

## حوكمة الشركات وتكلفه الوكالة وسياسة توزيع الأرباح

(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

د. مندر عبد الكريم مرهج\*\*

فارس حلمي قلاب\*

(الإيداع: 24 تشرين الثاني 2021، القبول: 16 آذار 2022)

الملخص:

هدف هذا البحث إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية وتكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في هذه الشركات خلال الفترة (2010-2019). ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث باستخدام المنهج الفرضي الاستنباطي (Hypothetico\_deductive method) لصياغة فرضيات البحث، كما تم تحليل البيانات المالية المنشورة لجميع الشركات محل الدراسة، والبالغ عددها (24) شركة. وقد أظهرت نتائج البحث وجود تأثير عكسي لحوكمة الشركات في سياسة توزيع الأسهم المجانية، ووجدت تأثير طردي لحوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية، كما توصلت إلى أن حوكمة الشركات لا تؤثر في تكلفة الوكالة، ووجدت أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأرباح الموزعة النقدية وتكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، سياسة توزيع الأرباح النقدية، سياسة توزيع الأسهم المجانية، حوكمة الشركات، تكلفة الوكالة، سوق دمشق للأوراق المالية.

\*طالب دراسات عليا – (دكتوراه) قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.

\*\*أستاذ مساعد – قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.

## Corporate governance, Agency costing, and Dividend policy

(An applied study on companies listed on the Damascus Securities Exchange)

Faries Helme Kallab\*

Dr. Monzer Merheg\*\*

(Received:24 November 2021,Accepted:16 March 2022)

### Abstract:

This research aims to shed light on the impact of the corporate governance on the cash dividends, stock dividends and the agency cost, and determining the impact of the cash dividends, stock dividends on the agency cost in companies listed on the Damascus Securities Exchange during the period (2010–2019). To achieve this objective, the researcher used a Hypothetico–deductive method to formulate the hypotheses; and analyzed the financial statements of all companies listed in Damascus Securities Exchanges. The results of the study showed (1– an inverse effect of corporate governance on stock dividends 2–found a positive effect of corporate governance on cash dividends 3– concluded that corporate governance does not affect the agency cost 4– found that there is an inverse relationship between cash dividends and agency cost in companies listed in the Damascus Stock Exchange.

**Keywords:** Dividend policy, Cash dividends, Stock dividend, Corporate governance, Agency cost, Damascus Securities Exchange.

---

\*\*Associate Professor, Department of Business Administration, Faculty of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria .

\*Postgraduate student (PhD), Department of Business Administration, Faculty of Economics ,Tishreen University, Lattakia, Syria.

**1. مقدمة Introduction:**

تستخدم سياسة توزيع الأرباح كألية للحد من صراعات الوكالة الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، فهي تستخدم كألية لتخفيض التدفق النقدي الحر الذي قد تستخدمه الإدارة لمصالحها الخاصة، ووفقاً لنظرية الوكالة فإن حوكمة الشركات تساهم في تخفيض مشكلة الوكالة عن طريق تحديد الحقوق والمسؤوليات للمديرين والمساهمين وجميع الأطراف المرتبطة بعمل الشركة، لذلك تلعب حوكمة الشركات دوراً مهماً في تخفيض تعارض المصالح بين المديرين والمساهمين عن طريق تحديد آلية اتخاذ المديرين لقراراتهم ومن ضمنها قرارات سياسة توزيع الأرباح.

**2. مشكلة البحث Research Problem:**

بعد قيام الباحث بالمراجعة الأدبية للدراسات التي تناولت تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح وجد قصوراً في المتغيرات التي تستخدمها هذه الدراسات في قياس حوكمة الشركات، فمعظم هذه الدراسات اعتمدت على حجم مجلس الإدارة، ونسبة الملكية الاعتبارية، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وتجاهلت العديد من النسب المهمة كنسبة تركيز الملكية، وملكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وفقاً لجنسيتهم كما أن الدراسة الحالية درست تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية، وفي تكلفة الوكالة، كما درست تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة، وانطلاقاً من هذا القصور تتجلى مشكلة البحث بالتساؤلات الرئيسة الآتية:

1. هل تؤثر حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
2. هل تؤثر حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
3. هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

**3. أهمية البحث Research Importance:**

**الأهمية النظرية:** ترتبط أهمية البحث بأهمية موضوع توزيع الأرباح وتأثيره المتوقع في القيمة السوقية لأسهم الشركة التي يعتبر تعظيمها الهدف الرئيس لإدارة وملاك الشركة، وتكمن أهمية البحث في كونه سيحيط بموضوع توزيعات الأرباح، وبالتالي إغناء الأدبيات العلمية المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح، كما تعد حوكمة الشركات وتكلفة الوكالة من الموضوعات المهمة نظراً لتأثيرها على قرار المدير المالي في تحديد شكل وحجم ووقت توزيعات الأرباح.

**الأهمية العملية:** تكمن الأهمية العلمية للبحث بأنه من المتوقع أن تساعد النتائج التي تم التوصل إليها المديرين الماليين في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح التي تؤدي إلى رفع كفاءة الأداء المالي للشركة، وبالتالي تعظيم قيمة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

**4. أهداف البحث Research Objectives:**

1. تحديد تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. تحديد تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

5. **فرضيات البحث Research Hypotheses:** قام البحث على الفرضيات الآتية:
- لدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح غير النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، افترض الباحث الفرضيات التالية:
  - 1. لا يوجد تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 2. لا يوجد تأثير لمكليات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 3. لا يوجد تأثير لنسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 4. لا يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - لدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، افترض الباحث الفرضيات التالية:
  - 5. لا يوجد تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 6. لا يوجد تأثير لمكليات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 7. لا يوجد تأثير لتركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 8. لا يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - لدراسة تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، افترض الباحث الفرضيات التالية:
  - 9. لا يوجد تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 10. لا يوجد تأثير لمكليات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 11. لا يوجد تأثير لنسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - 12. لا يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، افترض الباحث الفرضيات التالية:
  - 13. لا يوجد تأثير لنسبة الأسهم المجانية الموزعة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

14. لا يوجد تأثير لنسبة الأرباح الموزعة النقدية في كلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

#### 6. منهجية البحث **Research Methodology**:

لتحقيق هدف البحث قام الباحث باستخدام المنهج الفرضي الاستنباطي (Hypothetico\_deductive method) لصياغة الفرضيات السابقة، كما تم جمع البيانات اللازمة للدراسة من واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واستخدم الباحث برنامج STATA لتحليل بيانات هذا البحث.

#### 7. مجتمع البحث **Research community**:

يتمثل مجتمع البحث بجميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في سورية (24 شركة) ويشمل جميع القطاعات المالية والصناعية والخدمية والزراعية كما هو موضح في الجدول رقم (1).

