

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات
بمعنوان:

دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت

دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى 2021

من إعداد الطالبة: مرصادي فضيلة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 14 جوان 2023

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
عمي السعيد	جامعة غرداية	رئيسا
د/ نعاس صلاح الدين	جامعة غرداية	مشرفا ومقررا
حميدات عمر	جامعة غرداية	مناقشا

السنة الجامعية: 2023/2022

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

بعنوان:

دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت

دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى 2021

من إعداد الطالبة: مرصادي فضيلة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 14 جوان 2023

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
عمي السعيد	جامعة غرداية	رئيسا
د/ نعاس صلاح الدين	جامعة غرداية	مشرفا ومقررا
حميدات عمر	جامعة غرداية	مناقشا

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

أهدي هذا الجهد المتواضع

الى

احباء قلبي...والدي الاعزاء ...عنوان العطاء

إلى اخوتي

وسيلة، عبدالله، عبدالنور، عبدالصمد

الى

أصدقائي الاوفياء الذين كانت مرافقتهم لي

في مشواري الدراسي عوناً لي في إتمامي

هذه الدراسة الى كل السائرين في طريق العلم وانارة العقول .

اهدي هذا العمل.....

فضيلة



شكر وعرفان

الشكر والثناء لله عز وجل الذي أنعم علينا بنعمه، ووفقني في انجاز هذا البحث العلمي، فالحمد لله

حمدا كثيرا.

اتقدم بخالص الشكر والتقدير الى استاذي الفاضل الدكتور نعاس صلاح الدين الذي تفضل بإشرافه

على هذا البحث، ولكل ما قدمه من دعم وارشاد لإنجاز هذا العمل، اسأل الله عز الله ان يكتبها في

ميزان حسناته.

المخلص:

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، ولتحقيق ذلك تم جمع البيانات المالية ل 16 شركة من مختلف القطاعات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من سنة 2017 الى غاية سنة 2021 وذلك من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة على موقع بورصة الكويت، و قد طبقت الدراسة أسلوب النماذج الساكنة للبيانات المقطعية وذلك بالاستعانة بالبرنامج الاحصائي Eviews9، وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية العائلية، حجم مجلس، استقلالية المديرين وتركز الملكية وبين تكلفة الوكالة، وأوصت الدراسة بضرورة عدم تشجيع الادارة على امتلاك قدر كبير من الاسهم التي لها اثر مهم في زيادة تكاليف الوكالة كما اوصت الدراسة ايضا بالإفصاح عن الأسهم المملوكة في التقارير المالية.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية، تكاليف الوكالة، الملكية العائلية، بورصة الكويت.

Abstract:

This study aims to identify the role of the ownership structure in reducing agency costs in the institutions listed on the Kuwait Stock Exchange. And the financial lists published on the Kuwait Stock Exchange website, and the study applied the method of static models to cross-sectional data, with the help of the statistical program Eviews9. The results of the study concluded that there is no statistically significant relationship between family ownership, the size of the council, the independence of managers and the concentration of ownership and the cost of agency, and the study recommended the need not to encourage management to own a large amount of shares that have an important impact in increasing agency costs. The study also recommended disclosure About the shares owned in the financial reports.

Keywords :Ownership, Structure, Agency Costs, Family Ownership, Kuwait Exchange

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص باللغة العربية
III	الملخص باللغة الإنجليزية
V	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الاختصارات والرموز
١	مقدمة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية و تكلفة الوكالة	
6	تمهيد
7	المبحث الأول: هيكل الملكية وتكلفة الوكالة في المؤسسات الاقتصادية
17	المبحث الثاني: الدراسات السابقة لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة
23	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: دراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة لعينة من المؤسسات	
25	تمهيد
26	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
36	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
45	خلاصة الفصل
46	خاتمة
49	قائمة المصادر والمراجع
53	الملاحق
62	فهرس المحتويات

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	دلالة التدفق النقدي الحر	1
32	توزيع عينة الدراسة على القطاعات المختارة	2
36	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2017-2021	3
38	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2017-2021	4
39	نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة	5
40	نتائج نموذج الاثار الثابتة لمتغيرات الدراسة	6
41	نتائج نموذج الاثار العشوائية لمتغيرات الدراسة	7
42	نتائج Chow test للمتغيرات	8
43	نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغيرات الدراسة	9
43	نتائج Hausman test للمتغيرات	10

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
28	هيكمل مجلس إدارة بورصة الكويت	1
31	القيمة السوقية للقطاعات خلال فترة الدراسة 2017-2021	2
31	تطور عدد الاسهم المتداولة خلال فترة الدراسة 2017- 2021	3
32	التوزيع النسبي للمؤسسات حسب القطاعات المختارة	4
33	متغيرات الدراسة	5

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	معلومات أساسية حول المؤسسات المختارة
02	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2017-2021
03	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2017-2021
04	نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغيرات الدراسة
05	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت للمتغيرات الدراسة
06	نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي للمتغيرات الدراسة
07	نتائج Chow test للمتغيرات الدراسة
08	نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغيرات الدراسة

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدالة
AC	معدل دوران الاصول
FCF	التدفق النقدي الحر
OPR	نسبة المصرفات التشغيلية
BKM50	مؤشر بورصة الكويت الرئيسي
BOARD-S	حجم مجلس الادارة
INDEPE-D	استقلالية المديرين
FAMIL-O	الملكية العائلية
CONC-O	تركز الملكية
PRM	النموذج التجميعي
REM	نموذج الاثر العشوائي
FEM	نموذج الاثر الثابت

مقدمة

أ. توطئة:

نتيجة للتسارع المذهل في حجم المؤسسات والشركات وبسبب تعدد أنشطتها وظهور الشركات متعددة الجنسيات لم يعد من الممكن لذات الأشخاص بالاحتفاظ بمهام الملكية والإدارة معا، وهذا ما أدى إلى تفويض الملاك مسؤولية اتخاذ القرارات إلى فريق اداري متمكن، مقابل رواتب ومكافئات وحوافز معينة، وبالتالي الفصل بين ملكية المنشأة وادارتها وظهور بما يعرف بنظرية الوكالة التي تقوم بدورها على مبدأين أساسيين، الرؤية التعاقدية للمؤسسة، ومبدأ الانتخاب الطبيعي، فالنظرية تلغي اقتراح النظريات التقليدية للمؤسسة، حيث تظهر المؤسسة ككيان قانوني، يشمل تجمعات العقود الخارجية والداخلية المعلنة او الضمنية.

وعلى الرغم من أن هيكل الملكية يعد كأحد آليات لحل مشاكل الوكالة، إلا أن اختلاف في هذا الهيكل قد يؤثر على مدى اتفاق المصالح بين المديرين والمالكين، وهذا يؤدي الى التزام ادارة الشركة بممارسات معينة عند اعداد التقارير المالية بهدف تحقيق الأهداف الشخصية او تحقيق مصالح اصحاب الشركة.

وبناء على ما سبق، كان من الالهم البحث عن دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت والتي تعد كغيرها من الشركات العاملة في الدول النامية تواجه الكثير من التحديات من ابرزها ما يسمى بمشكلات الوكالة.

ب. إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق، يمكن طرح اشكالية الدراسة كما يلي:

ما هو دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2017 الى 2021 ؟

تندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية تتمثل في:

1. هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة؟
2. هل توجد علاقة ذات دلالة بين حجم مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة ؟
3. ما طبيعة العلاقة بين استقلالية المديرين في مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة ؟
4. هل يوجد أثر لتركز الملكية على تكاليف الوكالة ؟

ج. فرضيات الدراسة:

قصد دراسة وتحليل هذا الموضوع، والمحاولة الاجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضيات التالية:

1. توجد علاقة خطية ذات دلالة احصائية بين حجم مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدروسة؛
2. توجد علاقة خطية ذات دلالة احصائية بين استقلالية المديرين في مجلس الادارة وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدروسة؛
3. توجد علاقة خطية ذات دلالة احصائية بين تركيز الملكية وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدروسة؛
4. يوجد علاقة خطية ذات دلالة احصائية بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدروسة.

د. أهداف الدراسة:

يكمّن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في معرفة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، وفيما يلي مجموعة من الأهداف التي تسعى الدراسة لتحقيقها:

- إلقاء الضوء على مكانزمات الحوكمة واليات تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات؛
- قياس أثر هيكل الملكية على تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2017-2021؛
- تحديد العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2017-2021 .

ه. مبررات اختيار الموضوع:

تكمن اسباب اختيار موضوع دراستنا:

- لان الموضوع ضمن تخصصنا الا وهو تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات؛
- الرغبة في دراسة المواضيع التي تتعلق بموضوع هيكل الملكية ونظرية الوكالة؛
- الرغبة في معرفة العلاقة القائمة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة.

و. أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في:

- ان اهمية هذه الدراسة تنبع من كونها تضيف للدراسات السابقة ادلة جديدة عن دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة للشركات؛
- تبرز اهمية الدراسة ايضا في تناولها لموضوع الملكية المؤسسية وعلاقتها بتكاليف الوكالة؛

- الدراسات الحالية لها اهمية من حيث انها سوف تسمح بكشف عن اهم الاسباب التي تؤدي الى تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسة المدرجة في البورصة.

ز. حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2021؛
- الحدود المكانية: اعتمدنا في هذه الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت موزعة على مختلف القطاعات.

ح. المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

بغية الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا من خلال هذه الدراسة بالاعتماد على المنهج الوصفي لتوضيح الجانب النظري وذلك لتفسير مختلف النظريات المتعلقة بهيكل الملكية ونظرية تكلفة الوكالة في المؤسسة الاقتصادية، اما في الجانب التطبيقي اعتمدنا على منهج دراسة الحالة، حيث طبقنا الاساليب الاحصائية والقياسية التي تساعد على تحديد العلاقة القائمة بين متغيرات الدراسة وذلك من خلال الاعتماد على البرنامج الاحصائي Eviews9.

ط. صعوبات البحث:

من أصعب ما وجهناه في هذه الدراسة ما يلي:

_ صعوبة جمع البيانات المالية المتعلقة بالمتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2017 الى 2021.

ي. هيكل البحث:

للإحاطة بكل جوانب الموضوع وتحقيق أهداف الدراسة وللإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم البحث إلى ما يلي:

الفصل الأول والذي جاء تحت عنوان الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، الأول تم فيه التطرق للإطار النظري لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة في المؤسسة الاقتصادية وذلك بإعطاء نظرة شاملة فيما يتعلق بكل منهما وذلك بتقديم بعض المفاهيم الأساسية و تبيان العلاقة التي تجمعهما، في حين خصص المبحث الثاني بالدراسات السابقة العربية منها والأجنبية.

أما الفصل الثاني الذي اندرج تحت عنوان دراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة لعينة من المؤسسات، بحيث تم تقسيمه هو الآخر إلى مبحثين، الأول تم فيه تحديد مجتمع وعينة

مقدمة

الدارسة وكذا الأساليب المستخدمة في هذه الدارسة، أما المبحث الثاني فقد تم فيه اختبار الفرضيات وعرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية

لهيكل الملكية وتكاليف الوكالة

تمهيد

في الفترة الاخيرة حضي موضوع هيكل الملكية الذي يعتبر احد المفاهيم الاساسية في النظرية المالية الحديثة باهتمام الباحثين كونه اصبح واحد من اهم المكونات الرئيسية في حوكمة الشركات، والذي اثار جدلا واسعا في الفترة الاخير وذلك نتيجة انفصال الملكية عن الادارة، كما ويعتبر قرار هيكل الملكية انعكاسا لمحاولة التقليل من حدة مشاكل الوكالة الناشئة بين اصحاب المصالح في الشركة.

من خلال هذا سنتطرق الى موضوع هيكل الملكية وتكلفة الوكالة في المؤسسة الاقتصادية وذلك بتقسيم الفصل الى مبحثين حيث تناول المبحث الاول مفهوما لهيكل الملكية وذكر اهم انواعها ومحدداته، وكذا التطرق الى نظرية الوكالة واهم المؤشرات التي تقيسها، ومعرفة الرقابة على تسيير المؤسسة في ظل نظرية الوكالة، والسعي الى اكتشاف العلاقة القائمة بين هيكل الملكية ونظرية تكاليف الوكالة.

وفي ما يخص المبحث الثاني قمنا بتطرق للاطار التطبيقي لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة في المؤسسة الاقتصادية من خلال ذكر اهم الدراسات العربية والاجنبية التي تناولت نفس موضوع دراستنا واستخراج اهم ما يميز هذه الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

المبحث الأول: هيكل الملكية وتكلفة الوكالة في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر موضوع هيكل الملكية ودوره في تخفيض تكلفة الوكالة من الموضوعات التي لم تنل الاهتمام الواسع من قبل الباحثين ولهذا حاولنا في هذا المبحث إعطاء نظرة شاملة حول هذا الموضوع، وللإلمام أكثر به. سنتطرق الى هيكل الملكية وتكلفة الوكالة والعلاقة التي تربطهما ببعض.

المطلب الأول: هيكل الملكية في المؤسسة الاقتصادية.

تتأثر المؤسسات بآليات مختلفة للرقابة على الإدارة التنفيذية للشركة ولعلى من ابرز واهم هذه الآليات هيكل الملكية والذي يعتبر بدوره عنصر جد مهم في تحديد أهداف المنشأة وانضباط مديريها، ولتعرف أكثر على هذا العنصر المميز سنتطرق في هذا المطلب الى فرعين أساسيين يضمنان: مفهوم هيكل الملكية وأنواعها كفرع أول والى معايير ومحددات اختيار هيكل الملكية كفرع ثاني.

الفرع الأول: مفهوم هيكل الملكية وأنواعها.

1- مفهوم هيكل الملكية:

على الرغم من تعدد الدراسات التي تناولت الجوانب المختلفة لهيكل الملكية والآثار المترتبة عليه، الا انه لا يوجد سوى عدد قليل من الدراسات التي تناولت تعريف هيكل الملكية، فعلى سبيل المثال عرفت دراسة (Jiang 2004) هيكل الملكية على أنه "توزيع ملكية أسهم الشركة على فئات المساهمين". كما عرفت دراسة الحنبلي (2007) هيكل الملكية بأنه "الفئات التي تمتلك حصة من راس مال الشركة" (الحناوي، صفحة 72).

وعرف Jensen and Meckling هيكل الملكية 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: "النسبية المئوية للحصة المملوكة من قبل المديرين (الملكية الإدارية)، والمؤسسات (الملكية المؤسسية)، والحكومة (ملكية الدولة)، والمستثمرون الأجانب (الملكية الأجنبية)، والأسرة (ملكية الأسرة) (بن سليمان و بوهالي، 2021، صفحة 27).

