

العوامل المؤثرة في مستوى تكاليف الوكالة - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

د. عفراء زحلووط*

مجد خضور**

(تاريخ الإيداع 2023 /4/24 - تاريخ النشر 2023 /6/12)

□ ملخص □

هدف هذا البحث إلى دراسة العوامل التي قد تؤثر في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية. ولتحقيق هذا الهدف تمّ قياس تكاليف الوكالة باستخدام مقياس نسبة المصاريف التشغيلية. وتوصل إلى نتيجة مفادها أنّ الشركات المساهمة السورية تعاني من ارتفاع في تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى أن تكاليف الوكالة تتأثر بكل من سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية والرافعة المالية وحجم الشركة، حيث يزداد مستوى تكاليف الوكالة بزيادة كل من نسبة توزيعات الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة. في حين ينخفض مستوى تكاليف الوكالة بزيادة كل من تركّز الملكية والرافعة المالية وحجم الشركة.

الكلمات المفتاحية: تكاليف الوكالة - سياسة توزيع الأرباح - استقلالية مجلس الإدارة - تركّز الملكية - معدل الرافعة المالية - حجم الشركة - هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية.

* أستاذ مساعد في قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد - جامعة تشرين.

** طالب ماجستير في قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد - جامعة طرطوس.

Factors Affecting the Agency Costs - An Empirical Study in Syrian Companies

DR. Afraa Zahlout*
Majd Khadour**

(Received 24/4/2023.Accepted 12/6/2023)

□ABSTRACT □

This research aimed to study the factors that may affect on agency costs for Syrian companies. To achieve this goal, the agency costs was measured using the operating expenses ratio scale.

The study concluded that the Syrian companies struggle with rising agency costs. In addition, the agency costs are affected by each of the dividend policy, the board independence, the ownership concentration, the financial leverage and firm size. Agency costs level increases with the increase dividend payout ratio and board independence. While agency costs level decreases with the increase of ownership concentration, financial leverage and firm size.

Keywords: Agency Costs - Dividend Policy - Board Independence - Ownership Concentration - Financial Leverage - Firm Size - Syrian Commission of Financial Markets and Securities.

*Assistant Professor in the Accounting Department at the Faculty of Economics – Tishreen University.

**Master's Student in Accounting Department at the Faculty of Economics - Tartous University.

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 (Panda and Leepsa, 2017).

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. يعين المساهمون في هذه الحالة وكلاء (مديرون) يتولون إدارة الشركة بالنيابة عنهم، كما يقوموا بتفويض بعض سلطات اتخاذ القرار لهم، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى فصل الملكية عن الإدارة داخل الشركة، ويؤدي إلى ظهور مشاكل وتكاليف الوكالة (Nelwan & Lolong, 2015).

ومن أجل تجنب أي تبذير في الإنفاق يقوم المساهمون بمراقبة أنشطة المديرين من خلال تطبيق عدة آليات لحوكمة الشركات، لذلك لا بدّ من تأثير تكاليف الوكالة بخصائص الشركة المختلفة، مثل هيكل مجلس الإدارة وهيكل الملكية وحجم الشركة والرافعة المالية وبالعديد من الخواص الأخرى، لذلك جاء هذا البحث لاختبار مدى تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية ومعدل الرافعة المالية وحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة بالتطبيق على الشركات المساهمة المسجلة في الهيئة السورية للأوراق والأسواق المالية.

الدراسات السابقة

دراسة Mcknight and Weir (2009) بعنوان:

Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis

تكاليف الوكالة وآليات حوكمة الشركات وهيكل الملكية في الشركات البريطانية المدرجة في البورصة: تحليل بيانات

بائل

بحثت الدراسة في تأثير مجموعة من آليات حوكمة الشركات في تكاليف الوكالة، بالتطبيق على عينة مؤلفة من 128 شركة بريطانية غير مالية مدرجة في بورصة لندن.

أظهرت النتائج أن استقلالية مجلس الإدارة يزيد من تكاليف الوكالة، وتوصلت إلى أن زيادة ملكية أعضاء مجلس الإدارة يساعد في تخفيض تكاليف الوكالة، وأن للرافعة المالية دوراً مهماً في تخفيض تكاليف الوكالة. كما أوضحت أن التطبيق الفعال لآليات الحوكمة قد يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة نتيجة لزيادة دقة معلوماتها المحاسبية.

دراسة Nelwan & Lolong (2015) بعنوان:

Analysis of Factors Affecting Agency Cost of Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange

تحليل العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة للشركات الصناعية المدرجة في البورصة الإندونيسية
هدفت الدراسة إلى اختبار أثر هيكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة ومعدل الرافعة المالية في تكاليف الوكالة، واعتمدت لهذا الغرض تصميماً سببياً يحدد علاقة السبب والنتيجة بين متغيرات الدراسة. أظهرت النتائج الإحصائية أن لتركز الملكية ومعدل الرافعة المالية تأثير جوهري سلبي في تكاليف الوكالة، كما بينت أن للملكية المؤسسية تأثير جوهري إيجابي في تكاليف الوكالة، في حين لم تجد الدراسة أي دليل على أن سياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة تأثير جوهري في تكاليف الوكالة.
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.

بيّنت 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 تقليل 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 تقلل من تكاليف الوكالة، إلا أنها ستزيد من المخاطر المالية، مما قد يؤثر سلباً في قدرة الشركة على التطور المستدام.