#### 8. حدود البحث **Research limits**:

الحدود الزمانية: حددت الفترة الزمنية للبحث من تاريخ 2010 إلى تاريخ 2019.  
الحدود المكانية: جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (باستثناء شركة سيرينل لإدراجها بتاريخ 2018/12/24)، وشركة MTN سوريا لإدراجها بتاريخ (2019/2/9)، وشركة اسمنت البادية لإدراجها بتاريخ (2019/9/29) لعدم توفر البيانات المرتبطة بالمتغير المستقل حوكمة الشركات.

#### 9. متغيرات البحث **Research variables**:

##### ✓ سياسة توزيع الأرباح

$$\frac{\text{الأرباح النقدية الموزعة}}{\text{صافي الدخل}} = \text{DPR} = \text{الأرباح الموزعة النقدية}$$

$$\frac{\text{إجمالي قيمة الأسهم المجانية الموزعة}}{\text{صافي الدخل + الأرباح المحتجزة}} = \text{SDR} = \text{نسبة الأسهم المجانية الموزعة}$$

تم استخدام نسبي (الأرباح الموزعة النقدية DPR، ونسبة الأسهم المجانية الموزعة SDR) التي تقيس سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع في الفرضيات من (1 حتى 8) التي درست تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

تم استخدام نسبي (الأرباح الموزعة النقدية DPR، ونسبة الأسهم المجانية الموزعة SDR) التي تقيس سياسة توزيع الأرباح كمتغير مستقل في الفرضيات (13، 14) التي درست تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

##### ✓ حوكمة الشركات تم قياسها باستخدام النسب التالية:

1. نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين = نسبة ملكية المساهمين (الطبيعيين، الاعتباريين) / عدد أسهم الشركة المطروحة للتداول.

2. حجم مجلس الإدارة = اللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة.

3. نسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة = نسبة الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة / عدد أسهم الشركة المطروحة للتداول.

4. نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وفقاً لجنسيتهم = عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وفقاً لجنسيتهم / إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.

تم استخدام النسب (نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين، حجم مجلس الإدارة، نسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة، نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وفقاً لجنسيتهم) التي تقيس حوكمة الشركات كمتغير مستقل في الفرضيات من (1 حتى 12) التي درست تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والفرضيات التي درست تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

✓ **تكلفة الوكالة = الربح قبل الفائدة والضريبة / إجمالي الأصول**

تم استخدام نسبة (الربح قبل الفائدة والضريبة / إجمالي الأصول) التي تقيس تكلفة الوكالة كمتغير تابع في الفرضيات من (9 حتى 14) التي درست تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والفرضيات التي درست تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

**المتغيرات الضابطة:**

1. حجم الشركة: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.
2. نسبة المديونية: إجمالي الخصوم / إجمالي الأصول.
3. نسبة العائد على حقوق الملكية: صافي الدخل / حقوق الملكية.
4. نسبة الأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة / إجمالي حقوق الملكية

10. الدراسات السابقة **Literature Review** :

أولاً: الدراسات العربية

• دراسة بعنوان: (النجار، 2018)

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

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكلفة الوكالة، وشملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة 2006-2016، واستخدمت الانحدار البسيط والمتعدد على أساس التباين الزمني، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات تدفع توزيعات أرباح نقدية للتخفيف من تكاليف الوكالة.

• دراسة بعنوان: (براق ووهابي، 2019)

إسهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح-دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية-

هدفت لنتيان أثر حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح، اعتمدت على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي فتم الاعتماد على منهج دراسة الحالة على عينة من شركات المساهمة الجزائرية وذلك من خلال إعداد استبيان وتوزيعه على مسؤولي ومنتخذي القرار داخل الشركات عينة الدراسة، واسترجاع إجابات العينة المدروسة وتحليلها إحصائياً باستخدام برنامج الحزم الإحصائية (SPSS) وجدت الدراسة أن الشركات التي تحقق شروط الحوكمة أي حوكمة جيدة فإن توزيعها للأرباح يكون أكثر، وتساهم حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة الوكالة وإزالة التعارض بين المساهمين والمسيرين.

ثانياً: الدراسات الأجنبية:

• دراسة بعنوان (Hamdan,2018)

**Dividend policy, agency costs and board independence**

سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة واستقلالية مجلس الإدارة هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من الدور الوسيط لاستقلال مجلس الإدارة في العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة، واستخدمت الدراسة نموذج التأثير العشوائي لـ 237 شركة من أربع دول من مجلس التعاون الخليجي (البحرين وعمان والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة)، وجمعت الدراسة البيانات الثانوية للشركات محل الدراسة خلال الفترة الزمنية (2003-2015). وجدت الدراسة أن توزيعات الأرباح مرتبطة بشكل إيجابي باستخدام الأصول، وتلجأ الشركات الخليجية إلى سياسة توزيع الأرباح من أجل تقليل التدفق النقدي الحر مما يؤدي في النهاية إلى تقليل تكاليف الوكالة، وتوصلت إلى أن إدراج استقلالية مجلس الإدارة كمتغير وسيط قد أثر بشكل إيجابي على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخفض تكاليف الوكالة.

• دراسة بعنوان (Nazar, 2021)

### The Influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms: Evidence from Sri Lanka.

تأثير حوكمة الشركات على قرارات توزيع الأرباح للشركات المدرجة: دليل من سريلانكا. هدفت هذه الدراسة إلى دراسة دور حوكمة الشركات في قرار توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سريلانكا خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2009 إلى 2016، وشملت عينة الدراسة 198 شركة غير مالية مدرجة في بورصة كولومبو للأوراق المالية في سريلانكا، وأظهرت نتائج الدراسة أن الملكية الإدارية تؤثر إيجابياً على نسبة توزيعات الأرباح، وتوصلت لوجود تأثير إيجابي كبير لحجم مجلس الإدارة على نسبة توزيعات الأرباح، ووجدت تأثير سلبي كبير لاستقلالية مجلس الإدارة على نسبة توزيع الأرباح.