ويقصد بهيكل ملكية الشركات "النسبة المئوية من الأسهم المملوكة من قبل جميع أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين التنفيذيين،" أوضحت دراسة (chen، 2012) ان مصطلح هيكل الملكية له اتجاهان، الاتجاه الاول: تركيز الملكية والاتجاه الثاني: هوية المالك ((محمد علاء ابراهيم و ماهر موسى، 2020، صفحة 8).

ويمكن القول أن هيكل الملكية يعتبر عنصر داعم لحكومة الشركات كونه يحد من السلوك الانتهازي ويؤثر على أداء الشركة وقيمتها، بالإضافة إلى أن التنوع في هيكل الملكية يعد أداة رقابية على الإدارة التنفيذية للشركات.

2- أنواع هيكل الملكية:

تختلف أهداف المؤسسة وطريقة إدارتها حسب نوع ملكيتها و يمكن شرح هذا في ما يلي:

1.2. الملكية العائلية (Family Ownership):

يقصد بالملكية العائلية نسبة الأسهم العادية التي يمتلكها أفراد العائلة في الشركة من إجمالي قيمة الأسهم، حيث اتضح أن الشركات العائلية هي مؤسسات مشتركة في كل من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة (مسمح، 2018، صفحة 18).

كما أن للملكية العائلية دور إيجابي في تطوير أداء الشركة من خلال الخبرة الطويلة لأفراد العائلة وقدرتهم على التحكم في السلوك الإداري ذلك لتحقيق نتائج أفضل للشركة، كما أن لهذا النوع من الملكية فوائد خاصة، والتي قد تزيد من احتمالية ظهور مشاكل، مما يؤثر سلباً على مؤشرات أداء الشركة (دخان م.، 2018، صفحة 35).

2.2. الملكية الأجنبية (Foreign Ownership):

الملكية الأجنبية هي السيطرة على الشركة أو مورد طبيعي في بلد ما من قبل أفراد ليسوا من مواطني ذلك البلد أو من قبل شركات مقرها خارج هذا البلد، بشكل عام يحدث ذلك عندما تقوم الشركات متعددة الجنسيات التي تعمل في أكثر من دولة باستثمارات طويلة الأجل في بلد أجنبي، وعادة ما يكون في شكل استثمار أجنبي مباشر (مسمح ب.، 2018، صفحة 18).

وللملكية الأجنبية دور مهم في تحسين حوكمة الشركات، حيث يمكن لهؤلاء المستثمرين الأجانب ممارسة دور إشرافي على الشركات التي يستثمرون فيها، وعادة ما يمارس المستثمرون الأجانب دورهم الرقابي على الشركات المحلية باستخدام حق التصويت للتأثير على القرارات الإدارية، أو من خلال تهديدهم وفقاً لاستثماراتهم من الشركات المحلية (العامري، 2018، صفحة 155).

3.2. ملكية الأفراد والمؤسسات (Institutional & Individual Ownership):

الملكية المؤسسية هي إحدى الأدوات الفعالة في تحقيق الحوكمة المؤسسية في السياق الخارجي. ويرى بعض الباحثين أن استثمار هذه المؤسسات مقابل مبلغ كبير من أموالهم في هذه الشركة يؤهلهم لمراقبة الشركة والحصول على المعلومات من داخل الشركات وخارجها، من ناحية أخرى يرى بعض الباحثين أن المؤسسات لا تلعب دوراً فعالاً في مراقبة أنشطة الإدارة، ويعتبرون أنه من مصلحة أصحاب الشركات والمؤسسات التي استثمرت في هذه الشركات التعاون في الحد من الرقابة على

الإدارة مما سيؤدي إلى تحسين أدائها، في حين أن الدور الرقابي يكون محدد للأفراد وذلك عند امتلاكهم لنسب عالية من أسهم الشركة، وبالتالي ينتقلون إلى هيكل ملكية آخر هو هيكل تركيز الملكية (العامري، 2018، صفحة 155).

4.2 الملكية الحكومية (State Ownership):

في كثير من البلدان، تمتلك الحكومة نسب ملكية في الشركات المساهمة، إما عن طريق الشراء والتملك، أو عن طريق إنشاء شركات مساهمة تحتفظ فيها بنسبة مساهمة مهيمنة، تتم مناقشة دور الملكية الحكومية في أداء الشركات من خلال وجهتي نظر، بحيث تستند النقطة الأولى إلى اختلاف في الأهداف الاجتماعية للحكومة وأهداف الربحية للقطاع الخاص، أما وجهة النظر الثانية فهي مبنية على افتراض أن الملكية الحكومية تحد من مستوى شفافية الشركة من خلال تشجيعها على نشر معلومات الشركة مما يؤدي إلى آثار سلبية في الشركة (دخان م.، 2018، صفحة 35).

5.2 الملكية المشتتة والملكية المركزة (ملكية كبار المساهمين):

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من هيكل الملكية (الحناوي، صفحة 73):

- هيكل الملكية يتضمن بالكامل ملكية بواسطة صغار المستثمرين؛
 - هيكل ملكية يتضمن مستثمرا واحدا كبيرا نسبيا بالإضافة إلى صغار المستثمرين؛
 - هيكل ملكية يتضمن مستثمرين كبارا متعددين، جنبا إلى جنب مع صغار المستثمرين؛
- حيث يشير الأول إلى الملكية المشتتة، بينما يشير النوعان الآخران إلى الملكية المركزة .

❖ الملكية المشتتة (Dispersed Ownership):

يتميز هيكل الملكية المشتت بوجود عدد كبير من المساهمين الذين يمتلكون عددا صغيرا من الأسهم، والفصل بين السيطرة والملكية هو جد مهم في هذا النوع من هذا الهيكل، مما يؤدي إلى تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، لذلك يعتمد المساهمون على أجراء مجلس الإدارة المستقلين للحصول على المعلومات التي يحتاجونها والتي تمكنهم من تقييم أداء المديرين بموضوعية (تبر، 2018، صفحة 97).

في حالة تشتت الملكية، فإنه لا يمكن لصغار المساهمين ممارسة الإشراف ورقابة على عمل الإدارة لأنهم غير قادرين على تحمل التكاليف، مقابل منافع محدودة بسبب صغر حجم ملكيتهم، مما يزيد من إمكانية إدارة موارد الشركة، التي تحد من وجود كتل ملكية في أيدي عدد من كبار المساهمين الذين تزداد قدرتهم على مراقبة تصرفات المديرين (دخان م.، 2018، صفحة 34).

❖ الملكية المركزة (Concentrate Ownership):

يتميز هذا النوع بامتلاك عدد قليل من المساهمين لحصة معتبرة من الاسهم وهم عادة كبار المساهمين في المؤسسة، حيث يمتلكون حق رقابة جد قوية على سلوك المسيرين وعلى تسيير المؤسسة، فالمشكلة الأساسية التي تواجه حوكمة المؤسسات في هيكل الملكية المركزة هي كيفية حماية المساهمين الاقلية من خطر نزع ملكيتهم من قبل كبار المساهمين، اذ بإمكانهم تسيير المؤسسة وفقا لمصالحهم الخاصة وذلك على حساب مصالح صغار المساهمين الآخرين (تبر، 2018، صفحة 97). كما يعد تركيز الملكية من أهم الأساليب التي تساعد على حل المشاكل المتبوعة بالملكية المشتتة، بحيث انه بارتفاع تركيز الملكية فإنه من المتوقع أن يمارس أصحاب الكتل الكبيرة نوعا من السيطرة على الإدارة مما قد يعزز أداء الشركة (مسمح ب.، 2018، صفحة 24).

الملكية الادارية (Administrative Ownership):

تنشأ الملكية الإدارية عندما تمتلك الإدارة جزءاً من أسهم الشركة، بحيث تشير بعض الآراء إلى أن تعظيم الملكية الإدارية في إطار نظرية الوكالة يؤدي إلى توافق أكبر للمصالح بين الإدارة والمساهمين الخارجيين، مما يقلل من إمكانية تضخيم الأرباح بسبب التفكير المستقبلي للمديرين الذين يمتلكون الأسهم. تنتج الملكية الإدارية عن تعويض الإدارة المتعلق بالملكية في شكل أسهم أو من حقيقة أن المديرين من بين المؤسسين وعادة ما يحتفظ أصحاب العقارات الإدارية بملكيتهم لفترات طويلة من أجل الحفاظ على سمعتهم ويعتبر كمؤشر على أدائهم الإيجابي (دخان م.، 2018، صفحة 34).

الفرع الثاني: محددات اختيار هيكل الملكية.

• محددات اختيار هيكل الملكية:

تشير محددات هيكل الملكية في الشركات المساهمة الى شكل الملكية وتوزيعها بين الملاك، حيث يتم توزيع ملكية الأسهم بين العديد من المجموعات والتكتلات سواء من أصحاب الأملاك الكبيرة أو الصغيرة ومع مختلف الجهات الشخصية القانونية للمساهمين ما بين طبيعيين واعتباريين مما يؤثر على اتخاذ القرارات الادارية ومتابعة أعمال الإدارة (دخان م.، 2018، صفحة 34). كما وتتميز الأسواق المالية بكفاءة وفعالية متدنية بتركز الملكية، بالإضافة الى تدني مستوى البيئة القانونية والمؤسسية في الدولة، وتدني ممارسات حوكمة الشركات وحماية المساهمين، مما يؤدي إلى ادراك كبار المساهمين لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح صغار المساهمين. في حين ان الملكية المشتتة موجودة في الأسواق المالية ذات الكفاءة وتعمل في بيئة عامة تحكمها تشريعات تركز على حماية صغار المستثمرين، وتوفر قدرا كافيا من الإفصاح والشفافية. (الخير ا.، 2022، صفحة 775).

وتتمثل محددات هيكل الملكية في كل من (دخان م.، 2018، صفحة 34):

✓ الملكية الادارية

✓ تشتت وتركز الملكية

✓ الملكية العائلية

✓ الملكية المؤسساتية

✓ الملكية الحكومية

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول نظرية الوكالة.

تعتبر نظرية الوكالة كإحدى المحاولات التي وضعت لحل مشكلة تعارض المصالح بين الأصيل والوكيل، وذلك لأن الوكيل لا يعمل دائماً على تحقيق مصالح الأصيل، في هذا المطلب سيتم التطرق إلى مفهوم نظرية الوكالة وأهم المؤشرات التي تقيس تكاليفها وكذا الرقابة في المؤسسة في ظل هذه النظرية.

الفرع الأول: مفهوم نظرية الوكالة.

أظهرت بعض الدراسات أن مفهوم نظرية الوكالة ليس المفهوم العام لعلاقة الوكيل بالمدير، بل وجد لحل بعض المشكلات التي تنشأ بين الوكيل والمدير، وتصف بعض الشركات نظرية الوكالة بأنها "مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الوكيل والأصيل وأن وجد الشركة نتيجة وجود هذه العلاقة التعاقدية" و حدد (jensen et meckling) نظرية الوكالة بأنها "علاقة تقوم بموجب عقد مبرم بين الوكيل والأصيل ويقوم بموجبه بتعيين وكيل ينجز المهام أو الأعمال أو الخدمات أو اتخاذ بعض القرارات المشكلة له بموجب هذا العقد(الخفاجي ، زين، و عبدالله، 2021، صفحة 209).

يتم تفسير نظرية الوكالة على أنها تعميم لنظرية حقوق الملكية، حيث أن مقالات Jenson & Meckling هي التي أرسلت قواعد نظرية الوكالة، لأنها تسمح بالإجابة على سؤالين: من يتحكم في وحدة التحكم في الشركة الرأسمالية؟ كيف تنظم عملية مراقبة جهد الإنتاج؟ يشمل التحكم تطوير آليات محفزة لنشر المعلومات، كما نسجل وجود عدم تناسق في المعلومات يعيق التقييم الصحيح لجهود كل منهم، وخاصة المالك الذي يفوض جزءاً من حقوق ملكيته إلى مدير مفوض لا يمكن أن يضمن أن هذا الأخير يستخدم أنسب الوسائل لاستخراج أقصى ربح ممكن (عقبة، 2019، صفحة 24).

في حين عرف Jensen et Meckling علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبه واحد أو أكثر من الافراد (الأصيل والموكل) بتعيين واحد أو أكثر (الوكيل) لكي ينجز بعض الأعمال والخدمات بالنيابة عنه، و في المقابل يفوض الأصيل الوكيل في اتخاذ القرارات(عقبة، 2019، صفحة 24).

ومن خلال ما سبق فإنه يمكن ان نستنتج بأن العلاقة التي تنشأ بين المالكين والمديرين هي علاقة تعاقدية والتي تعرف بنظرية الوكالة ويتولد من هذه العلاقة عدة مشاكل ناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمالكين ذلك لأن كل منهما يسعى إلى تحقيق وتعظيم مصالحه، ويعتبر السبب الرئيسي لظهور هذه العلاقة هي عدم تماثل المعلومات وتوازنها.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس التكاليف لنظرية الوكالة.

لقياس تكاليف الوكالة تم استخدام ثلاثة مؤشرات هي: معدل دوران الاصول، نسبة المصروفات التشغيلية للمبيعات (المصاريف التشغيلية)، مؤشر التدفق النقدي الحر.

1- معدل دوران الاصول (*Assets Turrover*):

يوضح معدل دوران الأصول كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتوليد المبيعات أو الإيرادات حيث يتم استخدامها لقياس حجم المبيعات التي يتم توليدها لكل دينار من قيمة الأصول، كما يشير أيضًا إلى استراتيجية التسعير، والتي تشير بدورها إلى هوامش ربح عالية تميل إلى تحقيق معدلات منخفضة، بينما يزداد معدل دوران الأصول مع هوامش ربح منخفضة، ويتم حساب معدل دوران الأصول وفقًا للصيغة التالية (فهمي، 2008، صفحة 59):

$$\text{معدل دوران الاصول} = \text{صافي المبيعات} / \text{متوسط مجموع الأصول}$$

2- التدفق النقدي الحر:

يعتبر التدفق النقدي الحر من احد مسببات تزايد تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، فالمديرين يتطلعون الى الاستفادة من التدفقات النقدية في زيادة حوافزهم وتعويضاتهم، أما المساهمون فيبتطلعون الى التوسع في استثمارات اسعار اسهمهم مستقبلا(العادلي م.، 2021، صفحة 90).

تؤدي تكاليف الوكالة المرتفعة أيضًا إلى امتصاص التدفق النقدي المتاح للمساهمين، مما يجعل من الصعب على الشركة أن تنمو. لذلك تشير التدفقات النقدية الحرة إلى انخفاض تكاليف الوكالة وقدرة أكبر على تحقيق فرص النمو (العادلي م.، 2021، صفحة 91).