دراسة السريتي (2022) بعنوان:

العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة للشركات الأردنية المدرجة ببورصة عمان

تناولت الدراسة أثر مجموعة من العوامل متمثلةً بسياسة توزيع الأرباح وعمر الشركة وحجم الشركة والرافعة المالية ومكافأة أعضاء مجلس الإدارة ونمو المبيعات في تكاليف الوكالة للشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير جوهري سلبي لكل من سياسة توزيع الأرباح ونمو المبيعات ومكافأة أعضاء مجلس الإدارة في تكاليف الوكالة مقاسةً بمعدل دوران الأصول، في حين لم يكن للعوامل الأخرى أي تأثير في تكاليف الوكالة.

تختلف نتائج الدراسات السابقة حول العوامل المؤثرة في مستوى تكاليف الوكالة للشركة، وذلك يعود لاختلاف طبيعة البيانات الاقتصادية التي طبقت فيها الدراسات وطبيعة الأنظمة المالية الموجودة فيها، بالإضافة إلى تباين المقاييس المستخدمة لقياس مستوى تكاليف الوكالة، إلا أنها بالمجمل أثبتت وجود علاقة وتأثير لكل من سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية ومعدل الرافعة المالية وحجم الشركة سواء كانت علاقة إيجابية أو سلبية. حيث يتشابه هذا البحث مع الدراسات السابقة في دراسته لأثر هذه العوامل في مستوى تكاليف الوكالة واختلف عنها من ناحية بيئة التطبيق، حيث تم تطبيقه على الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

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، حيث تتأثر هذه التكاليف بالعديد من العوامل الخاصة بالشركة. لذلك من المهم تحديد هذه العوامل ودراستها بهدف تحديد وضع الشركة بالشكل الأمثل الذي يعبر عن وضعها الحقيقي. وتعدّ سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية ومعدل الرافعة المالية وحجم الشركة من أهم العوامل التي تمّ ذكرها في الدراسات السابقة. بالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث وفق التساؤلات الآتية:

- ١- هل يوجد تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية؟
- ٢- هل يوجد تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية؟
- ٣- هل يوجد تأثير معنوي لتركز الملكية في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية؟
- ٤- هل يوجد تأثير معنوي لمعدل الرافعة المالية في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية؟
- ٥- هل يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية؟

أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- ✓ اختبار وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- ✓ اختبار وجود أثر لاستقلالية مجلس الإدارة في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- ✓ اختبار وجود أثر لتركز الملكية في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- ✓ اختبار وجود أثر لمعدل الرافعة المالية في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- ✓ اختبار وجود أثر لحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

أهمية البحث

الأهمية العلمية: تتبع أهمية البحث العلمية من حيث أن تكاليف الوكالة ما زالت موضوعاً مثاراً للجدل في الدراسات السابقة، حيث تنشأ نتيجة لتعارض المصالح بين المديرين والمساهمين، كما أن مستوى تكاليف الوكالة وتأثيره في القرارات

المالية قد يختلف من شركة إلى أخرى، نظراً لاختلاف كيفية إبرام عقود الوكالة، بالإضافة إلى اختلاف تفضيلات المديرين للمنافع غير المالية، فضلاً عن اختلاف آليات الحوكمة المتبعة وفعاليتها في الحد من هذه التكاليف. فمن المرجح أن يتبنى المديرون في الشركات -التي تتمتع بمستوى حوكمة ضعيف- استراتيجيات ويتخذون قرارات تخدم مصالحهم الخاصة، كما يمكنهم التلاعب بمقاييس الأداء وإرسال صورة غير واقعية عن الوضع الحالي والمستقبلي للشركة إلى المساهمين والأطراف الأخرى ذات الصلة بالشركة. لذلك من المهم دراسة نظرية الوكالة ودراسة العوامل التي قد تؤثر في مستوى تكاليف الوكالة للشركات.

الأهمية العملية: تتمثل أهمية البحث العملية من خلال تقديم أدلة حول تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية ومعدل الرافعة المالية وحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة المُقاسة في 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، كما يقدم نتائج عملية تهم القائمين على هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ومساهمي الشركات وتساعدهم في تقييم علاقة الوكالة وتكاليف الوكالة.

منهجية البحث

يعدّ هذا البحث من البحوث الكمية التفسيرية، وقد تمّ استخدام المنهج الاستنباطي لاختبار تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية ومعدل الرافعة المالية وحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة، كما تمّ اختبار فرضيات البحث من خلال جمع بيانات ثانوية 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:

- 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 توزيع العينة، فقد بلغ إجمالي عدد الشركات المدروسة التي أمكن الحصول على تقاريرها المالية والتي تتوافر لديها البيانات سبع شركات من أصل إحدى وخمسون شركة، أي بنسبة 14% من إجمالي الشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وتمتد فترة الدراسة من عام 2013 حتى عام 2021، لذلك يكون إجمالي عدد المشاهدات هو 63 مشاهدة. ولا بدّ من الإشارة إلى أن نتائج هذا البحث غير قابلة للتعميم نظراً لأن الباحث قد اعتمد على أسلوب الحصر الشامل ولم يتم القيام بسحب عينة عشوائية، بل تمثلت عينة البحث بالشركات التي توافرت لديها البيانات.

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

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

الجدول 2: ترميز الشركات المدروسة

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

المصدر: إعداد الباحث

فرضيات البحث

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

H₂: يوجد تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

H₃: يوجد تأثير معنوي لتركز الملكية في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

H₄: يوجد تأثير معنوي لمعدل الرافعة المالية في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

H₅: يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة للشركات 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. الذي يُحسب 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 Li et al. (2021).