• دراسة بعنوان: (Bhatt & Jain, 2021)

### Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Commercial Banking Sector in Nepal

حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح: دليل من قطاع البنوك التجارية في نيبال هدفت الدراسة إلى دراسة تأثير توزيعات الأرباح في نظام حوكمة الشركات في نيبال، وتكونت عينة الدراسة من تسعة عشر بنكاً تجارياً، وجمعت البيانات من 2009 إلى 2020، واستخدمت نموذج الانحدار لدراسة العلاقة بين المتغيرات. توصلت الدراسة إلى أن لحجم أعضاء لجنة التدقيق تأثيراً إيجابياً وبشكل كبير على توزيعات الأرباح، وإن حوكمة الشركات ليست عاملاً مهماً ومؤثراً على قرارات توزيع الأرباح في قطاعات البنوك التجارية مما يدل على أن ممارسات الحوكمة وسياسة توزيع الأرباح لا تساعد في التخفيف من نزاعات الوكالات. كما خلصت الدراسة إلى أن توزيعات الأرباح المصرفية ليست نتيجة لآلية الحوكمة الرشيدة أو السيئة، وتؤثر الربحية والرافعة المالية وحجم البنك بشكل إيجابي على قرار توزيع الأرباح. أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة: تتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في كونها استخدمت حجم مجلس الإدارة، ونسبة الملكية الاعتبارية، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين لقياس حوكمة الشركات واستخدمت نسبة الأرباح الموزعة النقدية لقياس المتغير التابع سياسة توزيع الأرباح، وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في كونها استخدمت نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين، نسبة ملكية المستثمرين الاعتباريين، حجم مجلس الإدارة، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين لقياس المتغير المستقل حوكمة الشركات، واستخدمت (نسبة الأرباح النقدية الموزعة، ونسبة الأسهم المجانية الموزعة) لقياس المتغير التابع سياسة توزيع الأرباح، كما ان الدراسة الحالية درست العلاقة بين حوكمة الشركات وتكلفة الوكالة وسياسة توزيع الأرباح.

## 11. الإطار النظري Theoretical Background :

### 1.11 مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

قبل تعريف مفهوم سياسة توزيع الأرباح عرف (Anuar *et al.*,2020, p389) توزيعات الأرباح بأنها عبارة عن تدفق نقدي خارج من الشركة إلى مستثمريها (المساهمين) بناءً على الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة محددة. تشير سياسة توزيع الأرباح إلى القرار الذي يحدد حجم الأرباح التي ستوزع على مساهمي الشركة مما يخفض أو يجرم الشركة من مصادر التمويل الداخلية، وإذا اختارت الشركة احتجاز أرباحها فهذا سيوفر مصدر تمويل داخلي للشركة (Muda *et al.*,2021, p293).

## 2.11. محددات سياسة توزيع الأرباح:

### 1. المديرون المستقلون

يؤدي مجلس الإدارة دوراً مهماً في التحكم في تكلفة الوكالة. إن تضمين مدير مستقل في مجلس الإدارة يعزز فعالية مجلس الإدارة للتحكم في المديرين ومراقبتهم (Abbas *et al.*,2018, p66)، وهذا يعني أن المديرين المستقلين / غير التنفيذيين العاملين في مجلس الإدارة يساعدون في مراقبة سلوك مجلس الإدارة والتحكم فيه ويساعدون أيضاً في تقييم الإدارة بموضوعية أكبر، ويميل الأعضاء "الخارجيون" في مجلس الإدارة إلى حماية مصالح المساهمين من خلال دفع توزيعات أرباح أعلى (Odeleye,2018, p9). إن مجلس إدارة الشركة مهم في التدقيق والحفاظ على انضباط الإدارة لا سيما إذا كان المجلس يتكون من أعضاء مجلس إدارة أكثر استقلالية أو غير تنفيذيين يتم اختيارهم بناءً على خبرتهم واستقلاليتهم، وتساعد استقلالية مجلس الإدارة في تقليل المشكلات المتعلقة بالوكالة في الشركة وتحسين أداء المديرين وبالتالي القدرة على دفع توزيعات أرباح أكبر، ومن المفترض أن يكون لدى المديرين المستقلين حافز وقوة أفضل للتحكم في السلوك الانتهازي للمديرين ومراقبته مما يساهم في تحسين صورة الشركة وسمعتها في السوق (Bhatt & Jain,2021, p4324).

### 2. الملكية المؤسسية

إن الشركة التي تكون أسهمها مملوكة من قبل شركة أو مجموعة من الشركات الأخرى تميل نحو دفع توزيعات أرباح أكبر من أجل تحسين السيطرة على الإدارة، وتيسير الحصول على التمويل الخارجي. وتفرض الملكية المؤسسية حوكمة أفضل للشركة، وبالتالي من المتوقع أن تزيد توزيعات الأرباح لأنها تعزز آلية الرقابة على الشركة، وتقلل من استغلال مساهمي الأقلية. (Kanojia & Bhatia,2021, p13).

### 3. حجم مجلس الإدارة

وفقاً لنظرية الاعتماد على الموارد يوفر حجم المجلس موارد مختلفة لهم ويمكنه من اتخاذ قرارات مفيدة في الوقت المناسب. وبالمثل ووفقاً لنظرية الوكالة من المرجح أن يقلل مجلس الإدارة الأكبر من تضارب المصالح بين الإدارة وأصحاب المصلحة من خلال مراقبة أفضل وتقليل عدم تناسق المعلومات، وتحسين العلاقة بين الإدارة وحملة الأسهم، وفي المقابل ترى بعض الآراء أن الشركات الصغيرة عادة ما تنتج عوائد أفضل مقارنة بالشركات الأكبر، ومن المرجح أن تحدد مجالس الإدارة صغيرة الحجم الأداء الضعيف للمدير التنفيذي وتتصرف بناءً عليه، ويقضي مجلس الإدارة الصغير وقتاً أقل في المناقشات ومن المرجح أن يتخذ قرارات في الوقت المناسب. (Ahmed *et al.*,2020, p204).

### 4. الملكية الإدارية

تشير الملكية الإدارية إلى النسبة المئوية الإجمالية لحقوق الملكية التي يمتلكها المساهمون الداخليون الذين يشاركون في إدارة الشركة، وعادة ما ترتبط الملكية الإدارية بتوزيعات أرباح منخفضة. (Bista *et al.*,2019, p384).

### 5. السيولة

هي قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، فالشركات التي لديها سيولة جيدة ستعتبر ذات أداء جيد من قبل المستثمرين، وسيؤدي ذلك إلى جذب المستثمرين للاستثمار في الشركة. نسبة السيولة هي النسبة التي تصف قدرة الشركة



على الوفاء بالتزامات (الديون) قصيرة الأجل، وتقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المستحقة سواء كانت هذه الالتزامات تجاه الأطراف خارج الشركة أو داخل الشركة. (Muda et al., 2021، p294)

### 3.11. مفهوم حوكمة الشركات:

تعرف بأنها الإجراءات والعمليات التي بموجبها يتم توجيه الشركة والتحكم فيها، ويحدد هيكل حوكمة الشركة توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف المرتبطة في الشركة -مثل مجلس الإدارة، والمديرين، والمساهمين، وأصحاب المصلحة الآخرين- ويضع القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ القرار. (Bashir et al., 2018، p11)

### 4.11. أهمية حوكمة الشركات:

تتمثل أهمية الحوكمة في الأدوار التي تؤديها والمتمثلة في الآتي: (سفيان والأزهر، 2020، ص200)

1. محاربة الفساد الداخلي في الشركات، وعدم السماح بوجوده، ولا باستمراره.
2. تحقيق وضمان النزاهة والاستقامة لكافة العاملين بالشركة.
3. تحقيق السلامة والصحة وعدم وجود أي أخطاء متعمدة.
4. محاربة الانحرافات خاصة تلك التي تشكل تهديداً لمصالح مختلف الأطراف.
5. تحقيق الاستفادة القصوى والفعالية من الرقابة الداخلية.
6. تحقيق أعلى قدر من الفاعلية من المراجعين الخارجيين الذين هم على أكبر درجة من الاستقلالية.
7. يساعد نظام الحوكمة على حماية مصالح كل الأطراف.