ولقياس متغير التدفق النقدي الحر فيوجد عدة طرق منها الطريقة التي جاءت في (Nobanee & Abraham، 2017 ، p.23) والتي تعتمد على حساب الفرق بين صافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية وصافي التدفق النقدي الناتج عن الأنشطة الاستثمارية وتكتب بالعلاقة التالية(صقر و الجاسم، 2019، صفحة 113):

$$\text{التدفق النقدي الحر} = \text{صافي التدفق النقدي الناتجة عن الأنشطة التشغيلية} - \text{صافي التدفق النقدي الناتج عن الأنشطة الاستثمارية}$$

كما يمكن حسابه وفق الطريقة أخرى:

التدفق النقدي الحر: صافي التدفق النقدي الناتجة عن الأنشطة التشغيلية - نفقات رأسمالية

الجدول رقم (1): يوضح دلالة التدفق النقدي الحر عندما يكون ايجابيا أو سلبيا

التدفق النقدي الحر	الدلالة الجيدة	الدلالة الغير جيدة
الإيجابي	يولد تدفقات تشغيلية ضخمة الى ما بعد تلك الضرورية اللازمة للاستثمار في المشاريع المربحة	توليد تدفقات نقدية أكثر مما تحتاجه المشاريع المربحة.
السلبى	لديه مشاريع ذات ربحية ويجب أن يعتمد على التمويل الخارجى لتمويل تلك المشاريع أكثر من التدفقات النقدية التشغيلية .	غير قادرة على توليد تدفقات نقدية تشغيلية كافية لتلبية حاجات الاستثمارات المستقبلية والنمو.

المصدر: (صقر و الجاسم، 2019، صفحة 113).

• نسبة المصروفات التشغيلية (*operation Expenses Ratio*):

تخضع مصاريف التشغيل للعناية الإدارية إلى حد كبير، يأتي هذا الإجراء وفقاً لمفهوم (Jensen & Meckling) لعدم الكفاءة بسبب الاستهلاك الفاخر للمديرين والمصروفات الإدارية الناتجة عن عدم السيطرة، ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة نفقات التشغيل على المبيعات السنوية، لذلك تشير النسبة المرتفعة إلى عدم كفاءة واهتمام الإدارة، مع الضغط على مصاريف التشغيل وزيادة تكلفة الوكالة والعكس صحيح (علي جبران و هند ضياء ، 2018، صفحة 87). وتكتب بالعلاقة التالية:

نسبة المصروفات التشغيلية = المصروفات التشغيلية / المبيعات السنوية

الفرع الثالث: الرقابة على تسيير المؤسسة في ظل نظرية الوكالة.

قدم Fama et Jensen 1983 مفهومًا مهمًا للرقابة حيث اعتبر أن عملية القرار تنقسم إلى أربع مراحل وهي: المبادرة، المصادقة، التنفيذ والمراقبة، إذ تعد المبادرة والتنفيذ من مهام تسيير القرارات، والمصادقة والمراقبة من مهام رقابة القرارات (تبر، 2018، صفحة 75). كما أشار Fama et Jensen أيضًا إلى أن وجود تكاليف الوكالة الناتجة عن النظام الفعال لرقابة القرارات ينطوي على الفصل بين رقابة القرارات وتسيير القرارات (تبر، 2018، صفحة 75). إن الفصل بين وظيفة التسيير وملكية رأس مال الشركة يقدم مصدرًا لعدم التأكد، ويمكن للمدبرين التنفيذيين للشركة أن لا يبحثوا عن تعظيم الربح باتباع أهداف أخرى و هذه الظاهرة ممكنة في الشركات التي تتمتع بنشر رأس مالها، وما ينتج عنه ظهور سلطة تسييره (شرقي، 2015، صفحة 136). قدم الكاتبان (Gardiner Means et Adolf Berle) سلسلة مستمرة من خمسة أنواع من الملكية في المؤسسة بحيث درس انتشار رأس المال لتمييز مختلف أنواع الرقابة في الشركة، خمسة أنواع من الرقابة تم رصدها وهي كالتالي (شرقي، 2015، صفحة 137):

- ✓ الرقابة عن طريق الملكية الكلية؛
- ✓ الرقابة عن طريق مشاركة بالأغلبية؛
- ✓ الرقابة عن طريق مشاركة بالأقلية؛
- ✓ الرقابة عن طريق وسيلة قانونية؛
- ✓ الرقابة عن طريق المدبرين (الملكية المتناثرة).

المطلب الثالث: العلاقة بين هيكل الملكية ونظرية تكاليف الوكالة.

إن لهيكل الملكية دورًا بارزًا في تخفيض تكلفة الوكالة حيث يكمن هذا الدور في تعزيز قدرة المساهمين على عمليات المراقبة لإدارة الشركة، فالعلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة له أهمية كبيرة من حيث اتجاه هذه العلاقة، في هذا المطلب سوف نشرح العلاقة التي تربط بين هيكل الملكية ونظرية تكاليف الوكالة.

الفرع الأول: ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة.

إن علاقة الوكالة بين ملاك الشركة ومدبرها تؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، لأن المدبرين قد لا يعملون لصالح الملاك بقدر ما يعملون لصالحهم، ويتمثل هذا السلوك المعمول به من طرف المدبرين في الإشراف في تخصيص العلاوات لأنفسهم واختيار الفرص الاستثمارية بناء على مصالحهم الذاتية وغيرها من الأساليب التي تلبى مصالحهم وتزيد من ثروتهم، وللحفاظ على حالة

التوازن بين مصالح المدربين والملاك لابد من مراقبة هذا السلوك من قبل الملاك الذي بدوره يحتاج إلى تكاليف، ومن خلال الدراسات التي درست علاقة ملكية المديرين في اسهم الشركة وتكاليف الوكالة اثبت وجود تأثيرا عكسيا بينهما(حمدان، السريع، و عناسوه، 2016، صفحة 85).

الفرع الثاني: تركيز الملكية وتكاليف الوكالة.

توفر بعض فئات المساهمين رقابة فعالة على أداء المدربين من أجل التقليل من تكاليف الوكالة، بما في ذلك ما يعرف بتركز الملكية، حيث يساهم تركيز الملكية في أيدي عدد صغير من المساهمين في تطوير إجراءات أكثر صرامة لمراقبة أعمال الإدارة، وكذلك الاختيار الأمثل للمدربين الذي يمثل مصلحة المساهمين كما وتعد الشركات العائلية هي الشكل الأكثر انتشارا لتركز الملكية وقد تم العثور على هذه الملكية الى حد كبير في الشركات: صغيرة ومتوسطة الحجم، وهي تساهم بشكل فعال في اقتصاديات العديد من البلدان المتقدمة، بالإضافة الى أهمية تركيز الملكية في تقليل تكاليف الوكالة(حمدان، السريع، و عناسوه، 2016، صفحة 84).

تبعاً لنظرية الوكالة لكل من (Jensen and Meckling (1976) فإنه من المحتمل أن الشركات التي لديها نسبة مرتفعة من تركيز الملكية سوف تتحمل تكاليف وكالة أقل بمعنى وجود علاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية وتكاليف الوكالة، فتركز الملكية في يد عدد قليل من المدربين قد يساهم في اختيار الإدارة الكفوة التي تحقق مصالح الملاك(حمدان، السريع، و عناسوه، 2016، صفحة 87).

الفرع الثالث: الملكية المؤسسية والاجنبية وتكاليف الوكالة.

1- الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة:

توصل كل من (Berle & Means، 1932) إلى أن الشركات التي تكون فيها نسبة الملكية المؤسسية عالية لديها تكاليف وكالة أقل، لأن المالكين المؤسسين لديهم القدرة على التحكم في سلوك الإدارة وكذلك الحصول على الكثير من المعلومات التي قد لا تكون متاحة للمستثمرين الآخرين، كما أن وجودها يمنح الشركة الوصاية بسبب قلة السيولة في أسهمها وعدم تداولها في السوق المالي. بالعودة إلى العلاقة في ضوء ما سبق، من المتوقع أن يكون لنسبية الملكية المؤسسية تأثير واضح على تكاليف الوكالة(زريقات ، الغرابية، و الحداد، 2016، صفحة 313).

2- الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة:

إن الاستثمار الأجنبي يشكل ضغطاً كبيراً على الإدارة لتعديل سلوكها نحو خدمة مصلحة الملاك نظراً للقدرة الكبيرة لدى المستثمرين الأجانب على مراقبة تصرفات الإدارة لامتلاكهم الخبرة الكافية وبخلاف ذلك فإن البعد الجغرافي للمستثمرين الأجانب، وعدم تماثلهم للمعلومات قد لا يمكنهم

من مراقبة تصرفات الإدارة مما ينتج عنه ارتفاع في تكاليف الوكالة، وبالتالي فإن العلاقة عكسية بين الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة (السريتي، 2022، صفحة 154).

في هذا المبحث حاولنا إعطاء نظرة عامة عن كل من هيكل الملكية ونظرية تكاليف الوكالة وذلك بالتطرق إلى المفاهيم الأساسية لكل منهما، ومن أهم ما تم تناولنا في الجانب الذي ضم هيكل الملكية وانواعه التي تختلف من نوع إلى آخر وكذا ذكر أهم محدداته، وفيما يخص الجانب الذي يضم نظرية الوكالة تطرقنا فيه إلى موضوع الرقابة في ظل هذه النظرية، بالإضافة إلى تناول أهم المؤشرات التي تقيسه، وفي الأخير تناولنا العلاقة التي تربط بين هيكل الملكية ونظرية الوكالة والتي استنتجنا من خلالها أن لهيكل الملكية أثرا بارزا في التخفيض من تكاليف الوكالة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة

بعدما تم التطرق للإطار النظري لموضوع هيكل الملكية وتكلفة الوكالة، كان علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة وفي هذا الإطار قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب، بحيث ضم الأول الدراسات العربية، بينما حُصص الثاني للدراسات الأجنبية، أما المطلب الثالث والأخير قدمنا فيه ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات العربية.

1. دراسة محمد، ماهر، (2020)، بعنوان: أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، مجلد 28، ع 3.

حاولت هذه الدراسة التعرف على أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة التي تمثل مكوناتها المدروسة (تركز الملكية، ملكية مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية)، كما تمثل عينتها من جميع البنوك المدرجة في بورصة فلسطين عددها 6 بنوك وذلك خلال (2009_2018)، ولبلوغ الهدف اتبعت أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها ان كلا من متغير تركيز الملكية وملكية مجلس الإدارة يؤثران إيجابيا على تكاليف الوكالة، ومتغير الملكية المؤسسية يؤثر سلبيا على تكاليف الوكالة، ولا يوجد تأثير لمتغير الملكية الأجنبية.

2. دراسة باسل أمين شعيب، (2018)، بعنوان: أثر هيكل الملكية على الاداء المالي للمؤسسة المدرجة في بورصة فلسطين (ماجستير).

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على أثر هيكل الملكية على الاداء المالي للشركات بحيث تمثلت عينتها في 28 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2013_2017)، ولتحقق من هدف الدراسة استخدمت نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وجود أثر إيجابي لمتغير تركيز الملكية على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين من ناحية اخرى تم وجود أثر عكسي لمتغير الملكية المؤسسية على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مقاسا بمعدل العائد على الاصول، ومعدل العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

3. دراسة محمد سالم دخان، (2018)، بعنوان: أثر محددات هيكل الملكية في أداء الشركات المساهمة السورية. مجلة جامعة تشرين للبحوث الجامعية و الدراسات العلمية، مجلد 40، عدد 5.

هدفت الى تحديد أثر محددات هيكل الملكية المتمثلة في الملكية الادارية والتي تمثلت عينتها في 12 شركة مساهمة سورية تتوزع الى 6 مصاريف و 6 شركات تأمين خلال الفترة (2011_2016)، وتوصلت الدراسة الى وجود أثر للملكية الادارية في أداء الشركات المدروسة، في حين لم يتأثر أداء الشركات عينة البحث بتشتت الملكية خلال الفترة المدروسة، ويختلف اثر محددات الملكية في الاداء عند اختلاف القطاع الذي تنتمي اليه الشركة.

4. دراسة شقو، (2017)، بعنوان: العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة. " دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان"، المجلة العربية للعلوم و نشر الابحاث، مج 2، ع 2.

الهدف من هذه الدراسة التعرف على العوامل المؤثرة في تكلفة الوكالة، وتم قياس تكاليف الوكالة باستخدام ثلاثة مؤشرات وهي: مؤشر معدل دوران الاصول، مؤشر المصاريف التشغيلية ومؤشر التدفق الحر، و تمثل عينتها في جميع البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان البالغ عدد 16 بنكا وذلك خلال فترة الدراسة (2013_2015)، وقد استخدمت أسلوب تحليل الانحدار لاختبار فرضيات الدراسة ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان تكاليف الوكالة تزداد بزيادة الملكية المؤسسية والعائلية وتنخفض بازياد الملكية المركزة وفقا لمؤشر دوران الاصول، وأن تكاليف المرتبطة الوكالة تزداد بزيادة تركيز الملكية وتنخفض بزيادة الملكية الاجنبية وذلك وفقا لمؤشر المصاريف التشغيلية، أما مؤشر التدفق النقدي الحر فقد أظهرت النتائج أن تكاليف الوكالة تنخفض بزيادة تركيز الملكية.

5. دراسة علام، عادل، محمد (2016) بعنوان: هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية مجلد 24، عدد 4.

تهدف الى تسليط الضوء على هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، وتمثل عينتها من 31 شركة خلال فترة زمنية (2002_2014)، ومن أجل الوصول الى هدف الدراسة استخدمت نموذج التأثيرات الثابتة، وتوصلت في الاخير الى ان مكونات هيكل الملكية تؤدي دورا سلبيا في تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين باستثناء ملكية مجلس الادارة التي كانت تؤدي دور إيجابي غير فعال في الحد من تكاليف الوكالة.

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية.

1. Owusu, A., & Weir, C. (2018). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms in Ghana. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 14 (1), 63-84.

هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين تكاليف الوكالة وهيكل الملكية و حوكمة الشركات في غانا، وتمثل عينة الدراسة في جميع الشركات الغانية التي تتراوح بين 21 و35 شركة خلال فترة (2000_2009)، ولتحقيق هدف الدراسة استخدمت نماذج الانحدار لاختبار النموذج، ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها في هذه الدراسة أن أصغر حجم مجلس الإدارة ووجود التدقيق والمكافآت يقلل من تكاليف الوكالة، وأن الملكية الادارية والمؤسسة المرتفعة تقلل من تكاليف الوكالة.

2. Shan, H., & Gong, G. (2017). The impact of ownership structure on firm performance: static and dynamic panel data evidence from china's listed companies. In 2016 National Convention on Sports Science of China (p. 01017). EDP Sciences.

