

أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

مجد خضور*

الملخص

هدف هذا البحث إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح كإحدى الآليات الداخلية لحكومة الشركات في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. ولتحقيق هدف البحث واختبار فرضيته تم إجراء مسح على الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية (بعد استبعاد شركات المصارف والتأمين والوساطة والصرافة) التي توافرت تقاريرها المالية، على فترة ممتدة من عام 2013 حتى عام 2022، حيث تمثل مجتمع البحث بإجمالي الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، أما بالنسبة لعينة البحث فهي الشركات التي توافرت لديها بيانات الدراسة وعددها سبع شركات من أصل أربع وعشرين شركة، أي بنسبة 30% من إجمالي الشركات المساهمة غير المالية المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، لذلك يكون إجمالي عدد المشاهدات هو 70 مشاهدة.

تم قياس سياسة توزيع الأرباح باستخدام مقياس نسبة توزيعات الأرباح، كما تم قياس تكاليف الوكالة باستخدام مقياس نسبة المصاريف التشغيلية. واعتمد البحث على المنهج

* حاصل على درجة الماجستير من قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد - جامعة طرطوس.

الوصفي التحليلي لوصف البيانات وتحليلها، ولأغراض التحليل الإحصائي واختبار فرضية البحث فقد تمّ تطبيق نماذج انحدار بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression Models والمفاضلة فيما بينها باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews، وذلك بالاعتماد على بيانات ثانوية Secondary Data تمّ جمعها من التقارير المالية المنشورة للشركات المدروسة.

توصل البحث إلى نتيجة مفادها أنّ الشركات المساهمة السورية تعاني من ارتفاع في تكاليف الوكالة وتتبع سياسة توزيع الفائض كسياسة لتوزيع الأرباح، بالإضافة إلى أن تكاليف الوكالة تتأثر بسياسة توزيع الأرباح، حيث يزداد مستوى تكاليف الوكالة بزيادة نسبة توزيعات الأرباح مع وجود تأثيرات للمتغيرات الضابطة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح - تكاليف الوكالة - نسبة المصاريف التشغيلية - نسبة توزيعات الأرباح.

The Impact of the Dividend Policy on Agency Costs - An Applied Study in Syrian Companies

Majd Khadour*

ABSTRACT

This research aimed to test the impact of the dividend policy as one of the internal mechanisms of corporate governance on the level of agency costs for Syrian companies. To achieve the goal of the research and test its hypothesis, a survey was conducted on companies registered with the Securities and Financial Markets Commission in Syria (after excluding banking, insurance, brokerage, and exchange companies) whose financial reports were available from 2013 to 2022, where the research population represented by the total registered companies in the Syrian Securities and Financial Markets Authority, but for the research sample, it is companies that had study data available, which number is seven companies of twenty-four companies, i.e. about 30% of the total non-financial companies registered in the Syrian Securities and Financial Markets Authority, so the total number of observations is 70.

* He holds a Master's Degree from Accounting Department at the Faculty of Economics - Tartous University.

The dividend policy was measured using the dividend ratio scale, and agency costs were measured using the operating expense ratio scale. The research relied on the descriptive analysis approach to describe and analyze the data. For the purposes of statistical analysis and testing the research hypothesis, panel data regression models were applied and comparisons between them using the Eviews statistical program, dependence on secondary data collected from published financial reports of studied companies.

The research reached the conclusion that the Syrian companies suffer from a rise in agency costs and follow the residual policy as a policy for distributing profits, in addition to that the agency costs are affected by dividend policy. Where the level of agency costs increases with the increase in dividend payout ratio, with presence of effects of control variables.

Keywords: Dividend Policy - Agency Costs - Operating Expenses Ratio - Dividend Payout Ratio.

المقدمة

لقد حظيت نظرية الوكالة بالكثير من الاهتمام منذ أن نشر آدم سميث كتابه "ثروة الأمم" في عام 1776، وكان أول من وضع الأساس لنظرية الوكالة Berle and Means في عام 1932، حيث اقترحا فصل الملكية عن الإدارة. إذ نالت مشكلة توحيد المصالح بين المساهمين والوكلاء بطريقة ترضي الطرفين جدلاً حاسماً في الأدب المالي والاقتصادي، وأصبحت هذه المشكلة عاملاً محفزاً للاقتصاديين لتطوير جوانب نظرية الوكالة [24].

فقد أدت الثورة الصناعية لزيادة حجم الشركات وتعدد أنشطتها، بالتالي أصبح من الصعب على الملاك إدارة شركاتهم بأنفسهم، فالكثير منهم لا يملك الخبرة الإدارية والمالية والتشغيلية المناسبة لإدارة أعمال الشركة. ويعين المساهمون في هذه الحالة وكلاء (مديرون) يتولون إدارة الشركة بالنيابة عنهم، ويفوضون بعض سلطات اتخاذ القرار لهم، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى فصل الملكية عن الإدارة داخل الشركة، وبالتالي ظهور مشاكل وتكاليف الوكالة [23].

ومن أجل تجنب أي تذبذب في الإنفاق يقوم المساهمون بمراقبة أنشطة المديرين من خلال تطبيق عدة آليات لحوكمة الشركات، وتعدّ سياسة توزيع الأرباح إحدى هذه الآليات التي قد يكون لها تأثير في تكاليف الوكالة، لذلك يأتي هذا البحث لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة بالتطبيق على الشركات المساهمة المسجلة في الهيئة السورية للأوراق والأسواق المالية.

مشكلة البحث

أدى انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة إلى ظهور مشاكل في الوكالة، حيث شكلت مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين الأساس لتفاقم هذه المشاكل، نتيجة لتعارض المصالح بينهما ونظراً لأن المديرين قد يميلون إلى اتخاذ القرارات التي تتوافق مع مصالحهم دون مراعاة مصالح المساهمين، الأمر الذي يؤدي إلى تحمّل كلا الطرفين لتكاليف الوكالة، مما قد يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة

وبالتالي على ثروة المساهمين. لذلك يلجأ المساهمون إلى اتخاذ العديد من الإجراءات وتطبيق بعض الآليات الرقابية على سلوك المديرين، وتعدّ سياسة توزيع الأرباح إحدى هذه الآليات. بالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤل الرئيس الآتي:

- هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية؟

أهمية البحث

الأهمية العلمية: تتبع أهمية البحث العلمية من حيث أن سياسة توزيع الأرباح كإحدى الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ما زالت موضوعاً مثاراً للجدل في الدراسات السابقة، فهي من ناحية تعدّ جزءاً من استراتيجية التمويل طويلة الأجل للشركة، ومن ناحية أخرى تعدّ مجالاً يمكن للمديرين من خلاله إرسال صورة غير واقعية للمساهمين والأطراف الأخرى ذات الصلة فيما يخص الوضع الحالي والمستقبلي للشركة. فمن المفترض أن يختلف تأثيرها في تكاليف الوكالة من شركة إلى أخرى نظراً لتباين سياساتها المالية. لذلك من المهم اختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة، للحكم على الأداء الإداري بالاعتماد على سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها، كما أن دراسة هذه العلاقة يساعد في فهم كيفية تحسين أداء الشركات وزيادة قيمتها السوقية وتحقيق النمو المستدام. بالتالي فإن هذا البحث يشكل إضافة علمية لأدبيات سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة عن طريق توثيق العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة للشركة.