قياس المتغيرات المستقلة

سياسة توزيع الأرباح: تم في هذا البحث الاعتماد على مقياس نسبة توزيعات الأرباح لقياس سياسة توزيع الأرباح كونها توضح سياسة الشركة اتجاه مساهميهها، 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 وتعيد استثمارها لزيادة نموها وتعظيم ثروتها في المستقبل. وتم 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).

استقلالية مجلس الإدارة: تم قياس هذا المتغير بالنسبة المئوية لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى إجمالي عدد الأعضاء. استخدم كل من Hamdan (2018) و Kyere and Ausloos (2021) و Attia et al. (2022) هذا المقياس لقياس استقلالية مجلس الإدارة، ويمكن توضيحه بالمعادلة الآتية:

استقلالية مجلس الإدارة = أعضاء مجلس الإدارة المستقلين / إجمالي عدد الأعضاء * 100

تركز الملكية: تم قياس هذا المتغير بنسبة الأسهم المملوكة لمستثمر أو مجموعة من المستثمرين بنسبة 5% وما فوق. استخدمت العديد من الدراسات هذا المقياس عند قياسها لمستوى تركيز الملكية في الشركة مثل دراسة Khan et al. (2020)، ودراسة Turshan and Karim (2022).

حجم الشركة: يوجد تأثير لحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة، وهذا ما أكدته مختلف الدراسات السابقة، كدراسة Mcknight and Weir (2009) و Nguyen et al. (2020) ومن أجل قياس حجم الشركة في هذا البحث تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة المالية.

الرافعة المالية: يتأثر مستوى تكاليف الوكالة بالديون والالتزامات التي تتحملها الشركة، وهذا ما أكدته دراسة كل من Mcknight and Weir (2009) و Hamdan (2018) و Li et al. (2021)، ومن أجل قياس معدل الرافعة المالية للشركات المدروسة تم استخدام نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في نهاية السنة المالية.

الدراسة النظرية

مفهوم نظرية الوكالة Agency Theory

تهتم نظرية الوكالة بتنظيم العلاقة بين الموكل والوكيل. وتعد إحدى نظريات الشركة التي تنظر إليها على أنها كيان قانوني Legal Entity يعمل من خلال سلسلة من العقود المبرمة بين عدة أطراف ذات مصالح متعارضة كالمساهمين والمديرين والدائنين (Jensen and Meckling, 1976).

كما تشير إلى كل عقد على أنه علاقة وكالة بين طرفين أحدهما يدعى الموكل والآخر الوكيل. يسعى كل طرف إلى تحقيق مصالحه الشخصية، لذلك يؤدي تضارب المصالح بينهما إلى وجود مشاكل في الوكالة والتي يترتب عليها تحمل تكاليف الوكالة (Jensen and Smith, 1985).

وقد جادل Eisenhardt (1989) بأن نظرية الوكالة تركز على إبرام العقود المثلى Optimal Contracts التي تضبط العلاقة بين الموكل والوكيل، وتسعى إلى حل مشاكل الوكالة بكفاءة، بالتالي تخفيض تكاليف الوكالة المرتبطة بها إلى أدنى مستوياتها.

وعرّف Jensen and Meckling (1976, PP.308) علاقة الوكالة بأنها "عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر (الموكل) Principle بتعيين شخص آخر (الوكيل) Agent لأداء بعض الأعمال والخدمات بالنيابة عنه وبما يخدم مصلحته، وفيه يقوم الموكل بتفويض الوكيل بسلطة اتخاذ بعض القرارات".

بناءً على تعريف علاقة الوكالة سوف يتصرف الوكيل (المدير) بالنيابة عن الموكل (حملة الأسهم). وهذا الفصل للملكية سيؤدي إلى تحمّل المساهمين لبعض التكاليف من أجل ضبط ومراقبة سلوك المديرين تدعى بتكاليف الوكالة. تتعدم هذه التكاليف في الشركات المُدارة من قبل المالك، أي عندما يمتلك المدير 100% من حقوق ملكية الشركة (Ang et al., 2000).

تكاليف الوكالة Agency Costs

تُشير تكاليف الوكالة إلى التكاليف التي يتحملها أطراف العلاقة التعاقدية، والتي تنشأ نتيجة اعتقاد الموكل بأن الوكيل يعمل على تحقيق مصالحه الشخصية دون مراعاة لمصالح الموكل (Nguyen et al., 2020).

وقد 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.

■ تتمثل **تكاليف المراقبة** في تكاليف الإجراءات التي يقوم بها الموكل للمراقبة على تصرفات الوكيل ومتابعة وتقييم أدائه (Chinelo and Iyiegbuniwe, 2018).

■ 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 (Nguyen et al., 2020).

■ 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 (Kyere and Ausloos, 2021).

العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة Factors Affecting the Agency Costs

هناك العديد من العوامل التي قد تؤثر في مستوى تكاليف الوكالة للشركة. وبالاعتماد على عدد من الدراسات يمكن تناول أهم هذه العوامل:

سياسة توزيع الأرباح: 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 اتجاه الاستخدام غير الفعال لأموال الشركة، ويخفض من تكاليف الوكالة.

حيث أن دفع المزيد من توزيعات الأرباح سيققل 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 يفضله المساهمون لأنه يسمح بمراقبة إضافية لسلوك المديرين من قبل مقدمي التمويل الخارجي، بالتالي تخفيض تكاليف الوكالة التي سيتحملوها (Rozeff, 1982).