هدفت هذه الدراسة الى معرفة العلاقة القائمة بين هيكل الملكية وأداء الشركة في المؤسسات المدرجة في البورصة الصينية، بحيث تمثلت عينتها من 288 شركة من الشركات المدرجة في البورصة الصينية وشانغهاي وشانغهاي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (2003_2011) لتحقيق هدف الدراسة استخدمت النماذج الثابتة الديناميكية كما قامت بتحليل البيانات المقطعية للمؤسسات المدرجة في الصين، ومن النتائج المتوصل إليها ان تركيز الملكية يلعب دروا مهما للشركات، ذلك لأن تركيز الملكية يمكن ان يحسن أداء الشركة على المدى البعيد.

3. Khamis, R., Hamdan, A. M., & Elali, W. (2015). The relationship between ownership structuredimensions and corporate performance: evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9 (4), 38-56.

تهدف هذه الدراسة الى معرفة العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات حيث تمثلت عينة الدراسة من 42 شركة من أصل 48 شركة من جميع القطاعات في بورصة البحرين خلال فترة الدراسة (2007_2011)، وقد استخدمت هذه الدراسة قياسين مختلفين للأداء هما: Tobin's Q و ROA، ومن ابرز النتائج المتوصل إليها ان تركيز الملكية له تأثير سلبي على اداء الشركة، والملكية المؤسسية لها اثر ايجابي على اداء الشركة أما الملكية الادارية لها تأثير إيجابي على الأداء فقط في حالة تراجع او انخفاض تركيز الملكية.

4. Benjamin K, Arugu O, Kabiru I (2014), The Impact of Ownership Structure on the Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol 4, No 1.

تختبر هذه الدراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في بورصة النيجر، بحيث تمثلت عينتها في 17 شركة خلال فترة المدروسة (2001_2010)، و تم قياس أداء الشركة من خلال العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE ومن ابرز النتائج التي توصلت اليها هذه الدراسة وجود علاقة ايجابية بين هيكل الملكية وأداء الشركة.

5. Yegon, C, Sang, J, Kirui, J. (2014). The Impact of Corporate Governance on Agency Cost : Empirical Analysis of Quoted Services Firms in Kenya, Research Journal of Finance and Accounting, 5.(12).

هدفت الدراسة الى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية في تكاليف الوكالة، بحيث تمثلت عينة الدراسة من 9 شركات قطاع الخدمات في بورصة نيروبي خلال فترة الدراسة (2008_2012)، بحيث تم قياس تكاليف الوكالة من خلال معدل الانتفاع، اما الحاكمية المؤسسية فتم قياسها من خلال الملكية الإدارية و المؤسسية و الملكية الخارجية وحجم مجلس الادارة واستقلالية هذا الاخير، من الاصول ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الملكية الادارية والملكية المؤسسية تقلل من تكاليف الوكالة كما أظهرت الدراسة ان تكاليف الوكالة تنخفض كلما صغر حجم مجلس الإدارة.

6. Abu-Serdaneh, J, Zuriekat, M, & Al-Sheikh, I. (2010). Ownership Structure and Corporate performance in the Jordanian manufacturing companies. Jordan journal of Business Administration, 6 (3), 426-439.

تبحث هذه الدراسة بشكل تجريبي في آثار هيكل الملكية والعوامل التفسيرية الاخرى على أداء الشركة، بحيث تمثلت عينة الدراسة من 56 شركة تصنيع أردنية خلال فترة الدراسة (2002_2006)، وتوصلت الدراسة الى ان الربحية تنخفض مع ارتفاع تركيز الملكية وتزداد مع نسبة عالية من حقوق الملكية المملوكة للمستثمرين المؤسسين، كما هدفت الدراسة ايضا الى استكشاف أنماط هيكل الملكية في شركات التصنيع الاردنية، حيث أشارت النتائج الى أن هذه الشركات تميل الى التركيز بدلا من الانتشار.

7. McKnight, P. J. and Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis, Quarterly Review of Economics and Finance, 49.

هدفت الى معرفة مدى تأثير الحاكمية المؤسسية والملكية على تكاليف الوكالة لمجموعة من الشركات البريطانية الكبيرة، وتمثل عينتها من 128 من الشركات المدرجة في بورصة لندن خلال فترة الدراسة (1996_2000)، بحيث تم قياس تكاليف الوكالة كن خلال ثلاثة مؤشرات هي: نسبة

المبيعات الى الاصول و معدل النمو، والتدقيق النقدي الحر و عدد عمليات الاستحواذ، ومن أبرز النتائج المتوصل إليها ان التغييرات في هياكل الملكية لم تؤثر على تكاليف الوكالة، وأن زيادة ملكية مجلس الإدارة يساعد في التخفيف من تكاليف الوكالة.

8. Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2008). Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms. *Journal of Asset Management*, 9 (2), 90-101.

هدفت الى معرفة بحث العلاقة بين تكاليف الوكالة وهيكل الملكية واليات الحوكمة في الشركات الصينية المدرجة في البورصة، وتمثل عينتها من 549 شركة خلال فترة الدراسة، وقد أظهرت النتائج أن الشركات التي لديها مساهمون اجانب تتحمل تكاليف وكالة أعلى و ان الملكية الحكومية ليس لها اي تأثير على تكاليف الوكالة، كما أظهرت ايضا أن المجالس التي تضم الأغلبية من المديرين الخارجيين لا ترتبط بتكاليف الوكالة وأشارت الدراسة ايضا أن الملكية المركزة مرتبطة بتكاليف أقل للوكالة.

9. Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khelif (2005), *Effets De La Structure De Propriété Sur La Performance Comptable: Etude Empirique Sur Les Entreprises Tunisiennes Industrielles Non Cotées*, publié dans *Comptabilité et Connaissances-France*.

تهدف هذه الدراسة الى معرفة تأثير هيكل الملكية على أداء الشركات التونسية خلال فترة الدراسة (1999_2002)، بحيث تم قياس اداء الشركة من خلال العائد على الاصول (ROA) و على حقوق الملكية (ROE)، واطهرت نتائج الدراسة انه لا توجد علاقة بين السيطرة على الملكية (تركز الملكية) والاداء، كما توصلت الى ان العلاقة الغير خطية المفترضة بين الملكية الادارية و الاداء منعدمة في المؤسسات محل الدراسة.

10. Filatotchev, I., Lien, Y. C., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 283-257, (3).

هدفت الدراسة الى تحليل آثار هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على الاداء في الشركات الكبير المتداولة علنا والتي تسيطر على ملكيتها العائلات، فقد استخدمت هذه الدراسة مجموعة بيانات متعددة الصناعات متكونة من 228 شركة مدرجة في بورصة تايوان TSE ومن أبرز النتائج التي توصلت اليها الدراسة انها لم تجد ان رقابة الاسرة مرتبطة بالأداء المقاس من حيث نسب المحاسبة و المبيعات، كما توصلت ايضا الى ان ملكية الاسهم من قبل المستثمرين المؤسسين و المؤسسات المالية الاجنبية ترتبط بالإداء الافضل.

11. Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55 (1), 81- 106.

تهدف الدراسة الى معرفة العلاقة بين تكاليف الوكالة وهيكل الملكية فهي تقدم مقاييس لتكاليف وكالات الأسهم المطلقة والنسبة للشركات في ظل هياكل الملكية والإدارة المختلفة وحالتها الأساسية هي شركة بدون تكاليف وكالة حيث يكون المدير هو المساهم الوحيد، وتمثل عينتها 1.708 شركة صغيرة، وتوصلت الدراسة الى ان تكاليف الوكالة أعلى بكثير عندما يديرها شخص خارجي بدلا من ان يديرها شخص داخل الشركة، كما وجدت ايضا ارتباطا عكسيا بين الإدارة وحصة الملكية وتتنخفض تكاليف الوكالة في حالة وجود رقابة اكبر من البنوك.

المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة.

بعد التطرق لبعض من الدراسات السابقة بالغة العربية والاجنبية التي اهتمت بموضوع دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة، حيث تم اختبار معرفة علاقة ملكية مجلس الإدارة، تركيز الملكية، الملكية المؤسسية والاجنبية بتكاليف الوكالة، بخلاف الدراسات السابقة، وعليه استخلصنا مما تم عرضه من خلال الدراسات السابقة ما يلي:

- ما يميز دراستنا الحالية عن غيرها من الدراسات هو تطبيق الدراسة في البيئة الكويتية حيث تم تطبيقها في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت؛
- وتتميز دراستنا ايضا بطريقة القياس المتبعة بحيث اعتمدت على نسبة استخدام الاصول لقياس تكاليف الوكالة؛
- اختلفت الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة في متغيرات الدراسة والفترة الزمنية المحددة للدراسة؛
- اختلفت الدراسة الحالية عن الدراسة السابقة في عينة الدراسة و القطاعات الموزعة خلالها؛
- وجود اختلاف في استخدام الادوات والاساليب الاحصائية المعتمدة في الدراسة؛
- وجود تشابه في استخدام مؤشر العائد على الاصول في الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل معرفة العلاقة التي تربط بين هيكل الملكية ونظرية الوكالة باعتبار ان هيكل الملكية واحد من اهم المكونات الرئيسية في حوكمة المؤسسات، بحيث تم التوصل الى ان هناك علاقة قوية تربط بين المغيرين من حيث تأثير هيكل الملكية على تخفيض تكاليف الوكالة.

كما تناولنا في الفصل بعض الدراسات السابقة العربية و الاجنبية المهمة التي درست العلاقة بين هيكل الملكية ونظرية تكاليف، بحيث قمنا بالتطرق الى اهم ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة من خلال استخراج اوجه التشابه والاختلاف بينهما.

وبعد تطرقنا للجانب النظري لهذه الدراسة، وجب علينا التطرق للجانب التطبيقي للدراسة لمعرفة علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع، وهذا ما سيتم توضيحه احصائيا من خلال الفصل الثاني للدراسة.

الفصل الثاني

دراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة
الوكالة لعينة من المؤسسات

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية المتعلقة بكل من هيكل الملكية ونظرية الوكالة للمؤسسة الاقتصادية، والادبيات التطبيقية التي تناولت بشكل مباشر موضوع الدراسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت من اجل تحقيق هدف الدراسة. و لتحقيق هذا الهدف سنقوم باختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة لهيكل الملكية وتكاليف الوكالة وذلك بالاستعانة الانحدار الخطي المتعدد.

تطرقنا في هذا الفصل الى مبحثين و الذي تضمن مبحثه الأول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، اما المبحث الثاني فتمثل في تقديم الدراسة ومناقشتها.

المبحث الأول: الطريقة والادوات المستخدمة في الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بتوضيح المنهج المستخدم المخصص لإنجاز الجانب التطبيقي للدراسة كما سيتم التطرق ايضا الى الطريقة المعتمدة وكذا البرامج والادوات المستخدمة في هذه الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة.

هذا المطلب قسمناه الى ثلاثة فروع تقديمية و التي تضمن فرعها الاول مجتمع الدارسة وذلك من خلال اعطاء نظرة عامة عن بورصة الكويت، اما الفرع الثاني فقد تطرقنا فيه بتقديم لعينة الدارسة والتي تمثلت في ابراز لكل من عينة والدارسة وكذا المصادر الاولية والثانوية المستخدمة لجمع البيانات. وفيما يخص فرعها الثالث والاخير فقد خصصناه لشرح متغيرات الدارسة وطرق قياسها.

الفرع الأول: تحليل اداء بورصة الكويت خلال فترة الدراسة (نظرة عامة حول بورصة الكويت)

تأسست شركة بورصة الكويت للأوراق المالية (ش، م، ك) في إبريل 2014، ساهم سوق الكويت للأوراق المالية في دفع عملية الاتصال والنمو والابتكار في سوق الأوراق المالية، فضلاً عن تقديم الدعم لهيئة أسواق المال والمصدرين والمستثمرين وجميع الأطراف المعنية الأخرى. منذ تأسيسها، لعبت سوق الكويت للأوراق المالية دورًا محوريًا في تطوير سوق رأس المال الكويتي وتنويع الاقتصاد الوطني بما يتماشى مع أهداف رؤية الكويت الجديدة 2035. كما ساهمت جهود التطوير والتحسين التي قامت بها الشركة في إعادة تصنيف السوق الكويتي على أنه "سوق ناشئ" من بين أفضل ثلاثة مؤشرات عالمية. في خطوة رائدة في مجال الخصخصة في الكويت، تمت خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية والتي تمت على مرحلتين:

-**المرحلة الأولى:** في فبراير 2019، عندما فاز تحالف مكون من مجموعة شركات استثمار كويتية ومشغل عالمي بمزايدة خصخصة البورصة للاستحواذ على 44% من الشركة.

-**المرحلة الثانية:** وفي ديسمبر 2019، اكتملت عملية الخصخصة من خلال الاكتتاب العام في حصة هيئة أسواق المال البالغة 50% من أسهم الشركة، للمواطنين الكويتيين. تمت تغطية الطرح بأكثر من 85%، مما جعل بورصة الكويت البورصة الوحيدة في الشرق الأوسط التي تمتلكها للقطاع الخاص بأكثر من 90%.

▪ القيم الجوهرية لبورصة الكويت:

✓ المهنية: تلتزم بالمعايير الدولية المتفق عليها وكذا الالتزام بالتعامل مع العملاء وجميع أصحاب المصالح بأسلوب يتسم بالمهنية والاحترام؛

✓ المسألة: اي تتحمل المسؤولية عن أداءها أمام الجميع، وهي على استعداد لمواجهة المسألة عن كافة تصرفاتها؛

✓ التواصل والإجابة مع العميل: وذلك من خلال تركيزها على تحقيق الأهداف والسعي لإحداث فرق لدى العملاء والعمل على تحقيق أفضل النتائج؛

✓ الحكمة والالتزان: وذلك من خلال فهمها لعوامل المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وعملائها، و الاجتهاد في ادارة هذه العوامل للتخفيف من تأثير تلك المخاطر.

▪ أهداف والتزامات بورصة الكويت:

❖ أهداف البورصة:

العمل على تعمل البورصة وفق أحكام النظام واللائحة، وتهدف على وجه الخصوص إلى ما يلي(كتاب قواعد بورصة الكويت):

✓ حماية التعامل في الأوراق المالية في نطاق صلاحياتها؛

✓ تنمية الروابط بين الأسواق والمنظمات المالية والإقليمية والعالمية لمواكبة أفضل المعايير المطبقة في أسواق المال؛

✓ المساهمة مع الجهات المختصة في تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛

✓ تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول الأسواق المالية المتقدمة؛

✓ العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد.