### 5.11. تكلفة الوكالة:

أدت الثورة الصناعية إلى زيادة حجم الشركات، وبالتالي زيادة عدد ملاكها، وهذا أدى إلى ضرورة انفصال الإدارة عن الملكية، وبالتالي توكيل الإدارة بإدارة أمور الشركة، وهذا قاد إلى ظهور نظرية الوكالة بهدف حل مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال تطرقها إلى الشركة على أساس أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة فيها. (النجار، 2018، ص45)

إن الشركات التي تعمل في بلدان توفر الحماية للأقلية من حملة الأسهم تلجأ إلى القيام بتوزيعات أرباح كبيرة من أجل تخفيض نزاعات الوكالة، ولكن في تلك البلدان ذات القوانين الحامية للمساهمين فإن الشركات ذات النمو السريع تقوم بتوزيعات أرباح أقل من الشركات الأخرى، حيث يرغب المستثمرون في الإبقاء على استثماراتهم في الشركة طالما أنهم محميون بمنظومة القوانين، وطالما أن هناك فرص استثمارية جيدة، وعلى النقيض من ذلك فإن الشركات التي تعمل في بيئات اقتصادية لا تقدم الحماية الكافية للمساهمين فإنها تلجأ إلى توزيعات أرباح أكبر بغض النظر عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وذلك بهدف تخفيض نزاعات الوكالة. (حمدان، 2016، ص507)

### 12. النتائج والمناقشة:

1. قام الباحث بتطبيق اختبار Hausman لاختبار نموذج الدراسة المناسب بين النموذجين fixed effects أو random effects، إذا كانت نتيجة الاختبار  $(Prob > \chi^2) > 0.05$  يتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects، وإذا كانت نتيجة الاختبار  $(Prob > \chi^2) < 0.05$  يتم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية random effects.
2. ولمعرفة ما إذا كانت هناك حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects يتم استخدام اختبار Wald إنه اختبار مشترك لمعرفة ما إذا كانت القيمة الوهمية لجميع السنوات تساوي 0، إذا كانت كذلك فلا حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects، وإذا كانت نتيجة الاختبار  $(Prob > F) > 0.05$  أي أن قيمة معاملات جميع السنوات تساوي معاً الصفر، وبالتالي توجد حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects.

3. ولمعرفة ما إذا كانت هناك حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects استخدم الباحث اختبار Breusch-Pagan Lagrange multiplier (LM) الذي يساعد على الاختيار بين انحدار التأثيرات العشوائية وانحدار OLS. الفرضية الصفرية في اختبار LM هي أن الفروق بين الشركات تساوي صفراً أي لا يوجد فرق معنوي بين الشركات (أي لا حاجة لاستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects). إذا كانت نتيجة الاختبار  $(Prob > \chi^2) > 0.05$  نرفض الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود فروق معنوية بين الشركات أي هناك حاجة لاستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects، أما إذا كانت نتيجة الاختبار  $(Prob > \chi^2) < 0.05$  نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود فروق معنوية بين الشركات أي لا حاجة لاستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects، لذلك استخدم الباحث نموذج المربعات الصغرى العادية (OLS) لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

#### ❖ تحديد النماذج لاختبار الفرضيات:

1. قام الباحث بتطبيق اختبار Hausman، واختبار Wald لجميع نماذج الدراسة، وأظهرت نتائج هذه الاختبارات أن قيم النماذج ( Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5, Model 7, Model 8, Model 9 )

أصغر من (0.05) لذلك تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة **fixed effects**.

2. قام الباحث بتطبيق اختبار Hausman، واختبار LM للنموذج (Model 6)، وأظهرت نتائج هذه الاختبارات أن قيم هذا النموذج أكبر من (0.05) لذلك لن يتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة Fixed effects، ونموذج التأثيرات العشوائية Random effects، وسيتم استخدام نموذج المربعات الصغرى العادية (OLS).

3. قام الباحث بتطبيق اختبار Hausman لجميع نماذج الدراسة، وأظهرت نتائج هذه الاختبارات أن قيم النماذج ( Model 10, Model 11, Model 12, Model 13, Model 14 ) أكبر من (0.05)، واختبار LM وأظهرت نتائج هذا الاختبار أن قيم هذا النموذج أصغر من (0.05) لذلك تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية **Random effects**.

• لدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح غير النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، اختبر الباحث الفرضيات الصفرية التالية:

1. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 1 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي  $(Prob > F = 0.0000)$  وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P > |t|$  للمتغير نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM هي (0.034) وهي أصغر من (0.05) أي نرفض الفرضية الصفرية (1) ونقبل الفرضية البديلة التي تقوم على وجود تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

إن قيمة اختبار  $(P > |t|)$  لعدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM هي  $(0.034) > 0.05$ ، أي أن لعدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM تأثير معنوي في نسبة الأسهم المجانية الموزعة SDR. إن قيمة اختبار (t) لعدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM هي (-2.13) أي أن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM ونسبة الأسهم المجانية الموزعة SDR.

2. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لمكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 2 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0001) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P>|t|$  للمتغيران نسبة ملكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين هي (0.667، 0.527) وهي أكبر من (0.05) أي يتم قبول الفرضية الصفرية (2) التي تقوم على عدم وجود تأثير لملكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

3. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 3 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0001) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P>|t|$  للمتغير نسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة OCBOD هي (0.857) وهي أكبر من (0.05) أي يتم قبول الفرضية الصفرية (3) التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

4. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 4 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0001) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P>|t|$  للمتغير حجم مجلس الإدارة BSIZE هي (0.789) وهي أكبر من (0.05) أي يتم قبول الفرضية الصفرية (4) التي تقوم على عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة في نسبة الأسهم المجانية الموزعة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

كما أن قيمة اختبار  $(|P>|t|)$  لحجم الشركة FSIZE، ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE في النماذج (Model 1, Model 2, Model 3, Model 4) أصغر من 0.05، أي أن لهذه النسب لها تأثير معنوي في نسبة الأسهم المجانية الموزعة. وقيمة اختبار (t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE في هذه النماذج هي (-3.47، -3.38، -3.27) أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ونسبة الأسهم المجانية الموزعة.

وقيمة اختبار (t) لحجم الشركة FSIZE في هذه النماذج هي (4.18، 4.29، 4.24، 4.93) أي أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الأسهم المجانية الموزعة.

• لدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، اختبر الباحث الفرضيات الصفرية التالية:

5. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود علاقة تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 5 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.3596) وهي أكبر من (0.05) أي أن كل المعاملات لا تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P>|t|$  للمتغيران نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين السوريين IN\_S\_BM والعرب IN\_A\_BM هي

(0.94-0.47) وهي أكبر من (0.05) أي يتم قبول الفرضية الصفرية (5) التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. كما أن قيمة اختبار  $(|P>|t)$  لحجم الشركة FSIZE هي (0.038)  $> 0.05$  ، أي أن حجم الشركة FSIZE له تأثير معنوي في نسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR.

إن قيمة اختبار (t) لحجم الشركة هي (2.09) أي أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة النقدية. 6. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لملاكات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 6 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0007) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج معنوي ويوجد تأثير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ونستطيع التنبؤ بالمتغير التابع من خلال هذه المتغيرات المستقلة. أي نرفض الفرضية الصفرية (6) ونقبل الفرضية البديلة التي تقوم على وجود تأثير لملاكات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. كما أن قيمة R-squared هي (0.0945)، وقيمة Adj R-squared هي (0.0711) أي أن المتغيرات المستقلة تفسر (7.11%) من التباين الحاصل في المتغير التابع.

كما أن قيمة اختبار  $(|P>|t)$  لنسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين RI هي (0.021)  $> 0.05$  ، أي أن نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين RI لها تأثير معنوي في نسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR، وقيمة اختبار (t) هي (2.32) أي أن هناك علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين RI ونسبة توزيعات الأرباح النقدية.

7. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لتركز الملكية في يد مجلس الإدارة في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 7 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.2904) وهي أكبر من (0.05) أي أن كل المعاملات لا تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $|P>|t|$  للمتغير نسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة OCBOD هي (0.763) وهي أكبر من (0.05) أي يتم قبول الفرضية الصفرية (7) التي تقوم على عدم وجود تأثير لتركز الملكية في يد مجلس الإدارة في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

كما أن قيمة اختبار  $(|P>|t)$  لحجم الشركة FSIZE هي (0.039)  $> 0.05$  ، أي أن حجم الشركة FSIZE له تأثير معنوي في نسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR.

إن قيمة اختبار (t) لحجم الشركة هي (2.08) أي أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة النقدية. 8. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 8 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.2925) وهي أكبر من (0.05) أي أن كل المعاملات لا تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $|P>|t|$  للمتغير حجم مجلس الإدارة BSIZE هي (0.793) وهي أكبر من (0.05) أي يتم قبول الفرضية الصفرية (8) التي تقوم على عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة في نسبة الأرباح الموزعة النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

كما أن قيمة اختبار ( $|P>t|$ ) لحجم الشركة هي (0.049)  $> 0.05$  ، أي أن حجم الشركة له تأثير معنوي في نسبة الأرباح الموزعة النقدية.

إن قيمة اختبار (t) لحجم الشركة هي (1.98) أي أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة النقدية.

• لدراسة تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، اختبر الباحث الفرضيات الصفرية التالية:

9. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 9 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار F هي ( $Prob > F = 0.0000$ ) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار ( $P>t|$ ) للمتغيران نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين السوريين IN\_S\_BM، نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM هي (0.873، 0.401) وهي أكبر من (0.05) لذلك نقبل الفرضية الصفرية (9) التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

10. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لمكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 10 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار  $\chi^2$  هي ( $Prob > \chi^2 = 0.0000$ ) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار ( $P>|z|$ ) للمتغيران مكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين (0.186، 0.966) وهي أكبر من (0.05) لذلك نقبل الفرضية الصفرية (10) التي تقوم على عدم وجود تأثير لمكيات المستثمرين الطبيعيين والاعتباريين في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

11. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 11 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار  $\chi^2$  هي ( $Prob > \chi^2 = 0.0000$ ) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار ( $P>|z|$ ) للمتغير نسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة (0.561) وهي أكبر من (0.05) لذلك نقبل الفرضية الصفرية (11) التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

12. لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 12 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار  $\chi^2$  هي ( $Prob > \chi^2 = 0.0000$ ) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار ( $P>|z|$ ) للمتغير حجم مجلس الإدارة (0.053) وهي أكبر من (0.05) لذلك نقبل الفرضية الصفرية (12) التي تقوم على عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

إن قيمة اختبار ( $P > z$ ) لحجم الشركة FSIZE، ونسبة المديونية DR، ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة الأرباح المحتجزة RTE في النماذج (Model 9, Model 10, Model 11, Model 12) أصغر من 0.05 أي أن لهذه النسب تأثير معنوي في تكلفة الوكالة.

وقد اختبر ( $z$ ) لحجم الشركة FSIZE ونسبة المديونية DR في هذه النماذج هي أكبر من (-1.98) أي أن هناك علاقة عكسية بين هذه النسب وتكلفة الوكالة.

وقد اختبر ( $z$ ) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة الأرباح المحتجزة RTE في هذه النماذج هي أكبر من (1.98) أي أن هناك علاقة طردية بين هذه النسب وتكلفة الوكالة.

• لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، اختبر الباحث الفرضيات الصفرية التالية:

**13.** لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة الأسهم المجانية الموزعة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 13 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار  $\chi^2$  هي ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ ) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P > z$  للمتغير نسبة الأسهم المجانية الموزعة هي (0.964) وهي أكبر من (0.05) لذلك نقبل الفرضية الصفرية (13) التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة الأسهم المجانية الموزعة في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

إن قيمة اختبار  $P > z$  لحجم الشركة FSIZE، ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة الأرباح المحتجزة RTE هي (0.000، 0.011، 0.000، 0.000)  $> 0.05$ ، أي أن نسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR، وحجم الشركة FSIZE، ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة الأرباح المحتجزة RTE لها تأثير معنوي في تكلفة الوكالة.

إن قيمة اختبار ( $z$ ) لحجم الشركة هي (-2.49) أي أن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة FSIZE وتكلفة الوكالة. إن قيمة اختبار ( $z$ ) لنسبة المديونية DR هي (-4.98) أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة المديونية DR وتكلفة الوكالة. إن قيمة اختبار ( $z$ ) لنسبة العائد على حقوق الملكية هي (14.43) أي أن هناك علاقة طردية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وتكلفة الوكالة.

إن قيمة اختبار ( $z$ ) لنسبة الأرباح المحتجزة RTE هي (3.59) أي أن هناك علاقة طردية بين نسبة الأرباح المحتجزة RTE وتكلفة الوكالة. **14.** لاختبار الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود تأثير لنسبة الأرباح الموزعة النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن الجدول رقم (2) Model 14 يستخلص الباحث النتائج الآتية:

إن نتيجة اختبار  $\chi^2$  هي ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ ) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر، كما أن قيمة اختبار  $P > z$  للمتغير نسبة الأرباح الموزعة النقدية هي (0.000) وهي أصغر من (0.05) لذلك نرفض الفرضية الصفرية (14) ونقبل الفرضية البديلة التي تقوم على وجود تأثير لنسبة الأرباح الموزعة النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

إن قيمة اختبار  $P > z$  لنسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR، وحجم الشركة FSIZE، ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة الأرباح المحتجزة RTE هي (0.000، 0.011، 0.000، 0.000)  $> 0.05$ ، أي أن نسبة الأرباح الموزعة

النقدية DPR، وحجم الشركة FSIZE، ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة الأرباح المحتجزة RTE لها تأثير معنوي في تكلفة الوكالة.