استقلالية مجلس الإدارة: يؤدي مجلس الإدارة دوراً مهماً في إقرار الاستراتيجيات والسياسات العامة للشركة التي تسيطر على سير العملية التشغيلية فيها، ويتحمل مسؤولية اتخاذ القرارات المختلفة كقرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح (Nguyen et al., 2020).

كما يتولى مسؤولية تعيين المديرين التنفيذيين وإقالتهم، فضلاً عن دوره في مراقبتهم وتقييم أدائهم، بالإضافة إلى تقديم الاستشارة لهم عند الحاجة، وتصحيح الانحرافات في حال وجودها. لذلك تعد استقلالية مجلس الإدارة من أهم الآليات الداخلية لحوكمة الشركات، إذ بات يُنظر إلى المديرين غير التنفيذيين في مجلس الإدارة كآلية رئيسة من آليات الرقابة الداخلية، ومؤشر من مؤشرات جودة تطبيق حوكمة الشركات (Allam, 2018).

تركز الملكية: يشير تركّز الملكية إلى أن ملكية الشركة تتركز لدى مستثمر أو مجموعة من المستثمرين، من خلال امتلاكهم نسبة كبيرة من أسهم الشركة، وقد يكون هؤلاء المستثمرين أفراداً أو عائلات أو مؤسسات مالية أو شركات أو غير ذلك (Qun et al., 2019).

وتناولت أدبيات نظرية الوكالة فرضية المراقبة وفرضية المصادرة كوجهتا نظر فيما يتعلق بكيفية تأثير أصحاب الملكية المركّزة في مشاكل الوكالة وتكاليف الوكالة الناتجة عنها.

وفقاً لفرضية المراقبة **Monitoring Hypothesis** فإن كبار المساهمين لديهم الحافز والمقدرة لممارسة الرقابة والإشراف على سلوك المديرين بفعالية أكثر مقارنةً بصغار المساهمين الذين لديهم حافز ضئيل أو معدوم للقيام بذلك. وستؤدي الملكية المركّزة وفقاً لذلك إلى تخفيض تكاليف الوكالة نتيجة توافق مصالح المساهمين مع مصالح المديرين، الأمر الذي سيؤدي إلى تحسين أداء الشركة وزيادة قيمتها السوقية (Khan et al., 2020).

أما بالنسبة لفرضية المصادرة **Expropriation Hypothesis** فإن الملكية المركّزة قد تؤدي إلى تعارض في المصالح بين كبار وصغار المساهمين، إذ عادةً ما يطلب كبار المساهمين عائداً مرتفعاً على استثماراتهم، كما يقومون باتباع الإجراءات التي تحقق لهم منافع خاصة على حساب صغار المساهمين، كأن يقوموا بتحويل أصول وأرباح الشركة إلى شركات أخرى يسيطرون عليها وتصميم الهيكل الإداري الذي يمكنهم من تحقيق أهدافهم. وهذا قد يؤدي إلى حدوث مشاكل في الوكالة بين كبار وصغار المساهمين ويزيد من تكاليف الوكالة، وبالنتيجة سيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة الشركة (Allam, 2018).

الرافعة المالية: أكدت نظرية الوكالة على إمكانية الرافعة المالية من تخفيض مشاكل الوكالة وتكاليفها. فقد أشار Jensen (1986) إلى أن الرافعة المالية تقلل من التدفق النقدي الحر المتاح للاستخدام من قبل المديرين، وذلك من خلال إجبارهم على استخدام هذه النقدية الفائضة لسداد أصل الدين ودفعات الفائدة، الأمر الذي يحد من سلوكهم الانتهازي للاستثمار في المشاريع غير المربحة ذات صافي القيمة الحالية السالبة.

وفي هذا السياق، ذكر Mcknight and Weir (2009) بأنه يمكن ضبط سلوك المديرين ومنعهم من مصادرة ثروة المساهمين من خلال الرقابة المباشرة من قبل المشاركين في سوق رأس المال والشروط المدرجة في عقد الدين، إذ يحفز إخضاعهم للتدقيق المستمر من قبل المراقبين الخارجيين إلى أداء المهام الموكلة إليهم وتجنب الاستهلاك المفرط للامتيازات.

حجم الشركة: اختلفت آراء الباحثين الاقتصاديين حول كيفية تأثير حجم الشركة في تكاليف الوكالة. فمنهم من اعتقد أن الشركات كبيرة الحجم لديها القليل من تكاليف الوكالة، نظراً لكونها تخضع للرقابة من قبل الأطراف الخارجية كأسواق رأس المال والمستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم (Singh and Davidson, 2003).

ومن جانب آخر اعتقد باحثون آخرون أن كبر حجم الشركة وتعدد أنشطتها، قد يعيق إمكانية الرقابة عليها ويزيد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يجعلها تواجه مشاكل في الوكالة وبالتالي تكاليف وكالة أكبر مقارنةً بالشركات الصغيرة التي يمكن مراقبتها ومتابعة سير عملياتها التشغيلية بسهولة (Doukas et al., 2000).

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 لاختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera أقل من مستوى معنوية لمتغيرات (DPR-LEV-OC)، 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. ويلاحظ أن قيمة الالتواء Skewness بلغت 7.35 وهي تدل على أن تكرار توزيع الأرباح في الشركات المدروسة أكبر من عدم توزيعها، يدل 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. كما يتضح من الجدول أن أكبر قيمة لتركز الملكية بلغت 0.97 وأدناها 0.