❖ التزامات البورصة:

تسعى بورصة الكويت جاهدة لتفعيل منصة فعالة وعادلة للتداول المالي، وهي منصة تتمتع بشفافية عالية وقادرة على تقديم خدمات مالية استثمارية بكفاءة الأصول الاستثمارية وأنواعها، مع التركيز على مصلحة العملاء من خلال الارتقاء بكافة الجهات والخدمات التي تقدمها، مع الالتزام بما يلي(كتاب قواعد بورصة الكويت):

✓ إن تضمن وجود سوق أوراق مالية يتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة؛

✓ إن تضمن وجود إدارة واعية للمخاطر المتعلقة بأعمالها وعملياتها؛

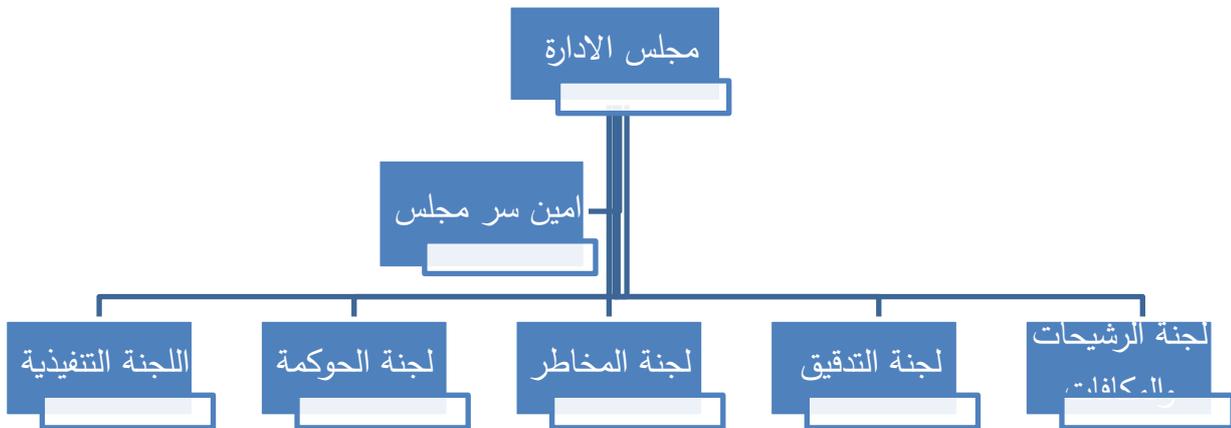
✓ إن تقدم المصلحة العامة المعللة في حالة تعارضها مع مصلحة البورصة أو أعضائها أو مساهميتها أو ادارتها؛

- ✓ إن تلتزم بتقديم وتشغيل خدماتها وفق القواعد واللوائح التي تقررها الهيئة؛
- ✓ إن تلتزم بتنظيم عملياتها ومعايير ممارساتها وسلوك اعضاءها طبقا للقواعد والسيارات والإجراءات الخاصة بالبورصة؛
- ✓ إن تلتزم بتنظيم عمليات ومعايير ممارسات الشركات المدرجة لديها وموظفيها طبقا للوائح المنظمة لذلك ؛
- ✓ إن تلتزم بتقديم خدماتها وفق أحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية بما يتوافق مع المعايير الدولية المعتمدة من الهيئة.

▪ أعضاء مجلس الإدارة:

يتكون مجلس الادارة من ثمانية اعضاء، جميعهم غير تنفيذيين ومن بينهم ثلاثة اعضاء مستقلين، ويتميز هيكله بخبرات ومؤهلات ومعرفة متنوعة في قطاع اسواق راس المال، بما في ذلك الالمام بالجوانب القانونية والحوكمة وادارة المخاطر والادارة المالية والاقتصادية بالإضافة الى التخطيط الاستراتيجي(bursa_ipo.pdf).

الشكل رقم(01): هيكل مجلس ادارة بورصة الكويت.



المصدر: (bursa_ipo.pdf).

❖ مؤشر السوق الرئيسي 50:

تعتمد بورصة الكويت على مؤشر السوق الرئيسي 50 (BK Main) وهو مؤشر وزني للسوق الرئيسي والذي يتكون من 50 شركة من حيث اعلى قيمة سيولة في السوق الرئيسي. كما تعتمد بورصة الكويت على معايير لإدراج الشركات ضمن مؤشر السوق الرئيسي 50:

◀ يتم ادراج او خروج الشركات من المؤشر بناءا على احتساب متوسط القيمة المتداولة للشركة المدرجة، ويتم نشر متوسط القيمة اليومية المتداولة للشركة المدرجة مع نتائج المراجعة السنوية لتقسيم السوق وذلك من يوم احد من شهر يناير؛

◀ يتم احتساب المؤشر الوزني بمنهجية العائد السعري وفق المادة (8_10_1) من كتاب قواعد البورصة؛

◀ القيمة الأساسية للمؤشر هي 5000 وعملته الدينار الكويتي؛

◀ تتم مراجعة مكونات المؤشر بشكل سنوي، وسيتم الإعلان عن نتائج المراجعة في ثاني يوم احد من شهر يناير.

• ملخص أداء بورصة الكويت للسنوات 2017-2021:

-أداء بورصة الكويت سنة 2021:

بلغ العدد الإجمالي للأسهم المتداولة في عام 2021 أكثر من 5,84 مليار سهم بزيادة نسبتها 62 بالمئة عن عام 2020 الذي شهد تداول حوالي 52,09 مليار سهم وجاءت الزيادات نتيجة للتطور المستمر للسوق على مدار العام، اما بالنسبة لمؤشرات الاداء فكان في نهاية 2021 مؤشر السوق العام قد ارتفع بنسبة 99,26 بالمئة خلال العام ليصل الى 16,7043 نقطة كما ارتفع مؤشر السوق الاول بنسبة 24,26 ليصل 11,7639 نقطة وارتفع مؤشر السوق الرئيسي بنسبة 30,29 بالمئة ليصل الى 27,5886 نقطة وارتفع مؤشر الرئيسي 50 بنسبة 74,31 بالمئة ليصل الى 04,6108 نقطة (التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2021، صفحة 40).

وبالنسبة للقيمة السوقية للقطاعات فقد ارتفع اجمالي القيمة السوقية لبورصة الكويت الى حوالي 4,41 مليار دينار كويتي في عام 2021 بزيادة نسبتها 49,28 بالمئة عن القيمة السوقية في عام 2020 والبالغة 2,32 مليار كويتي، وحل قطاع البنوك في المرتبة الاولى من حيث القيمة السوقية، تلاه قطاع الخدمات المالية ثم قطاع الصناعة (التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2021، صفحة 42).

-أداء بورصة الكويت سنة 2020:

بلغ العدد الاجمالي للأسهم المتداولة في عام 2020 اكثر من 52 مليار سهم، بزيادة نسبتها 33 بالمئة عن عام 2019 الذي شهد تداول حوالي 39 مليار سهم. و يشكل ذلك استمرار للاتجاه الايجابي الذي بدا في عام 2018، وجاءت الزيادة نتيجة للتطور المستمر لسوق على مدار العام وانضمام اسهم شركات كويتية في مؤشرات MSCI للأسواق الناشئة، فيما يخص مؤشرات الاداء ففي نهاية عام 2020 كان مؤشر السوق العام قد تراجع بنسبة 11.72 بالمئة خلال العام ليصل الى 5.546 نقطة. كما انخفض مؤشر السوق الاول بنسبة 26,13 بالمئة ليصل الى 051,6 نقطة، وتراجع مؤشر السوق الرئيسي بنسبة 30,7 بالمئة الى 552,4 نقطة، وانخفض مؤشر الرئيسي 50 بنسبة 77,6 بالمئة ليصل الى 636,4 نقطة (التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2020، صفحة 30).

اما بالنسبة للقيمة السوقية للقطاعات فقد انخفض إجمالي القيمة السوقية لبورصة الكويت الى حوالي 2,32 مليار دينار كويتي في عام 2020 بتراجع نسبته 7,9 بالمئة عن القيمة السوقية في عام 2019 والبالغة 8,35 مليار دينار كويتي. وحل القطاع المصرفي في المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية، تلاه قطاع الاتصالات ثم بعده القطاع الصناعي(التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2020، صفحة 32).

-أداء بورصة الكويت سنة 2019:

في نهاية 2019 بلغ مؤشر السوق العام 282,6 نقطة مقابل 079,5 في عام 2018 بنسبة ارتفاع بلغت 68,23 بالمئة، وبلغ مؤشر السوق الاول 976,6 نقطة في نهاية عام 2019 مقابل 267,5 في عام 2018 وبنسبة ارتفاع بلغت 44,32 بالمئة، وبلغ مؤشر السوق الرئيسي حوالي 911,4 نقطة في نهاية عام 2019 مقابل 739,4 في عام 2018 بنسبة ارتفاع بلغت 63,3 بالمئة(التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2019، صفحة 30).

أما بالنسبة للقيمة السوقية للقطاعات فقد ارتفعت القيمة السوقية في نهاية 2019 بنسبة 24,7 بالمئة لتبلغ نحو 35,8 مليار دينار كويتي مقارنة مع 28,7 مليار دينار كويتي سجلت في نهاية عام 2018، وقد كان لمؤشر قطاع البنوك الحصة الأكبر من حيث القيمة السوقية، تلا مؤشر قطاع الاتصالات ثم مؤشر قطاع الصناعة (التقرير السنوي لبورصة الكويت ، 2019، صفحة 33).

ارتفع عدد الأسهم المتداولة في السوق خلال عام 2019 بنسبة حوالي 80 بالمئة ليبلغ 39 مليار سهم مقارنة مع 21,7 مليار سهم تم تداوله خلال عام 2018. وجاء هذا الارتفاع دليل على التأثير الايجابي لتطورات السوق المستمرة التي تم طرحها على مدار العام(التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2019، صفحة 34).

-أداء بورصة الكويت 2018:

أما بالنسبة لمؤشرات الاداء فقد بلغ مؤشر السوق العام 5,079.56 نقطة في نهاية عام 2018 مقابل 4,830.360 في نهاية عام 2017 بنسبة ارتفاع بلغت 5,16 بالمئة، كما بلغ مؤشر السوق الاول 5,267.36 نقطة في نهاية عام 2018 مقابل 4,793.47 في نهاية عام 2017 بنسبة ارتفاع بلغت 9,9 بالمئة(التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2018، صفحة 30).

وبلغ مؤشر السوق الرئيسي 4,738.56 نقطة في نهاية عام 2018 مقابل 4,827.93 في نهاية عام 2017 بنسبة انخفاض بلغت 1,85 بالمئة(التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2018، صفحة 31).

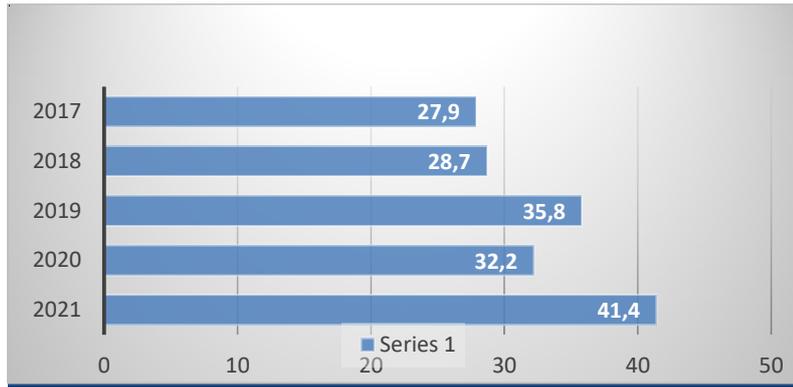
اما النسبة للقيمة السوقية للقطاعات فقد انخفضت في نهاية عام 2018 بنسبة 2,8 بالمئة لتبلغ نحو 28,7 مليار دينار كويتي مقارنة مع 27,9 مليار دينار كويتي سجلت في نهاية عام 2017، وقد كان لمؤشر قطاع البنوك الحصة الاعلى من حيث القيمة السوقية، تلاه مؤشر قطاع الصناعة ثم مؤشر قطاع الاتصالات(التقرير السنوي لبورصة الكويت ، 2018، صفحة 33).

انخفض عدد الاسهم المتداولة في السوق خلال عام 2018 بنسبة 57,11 بالمئة ليلغ حوالي 21,7 مليار سهم مقارنة مع 50,6 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2017(التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2018، صفحة 36).

- اداء بورصة الكويت سنة 2017:

تعكس النتائج المالية التي حققتها شركة بورصة الكويت في عام 2017 نجاح خطة التحول وتحويل مهمة تشغيل سوق الاوراق المالية المحلي اليها، وهذه النتائج دليل على الثقة بان مصدر الاوراق المالية والمستثمرين ووضعت الجهات المعنية في الشركة منذ ان بدأت تولي مسؤولية السوق في الاول من شهر اكتوبر 2016. وفي نهاية العام المنتهي في 31 ديسمبر 2017، حققت بورصة الكويت صافي ربح بلغ 4,08 مليون دينار كويتي، لتعيد السوق المحلي الى الربحية من صافي خسارة بلغت 205 الف دينار كويتي في عام 2016(التقرير السنوي لبورصة الكويت ، 2017، صفحة 16).

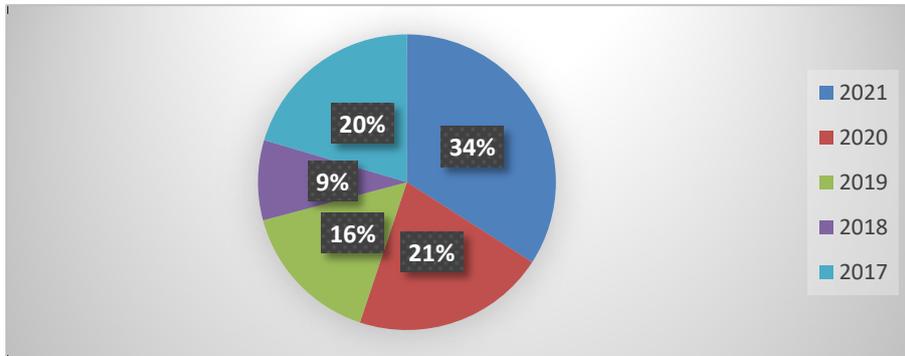
الشكل رقم (02): تطور القيمة السوقية للقطاعات المدروسة خلال الفترة 2017_2021.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2010

والشكل التالي يوضح تطور عدد الأسهم المتداولة:

الشكل رقم (03): تطور عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2017_2021.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على Microsoft Excel 2010 .

الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة.

لمعرفة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، تطرقنا في هذا الفرع لكل من عينة الدراسة، حدود الدراسة والمصادر التي جمعت منها البيانات.

1. عينة الدراسة:

تتمثل عينة الدراسة في 16 مؤسسة مدرجة في بورصة الكويت موزعة على كل القطاع الصناعي، البنكي، الخدمات المالية، القطاع العقاري وقطاع التأمين خلال الفترة 2017_2021 وذلك بالاعتماد على جملة من الشروط:

- ان تكون المؤسسة مدرجة في بورصة الكويت؛
- ان تكون المؤسسة مدرجة في السوق الرئيسي؛
- ان تكون بياناتها متاحة خلال فترة الدراسة 2017_2021.

