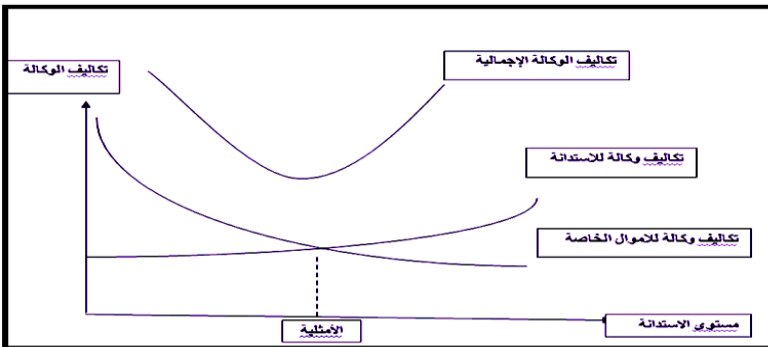
ونظرا للأسباب السابقة فإن المقرضين يحرصون عادة على العمل من أجل الحصول على المعلومات المحاسبية والمالية الكفيلة بتمكينهم من متابعة القدرة على التسديد التي تتمتع بها الشركة، لذلك فإنهم يمارسون ضغوطا لقيام الشركة بتحسين نوعية المعلومات المحاسبية والمالية، وذلك عن طريق مراقبة سلوك المسيرين بواسطة عقود موثقة تسمح لهم بمتابعة ومراقبة قرارات التسيير في مجال الإنتاج، الاستثمار والتمويل. (زلاسي، 2012، ص77)

إن العلاقة التي تنشأ بين المقرض (البنك) والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومات ويتمثل هذا المبدأ في اعتبار وجود تباين في المعلومات من حيث المستوى والنوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طوال فترة القرض، وعليه أثناء هذه الفترة قد يجد البنك (الموكل) نفسه في

وضع استحالة التحقق التام من الجهود التي تبذل من قبل المؤسسة (الوكيل) بسبب انعدام المعلومات. في هذه الحالة، مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرض تعرف بإمكانية أن تقوم المؤسسة بتحويل رؤوس الأموال المقترضة للمشاريع أكثر مخاطرة مما تم تقديره بشكل يعظم قيمة الاستثمار على حساب المخاطرة. هذه الوضعية تطرح مشكلة " إحلل الأصول" المرتبط بطبيعة المكافئة التعاقدية للدائنين (المقرضين). وبالتالي يمكن أن يجد المقرض نفسه أمام حالة تحويل جزء من عوائد الاستثمار من قبل المؤسسة بسبب عدم التناظر في المعلومة. لذلك يحاول المقرض في حالة صعوبات التسديد، البحث فيما إذا كان سببها يعود فعلا إلى ظرف غير ملائم أو إلى سلوك وصولي(انتهازي) من قبل المؤسسة.

في هذا الإطار، ينبغي على مسيري المؤسسات الذين لديهم مشاريع استثمارية جيدة أن يشعروا الدائنين بذلك من اجل الحد من سلبيات عدم التناظر في المعلومات، كما يمكن أن يكون هيكل رأس المال مؤشر signal يرسل إلى المدينين في هذا النموذج، المسير يتوفر على المعلومة المتعلقة بمشروعه الاستثماري، يقوم بتسخير جزء معتبر من أموال المؤسسة في المشروع كرسالة يشعر بها للبنك. وعموما فإن هيكل رأس المال الأمثل يتحدد بالموازنة بين ميزات الاستدانة(تخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين وتكاليف الوكالة المتعلقة بالعلاقة مع الدائنين. يتم الوصول إلى حل عند التقليل من كل تكاليف الوكالة هذه حسب الشكل الموالي:

شكل 3. هيكل التمويل وتكاليف الوكالة عند الاستدانة.



Source: Ydriss Ziane 2004, La Structure D'endettement Des Petites Et Moyennes Entreprises Françaises : Une Étude Sur Données De Panel, Www.Univ-Orleans/ Ziane Pdf (10/07/2008,P 7.