الأهمية العملية: تتمثل أهمية البحث العملية من خلال تقديم أدلة حول تأثير سياسة توزيع الأرباح في مستوى تكاليف الوكالة بالتطبيق على الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، والتي قد تختلف من الناحية التنظيمية والتشريعية عن ما تمت دراسته سابقاً، بالإضافة إلى مساعدة مستخدمي المعلومات المحاسبية من مستثمرين ومقرضين ومحللين ماليين وأصحاب المصلحة الآخرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، من خلال الحكم على موثوقية المعلومات المُفصح عنها ضمن التقارير

المالية، على اعتبار أن سياسة توزيع الأرباح تعدّ إحدى المؤشرات المهمة لتقييم الأداء، كما يقدم نتائج عملية تهم القائمين على هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ومساهمي الشركات وتساعدهم في تقييم علاقة الوكالة وتكاليف الوكالة.

ويهدف هذا البحث إلى:

- دراسة سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- قياس تكاليف الوكالة في الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة لدى الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

منهجية البحث

يعدّ هذا البحث من البحوث الكمية التفسيرية، إذ ينطوي على استخدام الأساليب الرياضية والإحصائية لتحليل وتفسير البيانات، كما تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي لوصف بيانات البحث وتحليلها. ولاختبار فرضية البحث فقد تمّ المفاضلة بين نماذج انحدار بيانات السلاسل الزمنية المقطعية *Panel Data Regression Models* باستخدام البرنامج الإحصائي *Eviews*، وذلك بالاعتماد على بيانات ثانوية *Secondary Data* تمّ جمعها من التقارير المالية المنشورة للشركات المدروسة على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، بالإضافة إلى الاستعانة بالمواقع الإلكترونية لهذه الشركات.

مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث بإجمالي الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، أما بالنسبة لعينة البحث فهي الشركات التي توافرت لديها بيانات الدراسة، وذلك بعد استبعاد ما يلي:

أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

- شركات الخدمات المالية من مصارف وشركات تأمين وصرافة ووساطة نظراً لطبيعتها المختلفة.
- الشركات التي لم يتمكن الباحث من العثور على بياناتها سواء من موقع الهيئة الإلكتروني أو من المواقع الإلكترونية لهذه الشركات.

حيث يوضح الجدول (1) عدد الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وكيفية توزع العينة، فقد بلغ إجمالي عدد الشركات المدروسة التي أمكن الحصول على تقاريرها المالية والتي تتوافر لديها البيانات سبع شركات من أصل أربع وعشرين شركة، أي بنسبة 30% من إجمالي الشركات المساهمة غير المالية المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وتمتد فترة الدراسة من عام 2013 حتى عام 2022، لذلك يكون إجمالي عدد المشاهدات هو 70 مشاهدة.

الجدول 1: عدد الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية

القطاع	اتصالات	خدمات	زراعة	صناعة	الإجمالي
عدد الشركات	2	9	7	6	24
عدد الشركات التي توفرت بياناتها	2	2	1	2	7

المصدر: إعداد الباحث بالاستناد إلى موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

وتم ترميز الشركات المدروسة كما يتبين في الجدول (2).

الجدول 2: ترميز الشركات المدروسة

AHL	AST	TIC	AZN	SHR	SYR	MTN
الأهلية للنقل	العربية السورية للمنشآت السياحية	التجارية للصناعة والتبريد	الأهلية للزيوت النباتية	الشرق الأدنى لمنتجات الزيتون	سيريل	ام تي ان

المصدر: إعداد الباحث

فرضية البحث

يمكن عرض فرضية البحث على الشكل الآتي:

H₁: يوجد تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

قياس المتغيرات

قياس المتغير التابع (تكاليف الوكالة): تمّ قياس تكاليف الوكالة عن طريق المقياس الذي تمّ تطويره من قبل (Ang et al., 2000) وهو مقياس نسبة المصاريف التشغيلية. ويُحسب من خلال نسبة المصاريف التشغيلية والإدارية ومصاريف البيع والتوزيع باستثناء مصاريف التمويل وأية مصاريف أخرى غير متكررة إلى إجمالي الإيرادات السنوية. وفيما يأتي المعادلة الممثلة لتكاليف الوكالة (نسبة المصاريف التشغيلية):

نسبة المصاريف التشغيلية = مجموع المصاريف التشغيلية والإدارية ومصاريف البيع والتوزيع / إجمالي الإيرادات السنوية.

استخدمت العديد من الدراسات السابقة هذا المقياس لقياس مستوى تكاليف الوكالة في الشركة مثل دراسة (Khan et al., 2020) ودراسة (Tayeh et al., 2023).

قياس المتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح): تمّ في هذا البحث الاعتماد على مقياس نسبة توزيعات الأرباح لقياس سياسة توزيع الأرباح كونها توضح سياسة الشركة تجاه مساهميها، إذ تحدد النسبة المئوية من صافي أرباح الشركة التي سيتم توزيعها للمساهمين كتوزيعات أرباح، والنسبة المئوية التي سيتم الاحتفاظ بها كأرباح محتجزة، بالتالي يستطيع المستثمر أن يقدر من خلال هذه النسبة فيما إذا كانت نسبة توزيعات الأرباح بالشركة طبيعية ومستقرة من عام إلى آخر أو لا، أو إذا كانت الشركة تحتجز

الأرباح وتُعيد استثمارها لزيادة نموها وتعظيم ثروتها في المستقبل. وتمّ حساب نسبة توزيعات الأرباح وفقاً للمعادلة الآتية:

نسبة توزيعات الأرباح = نصيب كل سهم من توزيعات الأرباح للعام i / نصيب كل سهم من الأرباح المتحققة للعام $i-1$.

استخدمت العديد من الدراسات السابقة هذه النسبة لقياس سياسة توزيع الأرباح للشركة مثل دراسة (Tran et al., 2020) ودراسة (Li et al., 2021).

قياس المتغيرات الضابطة

تتضمن هذه المتغيرات بعض العوامل التي قد تؤثر في مستوى تكاليف الوكالة، وتمّ إضافتها إلى نموذج البحث من أجل ضبط العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، وأهم هذه العوامل حسب ما ورد في الدراسات السابقة هي كالتالي:

حجم الشركة: يوجد تأثير لحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة، وهذا ما أكدته مختلف الدراسات السابقة، كدراسة (Nguyen et al., 2020) ودراسة (Tayeh et al., 2023) ومن أجل قياس حجم الشركة في هذا البحث تمّ استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة المالية.

الرافعة المالية: يتأثر مستوى تكاليف الوكالة بالديون والالتزامات التي تتحملها الشركة، وهذا ما أكدته العديد من الدراسات السابقة كدراسة كل من (Mcknight and Weir, 2009) ودراسة (Chowdhury et al., 2023)، ومن أجل قياس معدل الرافعة المالية للشركات المدروسة تمّ استخدام نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في نهاية السنة المالية.

دراسة (Putra and Ratnadi, 2008) بعنوان:

The Impact of Dividend Policy and Managerial Ownership on Agency Costs

أثر سياسة توزيع الأرباح والملكية الإدارية في تكاليف الوكالة

حاولت الدراسة اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح والملكية الإدارية في تكاليف الوكالة، بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة جاكرتا. واعتمدت على بيانات ثانوية مستخرجة من التقارير المالية للشركات المدروسة، المؤلف من 21 شركة توافرت لديها البيانات خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2000 حتى عام 2004. ولاختبار الفرضيات طبقت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS.