إن قيمة اختبار (Z) لنسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR هي (-4.83) أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأرباح الموزعة النقدية وتكلفة الوكالة.

إن قيمة اختبار (Z) لحجم الشركة FSIZE هي (-2.54) أي أن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة وتكلفة الوكالة. إن قيمة اختبار (Z) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE هي (14.75) أي أن هناك علاقة طردية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وتكلفة الوكالة.

إن قيمة اختبار (Z) لنسبة الأرباح المحتجزة هي (3.58) أي أن هناك علاقة طردية بين نسبة الأرباح المحتجزة وتكلفة الوكالة.

### 13. الاستنتاجات والتوصيات:

• هدف البحث إلى دراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واستخدم الباحث أربعة نماذج لدراسة درجة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية، وأربعة نماذج لدراسة درجة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأسهم المجانية، واستخلص الباحث الاستنتاجات التالية:

1. أظهرت نتائج اختبار النموذج الأول لدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأسهم المجانية أن حوكمة الشركات تؤثر في سياسة توزيع الأسهم المجانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبيّنت نتائج اختبار النماذج (1-2-3-4) أن:

أ- هناك علاقة تأثير عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب IN\_A\_BM ونسبة الأسهم المجانية الموزعة SDR أي أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين العرب يرغبون في الحصول على توزيعات أرباح نقدية حالية بدلاً من حصولهم على أرباح رأسمالية في المستقبل، أو يرغبون في استثمار الأرباح التي تحصل عليها الشركات في استثمارات جديدة مما ينعكس على قيمة السهم وبالتالي تعظيم ثروتهم.

ب- هناك علاقة تأثير عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة الأسهم المجانية الموزعة، وهذا يعني أن استثمارات الشركات تحقق معدل عائد مرتفع، وتقوم هذه الشركات بإعادة استثمار هذه العوائد بدلاً من أن توزع أسهم مجانية على مساهميها.

ت- هناك علاقة تأثير طردية بين حجم الشركة FSIZE ونسبة الأسهم المجانية الموزعة، وهذا يعني أنه كلما زاد حجم الشركة زاد ميلها لزيادة رأسمالها عن طريق توزيع أسهم مجانية على مساهميها.

2. أظهرت نتائج اختبار النموذج الثامن لدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح النقدية أن حوكمة الشركات تؤثر في سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبيّنت نتائج اختبار النماذج (5-6-7-8) أن:

أ- أن حوكمة الشركات تؤثر في سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- هناك علاقة تأثير طردية بين نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين RI ونسبة توزيعات الأرباح النقدية أي أنه وفقاً لنظرية عصفور في اليد فإن المساهمين يفضلون الحصول على توزيعات نقدية حالياً بدلاً من الحصول على أرباح رأسمالية ناتجة عن بيع أسهمهم في وقت لاحق، ويرى الباحث بناءً على البيانات الثانوية المنشورة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أنه كلما زادت نسبة تشتت الأسهم المملوكة من قبل المساهمين كلما زادت رغبتهم بالحصول على توزيعات أرباح نقدية نظراً لحاجتهم لدخل منتظم، ونتيجة خوفهم من التضخم وفقدان العملة لقيمتها الحالية.

ت- هناك علاقة تأثير طردية بين حجم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR، وهذا يعني أنه كلما زاد حجم الشركة زادت أرباحها، وقدرتها على الحصول على تمويل خارجي منخفض التكلفة مما ينعكس على نسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR.

• كما هدفت إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واستخدم الباحث أربعة نماذج لدراسة درجة تأثير حوكمة الشركات في تكلفة الوكالة، وبيّنت نتائج اختبار النماذج (9-10-11) أن:

- أ- حوكمة الشركات لا تؤثر في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
  - ب- هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة FSIZE وتكلفة الوكالة، فكلما زاد حجم الشركة زادت فرصها الاستثمارية المتاحة مما يخفض حجم الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي تستطيع استغلالها لخدمة مصالحها الخاصة.
  - ت- هناك علاقة عكسية بين نسبة المديونية DR وتكلفة الوكالة فعندما تعتمد الشركة على مصادر التمويل الخارجي تزداد الرقابة على أداء الشركة من قبل أصحاب المصلحة وخصوصاً الدائنين، وهذا يدفع الإدارة إلى استخدام أموالها المتاحة بأفضل شكل ممكن.
  - ث- هناك علاقة طردية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وتكلفة الوكالة، فكلما زادت أرباح الشركة زادت الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي قد تستغلها لمصالحها الشخصية مما يزيد من مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين.
  - ج- هناك علاقة طردية بين نسبة الأرباح المحتجزة RTE وتكلفة الوكالة، فكلما زاد حجم الأرباح المحتجزة زادت الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي قد تستغلها لمصالحها الشخصية مما يزيد من مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين.
  - ح- هناك علاقة طردية بين نسبة الأرباح المحتجزة RTE وتكلفة الوكالة، فكلما زاد حجم الأرباح المحتجزة زادت الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي قد تستغلها لمصالحها الشخصية مما يزيد من مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين.
- كما هدفت إلى تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واستخدم الباحث نموذجين لدراسة درجة تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية في تكلفة الوكالة، وبيّنت نتائج اختبار النماذج (13-14) أن:

- أ- هناك علاقة عكسية بين نسبة الأرباح الموزعة النقدية وتكلفة الوكالة، ويعود سبب هذه العلاقة العكسية لرغبة المساهمين في تخفيض حجم الأموال المتاحة بيد الإدارة عن طريق دفعها لتوزيع الأرباح النقدية مما يخفض بدوره حجم الأموال التي قد تستغلها الإدارة لمصالحها الشخصية، وهنا يبرز دور التوزيعات النقدية كأداة للحوكمة يستخدمها المساهمون للرقابة على أعمال إدارة الشركة.
- ب- هناك علاقة طردية بين نسبة الأرباح المحتجزة RTE وتكلفة الوكالة، فكلما زاد حجم الأرباح المحتجزة زادت الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي قد تستغلها لمصالحها الشخصية مما يزيد من مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين.
- ت- هناك علاقة طردية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وتكلفة الوكالة، فكلما زادت أرباح الشركة زادت الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي قد تستغلها لمصالحها الشخصية مما يزيد من مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين.
- ث- هناك علاقة عكسية بين نسبة المديونية DR وتكلفة الوكالة فعندما تعتمد الشركة على مصادر التمويل الخارجي تزداد الرقابة على أداء الشركة من قبل أصحاب المصلحة وخصوصاً الدائنين، وهذا يدفع الإدارة إلى استخدام أموالها المتاحة بأفضل شكل ممكن.
- ج- هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة FSIZE وتكلفة الوكالة، فكلما زاد حجم الشركة زادت فرصها الاستثمارية المتاحة مما يخفض حجم الأموال المتاحة بيد الإدارة والتي تستطيع استغلالها لخدمة مصالحها الخاصة.