ومنه فالمستوى الأمثل للمديونية يتم الوصول إليه عندما تكون تكاليف الوكالة في حدودها الدنيا، وهذا ما نسعى إلى إثباته في هذه الدراسة .

3. الدراسة التطبيقية:

1.3. منهجية الدراسة التطبيقية:

أ. عينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة SPA المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2017، ونظرا لقلّة عددها فقد تم تشكيل عينة الدراسة من معظم مفردات المجتمع باستثناء المؤسسات المالية نظرا لخصوصية قوائمها المالية، وقد تم الاستعانة بالموقع الإلكتروني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (Cosob)، حيث بلغ عدد المشاهدات (مؤسسة-سنة) المتحصل عليها 32 مشاهدة، و قد تم الاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي والذي يعتبر من أبسط نماذج بيانات الpanel، حيث يهمل هذا النموذج تأثير البعد الزمني، والجدول الموالي يوضح طبيعة نشاط هذه المؤسسات:

جدول 1. طبيعة نشاط مؤسسات الدراسة

القطاع	اسم الشركة	الرمز في البورصة
الصناعة الغذائية	NCA-ROUIBA	ROUI
الفندقة	HOTEL EL-	AUR
الصناعة الصيدلانية	SAIDAL	SAI
تسويق العقارات	DAHLI	DAH
الصناعة الصيدلانية	BIOPHARM	BIO

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع: <https://www.Cosob.Org/Etas-Financiers-Des-Emetteurs, Consulté Le 02 01, 2019>.

ب. قياس متغيرات الدراسة:

أولاً: المتغيرات المستقلة: هيكل الاستدانة ممثلاً بمعدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل ، ومعدل الاستدانة قصيرة الأجل، مع استعمال حجم الشركة كمتغير ضابط، وقد تم حساب كل متغير من المتغيرات السابقة كما يلي:

- قياس معدل الاستدانة:

ليس هناك اتفاق حول طريقة قياس المديونية وإنما تحديدها مرهون بالهدف المراد تحقيقه من التحليل وسنقوم باستعمال أبرز الطرق وهي
معدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل = مجموع الديون متوسطة وطويلة الأجل / مجموع الأصول

معدل الاستدانة قصيرة الأجل = مجموع الديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول

ويتوقع أن تكون العلاقة بين الاستدانة وتكاليف الوكالة عكسية حسب ما توصل إليه (Meckling, July1976). كما أن استخدام الديون قصيرة الأجل بشكل أكبر من الديون طويلة و متوسطة الأجل من آليات تخفيض تكاليف الوكالة (Myers.S.C, 1977,p160)

- قياس حجم الشركة:

يعتبر الحجم من أهم محددات الهيكل المالي وهناك عدة بدائل شائعة الاستخدام في أدبيات الإدارة المالية للتعبير عن حجم الشركة هي مجموع أصول الشركة والمبيعات السنوية وحجم الموظفين، كما تم التعبير عنه في بعض الدراسات باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة، وهذه الطريقة الأخيرة هي المتبعة في دراستنا (Cassar, 2003). فقد توصل (Doukas, 2000) إلى أنه كلما زاد حجم الشركة زادت مشاكل وتكاليف الوكالة، وعزى ذلك إلى صعوبة حصول المالكين فيها على المعلومات، والعكس في الشركات الصغيرة حيث أنها تستطيع بكفاءة مراقبة تكاليف الوكالة وضبطها وذلك من خلال تعيين المالك مديرا للشركة.