أظهرت نتائج الدراسة أنه ليس لسياسة توزيع الأرباح (مقاسةً بنسبة توزيعات الأرباح) أي تأثير ذو دلالة إحصائية في مستوى تكاليف الوكالة (مقاسةً بنسبة المصاريف التشغيلية)، ووجدت أن الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي في مستوى تكاليف الوكالة عند حدود ثقة 95%، وبيّنت كذلك أن للملكية الإدارية تأثير سلبي في تكاليف الوكالة [26].

دراسة (النجار، 2018) بعنوان:

مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

هدفت الدراسة إلى بيان أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة. وطُبقت على عينة مؤلفة من 30 شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة من عام 2006 حتى عام 2016، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد.

أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ارتفاع في تكاليف الوكالة، وتلجأ تلك الشركات لخيار توزيعات الأرباح النقدية من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، كما بيّنت الدراسة أن المكافآت الإدارية بنوعها المكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والمكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية تؤثر سلباً في تكاليف الوكالة [2].

دراسة (Li et al., 2021) بعنوان:

Corporate Governance, Agency Costs, and Corporate Sustainable Development: A Mediating Effect Analysis

حوكمة الشركات، تكاليف الوكالة والتنمية المستدامة للشركات: تحليل التأثير الوسيط

بحثت الدراسة في العلاقة بين حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة والتنمية المستدامة، لعينة مؤلفة من 690 شركة غير مالية مدرجة في بورصة شنغهاي، وتوافرت لديها البيانات خلال الفترة الممتدة من عام 2015 حتى عام 2019.

أظهرت نتائج الدراسة أن تكاليف الوكالة تتوسط العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وحجم مجلس الإدارة، وتعيوضات الإدارة، والرافعة المالية، والتنمية المستدامة للشركات. حيث يؤدي تطبيق سياسة توزيع الأرباح النقدية وتقليل حجم مجلس الإدارة إلى تخفيض تكاليف الوكالة وزيادة قدرة الشركة على تحقيق التنمية المستدامة، في حين تؤدي زيادة رواتب المديرين إلى زيادة تكاليف الوكالة وتقلل من قدرة الشركة على التطور المستدام. وبيّنت كذلك أنه على الرغم من أن زيادة التزامات الشركة يمكن أن تخفض من تكاليف الوكالة، إلا أنها ستزيد من المخاطر المالية (مخاطر الإفلاس)، مما قد يؤثر سلباً في قدرة الشركة على التطور المستدام [18].

دراسة (Oladejo et al., 2023) بعنوان:

Dividend Policy, Agency Cost and Value of Nigerian Manufacturing Firms

سياسة توزيع الأرباح، تكاليف الوكالة وقيمة الشركات الصناعية النيجيرية

تناولت الدراسة التأثير المشترك لسياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة نيجيريا. ولتحقيق هدف الدراسة فقد تم تطبيق نماذج انحدار بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بالاعتماد على بيانات ثانوية مستخرجة من التقارير المالية للشركات المدروسة وذلك خلال الفترة الممتدة من عام 2011 حتى عام 2020.

أظهرت النتائج أن للتفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة تأثير جوهري سلبي في القيمة السوقية للشركات المدروسة، وهذه النتيجة تتعارض مع الأسس التي تقوم عليها نظرية الوكالة. فقد بينت الدراسة أن توزيعات الأرباح لا تحسن من أداء الشركات المدروسة نتيجة عدم تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي لا تعزز من القيمة السوقية للشركات المدروسة. بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح ليست آلية فعالة يمكن استخدامها لتخفيض تكاليف الوكالة، ويجب البحث عن آليات أخرى أكثر فعالية لتخفيض تكاليف الوكالة [23].

تختلف نتائج الدراسات السابقة حول دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة، وذلك يعود لاختلاف طبيعة البيئات الاقتصادية التي طبقت فيها الدراسات وطبيعة الأنظمة المالية الموجودة فيها، بالإضافة إلى تباين المقاييس المستخدمة لقياس تكاليف الوكالة، إلا أنها بالمجمل أثبتت وجود علاقة وتأثير لسياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة سواء كانت علاقة إيجابية أو سلبية. حيث يتشابه هذا البحث مع الدراسات السابقة في دراسته لأثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة واختلف عنها من ناحية بيئة التطبيق، حيث تم تطبيقه على الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

الدراسة النظرية

مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تحقق الشركات الناجحة عادةً ربحاً تشغيلياً صافياً بعد اقتطاع الضرائب، وعندها سيواجه مجلس الإدارة عدة أسئلة منها: ما هو التدفق النقدي الحر الذي يجب توزيعه على المساهمين؟ وهل يجب توزيع هذه الأموال عن طريق توزيعات الأرباح النقدية أم عن طريق إعادة شراء الأسهم المتداولة؟ وهل يجب اتباع سياسة توزيع أرباح ثابتة أم اتباع سياسة يُسمح بتعديلها تبعاً لتغير الظروف؟، بعد هذه التساؤلات لا بدّ لمجلس الإدارة من تصميم سياسة لتوزيع الأرباح لتحديد ما إذا كان سيتم توزيع أرباح أو لا وكيف؟ [4].

وتعدّ سياسة توزيع الأرباح عنصراً أساسياً في السياسة المالية الشاملة للشركة، إذ تتكون من سلسلة من القرارات المتعلقة بكيفية توزيع أرباح الشركة على مساهميها، لتحديد نسبة توزيعات الأرباح وطريقة التوزيع وغير ذلك. وتزود الإدارة بالمبادئ التوجيهية والقواعد التي تحدد ذلك الجزء من أرباح الشركة الذي سيتم توزيعه على المساهمين والجزء الذي سيُحتجز ويستخدم كمصدر داخلي لتمويل عمليات النمو والتوسع في المستقبل [17].

كما يرتبط قرار توزيع الأرباح بقرارات الاستثمار والتمويل للشركة نتيجة تأثيره في نسبة الأرباح المحتجزة، لذلك تبحث إدارة الشركة دائماً عن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح Optimal Dividend Policy من أجل تحقيق التوازن بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي وتعظيم سعر سهم الشركة [25].

النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

حاول العديد من خبراء الاقتصاد المالي تفسير السبب الذي دفع الشركات للقيام بتوزيعات الأرباح، ومن أجل ذلك تمّ اقتراح العديد من النظريات، ولكن لم تحظَ وجهة نظر واحدة بقبول عام لذلك أطلق على سياسة توزيع الأرباح لقب لغز توزيعات الأرباح Dividend Puzzle [5]، وفيما يأتي بعض هذه النظريات.

1- نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح Dividend Irrelevance Theory

قدّم هذه النظرية كل من Miller and Modigliani عام 1961، وأشاروا إلى أنه في ظل أسواق رأس المال التي تتصف بالكمال وبوجود عدد من الافتراضات، فإن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر في سعر سهم الشركة أو تكلفة رأسمالها، وأن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات الاستثمارية، أي تتحدد بقدرة أصول الشركة على تحقيق الأرباح من جهة ودرجة المخاطر التشغيلية للشركة من جهة أخرى، وليس بكيفية التصرف في هذه الأرباح (إما باحتجازها أو توزيعها) والتي لا تحدث أي تغيير في قيمة الشركة [8].

2- نظرية تفضيل توزيعات الأرباح Dividend Preference

تفترض هذه النظرية أن المستثمرين يفضلون تجنب المخاطرة، لذلك يرغبون في الحصول على توزيعات أرباح حالية بدلاً من الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبل، نظراً لأن توزيعات الأرباح الحالية تقلل من درجة عدم التأكد لديهم. كما تؤدي زيادة توزيعات الأرباح إلى انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم، وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال وتأثير ذلك إيجابياً في السعر السوقي للسهم [10] [19].