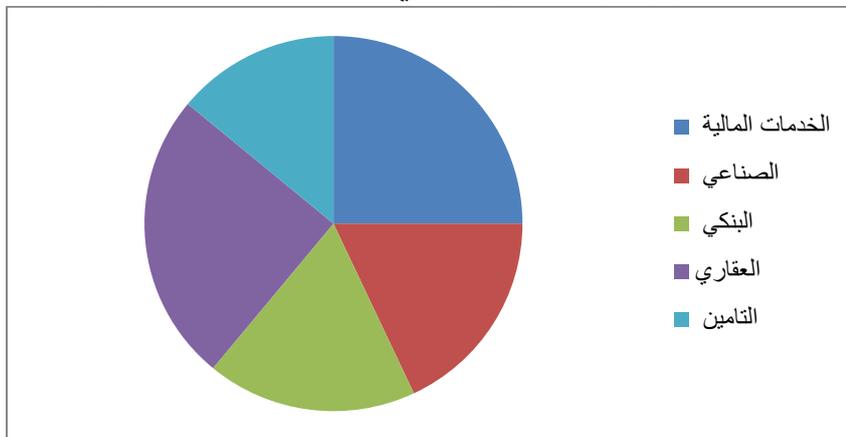
الجدول رقم(02): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات المختارة.

القطاع	عدد المؤسسات	النسبة المئوية%
الخدمات المالية	04	25%
الصناعي	03	18%
البنكي	03	18%
العقاري	04	25%
التأمين	02	14%
المجموع	16	100%

المصدر: من اعداد الطالبة.

والشكل التالي يوضح التوزيع النسبي للمؤسسات:

الشكل رقم (04): التوزيع النسبي للمؤسسات حسب القطاع.



المصدر: من اعداد الطالبة.

2. حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة من الحدود الزمنية و المكانية، بحيث تتمثل الحدود الزمنية في الفترة الممتدة من ما بين 2017 إلى غاية 2021 وذلك لدراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة، اما الحدود المكانية للدراسة فتمثلت في عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت.

3. مصادر جمع البيانات:

بغية تحقيق هدف الدراسة قمنا بجمع البيانات على النحو التالي:

• المصادر الأولية:

لمعرفة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة للمؤسسات عينة الدراسة قمنا بجمع البيانات المتعلقة بهذه المؤسسات بالاعتماد على التقارير الاحصائية السنوية يمكن الاطلاع عليها عبر موقعها الالكتروني، بالإضافة الى التقارير السنوية لكل مؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2017 الى 2021.

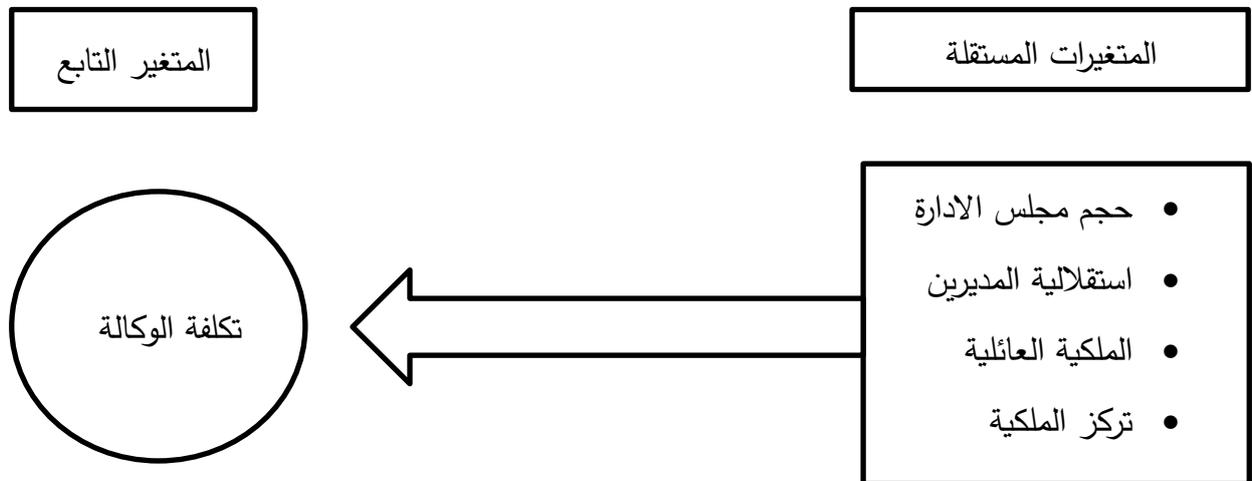
• المصادر الثانوية:

تمثلت هذه المصادر من الدراسات السابقة، الكتب، المجلات، وغيرها من المراجع المتعلقة بموضوع هيكل الملكية ونظرية الوكالة وذلك بغية إثراء الجانب النظري للدراسة.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة.

تمثلت متغيرات الدراسة من اربعة متغيرات مستقلة ومتغير واحد تابع، بحيث تمثلت المتغيرات المستقلة من حجم مجلس الادارة، استقلالية المديرين، الملكية العائلية و تركيز الملكية، في حين تمثل المتغير التابع من تكاليف الوكالة.

الشكل رقم (05): يوضح متغيرات الدراسة.



المصدر: من اعداد الطالبة.

المتغيرات المستقلة: المتمثلة في:

- **تركز الملكية:** يتم قياسه بحساب إجمالي عدد الاسهم التي يمتلكها المساهمون بنسبة 5 % أو أكثر إلى إجمالي عدد الأسهم (سمور و درغام، 2020، صفحة 11).
- **الملكية العائلية:** تم قياسه باستخدام متغير وهمي:
 - نضع 1 اذا يوجد ملكية عائلية؛
 - نضع 0 اذا لا يوجد ملكية عائلية.
- **حجم مجلس الإدارة:** يقاس هذا المتغير باتخاذ عدد جميع اعضاء مجلس الادارة؛
- **استقلالية المديرين:** تقاس بعدد من المديرين المستقلين في مجلس الادارة بالنسبة الى العدد الاجمالي لأعضاء.

المتغير التابع:

- **تكاليف الوكالة:** من اجل الحصول على افضل تمثيل لهذا المتغير فقد تم الاعتماد على نسبة استخدام الاصول والتي تحسب وفقا لطريقة التالية:

نسبة استخدام الاصول: الايرادات الاجمالية / اجمالي الاصول

المطلب الثاني: البرامج والادوات المستخدمة في الدراسة.

في هذا المطلب سيتم التعرف على النماذج و الادوات المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة ولتحديد العلاقة بين المتغير التابع (تكاليف الوكالة) والمتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم مجلس الإدارة، استقلالية مديرين، تركيز الملكية و الملكية العائلية.

الفرع الأول: الاختبارات المعتمدة في الدراسة.

1. **التحليل الاحصائي الوصفي:** لتحليل البيانات التي تم جمعها سيتم استخدام عدة اساليب احصائية نذكرها فيما يلي: المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، اكبر قيمة وادنى قيمة
2. **حساب معاملات الارتباط:** تحسب معاملات الارتباط لمعرفة العلاقة التي تربط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.
3. **تحليل البيانات:** سنعتمد في هذا التحليل على كل من نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الاثار الثابتة ونموذج الاثار العشوائية، كما سيتم المفاضلة بين التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي، وكذا المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية والنموذج الثابت.

4. اختبارات المفاضلة: للمفاضلة بين البيانات سيتم الاعتماد على سيتم الاعتماد على ثلاثة اختبارات: اختبار chow Test، واختبار Lagrange، واختبار Hausman.

الفرع الثاني: نماذج البيانات المقطعية.

تتمثل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية من ثلاثة نماذج رئيسية وهي:

1. نموذج الانحدار التجمعي:

يعتبر النموذج التجمعي من أبسط نماذج Panel Data، إذ نجد فيه ثبات في جميع المعاملات $\beta_0(i)$ و β_t لجميع الفترات الزمنية وذلك لإهماله عنصر الزمن، وتكون صيغة النموذج كما يلي: (زكريا، 2012، الصفحات 270-271):

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{t=1}^K \beta_t X_t(it) + \varepsilon_{it}$$

t=1.2.....T
i=1.2.....N

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

يسعى نموذج التأثيرات الثابتة إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية، وذلك من خلال ل وضع معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة لأخرى وذلك مع ثبات معاملات الميل β_t لكل مجموعة بيانات مقطعية، ويأخذ شكل نموذج الانحدار الصيغة التالية (زكريا، 2012، صفحة 271):

$$Y_{it} = \beta_0(i) + \sum_{t=1}^K \beta_t X_t(it) + \varepsilon_{it}$$

i=1.2.....N t=1.2.....T

3. نموذج التأثيرات العشوائية:

يعتبر نموذج الأثر العشوائي النموذج الأمثل في حالة ما تم إيجاد خلل في أحد الفروض الموجودة في نموذج الأثر الثابت، إذ أن هذا النموذج يقوم بمعاملة معامل القطع $\beta_0(i)$ على أنه متغير عشوائي له معدل مقداره μ بمعنى (زكريا، 2012، الصفحات 272-273):

$$Y_{it} = \mu + \sum_{t=1}^K \beta_t X_t(it) + V_i \varepsilon_{it}$$

i=1.2.....N t=1.2.....T

يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) بغرض تقدير معاملات نموذج الأثر العشوائي.

المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها

بعد ما تحديد الادوات والطريقة المتبعة في هذه الدراسة، سيتم التطرق في المبحث الى عرض النتائج التي تم التوصل لها واختبار فرضيات الدراسة وذلك عن طريق تحليل البيانات ومناقشتها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.

بعدما تم جمع المعلومات وحسابها سنقوم في هذا المطلب بعرض النتائج المتوصل اليها وعليه قسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة فروع وهي كالآتي.

الفرع الأول: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

في هذا الجزء سيتم عرض بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في عدة مقاييس منها الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، اكبر وقيمة وادني قيمة.

الجدول رقم (03): التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2017_2021.

الوحدة: الف دينار كويتي

	ROA	BOARD_S	INDEPE_D	FAMIL_O	CONC_O
Mean	0.118074	7.087500	9.487500	0.487500	392.8177
Median	0.088347	7.000000	6.500000	0.000000	0.000000
Maximum	0.448830	12.000000	49.000000	1.000000	5521.591
Minimum	0.007501	5.0000000	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.096884	1.962908	9.478815	0.502997	1276.323
Skewness	1.010751	0.645140	1.715213	0.050016	3.327234
Kurtosis	3.526077	2.249237	6.543216	1.002502	12.50558
Jarque-Bera	14.54410	7.428231	81.07404	13.33335	448.7931
Probability	0.000695	0.024377	0.000000	0.001273	0.000000
Observations	80	80	80	80	80

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Eviews9.

• التحليل الإحصائي الوصفي للمتغير التابع:

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان نسبة استخدام الاصول ROA خلال الفترة المدروسة يتراوح بين ادنى قيمة و المتمثلة في 0.007501 الف درهم كويتي واعلى قيمة والمتمثلة في 0.448830 الف دينار كويتي.

كما بلغ كل من المتوسط الحسابي 0.118074 الف دينار كويتي و الانحراف المعياري 0.096884 الف دينار كويتي وهي نسبة ضعيفة مما يدل على ضعف اداء المؤسسات وعدم قدرتها على استخدام امول المساهمين بالشكل المطلوب، اي لا يوجد تضارب بين المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

• التحليل الاحصائي الوصفي للمتغيرات المستقلة:

اما بالنسبة لمتغير حجم مجلس الادارة فقد تم قياسه عن طريق عدد اعضاء مجلس الادارة. ويظهر الجدول رقم (03) عدد مشاهدته التي بلغت ادنى قيمة والمتمثلة 5 الف دينار كويتي والمشاهدات التي بلغت اعلى قيمة قدرت ب: 12 الف دينار كويتي، بينما كان الوسط الحسابي 7.087500، والانحراف المعياري بلغ 1.962908، اما بالنسبة لمتغير نسبة استقلالية المديرين والذي تم قياسه بعدد المديرين المستقلين في مجلس الادارة بالنسبة الى العدد الاجمالي لأعضاء مجلس الادارة بحيث بلغت قيمته الاعلى 49.00000 الف دينار كويتي. و قدرت ادنى قيمة له ب: 0.00 . بينما كان الوسط الحسابي 9.487500 و الانحراف المعياري 9.478815 الف دينار كويتي.

ونلاحظ من خلال الجدول رقم (03) ان المشاهدات الخاصة بتركز الملكية بلغت اعلى قيمة لها في 5521.591 الف دينار كويتي، وادنى قيمة بلغت 0.00 والتي تعود بدورها الى عدة مؤسسات من مختلف القطاعات المدروسة. كما بلغ المتوسط الحسابي للمشاهدات المتعلقة بتركز الملكية 392.8177 الف دينار كويتي والانحراف المعياري قدر ب: 1276.323 الف دينار كويتي، الامر الذي يدل على وجود تناقض في هذه الحالة وضعف الافصاح عن الاسهم المملوكة. اما بالنسبة للملكية العائلية فان المتوسط الحسابي للمشاهدات بلغ 0.487500 الف دينار كويتي والانحراف المعياري بلغت 0.502997 الف دينار كويتي، الامر الذي يدل على عدم وجود تباين، كما بلغت اعلى قيمة للمشاهدات لهذا المتغير 1.000000 الف دينار كويتي، وادنى قيمة لها قدرت ب: 0.00 الف دينار كويتي والتي اخذتها ايضا العديد من المؤسسات من مختلف القطاعات.

الفرع الثاني: تحليل مصفوفة الارتباط.

لمعرفة قوة العلاقة التي بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المفسرة له سيتم حساب معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتغير المستقل.

الجدول رقم (04): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة.

	ROA	BOARD_S	INDEPE_D	FAMIL_O	CONC_O
ROA	1.000000	-0.131927	-0.112675	0.008325	-0.234956
BOARD_S	-0.131927	1.000000	0.265048	0.404970	0.425222
INDEPE_D	-0.112675	0.265048	1.000000	-0.130125	0.049295
FAMIL_O	0.008325	0.404970	-0.130125	1.000000	0.205645
CONC_O	-0.234956	0.425222	0.049295	0.205645	1.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Eviews9.

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان الارتباط بين المتغير التابع ROA والمتغير المستقل حجم مجلس الادارة قدر بنسبة (-13.19%) وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بينهما ، وكذلك الامر بالنسبة الى للمتغير استقلالية المديرين INDEPE-D و متغير تركيز الملكية CONC-O والتي قدرت قيمتهما بنسبة (-11.26%) و (-23.49%) على التوالي. كما سجلنا علاقة ارتباط معدومة بين المتغير التابع ROA والمتغير المستقل الملكية العائلية -OFAMIL والتي قدرت بنسبة (0.83%). كما تم التوصل الى وجود علاقة ارتباط موجبة ومقبولة بين المتغيرين المستقلين الملكية العائلية FAMIL-O وحجم مجلس الادارة بنسبة قدرت ب: 40% في حين كشفت النتائج الى هناك ارتباط سالب بين الملكية العائلية واستقلالية المديرين بمعامل ارتباط 13% -.