## 14. التوصيات:

يوصي الباحث بما يأتي:

- أ- يوصي الباحث بزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين نظراً لدورهم الهام في حوكمة الشركات وتخفيض تكاليف الوكالة.
- ب- نلاحظ غياب التأثير المعنوي للمساهمين الاعتباريين على الرغم من استحواذ العديد من الشركات العربية لبعض الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كالبنك العربي الأردني الذي يستحوذ على نسبة 51.29% من أسهم البنك العربي-سورية، و بنك الاسكان للتجارة والتمويل الأردني الذي يستحوذ على نسبة 49.6% من أسهم المصرف الدولي للتجارة والتمويل، لذلك يوصي الباحث المساهمين الاعتباريين الذين يستحوذون على نسبة كبيرة من أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية استخدام قدراتهم وخبراتهم في إدارة ورقابة أعمال هذه الشركات، كما يجب على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية الاستفادة من إمكانيات وقدرات هؤلاء المساهمين للمساعدة على تخطي العقوبات المفروضة على سورية والتي تشمل هذه الشركات، ومن الجدير بالذكر أن هذه العقوبات أدت لتخلي بعض الشركات العربية المستحوذة عن حصصها من أسهم الشركات السورية كبنك عودة اللبناني الذي كان يستحوذ على نسبة 44% من بنك عودة السوري في عام 2016، والبنك اللبناني الفرنسي ش.م.ل الذي كان يستحوذ على نسبة 49% من بنك الشرق في عام 2017، و فرنسبنك ش.م.ل الذي كان يستحوذ على نسبة 55.67% من بنك فرنسبنك السوري في عام 2019.
- ت- أظهرت النتائج وجود علاقة تأثير معنوية عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة الأسهم المجانية الموزعة SDR، لذلك يوصي الباحث إدارة الشركات الاهتمام بسياسة توزيع الأرباح، والموازنة بين متطلبات النمو ومصالح مساهميها، فمعظم هذه الشركات تحقق أرباح لكنها تقوم باحتجاز معظم هذه الأرباح وتعتمد عليها لتمويل عملياتها الاستثمارية، ولا تولي الاهتمام اللازم لسياسة توزيع الأرباح التي ترسل معلومات عن الوضع الحالي والمستقبلي للشركة مما يؤثر على قرار المستثمر وعلى ثروة المساهمين.
- ث- يوصي الباحث بتفعيل دور حوكمة الشركات في الشركات المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية للتأثير في تكلفة الوكالة وتخفيضها، ويتم ذلك عن طريق وضع دليل لحوكمة الشركات والذي يزيد من شفافية اعمال هذه الشركات، ويزيد من ثقة المتعاملين معها، ويخفض من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة.
- ج- استخدام سياسة توزيع الأرباح كآلية للحوكمة الداخلية بما يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة، فتوزيع الأرباح بشكل مستقر وثابت يرسل رسائل إيجابية لمستثمري الشركة عن الوضع الحالي والمستقبلي للشركة.
- ح- ربط المكافآت الإدارية الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة بالأداء المالي الفعلي للشركة فمن غير المنطقي أن يتقاضى أعضاء مجلس الإدارة نسبة كبيرة من أرباح الشركة عندما تحقق الشركة خسائر، أو عندما تحقق أرباحاً غير حقيقية ناتجة عن تغير سعر الصرف، ويرى الباحث أن وضع نظام مكافآت إدارية قائم على حصول أعضاء مجلس الإدارة على نسبة محددة من الأرباح عند تحقيق الشركة مستوى معين من الأرباح وتزداد هذه النسبة بازدياد الأرباح التي تحققها الشركة، فهذا يساهم في تحفيز الإدارة لتحقيق أداء مالي أفضل، ويخفض من تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، ويخفض تكاليف الوكالة.

**المراجع References:****المراجع العربية Arabic References:**

1. براق، محمد؛ وهابي، طارق (2019). إسهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية. *Revue des reformes Economique et intégration dans l'économie mondiale*, 13(2): 1-11.
2. حمدان، علاّم محمد موسى (2016). هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة؟. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*, 3(12): 505-518.
3. سفيان، زغوان؛ الأزهر، عزه (2020). حوكمة الشركات كإطار لتطور ونمو الشركات العائلية. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*, 1(13): 194-209.
4. عبد القادر، بريس؛ عيسى، بدروني (2016). سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات. *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية*, 2(1): 141-156.
5. النجار، جميل حسن محمد (2018). مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. *مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية*, 3(9): 42-56.

**المراجع الأجنبية English References:**

1. ABBAS, M., QURESHI, S., AHMED, M., & RIZWAN, M. (2018). Corporate Governance and dividend payout policy: Mediating role of leverage. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, 38(1): 62-86.
2. AHMED, S., ALI SHAH, S., & ALI BHATTI, A. (2020). Corporate governance, ownership structure and dividend smoothing: the mediating role of family ownership and board diversity in emerging markets. *European Research Studies Journal*, 23(3): 199-216.
3. AL-RAHAHLEH, A (2017). Corporate governance quality, board gender diversity and corporate dividend policy: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 2(11): 86-104.
4. ANUAR, E., ABD AZIZ, R., MOHAMAD, M & HASHIM, R. (2020). Gender Dichotomy of Board Members and Ownership Structure in Dividend Payout: A review. *Environment-Behaviour Proceedings Journal*, 5(13): 387-393.
5. BASHIR, U., FATIMA, U., SOHAIL, S., RASUL, F., & MEHBOOB, R. (2018). Internal Corporate Governance and Financial Performance Nexus; a Case of Banks of Pakistan. *Journal of Finance and Accounting*, 6(1): 11-17.
6. BHATT, S & JAIN, S (2021). Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Commercial Banking Sector in Nepal. *International Journal of Modern Agriculture*, 10(2): 4319-4337.
7. BISTA, N., BARTLAULA, N., SHRESTHA, O., GNAWALI, P., LAMICHHANE, P., & PARAJULI, P. (2019). Impact of corporate governance on dividend policy of Nepalese enterprises- *Business Governance and Society*. Thribhuvan University, Kathmandu, Nepal, pp: 377.