3- نظرية الإشارة Signaling Theory

يمكن للمديرين استخدام التغير في معدل توزيعات الأرباح كوسيلة لإرسال معلومات عن وضع الشركة إلى المستثمرين وتقليل فجوة المعلومات فيما بينهم، أي أن توزيعات الأرباح توفر محتوى معلوماتي قد يؤثر في السعر السوقي للسهم [10].

حيث تعدّ الزيادة غير المتوقعة في توزيعات الأرباح بمثابة إشارة جيدة توجي بتحسين الوضع المستقبلي للشركة وبناءً على ذلك سيتفاعل السوق مع هذه الإشارة ويزداد سعر السهم، وعلى العكس من ذلك عند الإعلان عن تخفيض في توزيعات الأرباح [8].

4- نظرية الوكالة Agency Theory

مع زيادة حجم الشركات واتساع نطاق أعمالها انفصلت الملكية عن الإدارة، وهذا ما أدى إلى تضارب في المصالح بين المديرين والمساهمين لأن المديرين قد لا يعملون دائماً في مصلحة الملاك. فنظراً لتوافر المزيد من المعلومات عن وضع الشركة لديهم، لذلك من المرجح أن يتخذوا إجراءات تزيد من منافعهم الشخصية على حساب المساهمين، مما قد يدفع المساهمون إلى تحمّل تكاليف الوكالة لمراقبة سلوك المديرين. وفي ضوء ذلك تُستخدم توزيعات الأرباح كأداة لتخفيض تكاليف هذه الوكالة [14].

تكاليف الوكالة Agency Costs

تشير تكاليف الوكالة إلى التكاليف التي يتحمّلها أطراف العلاقة التعاقدية، والتي تنشأ نتيجة اعتقاد الموكل بأن الوكيل يعمل على تحقيق مصالحه الشخصية دون مراعاة لمصالح الموكل [32].

صنّف (Jensen and Meckling, 1976) تكاليف الوكالة إلى تكاليف الوكالة لحقوق الملكية Agency Costs of Equity، وتكاليف الوكالة للديون Agency Costs of Debt. وفي سياق ذلك حددا تكاليف الوكالة بأنها مجموع كل من تكاليف المراقبة المتكبدة من قبل الموكل Monitoring Costs، وتكاليف التعهد (الالتزام) المتكبدة من قبل الوكيل Bonding Costs، والخسارة المتبقية Residual Loss [14].

- تتضمن تكاليف المراقبة في تكاليف الإجراءات التي يقوم بها الموكل للرقابة على تصرفات الوكيل ومتابعة وتقييم أدائه [6].
- تتمثل تكاليف التعهد (الالتزام) في تكاليف الإجراءات التي يقوم بها الوكيل لإقناع الموكل بأنه يعمل لمصلحته ومنحه الثقة، ولضمان أنه لن يتخذ أية

إجراءات من شأنها أن تضر بمصلحته، أو لضمان تعويضه في حال اتخذ الوكيل مثل هذه الإجراءات [3].

- تتمثل الخسارة المتبقية في انخفاض قيمة الشركة نتيجة الأثر السلبي على سعر أسهمها وسنداتها، والذي ينتج عن اتخاذ قرارات غير فعالة من قبل الوكيل لا تخدم مصالح الموكل [16].

أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة

اقترح (Jensen, 1986) فرضية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Hypothesis، وجادل بأن مديري الشركات التي لديها تدفق نقدي فائض قد يقوموا بالإفراط في الاستثمار في المشاريع التي تعود عليهم بالمنفعة دون مراعاة مصالح المساهمين، لذلك يمكن استخدام توزيعات الأرباح كأداة لتقليل التدفق النقدي الحر وبالتالي الحد من مشكلة الاستثمار المفرط Overinvestment Problem، الأمر الذي يساهم في تقليل مخاوف المساهمين تجاه الاستخدام غير الفعال لأموال الشركة، ويخفض من تكاليف الوكالة [13].

حيث أن دفع المزيد من توزيعات الأرباح سيقلل من الأموال الخاضعة لسيطرة المديرين، وهذا بدوره سيدفعهم للجوء إلى أسواق رأس المال للحصول على التمويل الخارجي، من أجل تمويل احتياجات المشاريع الاستثمارية. وهو الأمر الذي يفضل المساهمون لأنه يسمح بمراقبة إضافية لسلوك المديرين من قبل مقدمي التمويل الخارجي، بالتالي تخفيض تكاليف الوكالة التي سيتحملوها [27].

النتائج والمناقشة

التحليل الوصفي

يعرض الجدول (3) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث، حيث يتبين وجود تشتت في جميع المتغيرات لأن القيم العليا والدنيا للمتغيرات بعيدة نسبياً عن قيم المتوسط الحسابي.

كما يتضح من الجدول أن القيمة الاحتمالية لإحصائية اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) أقل من مستوى معنوية لمتغيرات (DPR-LEV)، بالتالي هذه المتغيرات لا تتوزع وفقاً للتوزيع الطبيعي ولا يمكن الاعتماد على المتوسط والانحراف المعياري في التفسير لأنها تصبح مضللة. وكذلك يبين الجدول أن أكبر قيمة لمتغير سياسة توزيع الأرباح بلغت 20.83، وأدناها 0.0. ويُلاحظ أن قيمة الالتواء Skewness بلغت 7.35 وهي تدلّ على أن تكرار توزيع الأرباح في الشركات المدروسة أكبر من عدم توزيعها، يدلّ ذلك على أن هذه الشركات تستخدم سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات في محاولة لتخفيض تكاليف الوكالة لكن لم تنجح في ذلك بسبب تأثيرها بالظروف المتمثلة باضطراب الأوضاع الأمنية والسياسية والعقوبات الاقتصادية على سورية.

بالنسبة لمتغير الرافعة المالية LEV فقد بلغت أكبر قيمة 0.98 وأدناها 0.03. تشير قيمة الالتواء 0.57 إلى التواء التوزيع نحو اليمين، بالتالي الشركات التي لديها رافعة مالية أكبر من المتوسط هي الأكثر تكراراً.

أن القيمة الاحتمالية لإحصائية التوزيع الطبيعي لمتغيرات (AC-SIZ) أكبر من مستوى معنوية 5%، بالتالي تتوزع بيانات هذه المتغيرات وفقاً للتوزيع الطبيعي، وعليه يمكن الاعتماد على المتوسط والانحراف المعياري في التفسير، حيث بلغ متوسط المتغير التابع (تكاليف الوكالة) معبراً عنه بنسبة المصاريف التشغيلية 0.63 وهي قيمة موجبة تدلّ على تحمّل شركات العينة لتكاليف وكالة خلال فترة الدراسة، تتركز قيمتها حول المتوسط، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري 0.27 مما يدلّ على وجود تفاوت وتباين

بنسبة تكاليف الوكالة بين شركات العينة المدروسة. ويتبين كذلك أن متوسط حجم الشركات بلغ 22.48 وبانحراف معياري 3 عن المتوسط الحسابي.