أن القيمة الاحتمالية لإحصائية التوزيع الطبيعي لمتغيرات (AC-INDEP-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 تدل على تحمل شركات العينة لتكاليف وكالة تتركز قيمتها حول المتوسط، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري 0.27 مما يدل على وجود تباين بنسبة تكاليف الوكالة بين شركات العينة المدروسة. كما يلاحظ أن المتوسط الحسابي لمتغير استقلالية مجلس الإدارة يتركز حول 0.78 بانحراف معياري قدره 0.4. ويتبين كذلك أن متوسط حجم الشركات بلغ 22.48 وانحراف معياري 3 عن المتوسط الحسابي.

الجدول 3: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	AC	DPR	INDEP	LEV	OC	SIZE
Mean	0.639670	0.805257	0.783311	0.409739	0.461905	22.48016
Median	0.699288	0.317684	0.800000	0.318723	0.400000	22.39000
Maximum	1.122828	20.83333	1.000000	0.983374	0.970000	27.50000
Minimum	0.060894	0.000000	0.400000	0.033049	0.000000	15.35000
Std. Dev.	0.279143	2.609841	0.167321	0.311464	0.377012	3.009848
Skewness	-0.528364	7.344672	0.062350	0.574639	0.038607	-0.517071
Kurtosis	2.351525	56.84966	1.781640	1.979684	1.410855	2.358522
Jarque-Bera	4.035130	8178.352	3.937369	6.199954	6.644781	3.887475
Probability	0.132979	0.000000	0.139640	0.045050	0.036067	0.143168
Observations	63	63	63	63	63	63

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يؤثر عدم توزع متغيرات البحث توزيعاً طبيعياً على أدوات الاستدلال الإحصائي ومؤشرات الاختبار، لكن من المهم في حالة بيانات بائل 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 (Baltagi, 2001). ومن أجل دراسة سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية فقد تم إعداد الجدول (4) متضمن نسبة توزيعات أرباح كل شركة، 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 2021، 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 يُلاحظ أن بعض الشركات كشركة MTN وشركة TIP قامت بتوزيع جميع أرباحها المحققة وهذا قد يعود إلى عدم وجود فرص استثمارية مربحة للاستثمار بها خلال تلك الأعوام.

الجدول 4: نسب توزيعات الأرباح للشركات المدروسة

الشركة	AHL	AST	TIP	AZN	SHR	SYR	MTN
العام							
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

المصدر: إعداد الباحث

ومن أجل مقارنة تكاليف الوكالة للقطاعات المسجلة في هيئة الأوراق والمالية في سورية، فقد تم إعداد الجدول (5) حيث تضمن بيانات متغير تكاليف الوكالة واستقلالية مجلس الإدارة وحجم الشركة على اعتبار أنها تخضع للتوزيع الطبيعي، ولم يتضمن بقية المتغيرات لأنها لم تتوزع وفقاً للتوزيع الطبيعي وبالتالي الاعتماد عليها سيكون مضللاً. 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.

بلغ متوسط استقلالية مجلس الإدارة عند شركات العينة نسبة 78% وهي نسبة عالية نوعاً ما، ومن الجدول (5) يمكن ملاحظة أن شركات العينة تتمتع بنسب متقاربة لاستقلالية مجلس الإدارة باستثناء شركات الاتصالات حيث بلغ متوسط استقلالية مجالس إدارتها 58.8% وهي أدنى قيمة.

كما بلغ متوسط حجم شركات العينة 22.48، ويتضح من الجدول (5) أن شركات العينة ذات حجم متقارب باستثناء شركات الاتصالات فهي الأكبر حجماً حيث بلغ متوسط حجمها 25.77 وهي أعلى قيمة.

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

القطاع	عدد الشركات	متوسط نسبة المصاريف التشغيلية	متوسط استقلالية مجلس الإدارة	متوسط حجم الشركة
قطاع الاتصالات	2	0.506	0.588	25.77
قطاع الخدمات	2	0.854	0.885	22.19
قطاع الزراعة	1	0.140	0.8	21.79
قطاع الصناعة	2	0.806	0.879	19.81

المصدر: إعداد الباحث

شروط تطبيق نماذج انحدار بيانات بانل

لا بدّ من توفر عدة شروط في نموذج الانحدار المقدر قبل اختبار فرضيات 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: اختبار وجود ارتباط فردي لمتغيرات البحث

Variable	Test	Statistic	Prob.
AC	Pesaro CD	-1.877917	0.0604
DPR	Pesaro CD	0.243227	0.8078
INDEP	Pesaro CD	0.443225	0.6468
OC	Pesaro CD	0.787696	0.2241
SIZE	Pesaro CD	12.42402	0.0000
LEV	Pesaro CD	-0.967251	0.3334

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

2- يعدّ اختبار الاستقرارية 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 بقوى 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 (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: اختبار استقرارية متغيرات البحث

Variable	Test	Statistic	Prob.
AC	Dickey-Fuller (ADF)	2.91965	0.0057
DPR	Dickey-Fuller (ADF)	24.8537	0.0360
INDEP	Dickey-Fuller (ADF)	20.4433	0.0023
OC	Dickey-Fuller (ADF)	20.4433	0.0023
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 10، مما يدل على أن النموذج لا يعاني من مشكلة تعدد العلاقات الخطية أو مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة المدروسة.