ثانيا: المتغير التابع:

- تكاليف الوكالة:

هناك العديد من المؤشرات لتكاليف الوكالة والتي وردت في أدبيات المحاسبة والاقتصاد المالي لعل من أكثرها تداولاً التفاعل بين التدفق النقدي الحر وفرص النمو فارتفاع الأولى دليل على تكاليف وكالة أقل وقدرة أكبر على تحقيق فرص النمو والعكس صحيح، أما المقياس الثاني فهو نسبة المصروفات التشغيلية حيث تستخرج هذه النسبة بقسمة المصروفات التشغيلية على المبيعات السنوية وعليه فإن ارتفاع النسبة يشير إلى عدم كفاءة واهتمام الإدارة بضغط النفقات

التشغيلية وارتفاعاً في كلف الوكالة والعكس صحيح (الخفاجي، 2018، ص87). أيضاً تستخدم نسبة الانتفاع من الأصول والتي تحسب من خلال قسمة المبيعات السنوية على مجموع أصول الشركة، فالشركات التي لديها نسبة انتفاع منخفضة من أصول الشركة تعاني من تكاليف الوكالة، جراء اتخاذ الإدارة لقرارات استثمارية غير صائبة، أو عدم بذلها لجهود كافية في إدارة المؤسسة أو نتيجة لانخفاض الإيرادات الذي قد ينتج عن عدم اتخاذ التدابير اللازمة لتسويق منتجات المؤسسة، أو جراء الاسراف في الانفاق على الأصول الغير المنتجة والكمالية، كالبذخ في انشاء المكاتب، والمنتجات، ووسائل النقل (رمضان، 2011)، تجدر الملاحظة إلى أن هذا معدل الانتفاع من الأصول يستخدم كمقياس لبعض الظواهر الأخرى (مستوى النشاط مثلاً).

2.3. بناء النموذج:

لقد تم بناء نموذج الدراسة بالاعتماد على بعض الدراسات السابقة أمثال (شبير، 2017) و(حمدان، 2016) و(Hua، 2010).

يمكن توضيح النموذج المقترح على أساس الشكل الرياضي التالي:

$$\text{Costit} = \beta_0 + \beta_1 \text{dmit} + \beta_2 \text{dc it} + \beta_3 \text{size it} + \text{eit}$$

حيث:

- **Costit**: تكاليف الوكالة للشركة i في السنة t
- **β_0** : ثابت وهو عبارة عن قيمة تكاليف الوكالة عندما تكون قيمة كل المتغيرات المستقلة = 0.
- **β_1** : ميل خط الانحدار لمعدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل.
- **dmit** معدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل للشركة i في السنة t
- **β_2** : ميل خط الانحدار لمعدل الاستدانة قصيرة الأجل.
- **indc it** معدل الاستدانة قصيرة للشركة i في السنة t .
- **β_3** : ميل خط الانحدار للحجم
- **size**: الحجم للشركة i في السنة t .
- **eit**: الخطأ العشوائي.

3.3. تحليل بيانات الدراسة:

أ. التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة:

جدول 2. متوسطات قيم المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في نموذج الدراسة

الرمز في البورصة	متوسط معدل	متوسط معدل	متوسط معدل	متوسط معدل الانتفاع من
SAI	0.23	10,52	0,25	0,35
DAH	0.16	10,51	0.14	0,09
ROUI	0.25	9,91	0.53	0,90
AUR	0.52	10,03	0.09	0,19
BIO	0.02	10,38	0.33	0,81

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات LEXEL

- تحليل الجدول:

يلاحظ من خلال الجدول أن معدل الاستدانة في الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة لا يتجاوز 53.56% أي أنها تمول احتياجاتها بنفسها بما مقداره 47.44%، وهذه النسبة متوسطة عموماً إلا أن شركة روية هي التي بلغت نسبة الاستدانة بها القيمة القصوى بمعدل 78% وهي نسبة حرجة يمكن أن تفقد المؤسسة استقلاليتها وتزيد من نسبة المخاطر التي تتحملها، وبالمقابل فقد بلغت أقل نسبة مديونية للشركات مدار الدراسة ما نسبته 30% وهي تخص شركة داهلي للتسيير العقاري، وفي العموم فهذه النسب مقبولة نوعاً ما بالنظر إلى نشأة السوق المالي الجزائري.