الجدول 3: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	AC	DPR	LEV	SIZE
Mean	0.639670	0.805257	0.409739	22.48016
Median	0.699288	0.317684	0.318723	22.39000
Maximum	1.122828	20.83333	0.983374	27.50000
Minimum	0.060894	0.000000	0.033049	15.35000
Std. Dev.	0.279143	2.609841	0.311464	3.009848-0.5
Skewness	-0.528364	7.344672	0.574639	-0.517071
Kurtosis	2.351525	56.84966	1.979684	2.358522
Jarque-Bera	4.035130	8178.352	6.199954	3.887475
Probability	0.132979	0.000000	0.045050	0.143168
Observations	70	70	70	70

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يؤثر عدم توزع متغيرات البحث توزيعاً طبيعياً على أدوات الاستدلال الإحصائي ومؤشرات الاختبار، لكن من المهم في حالة بيانات بانل أن تكون بواقي النماذج تخضع للتوزيع الطبيعي، بالتالي في هذا البحث يمكن التحقق من مدى اتساق نتائج التقدير من خلال الاختبارات التشخيصية لبواقي النموذج المستهدف تقديره.

ومن أجل دراسة سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية فقد تم إعداد الجدول (4) متضمن نسبة توزيعات أرباح كل شركة على مدى عشر سنوات، ويتضح من الجدول أن نسب توزيعات الأرباح متفاوتة بين الشركات المدروسة وكذلك متفاوتة من عام إلى آخر بالنسبة للشركة الواحدة وذلك خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2022، مما يدل على عدم اتباع شركات العينة لسياسة توزيع أرباح مستقرة، بل تتبع سياسة توزيع الفائض أي أنها تقوم بتوزيع ما يتبقى من أرباحها بعد تمويل جميع احتياجاتها المالية. كما يلاحظ أن بعض الشركات كشركة MTN وشركة التجارية للصناعة والتبريد TIP قامت بتوزيع جميع أرباحها المحققة وهذا قد يعود إلى عدم وجود فرص استثمارية مربحة للاستثمار بها خلال تلك الأعوام.

أثر سياسة توزيع الأرباح في تكاليف الوكالة - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

الجدول 4: نسب توزيعات الأرباح للشركات المدروسة

الشركة	AHL	AST	TIP	AZN	SHR	SYR	MTN
العام	DPR						
2013	0	0.01	0	0	0.86	0.31	1
2014	0.63	0.01	1	0	0.78	0.32	1
2015	0.69	0.01	0	0	1	0.30	0.89
2016	2.84	0.58	1	0	0.88	0.24	1
2017	20.83	0.37	1	0	0.33	0.28	1
2018	0.88	0.18	1	0.80	0	0.22	1
2019	0.54	0.29	0	0.72	0.70	0.16	0.75
2020	0.24	0.21	0.19	0.87	0.60	0.09	0
2021	0.66	0.21	0.07	1.01	0	0.15	0
2022	0.66	0.12	0	0.18	0	0.06	0

المصدر: من إعداد الباحث

ومن أجل مقارنة تكاليف الوكالة للقطاعات المسجلة في هيئة الأوراق والمالية في سورية، فقد تم إعداد الجدول (5)، وعليه تم ملاحظة وجود تفاوت في نسب تكاليف الوكالة بين القطاعات الأربعة لشركات الهيئة، ويتبين كذلك أن شركات الخدمات والصناعة المسجلة في الهيئة هي أكثر الشركات ارتفاعاً في تكاليف الوكالة في المتوسط، بالإضافة إلى كونها أصغر شركات العينة حجماً، في حين أن شركات الاتصالات والزراعة ذات نسب تكاليف وكالة أقل وتكاد تكون قليلة جداً في قطاع الزراعة.

جدول 5: متوسط إجمالي تكاليف الوكالة للقطاعات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية

القطاع	عدد الشركات	متوسط نسبة المصاريف التشغيلية
قطاع الاتصالات	2	0.506
قطاع الخدمات	2	0.854
قطاع الزراعة	1	0.140
قطاع الصناعة	2	0.806

المصدر: إعداد الباحث

شروط تطبيق نماذج انحدار بيانات بانل

لا بدّ من توفر عدة شروط في نموذج الانحدار المقدر قبل اختبار فرضية البحث، وتمّ التحقق منها على الشكل الآتي:

1- يتضح من نتائج الجدول (6) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية الاختبار Pesaran CD أكبر من مستوى معنوية 5%، بالتالي نقبل فرضية العدم بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي فردي (بين المقاطع) لمتغيرات البحث باستثناء متغير حجم الشركة.

جدول 6: نتائج اختبار وجود ارتباط فردي لمتغيرات البحث

Variable	Test	Statistic	Prob.
AC	Pesaran CD	-1.877917	0.0604
DPR	Pesaran CD	0.243227	0.8078
SIZE	Pesaran CD	12.42402	0.0000
LEV	Pesaran CD	-0.967251	0.3334

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

2- يعدّ اختبار الاستقرار لبيانات بانل إحدى أهم مراحل بناء النموذج القياسي، ومن الضروري التمييز بين المتغيرات المستقرة وغير المستقرة قبل دراسة العلاقة بين متغيرات البحث. وتمّ استخدام اختبار Dickey-Fuller (ADF) لدراسة استقرارية متغيرات البحث نظراً لعدم وجود ارتباط بين المقاطع بالنسبة لجميع هذه المتغيرات باستثناء متغير حجم الشركة إذ تبين أن المقاطع العرضية في هذا المتغير تتأثر بقوة مشتركة تسمى العوامل، لذلك تمّ الاستناد إلى اختبارات الجيل الثاني Second Generation Tests واستخدام اختبار PANIC الذي يدعم اختبار استقرارية المكونات الفردية.

يعرض الجدول (7) اختبار استقرارية متغيرات البحث، ويبين أن اختبار ديكي فولر معنوي عند مستوى معنوية 5%، حيث أن القيمة الاحتمالية ($\text{Prob.} < 0.05$)، بالتالي لا تقدم البيانات دليلاً على أن متغيرات البحث غير مستقرة، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بأن المتغيرات مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%. ويبين كذلك معنوية اختبار PANIC لاستقرارية متغير حجم الشركة.

جدول 7: نتائج اختبار الاستقرار لمتغيرات البحث

Variable	Test	Statistic	Prob.
AC	Dickey-Fuller (ADF)	2.91965	0.0057
DPR	Dickey-Fuller (ADF)	24.8537	0.0360
SIZE	Bai and Ng – PANIC	-257130	0.00880
LEV	Dickey-Fuller (ADF)	27.6651	0.0158

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

3- بالنسبة لشرط الخطية، فنظراً لأن جميع المتغيرات قد استقرت عند المستوى، وبنفس الوقت يوجد تأثير معنوي فيما بينها وفقاً لنموذج الانحدار المقدر فهذا دليل على تحقق شرط الخطية.

4- يتضح من الجدول (8) أن قيمة معامل VIF بالنسبة لجميع المتغيرات المفسرة أقل من 5، مما يدل على أن النموذج لا يعاني من مشكلة تعدد العلاقات الخطية أو مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المفسرة (المستقلة والضابطة) المدروسة.

جدول 8: نتائج اختبار معامل تضخم التباين

Variance Inflation Factors Sample: 2013 2022 Included observations: 70			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
DPR	1.73E-06	2.683288	1.046266
SIZE	9.82E-06	1.726654	2.355849
LEV	0.000600	1.137065	1.717243

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يتضح من خلال ما سبق تحقق جميع شروط تطبيق نموذج الانحدار المتعدد. وقبل تقدير نموذج الانحدار لا بدّ من الإشارة إلى أنه لم يتم دراسة مصفوفة العلاقات الارتباطية بين المتغيرات (بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبين المتغيرات المستقلة بعضها مع بعض) لأن نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية غير مصممة لهذا الغرض، إذ تدرس العلاقات الارتباطية بين المتغيرات بالنسبة لجميع الوحدات المقطعية. وفي هذا البحث فإن النموذج المقدر بعد المفاضلة بين النماذج الثلاثة

(التجميعي والآثار الثابتة والآثار العشوائية) هو نموذج الآثار الثابتة، حيث يأخذ هذا النموذج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بالنسبة لكل مقطع على حدى. ولهذا السبب لم يتم دراسة مصفوفة العلاقات الارتباطية لأن دراستها سوف تعطي نتائج تتناقض مع نتائج النموذج المقدر.