الفرع الثالث: النماذج ومعالمها المقدر.

بعد التطرق الى كل من التحليل الوصفي ومعرفة مدى ارتباط متغيرات الدراسة ببعضها البعض، سنحاول من خلال هذا الجزء دراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد باستخدام بيانات الدراسة بهدف الوصول الى للعلاقة الاحصائية بين متغيرات الدراسة.

أ. تحليل الانحدار والاثار الثابتة والعشوائية:

• تحليل الانحدار التجميعي:

الجدول (05): نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	الانحدار التجميعي		
	Coefficient	t-statistic	Prob
C	0.132261	3.010271	0.0036
BOARD_S	-0.000121	-0.016975	0.9865
INDEPE_D	-0.001088	-0.873934	0.3850
FAMIL_O	0.011684	0.479765	0.6328
CONC_O	-1.86e-05	-1.973445	0.0522
R-squared	0.073993		
F-statistic	1.478258		
Prob(F- statistic)	0.217437		
Durbin-Watson stat	0.989586		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9.

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 7% من التغير في تكلفة الوكالة ولاختبار المعنوية الاحصائية للمعاملات نضع فرضيتين:

$$H_0 = \beta_j = 0 \text{ ليس لها معنوية احصائية؛}$$

$$H_1 = \beta_j \neq 0 \text{ لها معنوية احصائية.}$$

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية prob للمتغير المستقل BOARD-S اكبر من مستوى المعنوية 5% α ومنه فرضية H_0 تقبل من خلال هذا يمكن القول ان العلاقة بين المتغير المستقل حجم مجلس الادارة و المتغير التابع تكلفة الوكالة ليس لها معنوية احصائية.

كما نلاحظ ان قيمة t-Statistic للمتغير INDEPE_D اصغر تمام من t المجدولة (0.306)، وهذا ما تأكده فرضية الاحتمالية prob والتي هي اكبر من مستوى المعنوية ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ويمكن القول ان العلاقة بين المتغير المستقل INDEPE_D والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليست لها معنوية احصائية عند مستوى المعنوية 5% α .

اما بالنسبة لقيمة t-Statistic للمتغير FAMIL_O اقل تمام من t المجدولة (0.306)، وهذا ما تأكده القيمة الاحتمالية prob والتي هي اكبر تماما من مستوى المعنوية 0.05 منه نقبل فرضية H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي ان العلاقة بين المتغير المستقل الملكية العائلية والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليست لها معنوية احصائية عند المستوى المعنوية 5% α .

❖ تحليل الآثار الثابتة:

الجدول رقم(06): نتائج نموذج الآثار الثابتة لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	الآثار الثابتة FEM		
	Coefficient	t-statistic	Prob
C	0.043460	0.707363	0.4821
BOARD_S	0.017231	1.793077	0.0781
INDEPE_D	-0.001389	-1.092883	0.2789
FAMIL_O	-0.071195	-1.874807	0.0658
CONC_O	4.51e-06	0.392213	0.6963
R-squared	0.536713		
F-statistic	3.597414		
Prob(F- statistic)	0.000083		
Durbin-Watson stat	1.799537		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9.

من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ ان المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة تفسر 53.67% من التغير في تكاليف الوكالة ولاختبار المعنوية الاحصائية نضع فرضيتين:

- ليس لها معنوية احصائية $H_0 = \beta_j = 0$ ؛
- لها معنوية احصائية $H_1 = \beta_j \neq 0$.

انطلاقا من الجدول رقم (06) نلاحظ أن القيمة الاحصائية t-Statistic للمتغير المستقل BOARD_S اكبر تمام من t المجدولة (0.306) وقيمة الاحتمالية prob=0.0781 اكبر من 0.5 ومنه نرفض فرضية البديلة H_1 ونقبل الفرضية H_0 أي أن العلاقة بين المتغير المستقل BOARD_S والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha=5\%$. كما نلاحظ أيضا من خلال الجدول السابق ان القيمة الاحتمالية للمتغير المستقل INDEPE_D اكبر تماما من 0.5 ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي ان العلاقة بين المتغير المستقل INDEPE_D والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha=5\%$.

ونرى من خلال الجدول ان القيمة الاحصائية t-Statistic للمتغير المستقل FAMIL_O اصغر تمام من t المجدولة (0.306)، كما نلاحظ ايضا ان القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 0.5، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 وهذا يعني ان معامل الارتباط بين المتغير المستقل FAMIL_O والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha=5\%$.

وكذلك نفس الأمر بالنسبة للمتغير CONC_O باعتبار أن القيمة الإحصائية له أصغر تمام من القيمة المجدولة (0.306)، هذا ما أكدته القيمة الاحتمالية prob التي تعتبر أكبر من مستوى المعنوية ومنه فإن معامل الارتباط بين المتغير المستقل CONC_O والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

❖ تحليل الآثار العشوائية REM:

الجدول (07): نتائج نموذج الآثار العشوائية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الآثار العشوائية		
	Coefficient	t-statistic	Prob
C	0.093706	1.825603	0.0719
BOARD_S	0.007245	0.927735	0.3566
INDEPE_D	-0.001212	-1.029698	0.3065
FAMIL_O	-0.023501	-0.809416	0.4209
CONC_O	-8.04e-06	-0.814478	0.4180
R-squared	0.029025		
F-statistic	0.553014		
Prob(F- statistic)	0.697414		
Durbin-Watson stat	1.412257		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (07) الذي يمثل نتائج نموذج الآثار العشوائية لمتغيرات الدراسة نلاحظ ان المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر ب 2.9% من التغير في تكلفة الوكالة ولاختبار الاحصائية نضع فرضيتين:

$$H_0 = \beta_j = 0$$

$$H_1 = \beta_j \neq 0$$

نلاحظ من خلال الجدول ان قيمة الاحتمالية prob للمتغير المستقل BOARD_S اكبر تماما من 0.05 ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي ان معامل الارتباط بين المتغير المستقل BOARD_S والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

نلاحظ من الجدول اعلاه ان القيمة الاحتمالية للمتغير المستقل INDEPE_D اكبر تماما من 0.05 ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي معامل الارتباط بين المتغير المستقل INDEPE_D والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوي $\alpha=5\%$ كما نلاحظ ايضا من خلال الجدول اعلاه ان القيمة الاحتمالية للمتغير المستقل FAMIL_O اكبر تمام من 0.05 ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي ان معامل الارتباط بين المتغير المستقل FAMIL_O والمتغير التابع تكلفة الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha=5\%$.

اما بالنسبة لـ CONC_O فكانت القيمة الاحصائية t-Statistic اصغر تماما من t المجدولة (0.306) حيث اكدت القيمة الاحتمالية prob التي تعتبر اكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي ان معامل الارتباط بين المتغير المستقل CONC_O والمتغير التابع تكاليف الوكالة ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha=5\%$.

-اختيار النموذج المناسب:

▪ المفاضلة بين التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي:

لاختيار النموذج المناسب بين كل من نموذج التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي تم اجراء اختبار chow test بحيث تصاغ فرضياته كالتالي:

H_0 = النموذج التجميعي هو النموذج الملائم؛

H_1 = نموذج الاثار الثابتة هو النموذج الملائم.

الجدول رقم (08): نتائج اختبار الأثر الثابت

نوع الاختبار	قيمة F	الاحتمال prob
Chow Test	3.928517	0.0001

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (08) نلاحظ ان قيمة الاحتمال $prob=0.0001$ اصغر من مستوى المعنوية 0.05 اي نقبل الفرضية H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ومنه نقول ان نموذج الاثار الثابتة هو النموذج المناسب.

▪ المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية:

لاختيار النموذج الملائم بين النموذج التجميعي ونموذج الاثر العشوائي تم اجراء اختبار LM حيث تصاغ فرضياته كالتالي:

H_0 = النموذج التجميعي هو النموذج الملائم؛
 H_1 = نموذج الاثر العشوائي هو النموذج الملائم.

الجدول رقم (09): نتائج اختبار Lagrange Multiplier

نوع الاختبار	Cross-section	Both
Lagran Multiplier	0.0006	0.0006

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9.

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان $Cross-section=0.0006$ وهي اصغر من 0.05 ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، ومنه يمكن القول ان النموذج الامثل هو نموذج الاثر العشوائي.

▪ المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

لاختيار النموذج المناسب بين كل من نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية تم اجراء اختبار Hausman، بحيث تصاغ فرضياته كالتالي:

H_0 = نموذج الاثار العشوائية هو النموذج الملائم؛

H_1 = نموذج الاثار الثابتة هو النموذج الملائم.

الجدول رقم (10): نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	قيمة الاختبار
Hausman	6.869048

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9

من خلال نتائج اختبار Hausman تبين أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

بعد الاستعانة نماذج panel Data لاختبار فرضيات الدراسة سنقوم في هذا المطلب بتحليل ومناقشة النتائج المتوصل اليها من خلال هذه الدراسة، فبعد قيامنا بعملية المفاضلة بين نماذج بيانات السلاسل المقطعية اتضح لنا بان النموذج الاثار الثابتة هو النموذج الافضل، سنحاول تلخيص نتائج هذا النموذج فيما يلي:

- اختبار المعنوية الاحصائية للمعلومات المقدرة:

نلاحظ من خلال عرضنا لنتائج نموذج الاثار الثابتة ان احتمالية $C=0.4821$ اكبر من 0.05 اي انها لا تتمتع بمعنوية احصائية عند مستوى 5% ، كما وجاءت الاحتمالية لجميع المتغيرات حجم مجلس الادارة، الاستقلالية المديرين، الملكية العائلية وتركز الملكية، من يمكن القول ان المتغيرات المستقلة الاربعة ليس لها معنوية احصائية عند مستوى دلالة 5% .

ومن الممكن ان يرجع السبب في عدم تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع تكاليف الوكالة في عدم الموضوعية في تحمل الاعباء و التكاليف او يعود الى عدم الافصاح الصحيح للبيانات و المعلومات المالية للمؤسسة او يرجع الام الى تضارب المصالح بين المديرين والموكلين من قبل الملاك. وعلى عكس ما توصلت اليه دراستنا استطاعت بعض الدراسات الوصل لتأثير ثلاثة متغيرات مستقلة على المتغير التابع مثل دراسة محمد علاء وماهر التي توصلت الى وجود علاقة ايجابية للمتغيرين تركيز الملكية وملكية مجلس الادارة على تكاليف الوكالة وعلاقة سلبية بالنسبة للمتغير الملكية المؤسسية على تكلفة الوكالة. ايضا بالنسبة لدراسة علام محمد وعادل محمد ومحمد سلامة التي توصلت الى ان مكونات هيكل الملكية تؤدي دورا سلبيا في تكاليف الوكالة باستثناء ملكية مجلس الادارة التي كانت تؤدي دورا ايجابيا غير فعال في الحد من تكاليف.

• اختبار جودة التوثيق للنموذج:

ويتم تحديده من خلال معامل التحديد R-Squared الذي يدرس العلاقة بين متغيرات الدراسة وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار معامل المصحح Adjusted R-Squared الذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي، ومن خلال النموذج المختار نلاحظ ان المتغيرات المستقلة تفسر ب: 53% من المتغيرات الكلية في المتغير التابع (تكلفة الوكالة) $R-Squared = 53\%$ و $Adjusted R-Squared = 38\%$.

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

وذلك من خلال اختيار المعنوية الكلية لإحصائية فيشر التي تساوي $(F-statistic)=0.000000$ وهي اقل من 0.5 ، وبالتالي فان النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى دلالة 5% .

خلاصة الفصل:

في هذا الفصل قمنا بإعطاء عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت والتي تعتبر هذه الأخيرة من أهم وأقدم البورصات على المستوى العربي كونها تصدرت قائمة أفضل الأسواق الخليجية. قمنا في هذا الفصل بإجراء دراسة قياسية تحليلية لمعرفة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، وكذا تحديد طبيعة العلاقة القائمة بين متغيرات الدراسة وذلك بالاستعانة بنماذج بيانات السلاسل المقطعية بالإضافة إلى البرنامج الإحصائي Eviews9، وتم التوصل إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من المتغيرات : حجم مجلس الإدارة، استقلالية المديرين، الملكية العائلية، تركيز الملكية والمتغير التابع تكلفة الوكالة.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة حاولنا معالجة موضوع هيكل الملكية ودوره في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت وعليه اخترنا عينة مكونة من 16 مؤسسة مسعرة في بورصة الكويت خلال الفترة الزمنية المحددة 2017 الى غاية 2021، ولإجابة على الاشكالية المطروحة: ما هو دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت للفترة الممتدة ما بين 2017-2021 قمنا بتقسيم هذه الدراسة الى فصلين ذلك بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Eviews9.

أ. نتائج الدراسة:

يعتبر هيكل الملكية احد من اهم المفاهيم الاساسية في النظرية المالية وكونه عنصر جد مهم في تحديد اهداف المؤسسة وانضباط المديرين فيها. كما ويؤثر التغير في هيكل الملكية على تخفيض في تكلفة الوكالة في المؤسسة وبالتالي يؤثر على قيمتها السوقية. هيكل الملكية له دور كبير في الحد من السلوك الانتهازي ويؤثر على اداء الشركة وقيمتها كما ان التنوع هيكل الملكية يعتبر بدوره أداة رقابية على الادارة التنفيذية للشركات. وتوصلت نتائج الدراسة:

- ✓ توصلت نتائج الدراسة الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين حجم مجلس الادارة والمتغير التابع تكلفة الوكالة للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت نرفض الفرضية الاولى.
 - ✓ تم التوصل من خلال النتائج التطبيقية الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين المتغير المستقل استقلالية المديرين والمتغير التابع تكلفة الوكالة للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت ومنه تمت الاجابة بالرفض.
 - ✓ وبينت النتائج الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل الملكية العائلية و المتغير التابع تكلفة الوكالة ومنه تمت الاجابة على الفرضية بالرفض.
 - ✓ من خلال النتائج المتوصل اليها تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين المتغير المستقل تركيز الملكية والمتغير التابع تكلفة الوكالة ومنه تم نرفض الفرضية.
- ب. التوصيات:

من خلال النتائج المتوصل اليها في دراستنا التطبيقية يمكن طرح التوصيات التالية:

- ضرورة عدم تشجيع الادارة على امتلاك قدر كبير من الاسهم التي لها اثر كبير في زيادة تكاليف الوكالة ؛
- دراسة نفس موضوع دراستنا على القطاعات التي لم يتم التطرق لها في موضوعنا؛
- الافصاح عن الاسهم المملوكة في التقارير المالية ليسهل على الباحث فهمها وتجنب تضيق الوقت في البحث عنها.