أما فيما يخص حجم الشركة فالجدول يؤكد أن العينة المدروسة متقاربة في الحجم ويؤكد ذلك المتوسط الحسابي الذي يظهر مقاربا للقيم.

بينما معدل المتغير التابع تكاليف الوكالة فإن المتوسط للشركات المدروسة بلغ 46.8% وهي نسبة تمثل نسبة الانتفاع من أصول الشركة وتكون بقسمة المبيعات السنوية على مجموع أصول الشركة كما ذكرنا آنفاً، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما أكد ذلك على أن الشركات تعاني من تكاليف الوكالة، جراء اتخاذ الإدارة لقرارات استثمارية غير صائبة، أو عدم بذلها لجهود

كافية في إدارة المؤسسة أو نتيجة لانخفاض الإيرادات الذي قد ينتج عن عدم اتخاذ التدابير اللازمة لتسويق منتجات المؤسسة، أو جراء الاسراف في الانفاق على الأصول الغير المنتجة والكمالية، كالبذخ في انشاء المكاتب، والمنتجات، ووسائل النقل وقد كانت أكبر قيمة لها في شركة روية حيث كانت نسبة الانتفاع من الأصول 90% بينما بلغت أقل قيمة في شركة داهلي 9% للتسيير العقاري أي أن نسبة تكاليف الوكالة بها مرتفعة جدا، وقد يرجع ذلك لطبيعة القطاع.

ب. دراسة شروط المربعات الصغرى للنموذج

-اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي: تم اختبار اعتدالية التوزيع في نموذج الدراسة بالاعتماد على اختبار (Kolmogorov-Smirnova) الموضحة نتائجه في الملحق (04) والتي تشير إلى أن قيمة الاحتمال $0.118 = \text{sig}$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 لذا يمكن القول أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي و بالتالي فإن شرط اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي محقق.

- الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة: طبقا للنتائج الموضحة في الملحق (3) نجد أن قيم معامل تضخم التباين VIF لكل من معدل الاستدانة طويلة ومتوسطة، معدل الاستدانة قصيرة الأجل، معدل حجم الشركة بلغت 1,886، 1,548، 1,482 على التوالي ونلاحظ أن كلا منهم له معامل VIF أقل من 5 و قريب جدا من 1 مما يعني عدم وجود مشكلة للامتداد الخطي في المتغيرات المستقلة لأنموذج الدراسة.

- الاستقلال الذاتي للبواقي: تم الحكم على مدي وجود استقلال بين البواقي بالاعتماد على اختبار (Durbin-Watson) فمن الملحق (1) يتضح بأن قيمة (DW) المحسوبة بلغت 1.705 وبالعودة إلى جدول القيم الحرجة نجد أن القيم الحرجة عند $K=3$ و $n=32$ وعند مستوى معنوية 0.05 بلغت $\text{dsup}=1.65$ و $\text{dinf}=1.244$ ومنه فإن قيمة DW المحسوبة محصورة بين القيمتين القصوى والدنيا وهو ما يعبر عن عدم وجود ارتباط ذاتي ما بين البواقي، ومنه فإن شرط الاستقلال الذاتي للبواقي متوفر.

- تجانس البواقي: لاختبار تجانس البواقي تم استخدام طريقة (Goldfield-Quandt) وانطلاقا من الملحق رقم (5) والملحق رقم (6) في قائمة الملاحق يمكن حساب F كما يلي:
 $F=0.181/1.791=0.10$

وهذه القيمة أقل من $F(13.13, 5\%)$ الجدولية التي تساوي 2.58 ما يعني وجود تجانس في تباين الأخطاء.