تقدير نموذج البحث

يعتمد التقدير وفق نماذج انحدار بيانات بازل المستقرة على المفاضلة بين ثلاثة أنواع من النماذج (التجميعي، الآثار الثابتة، الآثار العشوائية)، ونظراً لأن أحد المتغيرات المدخلة في التقدير مرتبط مقطعياً لذلك تمّ استخدام طريقة أوزان Cross Section SUR ضمن طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، ولمعرفة مدى وجود آثار عشوائية في النموذج المقدر تمّ استخدام اختبار مضاعف لاغرانج وأظهر النتائج الآتية:

جدول 9: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects		
Null hypotheses: No effects		
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and (all others) alternatives		
	Cross-section	Test Hypothesis Time
Breusch-Pagan	12.36981 (0.0004)	1.113244 (0.2914)
Honda	3.517074 (0.0002)	-1.055104 (0.8543)
King-Wu	3.517074 (0.0002)	-1.055104 (0.8543)
Standardized Honda	6.964507 (0.0000)	-0.935889 (0.8253)
Standardized King-Wu	6.964507 (0.0000)	-0.935889 (0.8253)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يتضح من الجدول (9) أنه وبالنسبة للبعد الزمني فإن القيمة الاحتمالية لإحصائية جميع الاختبارات أقل من مستوى معنوية 5%، وفقاً لذلك يتم قبول فرضية عدم ونستنتج عدم وجود آثار عشوائية في النموذج، بالتالي فإن النموذج التجميعي هو النموذج الأفضل.

ولاختبار مدى وجود آثار فردية (على الوحدات المقطعية) تم استخدام اختبار Fisher Test المقيد للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة وأظهر النتائج الآتية:

جدول 10: نتائج اختبار F المقيد

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Model2
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	193.292303	(6,51)	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يُظهر الجدول (10) معنوية اختبار فيشر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لإحصائية الاختبار 0.000 وهي قيمة أقل من مستوى معنوية 5%، مما يشير إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد آثار فردية. بالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل ويكون التقدير المعتمد هو التقدير الآتي:

جدول 11: نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: AC Method: Panel EGLS (Cross- section SUR) Sample: 2013 2022 Periods included: 10 Cross- section included: 7 Total panel (balanced) observations: 70 Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR	0.003619	0.001314	2.754337	0.0081
SIZE	-0.020075	0.003133	-6.407747	0.0000
LEV	-0.108647	0.024503	-4.434053	0.0000
C	1.235510	0.095601	12.92359	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
Root MSE	0.965960	R-squared		0.725367
Durbin-Watson	2.0339943	Adjusted R-squared		0.716362
		Prob(F-statistic)		0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يمكن ملاحظة معنوية نموذج الآثار الثابتة من الجدول (11)، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لإحصائية النموذج $\text{Prob. (F-statistic)} = 0.000$ وهي أقل من مستوى معنوية 5%، هذا يدل على معنوية نموذج الانحدار، بمعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة لها تأثير معنوي على المتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد $R\text{-squared}$ (72.5) %، وهذا يُشير إلى أن 72.5% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (تكاليف الوكالة) تفسرها التغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة، وباقي التغيرات تعود إلى أسباب أخرى لم يتم ذكرها في البحث. كما يتبين من خلال الجدول المذكور أن قيمة معامل التحديد المعدل $\text{Adjusted R-squared}$ تساوي 71.6%.

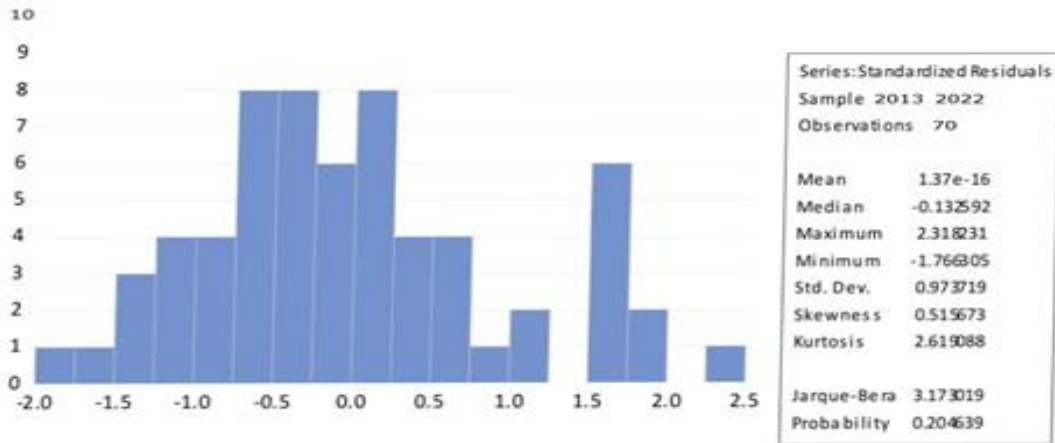
اعتماداً على نتائج التقدير تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن سياسة توزيع الأرباح أثر طردي ذو دلالة إحصائية في تكاليف الوكالة للشركات المساهمة السورية خلال الفترة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2022 مع وجود تأثيرات للمتغيرات الضابطة، وذلك عند مستوى معنوية 5%.

ويمكن التحقق من جودة النموذج المقدر من خلال الاختبارات الآتية:

1- تدل قيمة Root MSE على مقدار انحراف القيم المقدرة باستخدام النموذج عن القيم الفعلية. ويتضح من الجدول (11) أن قيمة Root MSE قد بلغت (0.965) وهي قيمة أقل من 1 بمعنى أنها مقبولة إحصائياً، أي لا يوجد انحراف ذو دلالة إحصائية للقيم المقدرة عن الفعلية.

2- يتضح من الجدول (12) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية اختبار Jarque-Bera تبلغ (3.17) وهي قيمة أكبر من مستوى معنوية 5%، لذلك نقبل فرضية العدم، التي تشير إلى أن بواقي النموذج المقدر تتوزع توزيعاً طبيعياً.

جدول 12: اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر



المصدر: مخرجات برنامج Eviews

3- يتضح من الجدول (11) أن قيمة إحصائية Durbin and Watson تساوي 2.03 وهي قريبة من 2 مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين قيم البواقي للنموذج المقدر.

4- في حالة بيانات بانل يعد اختبار الارتباط الفردي (ارتباط بين المقاطع) بين قيم البواقي، من الاختبارات التي تساعد في التحقق من جودة نموذج الانحدار. يتبين من الجدول (13) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية اختبار Pesaran CD تبلغ (0.08) وهي قيمة أكبر من مستوى معنوية 5%، بالتالي نقبل فرضية العدم التي تدل على عدم وجود ارتباط فردي بين قيم البواقي للنموذج المقدر.