ج. افاق البحث:

من خلال النتائج التي توصلت اليها الدراسة يمكن اقتراح البحوث المستقبلية:

- دور الملكية العائلية و الملكية المؤسسية في تخفيض تكلفة الوكالة في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؛
- مدى تأثير مكونات هيكل الملكية على المؤسسات الاقتصادية.



قائمة المصادر والمراجع

اولاً: باللغة العربية

الكتب:

1 . مصطفى الشيخ فهمي. (2008). التحليل المالي. 01. رام الله، فلسطين.

❖ البحوث الجامعية:

1. امين شعيب باسل، (2018)، اثر هيكل الملكية على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مذكرة ماجستير، غزة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، فلسطين: الجامعة الاسلامية لغزة.
2. تبر زغود، (2018)، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الاداء المالي للمؤسسة اطروحة دكتوراة)، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح.
3. قطاب عقبة، (2019)، دور حوكمة الشركات في تحسين اداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة: شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر (اطروحة دكتوراة)، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة محمد خيضر.

❖ المقالات المنشورة:

1. احمد بن محمد العامري، (2018). اثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل راس المال والاداء المالي . المجلة العربية للإدارة، مجلد 38، العدد 02 .
2. محمد سالم دخان، (2018)، بعنوان: اثر محددات هيكل الملكية في اداء الشركات المساهمة السورية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مجلد 40، العدد 05.
3. علام محمد موسى حمدان، عادل محمد يسلم السريع، محمد سلامة عناسوه،(2016)، هيكل الملكية في الشركات المدرجة بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد 24، العدد 04.
4. زياد محمد زريقات، محمد عبد الرحمن الغرابية، لارا محمد الحداد، (2016)، تكاليف الوكالة والحاكمية: دليل من الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الاردنية في ادارة الاعمال ، المجلد 12، العدد 02.
5. الحسين رمضان السريتي، (2022)، العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة في الشركات الاردنية المدرجة ببورصة عمان، مجلة الدراسات الاقتصادية _ كلية الاقتصاد ، المجلد 05، العدد 04.
6. ناطق جبار سالم الخفاجي، حيدر عطا زبين، نوفل حسين عبدالله، (2021)، استعمال اليات حوكمة الشركات للحد من ارباح في ظل نظرية الوكالة، مجلة كلية مدينة العلم، المجلد 13، العدد 01.

7. ميرفت العادلي، (2021)، تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وعلاقتها بأنماط هيكل الملكية والتكلفة المرجحة لهيكل راس المال لتعزيز ثروة المساهمين، (دراسة تطبيقية)، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، العدد03.
8. منال صقر، مروان الجاسم، (2019)، العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، (دراسة مسيحية على المصاريف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة حماة، المجلد 02، العدد 11.
9. علي جبران الخفاجي، هند ضياء عبد الرسول، (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 والاقتصاد، المجلد 07، العدد 25.
10. محمد علاء ابراهيم سمور، ماهر موسى درغام، (2020)، اثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين، (دراسة تطبيقية)، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد 28، العدد 03.
11. بن سليمان سورياء، بوهالي رتيبة، (2022)، اثر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة على الربحية مؤسسات مؤشر CAC40 الفرنسية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 01.
12. احمد بن محمد العامري، (2018)، اثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل راس المال والاداء المالي، (دراسة تطبيقية على المصاريف المدرجة في السوق المالي السعودي)، المجلة العربية للإدارة، مجلد38، العدد02.
13. محمود الحناوي، التقارير اثر هيكل الملكية على جودة المالية، (دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية).
14. احمد سمير محمد ابو الخير، (2022)، اثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة، دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة التجارة والتمويل، العدد03.
15. مهدي شرقي، (2015)، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد01.
16. يحيى الجمال زكريا، (2012) ، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية. المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21).

❖ التقارير:

1. التقرير السنوي 2017 لبورصة الكويت.
2. التقرير السنوي 2018 لبورصة الكويت.
3. التقرير السنوي 2019 لبورصة الكويت.
4. التقرير السنوي 2021 لبورصة الكويت.
5. قواعد البورصة، الاصدار الثاني، بورصة الكويت .

❖ المواقع الالكترونية:

1. www.boursakuwait.com.kw

ثانيا: بالغة الاجنبية

1. Owusu, A. & Weir, C. (2018). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms in Ghana. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 14 (1), 63-84.
2. Shan, H. & Gong, G. (2017). The impact of ownership structure on firm performance: static and dynamic panel data evidence from china's listed companies. In 2016 National Convention on Sports Science of China (p. 01017). EDP Sciences
3. Khamis, R., Hamdan, A. M., & Elali, W. (2015). The relationship between ownership structure dimensions and corporate performance: evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9 (4), 38-56.
4. Benjamin K, Arugu O, Kabiru I (2014), The Impact of Ownership Structure on the Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol 4, No 1.
5. Yegon, C., Sang, J., Kirui, J. (2014). The Impact of Corporate Governance on Agency Cost: Empirical Analysis of Quoted Services Firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5.(12)
6. Abu-Serdaneh, J., Zuriekat, M., & Al-Sheikh, I. (2010). Ownership Structure and Corporate performance in the Jordanian manufacturing companies. *Jordan journal of Business Administration*, 6 (3), 426-439
7. McKnight, P. J. and Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49
8. Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2008). Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms. *Journal of Asset Management*, 9 (2), 90-101.
9. Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khelif (2005), Effects De La Structure De Propriété Sur La Performance Comptable: Etude Empirique Sur Les Entreprises Tunisiennes Industrielles Non Cotées, publié dans *Comptabilité et Connaissances*, France.
10. Filatotchev, I., Lien, Y. C., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 283-257, (3)
11. Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55 (1), 81- 106

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (01): معلومات أساسية حول المؤسسات المختارة

الرقم	اسم المؤسسة	القطاع
01	مؤسسة البنك التجاري الكويتي	البنك
02	مؤسسة البنك الاهلي الكويتي	البنك
03	مؤسسة البنك الاهلي المتحد الكويت	البنك
04	مؤسسة النور للاستثمار المالي	الخدمات المالية
05	مؤسسة بيت الاستثمار الخليجي	الخدمات المالية
06	مؤسسة اسمنت الكويت	الصناعة
07	مؤسسة اسيكو للصناعات	الصناعة
08	مؤسسة المشاريع المتحدة للخدمات الجوية	الصناعة
09	مؤسسة الصالحيه العقارية	العقار
10	مؤسسة الانماء العقارية	العقار
11	مؤسسة الاهلية للتأمين	التامين
12	مؤسسة وربة للتامين	التامين
13	مؤسسة صكوك القابضة	العقار
14	مؤسسة انوفست	الخدمات المالية
15	مؤسسة التسهيلات التجارية	الخدمات المالية
16	مؤسسة منشآت للمشاريع العقارية	العقار

المصدر: من إعداد الطالبة

الملحق رقم (02): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2017-2021.

	SER01	SER02	SER03	SER04	SER05
Mean	0.118074	7.087500	9.487500	0.487500	392.8177
Median	0.088347	7.000000	6.500000	0.000000	0.000000
Maximum	0.448830	12.000000	49.000000	1.000000	5521.591
Minimum	0.007501	5.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.096884	1.962908	9.478815	0.502997	1276.323
Skewness	1.010751	0.645140	1.715213	0.050016	3.327234
Kurtosis	3.526077	2.249237	6.543216	1.002502	12.50558
Jarque-Bera Probability	14.54410 0.000695	7.428231 0.024377	81.07404 0.000000	13.33335 0.001273	448.7931 0.000000
Sum	9.445954	567.0000	759.0000	39.00000	31425.41
Sum Sq. Dev.	0.741541	304.3875	7097.988	19.98750	1.29E+08
Observations	80	80	80	80	80

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9.

الملحق رقم (03): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2017-2021.

	ROA	BOARD_S	INDEPE_D	FAMIL_O	CONC_O
ROA	1.000000	-0.131927	-0.112675	0.008325	-0.234956
BOARD_S	-0.131927	1.000000	0.265048	0.404970	0.425222
INDEPE_D	-0.112675	0.265048	1.000000	-0.130125	0.049295
FAMIL_O	0.008325	0.404970	-0.130125	1.000000	0.205645
CONC_O	-0.234956	0.425222	0.049295	0.205645	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9.

الملحق رقم (04): نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة.

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/02/23 Time: 13:20
Sample: 2017 2021
Periodsincluded: 5
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 79

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.132261	0.043936	3.010271	0.0036
X1	-0.000121	0.007105	-0.016975	0.9865
X2	-0.001088	0.001245	-0.873934	0.3850
X3	0.011684	0.024354	0.479765	0.6328
X4	-1.86E-05	9.45E-06	-1.973445	0.0522
R-squared	0.073993	Meandependent var		0.119160
Adjusted R-squared	0.023939	S.D. dependent var		0.097013
S.E. of regression	0.095845	Akaike info criterion		-1.790979
Sumsquaredresid	0.679777	Schwarz criterion		-1.641014
Log likelihood	75.74368	Hannan-Quinn criter.		-1.730899
F-statistic	1.478258	Durbin-Watson stat		0.989586
Prob(F-statistic)	0.217437			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.

الملحق رقم (05): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت.

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/09/23 Time: 03:46
Sample: 2017 2021
Periodsincluded: 5
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 79

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043460	0.061440	0.707363	0.4821
X1	0.017231	0.009610	1.793077	0.0781
X2	-0.001389	0.001271	-1.092883	0.2789
X3	-0.071195	0.037974	-1.874807	0.0658
X4	4.51E-06	1.15E-05	0.392213	0.6963

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.536713	Meandependent var	0.119160
Adjusted R-squared	0.387519	S.D. dependent var	0.097013
S.E. of regression	0.075923	Akaike info criterion	-2.103767
Sumsquaredresid	0.340097	Schwarz criterion	-1.503907
Log likelihood	103.0988	Hannan-Quinn criter.	-1.863445
F-statistic	3.597414	Durbin-Watson stat	1.799537
Prob(F-statistic)	0.000083		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.

الملاحق

الملحق رقم (06): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائية.

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/09/23 Time: 00:05
Sample: 2017 2021
Periods included: 5
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 79
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.093706	0.051329	1.825603	0.0719
X1	0.007245	0.007809	0.927735	0.3566
X2	-0.001212	0.001177	-1.029698	0.3065
X3	-0.023501	0.029034	-0.809416	0.4209
X4	-8.04E-06	9.87E-06	-0.814478	0.4180

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.061619	0.3971
Idiosyncratic random		0.075923	0.6029

Weighted Statistics			
R-squared	0.029025	Meandependent var	0.057651
Adjusted R-squared	-0.023460	S.D. dependent var	0.076394
S.E. of regression	0.077368	Sumsquaredresid	0.442954
F-statistic	0.553014	Durbin-Watson stat	1.412257
Prob(F-statistic)	0.697414		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.014623	Meandependent var	0.119160
Sumsquaredresid	0.723360	Durbin-Watson stat	0.864805

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.

الملحق رقم (07): اختبار الاثر الثابت Chow Test.

RedundantFixedEffects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixedeffects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.928517	(15,59)	0.0001
Cross-section Chi-square	54.710242	15	0.0000

Cross-section fixedeffects test equation:
Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/09/23 Time: 01:47
Sample: 2017 2021
Periodsincluded: 5
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 79

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.132261	0.043936	3.010271	0.0036
X1	-0.000121	0.007105	-0.016975	0.9865
X2	-0.001088	0.001245	-0.873934	0.3850
X3	0.011684	0.024354	0.479765	0.6328
X4	-1.86E-05	9.45E-06	-1.973445	0.0522
R-squared	0.073993	Meandependent var		0.119160
Adjusted R-squared	0.023939	S.D. dependent var		0.097013
S.E. of regression	0.095845	Akaike info criterion		-1.790979
Sumsquaredresid	0.679777	Schwarz criterion		-1.641014
Log likelihood	75.74368	Hannan-Quinn criter.		-1.730899
F-statistic	1.478258	Durbin-Watson stat		0.989586
Prob(F-statistic)	0.217437			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.

الملحق (08): اختبار Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
 Null hypotheses: No effects
 Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
 (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	11.72575 (0.0006)	0.102540 (0.7488)	11.82829 (0.0006)
Honda	3.424289 (0.0003)	0.320219 (0.3744)	2.647767 (0.0041)
King-Wu	3.424289 (0.0003)	0.320219 (0.3744)	1.855693 (0.0317)
Standardized Honda	4.303418 (0.0000)	0.611468 (0.2704)	-0.237449
Standardized King-Wu	4.303418 (0.0000)	0.611468 (0.2704)	-- -0.662341
Gourieriou, et al.*	--	--	11.82829 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
 1% 7.289
 5% 4.321
 10% 2.952

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص باللغة العربية
III	الملخص باللغة الإنجليزية
V	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
XI	قائمة الاختصارات والرموز
I	مقدمة
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة
6	تمهيد
7	المبحث الأول: هيكل الملكية وتكلفة الوكالة في المؤسسات الاقتصادية
7	المطلب الأول: هيكل الملكية في المؤسسة الاقتصادية
7	الفرع الأول: مفهوم هيكل الملكية وأنواعها
10	الفرع الثاني: محددات اختيار هيكل الملكية
11	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول نظرية الوكالة
11	الفرع الأول: مفهوم نظرية الوكالة
12	الفرع الثاني: مؤشرات قياس التكاليف لنظرية الوكالة
14	الفرع الثالث: الرقابة على تسير المؤسسة في ظل نظرية الوكالة
15	المطلب الثالث: العلاقة بين هيكل الملكية ونظرية تكاليف الوكالة
15	الفرع الأول: ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة
15	الفرع الثاني: تركيز الملكية وتكاليف الوكالة
16	الفرع الثالث: الملكية المؤسسية والاجنبية وتكاليف الوكالة
17	المبحث الثاني: الدراسات السابقة لهيكل الملكية وتكلفة الوكالة
17	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
19	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الاجنبية

فهرس المحتويات

22	المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة
23	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكلفة الوكالة لعينة من المؤسسات
25	تمهيد
26	المبحث الاول: الطريقة والادوات المستخدمة في الدراسة
26	المطلب الاول: الطريقة التي اعتمد عليها الدراسة
26	الفرع الاول : تحليل بورصة الكويت خلال فترة الدراسة
32	الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة
33	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
34	المطلب الثاني: البرامج والادوات المستخدمة في الدراسة
34	الفرع الاول: الاختبارات المعتمدة
35	الفرع الثاني: نماذج البيانات المقطعية
36	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
36	المطلب الاول: عرض نتائج الدراسة
36	الفرع الاول: التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة
37	الفرع الثاني: تحليل مصفوفة الارتباط
38	الفرع الثالث: النماذج ومعالمها المقدره
44	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
45	خلاصة الفصل
46	الخاتمة
49	المراجع
53	الملاحق
62	الفهرس