د. اختبار الفرضيات وتحليل نتائج الدراسة:

بعد معالجة معادلة الانحدار الخطي المتعدد (المشار إليها سابقا) بطريقة المربعات الصغرى بواسطة برنامج SPSS تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

جدول 3. نتائج معادلة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة:

المتغيرات	VIF	T	المعاملا ت β	مستوى المعنوية Sig	معامل التحديد R^2	مستوى المعنوية Sig ^b
β_0	-	2.110	4.569	.044	,465	,000 ^b
معدل الاستدانة dm	1,886	2,558	1,114	,016		
معدل الاستدانة dc	1,548	2,528	,913	,017		
معدل حجم الشركة	1,482	- 2,275	-,455	,031		

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات spss (أنظر الملاحق)

وعليه ومن خلال الجدول السابق يمكن اعادة كتابة نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$\text{Costit} = 4.569 + 1,114\text{dm} + ,913 \text{ dc it} + -,455 \text{ size it} + \text{eit}$$

- اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

قدرت قيمة الميل $\beta_1=1.114$ الخاصة بالمتغير المستقل والمتمثل في معدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل وهو يدل على وجود علاقة طردية مع المتغير التابع، وهي دالة إحصائيا وذلك لأن مستوى المعنوية قدر ب $\text{Sig}=0.016$ و هو أقل من 0.05 وعليه يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل على تكاليف الوكالة في الشركات عينة الدراسة.

- اختبار الفرضية الفرعية الثانية:

قدرت قيمة الميل $\beta_2=0.913$ الخاصة بالمتغير المستقل والمتمثل في معدل الاستدانة قصيرة الأجل وهو يدل على وجود علاقة طردية مع المتغير التابع، وهي دالة إحصائيا وذلك لأن مستوى المعنوية قدر ب $\text{Sig}=0.017$ ، وهو أقل من 0.05 وعليه يتم قبول الفرضية الفرعية الثالثة، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستدانة قصيرة الأجل على تكاليف الوكالة في الشركات عينة الدراسة.

- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:

قدرت قيمة الميل $\beta_3=-0.455$ ، الخاصة بالمتغير المستقل والمتمثل في معدل احجم الشركة وهو يدل على وجود علاقة عكسية مع المتغير التابع، وهي دالة إحصائيا وذلك لأن مستوى المعنوية قدر ب $\text{Sig}=0.031$ ، وهو أقل من 0.05 وعليه يتم قبول الفرضية الفرعية الثالثة، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على تكاليف الوكالة في الشركات عينة الدراسة.

- اختبار الفرضية الرئيسية للدراسة:

عند دراسة المعنوية الكلية لنموذج الانحدار المتعدد يتضح أن مستوى المعنوية لاختبار F يساوي 0.000^b و هو أقل من 0.05 و هذا يدل على أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة، وهذا ما أكدته قيمة معامل التحديد R^2 المعدل الذي كان متوسط حيث بلغ $0,465$ ، أي أن ما نسبته 46.50% من التغير في تكاليف الوكالة مفسر بواسطة نموذج الدراسة.

4. الخاتمة:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الاستدانة باعتباره متغيرا مستقلا وممثلا معدل المديونية طويلة متوسطة الأجل، معدل المديونية قصيرة الأجل ومعدل حجم الشركة على تكاليف الوكالة ممثلا بنسبة الانتفاع من الاصول في عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وقد استخدمت منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وقد بلغ حجم العينة 5 شركات للفترة الممتدة من 2010 إلى 2017 وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها:

- يوجد تأثير لمعدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وهذا ما يثبت صحة النتائج التي توصل إليها كل من (Meckling, 1976)، حيث أكدت دراستهما أنه كلما زادت نسبة الاستدانة انخفضت تكاليف الوكالة وذلك حتى مستوى معين يكون مثاليا.

- يوجد تأثير لمعدل حجم الشركة على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، و هو ما أجمعت عليه معظم الدراسات التي أجريت بهذا الخصوص، فضلا عن اعتباره من محددات الهيكل المالي، حيث من المفروض أنه مع صغر وانخفاض حجم الشركة تنخفض أيضا تكاليف الوكالة الناتجة عن تشتت الملكية وتضارب المصالح داخلها لأن معظم الشركات الصغيرة والمتوسطة تكون ملكا لشخص واحد هو نفسه المدير، والعكس فكلما كبر حجم الشركة زادت معه تكاليف الوكالة، وجاءت نتائج الدراسة مؤكدة لما تناولته الدراسات السابقة.