جدول 13: اختبار الارتباط الفردي بين قيم بواقي النموذج المقدر

Cross-Section Dependence Test			
Series: RESIDMODEL 1			
Null Hypothesis: No cross-section dependence (correlation)			
Sample: 2013 2022			
Periods included: 10			
Cross-sections included: 7			
Total Panel observations: 70			
Cross-section means were removed during computation of correlations			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	30.04013	21	0.0912
Pesaran scaled LM	1.394923		0.1630
Bias-corrected scaled LM	0.957423		0.3384
Pesaran CD	-2.037300		0.0815

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

5- تعدّ استقرارية البواقي من الافتراضات الهامة التي تدلّ على جودة نموذج الانحدار، حيث تُشير استقرارية البواقي إلى أن تباين النموذج ثابت. تمّ استخدام اختبار ديكي فولر ADF للتحقق من استقرارية البواقي على اعتبار أنه لا يوجد ارتباط فردي بين قيم البواقي وهو الشرط الذي تمّ التحقق منه في الجدول (13).

يتضح من الجدول (14) أنّ القيمة الاحتمالية لإحصائية الاختبار تبلغ (Prob.= 0.0028) وهي قيمة أصغر من مستوى معنوية 5%، بالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تُشير إلى أنّ سلسلة البواقي مستقرة عند المستوى.

جدول 14: اختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: RESIDMODEL 1		
Sample: 2013 2022		
Exogenous variables: None		
User-specified lags: 1		
Total (balanced) observations: 70		
Cross-sections included: 7		
Method	Statistic	Prob.**
ADF-Fisher Chi- square	33.1170	0.0028
ADF – Choi Z-stat	-3.15610	0.0008

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

ومن أجل معرفة تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع مستقلاً عن الآخر، تمّ الاستناد إلى نتائج نموذج الآثار الثابتة، حيث يوضّح الجدول (11) معاملات المتغيرات المُفسّرة (المستقلة والضابطة) التي لها تأثير معنوي على المتغير التابع وعددها ثلاثة متغيرات وهي المتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة والرافعة المالية).

يتضح من الجدول (11) ما يلي:

أن قيمة معامل سياسة توزيع الأرباح تساوي (0.0036) بخطأ معياري قدره 0.0013، وأن قيمة Prob. تساوي 0.008 وهي أقل من مستوى معنوية 5% مما يشير إلى معنويتها الإحصائية عند هذا المستوى. بالتالي يوجد تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح على مستوى تكاليف الوكالة، حيث تزداد تكاليف الوكالة مع زيادة توزيعات الأرباح. وتخالف هذه النتيجة الأسس التي تقوم عليها نظرية الوكالة، ويمكن تفسير ذلك من خلال الوضع الاقتصادي المحيط بالشركات وحالات التضخم الكبير، إذ يمكن توضيح ذلك من خلال الجوانب الآتية:

أولاً: يمكن أن يؤدي التضخم إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج والخدمات بشكل عام، فمثلاً قد تضطر الشركات إلى دفع المزيد من الأموال لشراء المواد الخام والمعدات والخدمات الأخرى التي تحتاجها لتستمر في نشاطها التشغيلي، وهذا يزيد من تكاليف التشغيل وبالتالي زيادة تكاليف الوكالة.

ثانياً: قد يتعين على الشركات المساهمة زيادة توزيعات الأرباح للمساهمين بسبب التضخم. فمع زيادة التضخم تنخفض قيمة النقود بالنسبة للسلع والخدمات، بالتالي تنخفض قيمة الأموال المدفوعة كتوزيعات أرباح للمساهمين، ولذلك تضطر الشركات المساهمة لزيادة توزيعات أرباحها لتعويض المساهمين عن تباطؤ نمو القيمة الحقيقية للأرباح الموزعة.

تتعارض هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (النجار، 2018) ودراسة (السريتي، 2022) ودراسة (Hamdan, 2018) ودراسة (Li et al., 2021) ودراسة (Hussain and

(Akbar, 2022)، إذ توصلوا إلى أنّ سياسة توزيع الأرباح تخفض من مستوى تكاليف الوكالة للشركة، نتيجة تخفيض مستوى التدفق النقدي الحر المتاح للاستخدام من قبل المديرين.

ويُتبيّن كذلك أنّ مستوى تكاليف الوكالة ينخفض كلما ازداد حجم الشركة، حيث بلغت قيمة معامل حجم الشركة (-0.02) بخطأ معياري قدره 0.003، وبمستوى معنوية عالي حيث بلغت قيمة Prob. (0.000) وهي قيمة أقل من 0.01، بالتالي يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة على المتغير التابع (تكاليف الوكالة). وقد يعود ذلك لكونها تخضع للرقابة من قبل الأطراف الخارجية كأسواق رأس المال والمستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم من أصحاب المصالح. تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة كل من Garanina (2016) و (Kaikova, 2016) ودراسة (Hamdan, 2018) ودراسة (Nguyen et al., 2020).

أما بالنسبة للرافعة المالية، فقد بلغ معامل الرافعة المالية قيمة (-0.1) بخطأ معياري قدره 0.02، وبمستوى معنوية عالي حيث بلغت قيمة Prob. (0.000) وهي قيمة أقل من مستوى معنوية 1%، بالتالي يوجد أثر معنوي لمعدل الرافعة المالية على المتغير التابع حيث ينخفض مستوى تكاليف الوكالة كلما ازداد معدل الرافعة المالية. ويُفسر ذلك في أنّ هيكل رأس المال المتضمن نسبة ديون عالية سيؤدي إلى زيادة مخاطر عدم قدرة الشركة على سداد أصل الدين ودفعات الفائدة، وهذا ما يحفز المديرين على اتخاذ قراراتهم بفعالية، ومن جانب آخر فإن نسبة الديون العالية سوف تمنح الدائنين الحق في التحكم ببعض القرارات المتعلقة بعمليات الشركة، وهذا بدوره يحدّ من قدرة المديرين على اتخاذ قراراتهم بحرية. تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة كل من (Shaifali and Mittal, 2019) ودراسة (Li et al., 2021).

وتَمّ صياغة معادلة الانحدار المقبولة إحصائياً على الشكل الآتي:

$$AC_{it} = 1.2355 + 0.0036 DPR_{it} - 0.020 SIZE_{it} - 0.108 LEV_{it}$$

يمكن تفسير المعادلة وفق الآتي:

- تبلغ قيمة تكاليف الوكالة مع عدم وجود أي تأثير لأي متغير مستقل في النموذج (1.2355).
- تزداد تكاليف الوكالة بمقدار 0.0036 وحدة كلما ازدادت توزيعات الأرباح بمقدار وحدة واحدة.
- تنخفض تكاليف الوكالة بمقدار 0.020 كلما ازداد حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة.
- تنخفض تكاليف الوكالة بمقدار 0.108 كلما ازداد معدل الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة.