جدول 8: نتائج اختبار معامل تضخم التباين

Variance Inflation Factors
Date: 04/01/23 Time: 08:49
Sample: 2013 2021
Included observations: 63

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
DPR	1.73E-06	2.683288	1.046266
INDEP	0.000251	2.063915	1.017632
LEV	0.000600	1.137065	1.717243
OC	0.005863	2.850634	3.437781
SIZE	9.82E-06	1.726654	2.355849

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يتضح من خلال ما سبق تحقق جميع شروط تطبيق نموذج الانحدار المتعدد. وقبل تقدير نموذج الانحدار لا بد 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 (Baltagi, 2001).

تقدير نموذج البحث

يعتمد التقدير وفق نماذج انحدار بيانات بانل المستقرة على المفاضلة بين ثلاثة أنواع من النماذج (التجميعي، الآثار الثابتة، الآثار العشوائية)، ونظراً لأن أحد المتغيرات المدخلة في التقدير مرتبط مقطعياً لذلك تم استخدام طريقة أوزان Cross Section SUR ضمن طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، ولمعرفة مدى وجود آثار عشوائية في النموذج المقدر تم 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 العدم 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)
Date: 03/26/23 Time: 02:28
Sample: 2013 2021
Periods included: 9
Cross-sections included: 7
Total panel (balanced) observations: 63
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR	0.003619	0.001314	2.754337	0.0081
INDEP	0.213286	0.015836	13.46839	0.0000
LEV	-0.108647	0.024503	-4.434053	0.0000
OC	-0.584585	0.076568	-7.634828	0.0000
SIZE	-0.020075	0.003133	-6.407747	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	0.985367
Mean dependent var	52.57723	Adjusted R-squared	0.982211
S.D. dependent var	91.57355	S.E. of regression	1.073605
Sum squared resid	58.78401	F-statistic	312.2111
Durbin-Watson stat	2.033943	Prob(F-statistic)	0.000000
Unweighted Statistics			
R-squared	0.855432	Mean dependent var	0.639670
Sum squared resid	0.698421	Durbin-Watson stat	1.217203

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يمكن ملاحظة معنوية نموذج الآثار الثابتة من الجدول (11)، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لإحصائية النموذج $Prob. (F\text{-statistic}) = 0.000$ وهي أقل من مستوى معنوية 5%، هذا يدل على معنوية نموذج الانحدار، بمعنى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير معنوي على المتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد $R\text{-squared} (98.5)\%$ ، وهذا يشير إلى أن 98.5% 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 $Adjusted R\text{-squared}$ تساوي 98.2%.

اختبار الفرضيات

اعتماداً على نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة يمكن اختبار فرضيات البحث على الشكل الآتي:

اختبار الفرضية الأولى: يتضح من الجدول (11) 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، وعليه تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح على مستوى تكاليف الوكالة للشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، حيث تزداد تكاليف الوكالة مع زيادة توزيعات الأرباح. تعارض هذه النتيجة الأسس التي تقوم عليها نظرية الوكالة، ويمكن تفسيرها من خلال الوضع الاقتصادي المحيط بالشركات وحالات التضخم الكبير.

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.

اختبار الفرضية الثانية: بلغت قيمة معامل متغير استقلالية مجلس الإدارة (0.21) بخطأ معياري قدره 0.01، وبمستوى معنوية عالي 0.000 وهي أقل من 0.05، وعليه تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على مستوى تكاليف الوكالة، حيث أن مستوى تكاليف الوكالة يزداد مع زيادة استقلالية مجلس الإدارة. وقد يعود ذلك إلى خبرة المديرين التنفيذيين وفهمهم لطبيعة الأعمال اليومية التي تجري داخل الشركة، وبالنظر إلى الشركات المدروسة فإن مجالس إدارتها تتضمن أعضاء مستقلين بنسبة 78% في المتوسط، بالتالي سيكون من الصعب على هذه المجالس اتخاذ القرارات المختلفة بجودة عالية نظراً لعدم توفر المعرفة والخبرة الكافية لدى أعضائها.

تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (2000) Ang et al. ودراسة (2009) Mcknight and Weir. في حين تتعارض مع نتيجة دراسة (2020) Khan et al. ودراسة (2021) Kyere and Ausloos فقد وجدوا أن استقلالية مجلس الإدارة هي إحدى آليات الحوكمة التي يتم استخدامها من قبل الشركات من أجل تخفيض مشاكل الوكالة وتكاليفها، وبالنتيجة تحسين أداء الشركة.

اختبار الفرضية الثالثة: استناداً إلى نتائج الجدول (11) فقد بلغت قيمة معامل متغير تركّز الملكية (-0.58) بخطأ معياري قدره 0.07، وبمستوى معنوية عالي 0.000 وهي أقل من مستوى معنوية 0.05، وعليه تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد تأثير معنوي لتركّز الملكية على المتغير التابع، حيث ينخفض مستوى تكاليف الوكالة كلما ازداد معدل تركّز الملكية. ويفسر ذلك في أن الملكية العالية لكبار المساهمين وتحملهم للمخاطر تحفزهم على أداء دوراً فعالاً في حوكمة الشركات من خلال مراقبة اتخاذ مختلف القرارات، وهذا ما يساعد في تخفيف عدم تماثل المعلومات بين أطراف علاقة الوكالة وبالنتيجة تقليل تضارب المصالح فيما بينهم. تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (2020) Khan et al. وتتعارض مع نتيجة دراسة (2022) Turshan and Karim.