- يوجد تأثير لمعدل الاستدانة قصيرة الأجل على تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وهذا ما يؤكد دراسة (Myers.S.C, 1977,p160)

وبناء على نتائج الدراسة فإننا نرى ضرورة إجراء دراسات أخرى لتوضيح العلاقة بين هيكل الاستدانة، وتكاليف الوكالة بحيث يتم تضمين أنموذج الدراسة متغيرات أخرى كالعمر، نسبة السيولة، معدل النمو، هيكل الملكية وهذا الأخير نرى أنه من أهم العناصر التي يمكن أن يكون لها تأثير على تكاليف الوكالة في مناخ وبيئة الشركات الجزائرية حيث أن الدراسات الأجنبية

والعربية ركزت على تركيز وتشتت الملكية، ومدى تأثيره على تكاليف الوكالة، بينما نقترح تماشياً مع خصوصية البيئة الاقتصادية الجزائرية أن يتم إدماج نسبة ملكية الدولة كمتغير مستقل مؤثر في تكاليف الوكالة وأيضاً نسبة الملكية العائلية والتي مازالت تثير جدلاً حول علاقتها بتكاليف الوكالة من حيث طبيعة التأثير وقد اختلفت الدراسات حولها، كما نقترح ضرورة أن تكون العينة أكبر من حيث العدد وأوسع من حيث القطاعات لتغطي واقع السوق الجزائرية بقطاعاتها جميعها، وإجراء دراسات لتفسير ميل الشركات الصناعية نحو استخدام مصادر أكثر كلفة في تمويل أنشطتها التصنيعية.

قائمة المراجع بالعربية

الكتب:

- أبو الفتوح علي فضالة، (1994)، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع.
- عبد العال حماد طارق، (2008)، حوكمة الشركات، القاهرة، الدار الجامعية.
- علي محي الدين القرهداغي، (2009)، الوكالة في الفقه الاسلامي. مصر: باخر للإصدار.
- نهال فريد مصطفى، محمد صالح الحناوي، (2008)، الادارة المالية التحليل المالي لمشروعات الاعمال، دار الحديث، الاسكندرية، مصر ص 275.
- مقال في مجلة:
- مؤيد محمد علي الفضل، (2013)، العلاقة بين محددات السلوك الاداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء، دراسة حالة في العراق. المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر، العدد الثاني، 106-133.
- علام محمد موسى حمدان، (2016)، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، مجلة الاقتصاد والاعمال، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، العدد 04.
- دادان عبد الغاني. (2006). نظرية الوكالة والسلوك المالي. مجلة دراسات، المجلد 4 العدد 2، 185-208.

عماد زياد رمضان، (2011)، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية-دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة(2000-2006)، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 07، العدد 02.

عبد الوهاب دادن، (2006)، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 04.

علي جبران الخفاجي،(2018)، تأثير كلفة الوكالة على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة-دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2013-2016. مجلة الادارة و الاقتصاد المجلد 7 العدد 25، 87.

عمر فريد شقور، (2016). العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة - دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2013-2015. المجلة لعربية للعلوم و نشر الأبحاث،، العدد الثاني المجلد الثالث.

مقال منشور في ملتقى:

عدنان بن حيدر بن درويش، (2007)، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، بيروت- لبنان.

مذكرات وأطروحات:

انفال حدة خبيزة، (2012)، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، ، مذكرة ماجستير تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

حسام الدين غضبان، (2014)، مساهمة في اقتراح لحكومة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية- دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر.

غنية بوربيعة، (2012)، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

- رياض زلاسي، (2012)، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية- دراسة حالة أليانس للتأمينات الجزائرية ورقلة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- نعيمة عبدي (2009)، دور آليات الرقابة في تفعيل حوكمة المؤسسات- دراسة حالة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- ماهر أسامة نايف (2017)، أثر استخدام آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين.
- المراجع الأجنبية:

Journal article.