الاستنتاجات والتوصيات

- بعد إجراء الاختبارات اللازمة والإحصاءات الوصفية من أجل توضيح تأثير سياسة توزيع الأرباح في مستوى تكاليف الوكالة، تمّ التوصل إلى النتائج الآتية:
- أولاً: تعاني الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من ارتفاع في تكاليف الوكالة المقاسة بنسبة المصاريف التشغيلية، ولا سيما قطاع الصناعة والخدمات مقارنةً بباقي القطاعات.
 - ثانياً: تتبع الشركات المساهمة المدروسة سياسة توزيع الفائض كسياسة لتوزيع الأرباح.
 - ثالثاً: يوجد تأثير معنوي طردي لسياسة توزيع الأرباح مقاسة بنسبة التوزيعات في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

بناءً على ما تقدم يوصي هذا البحث بما يلي:

- ❖ بناءً على نتائج هذا البحث يوصي الباحث بضرورة قيام الجهات المهنية والرقابية وإدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بالمطالبة بالمزيد من الإفصاحات المالية التي تقدمها الشركات المساهمة، وذلك لتزويد المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة بمعلومات أكثر تفصيلاً عن توزيعات الأرباح، وكذلك توسيع نطاق التدقيق والرقابة على عمليات توزيع الأرباح، فضلاً عن تعزيز دور المجالس الإدارية والاستشارية للشركات في مراقبة وتقييم سياسات توزيع الأرباح وتحديد الأسباب المحتملة لعدم توزيع الأرباح أو تقليل نسبة التوزيع.
- ❖ على الشركات المساهمة السورية التركيز على نسبة توزيعات الأرباح، والبحث عن سياسة توزيع أرباح مثلى تحقق التوازن بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي للشركة، وبنفس الوقت تُرضي مجموعة متنوعة من المساهمين وبشكل خاص مساهمي الأقلية.
- ❖ ضرورة قياس كل من سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة بالأبحاث المستقبلية، وبالتطبيق على شركات أخرى ضمن البيئة السورية وضمن بيئات أخرى أيضاً، باستخدام مقاييس مختلفة، نظراً لاختلاف النتائج باختلاف المقاييس المستخدمة للتعبير عن كل منهما إذ يساعد ذلك على تأكيد طبيعة العلاقة والتأثير بين سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركة وبين مستوى تكاليف الوكالة.
- ❖ اختبار أثر توزيعات الأرباح النقدية وغير النقدية (أسهم مجانية أو تجزئة الأسهم) في تكاليف الوكالة، بالتطبيق على الشركات المالية وغير المالية المسجلة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مع مراعاة إن كان هناك اختلاف في الأثر باختلاف نوع التوزيع أو نوع القطاع.

المراجع المستخدمة باللغة الإنكليزية:

- 1) Ang, J; Cole, R; and Lin, J 2000 Agency Costs and Ownership Structure, The Journal of Finance. Vol. 55, No. 1.
- 2) Attia, E; Ismail, T and Mehafdi, M 2022 Impact of Board of Directors Attributes on Real-Based Earnings Management: Futher Evidence from Egypt, Future Business Journal. Vol. 8, No. 56.
- 3) Beshkooh, M; Soumehsaraei, V; and Kazemtabrizi, F 2013 The Relationship between Audit Quality and Agency Cost, Journal of Basic and Applied Scientific Research. Vol. 3, No. 2.
- 4) Bulla, D; Namusonge, G; and Kanali, C 2017 Stability And Role Of Dividends Payout Among Public Firms At Nairobi Securities Exchange, Journal of Economics and Finance. Vol. 8.
- 5) Chazi, A; Boubakri, N and Zanella, F 2011 Corporate Dividend Policy In Practice: Evidence From An Emerging Market With A Tax-Free Environment, Pacific-Basin Finance Journal. Vol. 19.
- 6) Chinelo, E and Iyiegbuniwe, W 2018 Ownership Structure, Corporate Governance and Agency Cost of Manufacturing Companies in Nigeria, Research Journal of Finance and Accounting. Vol. 9, No.16.
- 7) Chowdhury, M; Mahmud, I and Hoque, M 2023 Factors Influencing Agency Costs In The Publicly Listed It Firms: Evidence From Bangladesh, Business and Finance Journal. Vol. 8, No. 1.
- 8) Daniels, K; Shin, T and Lee, C 1997 The information content of dividend hypothesis: A permanent income approach, International Review of Economics & Finance. Vol.6, No.1.

- 9) Garanina, T and Kaikova, E 2016 Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. Vol. 16, No. 2.
- 10) Gordon, M 1963 Optimal Investment and Financing Policy, The Journal of Finance. Vol. 18, No. 2.
- 11) Hamdan, A 2018 Dividend Policy, Agency Costs and Board Independence, International Journal of Critical Accounting. Vol.10, No.1, 42-58.
- 12) Hussain, A; Akbar, M 2022 Dividend Policy and Earnings Management: Do Agency Problem and Financing constraints Matter, Borsa Istanbul Rivew. Vol. 22, No. 5.
- 13) Jensen, M 1986 Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review. Vol. 76, No. 2, 323-329.
- 14) Jensen, M and Meckling, W 1976 Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics. Vol. 3, No. 4.
- 15) Khan, H; Khidmat, W; Al Hares, O; and Saleem, K 2020 Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy, Journal of Risk and Financial Management. Vol. 13, No. 7.
- 16) Kyere, M and Ausloos, M 2021 Corporate Governance and Firms Financial Performance in the United Kingdom, International Journal of Finance and Economic. Vol. 26, No. 2.
- 17) Kimunduu, G; Mwangi, M; Kaijage, E; and Ochieng, D 2017 Financial Performance and Dividend Policy, European Scientific Journal. Vol. 13, No 28, 138-154.

- 18) Li, S; Gao, D; and Hui, X 2021 Corporate Governance, Agency Costs, and Corporate Sustainable Development: A Mediating Effect Analysis, Discrete Dynamics in Nature and Society. Vol. 2021.
- 19) Lintner, J 1962 Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, The Review of Economics and Statistics. Vol. 44, No. 3, 243-269.
- 20) McKnight, P and W, C 2009 Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis, The Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 49, No. 2, 139-158.
- 21) Nguyen, A; Doan, D; and Nguyen, L 2020 Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam, Journal of Risk and Financial Management. Vol. 13, No. 103.
- 22) Nelwan, M and Lolong, I 2015 Analysis of Factors Affecting Agency Cost of Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange. J. of Bus.& Eco. Vol. 14, No. 1.
- 23) Oladejo, T; Olaniyan, S; Daramola, P and Akinola, O 2023 Dividend Policy, Agency Cost and Value of Nigerian Manufacturing Firms. Journal of Services and Management. Vol.20, 50-61.
- 24) Panda, B and Leepsa, N 2017 Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives, Indian Journal of Corporate Governance. Vol. 10, No.1.
- 25) Pandey, I 2015 - Financial Management. Vikas, Eleventh Edition, India, P.383.

- 26)Putra, W and Ratnadi, D 2008. Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kos Keagenan. {The Impact of Dividend Policy and Managerial Ownership on Agency Costs}, Scientific Journal of Accounting and Business. Vol. 3, No. 3.
- 27)Rozeff, M 1982 Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, The Journal of Financial Research. Vol. 5, No. 3, 249-259.
- 28)Shaifali and Mittal, R 2019 Agency Problems and Corporate Governance Mechanisms in Indian Companies, International Journal of Innovative Technology and Exploring Engineering. Vol. 8, No. 8.
- 29)Tayeh, M; Mustafa, R and Bino, A 2023 Ownership structure and agency costs: evidence from the insurance industry in Jordan, Journal of Economics, Finance and Administrative Science. Vol. 28, No. 56, 287-302.
- 30)Turshan, M and Karim, Naser 2022 Ownership Structure and Agency Costs: Evidence of Emerging Economy, Corporate Governance and Organizational Behavior Review. Vol. 6, No. 4.
- 31)Tran, Q; Le, Q; Nguyen, H and Nguyen, T 2020 Dividend Policy and Share Price Volatility: empirical evidence from Vietnam, Accounting. Vol. 6, No. 2, 67-78.
- 32)Wang, G 2010 The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance, Journal of Service Science and Management. Vol. 3, No. 4, 408-418.

المراجع المستخدمة باللغة العربية:

- 1) السريتي، الحسين رمضان، 2022، العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة في الشركات الأردنية المدرجة ببورصة عمان، مجلة الدراسات الاقتصادية. المجلد الخامس، العدد الرابع.
- 2) النجار، جميل، 2018، مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة القدس للبحوث الإدارية والاقتصادية. المجلد الثالث، العدد التاسع.