اختبار الفرضية الرابعة: يتبين من الجدول المذكور أن مستوى تكاليف الوكالة ينخفض كلما ازداد معدل الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معامل الرافعة المالية (-0.1) بخطأ معياري قدره 0.02، وبمستوى معنوية عالي حيث بلغت قيمة Prob. (0.000) وهي قيمة أقل من مستوى معنوية 1%، وعليه تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد تأثير معنوي لمعدل الرافعة المالية على المتغير التابع. ويفسر ذلك في أن 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 يحد من قدرة المديرين على اتخاذ قراراتهم بحرية. تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة كل من (2019) Shaifali and Mittal ودراسة (2021) Li et al.

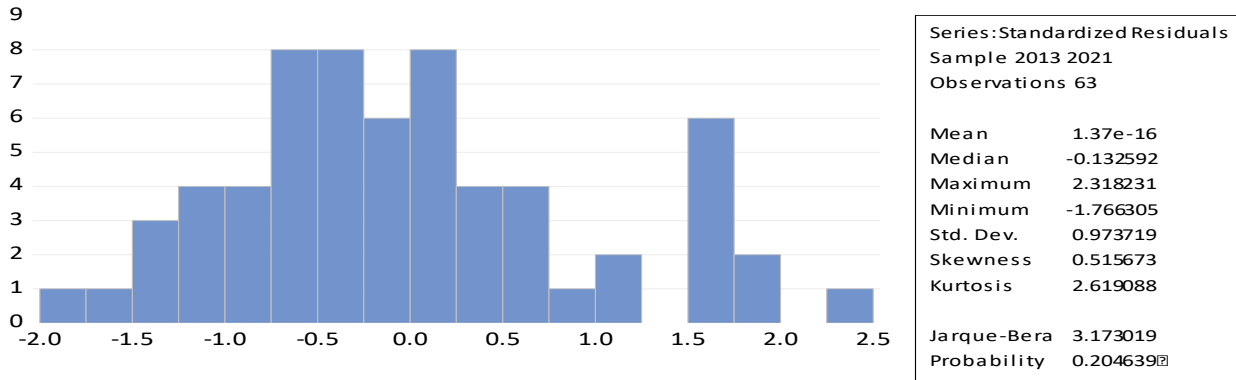
اختبار الفرضية الخامسة: بلغت قيمة معامل متغير حجم الشركة (-0.02) بخطأ معياري قدره 0.003، وبمستوى معنوية عالي حيث بلغت قيمة Prob. (0.000) وهي قيمة أقل من 0.01، وعليه تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة على مستوى تكاليف الوكالة، حيث ينخفض مستوى تكاليف الوكالة كلما ازداد حجم الشركة. 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 (2016) Garanina and Kaikova ودراسة (2018) Hamdan ودراسة (2020) Nguyen et al.

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: RESIDMODEL1			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)			
Sample: 2013 2021			
Periods included: 9			
Cross-sections included: 7			
Total panel observations: 63			
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- تعدد استقرار البواقي من الافتراضات المهمة التي تدل على جودة نموذج الانحدار، حيث تشير استقرارية البواقي إلى أن تباين النموذج ثابت. تم استخدام اختبار ديكي فولر ADF للتحقق من استقرارية البواقي على اعتبار أنه لا يوجد ارتباط فردي بين قيم البواقي وهو الشرط الذي تم التحقق منه في الجدول (13).

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

جدول 14: اختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: RESIDMODEL1
Date: 03/25/23 Time: 10:56
Sample: 2013 2021
Exogenous variables: None
User-specified lags: 1
Total (balanced) observations: 49
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

وتم صياغة معادلة الانحدار المقبولة إحصائياً على الشكل الآتي:

$$AC_{it} = 1.2355 + 0.0036 DPR_{it} + 0.213 INDEP_{it} - 0.584 OC_{it} - 0.108 LEV_{it} - 0.020 SIZE_{it}$$

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.
- تزداد تكاليف الوكالة بقيمة 0.213 وحدة كلما ازدادت استقلالية مجلس الإدارة.
- تتخفض تكاليف الوكالة بمقدار 0.584 وحدة كلما ازداد مستوى تركّز الملكية.
- تتخفض تكاليف الوكالة بمقدار 0.108 مع زيادة نسبة الرفع المالي.
- تتخفض تكاليف الوكالة بمقدار 0.020 مع زيادة حجم الشركة.

الاستنتاجات والتوصيات

قدم هذا البحث دليلاً على تأثير مستوى تكاليف الوكالة بعدة عوامل متعلقة بخصائص الشركة المختلفة، وتوصل 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: يوجد تأثير معنوي طردي لسياسة توزيع الأرباح مقاسة بنسبة التوزيعات في مستوى تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- ثالثاً: عند تقدير نموذج انحدار الآثار الثابتة تبين وجود تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة في مستوى تكاليف الوكالة، حيث تزداد تكاليف الوكالة للشركة كلما ازدادت استقلالية مجلس الإدارة.
- رابعاً: يوجد تأثير معنوي لتركّز الملكية في مستوى تكاليف الوكالة للشركة، حيث تقل تكاليف الوكالة كلما ازدادت نسبة تركّز الملكية.
- خامساً: عند تقدير نموذج الانحدار تبين وجود تأثير معنوي لمعدل الرافعة المالية في مستوى تكاليف الوكالة حيث يقل مستوى تكاليف الوكالة مع ازدياد معدل الرافعة المالية.
- سادساً: يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة في مستوى تكاليف الوكالة، حيث يقل مستوى تكاليف الوكالة كلما ازداد حجم الشركة.