- Asma, T. (2006). Les Déterminants De La Structure Du Capital Et Les Particularités Du Financement Dans Les Pme :Une Etude Sur Données Françaises. France: Université Paris Ix Dauphine Edogest.
- Cassar, G. A. (2003). Capital Structure And financing Of Smes: Australian Evidence. Journal Of Accounting And Finance, 43: 123-147. Journal Of, 123.
- Doukas, J. K. (2000). Security Analysts, Agency Costs, And Company Characteristics. Financial Analysts Journal, 56(6), 54-63.
- Meckling, M. C. (July 1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. Journal Of Financial Economics 3q North-Holland Publishing Company, 305-360.
- Morvan, J. (2005). La Gouvernance D'entreprise Managériale : Positionnement Et Rôle Gérants De Fonds Socialement Responsables. Bretagne: Université De Bretagne Occidentale.
- Myers, S.C. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. Journal Of Financial Economics 5, 160.
- Hua , Zhang , Gao Yun – Zhe And Han Dong – Ping , (2010) , “Debt Level And Equity Agency Costs : Evidence From Public Listed Companies In China”, International Conference On Management Science And Engineering (17th), Australia.

Internet website

Cosob, Commission D'organisation Et De Surveillance Des Opérations De. (1993, 05 23). Consulté Le 02 01, 2019, Sur <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>

All Bibliography List in English:

Books:

Abul-Fotouh Ali Fadala, (1994), Financial Structures, Dar Al Kuttab Al-Alami for Publishing and Distribution.

Abdel-Al Hammad Tarek, (2008), Corporate Governance, Cairo, University House.

Ali Mohiuddin Qarhadaghi, (2009), the agency in Islamic jurisprudence. Egypt: Latest version.

Nahal Farid Mustafa, Mohamed Saleh El-Henawy, (2008), Financial Management Financial Analysis of Business Projects, Dar El Hadith, Alexandria, Egypt p. 275.

Adnan Bin Haider Bin Darwish, (2007), Corporate Governance and the Role of the Board of Directors, Union of Arab Banks, Beirut, Lebanon.

Article in Journal:

Muayad Muhammad Ali Al-Fadl, (2013), The Relationship between Determinants of Administrative Behavior and Agency Cost of Ownership and its Impact on Performance, Case Study in Iraq. Arab Journal of Accounting, Iraq, vol. XVI, second issue, pp. 106-133.

Allam Mohammed Mousa Hamdan, Adel Mohammed Al-Soraye, Mohammed Salama Anasouh (2016), Structure of Ownership in Companies Listed on the Bahrain Stock Exchange and its Role in Reducing Agency Costs, Journal of Economics and Business, Islamic University, Gaza, Palestine, Volume 24, No. 04, page 82 98 .

Dadan Abdul Ghani. (2006). The theory of agency and financial behavior. Dirasat Journal, Algeria, Vol. 4, No. 2, p. 185-208.

Emad Ziad Ramadan, (2011), Determinants of the Structure of Capital in Jordanian Public Shareholding Companies - A study from the Jordanian Securities Market for the Period 2000-2006, *Jordanian Journal of Business Administration*, Jordan, Volume 07, No. 02, pp. 228-245. **Abdul Wahab Dadden**, (2006), Analysis of the theoretical approaches to optimizing the financial structure, *Journal of the researcher*, Algeria, Volume 4, No. 4, p. 107-114.

Ali Jubran Al-Khafaji, (2018), The Effect of the Agency's Cost on the Economic Value Added to the Company - An Applied Study on a Sample of Companies Listed in the Iraqi Stock Exchange for the period 2013-2016. *Journal of Administration and Economics* Volume 7 Issue 25, p. 85-104.

Omar Farid Chakour, (2016). Factors Influencing Agency Costs - An Empirical Study on Commercial Banks Listed on the Amman Stock Exchange for the period 2013-2015. *The Arab Journal of Science and Research Dissemination*, Amman, Vol. II, Vol.