بناءً على ما تقدم يوصي هذا البحث بما يلي:

- ❖ ضرورة قيام الجهات المهنية وإدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بإعداد دليل لحوكمة الشركات يلزم إدارة الشركات بزيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية مما يساهم في تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات وتخفيض مستوى تكاليف الوكالة.
- ❖ إجراء مزيد من الدراسات بهدف دراسة المزيد من العوامل التي قد تؤثر في مستوى تكاليف الوكالة في الشركات المسجلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مثل دور لجان التدقيق وجودة التدقيق.
- ❖ تطبيق الدراسات في أسواق مالية مختلفة وبيئات أخرى، وباستخدام مقاييس متنوعة لقياس مستوى تكاليف الوكالة، يساعد ذلك على تأكيد اتجاه العلاقة بين تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة وتركز الملكية ومعدل الرفع المالي وحجم الشركة فيما إذا كانت علاقة طردية أو عكسية.

المراجع

باللغة العربية:

- السريتي، الحسين رمضان. (٢٠٢٢). *العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة في الشركات الأردنية المدرجة ببورصة عمان*. مجلة الدراسات الاقتصادية. المجلد الخامس، العدد الرابع.
- 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. 3 (9).

المراجع المستخدمة باللغة الإنكليزية:

- Ang, James S.; Cole, Rebel A.; and Lin, James. (2000). *Agency Costs and Ownership Structure*. The Journal of Finance. Vol. 55, No. 1, PP. 81-106.
- Allam, Bahaaeldin. (2018). *The Impact of Board Characteristics and Ownership Identity on Agency Costs and Firm Performance: UK Evidence*. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. Vol. 18, No. 6.
- Attia, Eman; Ismail, Tariq and Mehafdi, Messaoud. (2022). *Impact of Board of Directors Attributes on Real-Based Earnings Management: Futher Evidence from Egypt*. Future Business Journal. Vol. 8, No. 56.
- Baltagi, Badi H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Second Edition. England: John Wiley and Sons, Ltd.
- Chinelo, Eboiyehi and Iyiegbuniwe, Willi. (2018). *Ownership Structure, Corporate Governance and Agency Cost of Manufacturing Companies in Nigeria*. Research Journal of Finance and Accounting. Vol.9, No.16, PP. 16-26.
- Doukas, John A.; Kim, Chansog; and Pantzalis, Christos. (2000). *Security Analysis, Agency Costs, and Company Characteristics*. Financial Analysts Journal. Vol. 56, No. 6, PP. 54-63.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989). *Agency Theory: An Assessment and Review*. The Academy of Management Review. Vol. 14, No. 1, PP. 57-74.
- Garanina, Tatiana and Kaikova, Elina. (2016). *Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis*. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. 16 (2).

- Hamdan, Allam. (2018). *Dividend Policy, Agency Costs and Board Independence*. International Journal of Critical Accounting. Vol.10, No.1, PP. 42-58.
- Hussain, Ammar; Akbar, Minhas. (2022). *Dividend Policy and Earnings Management: Do Agency Problem and Financing constraints Matter*. Borsa Istanbul Rivew. Vol. 22, No. 5.
- Jensen, Michael C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review. Vol. 76, No. 2, PP. 323-329.
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics. 3(4).
- Jensen, Michael C. and Smith, Clifford W. (1985). *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*. Article in SSRN Electronic Journal.
- Khan, Haroon; Khidmat, Waqas; Al Hares, Osama; and Saleem, Kashif. (2020). *Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy*. Journal of Risk and Financial Management. 13(7).
- Kyere, Martin and Ausloos, Marcel. (2021). *Corporate Governance and Firms Financial Performance in the United Kingdom*. International Journal of Finance and Economic. 26 (2).
- Li, Songsong; Gao, Daquan; and Hui, Xiaofeng. (2021). *Corporate Governance, Agency Costs, and Corporate Sustainable Development: A Mediating Effect Analysis*. Discrete Dynamics in Nature and Society. Vol. 2021.
- McKnight, Phillip J. and Weir, Charlie. (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, PP. 139-158.
- Nguyen, Anh; Doan, Duong; and Nguyen, Linh. (2020). *Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam*. Journal of Risk and Financial Management. 13(103).
- Nelwan, Melinda and Lolong, Inar. (2015). *Analysis of Factors Affecting Agency Cost of Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange*. J. of Bus. & Eco. 14 (1).
- Panda, Brahmadev and Leepsa, N. M. (2017). *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives*. Indian Journal of Corporate Governance. Vol. 10, No.1.
- Qun, Wang; Abdullah, Muhammad; Sarfraz, Muddassar; and Chaudhary, Madiha. (2019). *Ownership Concentration Impact on Firm Financial Performance*. Scientific Journal of Logistics. 15 (1), 107-118.
- Rozeff, Michael S. (1982). *Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*. The Journal of Financial Research. Vol. 5, No. 3, PP. 249-259.
- Shaifali and Mittal, Raj. (2019). *Agency Problems and Corporate Governance Mechanisms in Indian Companies*. International Journal of Innovative Technology and Exploring Engineering. 8(8).
- Singh, Manohar and Davidson, Wallace N. (2003). *Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms*. Journal of Banking & Finance. Vol. 27, No. 5, PP. 793-816.
- Turshan, Mohammed and Karim, Naser.(2022). *Ownership Structure and Agency Costs: Evidence of Emerging Economy*. Corporate Governance and Organizational Behavior Review. 6(4).
- Tran, Quang; Le, Quynh; Nguyen, Huu and Nguyen, Thanh. (2020). *Dividend Policy and Share Price Volatility: empirical evidence from Vietnam*. Accounting. 6(2), PP. 67-78.