Memoirs and treatises:

The Impact of the Financial Structure on the Strategy of the Industrial Corporation, Master of Industrial Economics, Faculty of Economic and Commercial Sciences and Management Sciences, University of Mohammed Khader, Biskra.

Hossam Eddin Ghadban, (2014), contribution to the proposal for the governance of the Algerian economic institutions - a case study of a group of economic institutions, PhD thesis in management sciences, Faculty of Economic and Commercial Sciences and Management Sciences, University of Mohamed Khader Biskra - Algeria.

Bourbia ghania(2012), Determinants of Selection of the Financial Structure of the Foundation, Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences, Master of the University of Algiers 3.

Riad Zalasi, (2012), Corporate Governance Contributions to Achieving Quality of Accounting Information - Case Study of

Alliance for Algerian Insurance, Ouargla, Master's Thesis in Commercial Sciences, University of Qasidi Marbah, Ouargla, Algeria.

Naima Abdi (2009), Role of Oversight Mechanisms in Activating Corporate Governance - Case Study, Master's Thesis, Qasidi Marbah University, Ouargla, Algeria.

Maher Osama Nayef Shubair (2017), Impact of the Use of Governance Mechanisms on Reducing Agency Costs - Applied Study on Companies Listed on the Palestine Stock Exchange, Master Thesis, Islamic University Gaza, Palestine.

Foreign References:

Article Journal

Cassar, G. A. (2003). capital structure and financing of smes: australian evidence. newspaper of accounting and finance, 43: 123-147.

Doukas, J. K. (2000). security analysts, agency costs, and company characteristics. financial analysts journal, 56 (6), 54-63.

Meckling, M.C. (1976). theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. 3q north-holland publishing company, 305-360.

Myers.S.C. (1977). determinants of corporate borrowing. newspaper of financial economics 5, 147-175

Seminar article

Hua, Zhang, Gao Yun - Zhe and Han Dong - Ping, (2010), "International Financial Management and Engineering Conference" (17th), Nov. 24-26 . 2010, Melbourne, Vic, Australia.

Theses

Morvan, J. (2005). managerial corporate governance: positioning and managing role of socially responsible funds. brittany: university of western brittany.

Asma, T. (2006). the determinants of capital structure and the particularities of financing in smes: a study on French data. France:

Ph.D. thesis in Management Sciences University Paris ix dauphine edogest.

Internet website

Cosob, commission of organization and supervision of the operations of. (1993, 23 05). consulted on 02 01, 2019, on <https://www.cosob.org/etas-financiers-de-emetteurs>

الملاحق

الملحق 01: معامل التحديد واحصائي Durbin-Watson

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,719 ^a	,517	,465	,31718	1,705

الملحق 02: تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار

ANOVA^b

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	3,013	3	1,004	9,982	,000 ^a
Résidu	2,817	28	,101		
Total	5,830	31			

الملحق 03: معاملات الانحدار

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité	
	A	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
Constante	4,569	2,165		2,110	,044		

size	-,455	,200	-,364	-2,275	,031	,675	1,482
dc	,913	,361	,413	2,528	,017	,646	1,548
dm	1,114	,436	,461	2,558	,016	,530	1,886

الملحق 04: نتائج اختبار اعتدالية التوزيع الاحتمالي للنموذج

Tests de normalité

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistique	ddl	Signification	Statistique	ddl	Significatio n
Standardized Residual	,139	32	,118	,968	32	,455

الملحق 05: تحليل التباين بعد استثناء 19 مشاهدة أخيرة

ANOVA^b

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	,681	3	,227	1,140	,384 ^a
Résidu	1,791	9	,199		
Total	2,471	12			

الملحق 06: تحليل التباين بعد استثناء 19 مشاهدة أولى

ANOVA^b

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	,052	3	,017	,857	,497 ^a
Résidu	,181	9	,020		
Total	,233	12			