8. ELMAGRHI, M., NTIM, C., CROSSLEY, R., MALAGILA, J., FOSU, S., VU, T. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. International Journal of Accounting & Information Management, 4(25): 1–33.
9. HAMDAN, A.M. (2018). Dividend policy, agency costs and board independence. International Journal of Critical Accounting, 10(1): 42–58.
10. IMAMAH, N., LIN, T., HANDAYANI, SITI R., & HUNG, J. (2019). Islamic law, corporate governance, growth opportunities and dividend policy in Indonesia stock market. Pacific-Basin Finance Journal, 55: 110–126.
11. KANOJIA, S., & BHATIA, B. (2021). Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies. Journal of Management and Governance, 25(2) 1–35.
12. Muda, I , Zuhandi & Sirojuzilam (2021). Analysis of the Effect of Good Corporate Governance, Company Size and Liquidity on Dividend Policy and Company Value with Profitability as an Intervening Variable in State-Owned Companies Listed on the IDX 2011–2019. Jurnal Mantik, 5(1): 292–302.
13. NAZAR, M (2021). The Influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms: Evidence from Sri Lanka. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 8(2): 289–295.
14. ODELEYE, A. (2018). Quality of corporate governance on dividend payouts: the case of Nigeria. African Development Review, 30(1): 19–32.

الملاحق:

الجدول رقم (1): الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

فرنسبنك - سورية	البنك العربي	المصرف الدولي للتجارة والتمويل		
بنك الشرق	بنك الائتمان الأهلي	بنك بيمو السعودي الفرنسي		
بنك البركة	بنك بيبيلوس	بنك سورية الدولي الإسلامي	14	المصارف
بنك الشام	بنك قطر	بنك سورية والمهجر		
	بنك الأردن - سورية	بنك سورية والخليج		
المتحدة للتأمين	السورية الوطنية للتأمين	السورية الدولية للتأمين (أروب)	6	التأمين
العقلية للتأمين التكافلي	السورية الكويتية للتأمين	الاتحاد التعاوني للتأمين		
	الأهلية للنقل	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	2	الخدمات
		الأهلية لصناعة الزيوت	1	الصناعة
		الهندسية الزراعية للاستثمار (نماء)	1	الزراعة
			24	المجموع

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية: <http://www.dse.sy>؛ تم الاطلاع على المرجع في: 20 تشرين

الثاني 2021

## الجدول رقم (2): اختبار Fixed effects واختبار Ordinary least squares واختبار Random effect

Fixed effects –Model 1				Fixed effects –Model 2				Fixed effects –Model 3			
SDR	Coef.	t	P> t	SDR	Coef.	t	P> t	SDR	Coef.	t	P> t
IN_S_BM	0.030	1.67	0.096	RI	0.001	0.43	0.667	OCBOD	0.000	0.18	0.857
IN_A_BM	-0.05	-2.13	0.034	IN	-0.001	-0.63	0.527	FSIZE	0.296	4.29	0.000
FSIZE	0.36	4.93	0.000	FSIZE	0.318	4.24	0.000	DR	-0.139	-1.23	0.220
DR	-0.12	-1.09	0.277	DR	-0.123	-1.08	0.282	ROE	-0.407	-3.47	0.001
ROE	-0.37	-3.27	0.001	ROE	-0.398	-3.38	0.001	RTE	-0.160	-1.59	0.114
RTE	-0.17	-1.77	0.079	RTE	-0.164	-1.62	0.106	_cons	-2.80	-4.02	0.000
_cons	-3.5	-4.69	0.000	_cons	-3.025	-4.06	0.000	Prob > F	0.0001		
Prob > F	0.0000			Prob > F	0.000			u_it	0.42		
u_it	0.580			u_it	0.453						
Fixed effects –Model 4				Fixed effects –Model 5				Ordinary least squares –Model 6			
SDR	Coef.	t	P> t	DPR	Coef.	t	P> t	DPR	Coef.	t	P> t
BSIZE	0.022	0.27	0.789	IN_S_BM	0.076	0.72	0.47	RI	0.014	2.32	0.021
FSIZE	0.292	4.18	0.000	IN_A_BM	-0.010	-0.07	0.94	IN	-0.005	-0.76	0.445
DR	-0.143	-1.25	0.214	FSIZE	0.89	2.09	0.038	FSIZE	-0.048	-0.37	0.710
ROE	-0.407	-3.48	0.001	DR	-0.39	-0.62	0.53	DR	-0.711	-1.81	0.071
RTE	-0.160	-1.58	0.115	ROE	-1.0	-1.51	0.13	ROE	-0.715	-1.11	0.269
_cons	-2.768	-3.99	0.000	RTE	-0.30	-0.53	0.59	RTE	-0.101	-0.21	0.832
Prob > F	0.000			_cons	-8.6	-1.97	0.050	_cons	0.822	0.64	0.523
u_it	0.410			Prob > F	0.3596			Prob > F	0.001		
				u_it	0.37			R <sup>2</sup>	0.095		
								Adj R <sup>2</sup>	0.071		
Fixed effects –Model 7				Fixed effects –Model 8				Fixed effects –Model 9			
DPR	Coef.	t	P> t	DPR	Coef.	t	P> t	AGC	Coef.	t	P> t
OCBOD	0.0017	0.30	0.763	BSIZE	0.120	0.26	0.793	IN_S_BM	0.000	0.16	0.873
FSIZE	0.811	2.08	0.039	FSIZE	0.780	1.98	0.049	IN_A_BM	0.004	0.84	0.401
DR	-0.43	-0.67	0.501	DR	-0.440	-0.68	0.496	FSIZE	-0.030	-2.03	0.044
ROE	-1.07	-1.62	0.106	ROE	-1.063	-1.6	0.109	DR	-0.044	-1.99	0.048
RTE	-0.33	-0.59	0.558	RTE	-0.320	-0.56	0.574	ROE	0.331	14.15	0.000
_cons	-7.6	-1.95	0.053	_cons	-7.412	-1.89	0.060	RTE	0.066	3.30	0.001
Prob > F	0.2904			Prob > F	0.293			Prob > F	0.0000		
u_it	0.34			u_it	0.073			u_it	0.2529		
Random effects –Model 10				Random effects –Model 11				Random effects –Model 12			
AGC	Coef.	z	P> z	AGC	Coef.	z	P> z	AGC	Coef.	z	P> z
RI	0.000	1.32	0.186	OCBOD	0.0001	0.58	0.561	BSIZE	0.027	1.93	0.053
IN	0.000	-0.04	0.966	FSIZE	-0.015	-2.59	0.010	FSIZE	-0.015	-2.71	0.007
FSIZE	-0.015	-2.55	0.011	DR	-0.082	-5.17	0.000	DR	-0.087	-5.52	0.000
DR	-0.073	-4.32	0.000	ROE	0.339	14.61	0.000	ROE	0.337	14.64	0.000
ROE	0.334	14.49	0.000	RTE	0.064	3.52	0.000	RTE	0.062	3.43	0.001
RTE	0.064	3.52	0.000	_cons	0.200	3.75	0.000	_cons	0.185	3.51	0.000
_cons	0.193	3.18	0.001	Prob>chi <sup>2</sup>	0.0000			Prob>chi <sup>2</sup>	0.0000		
Prob > chi <sup>2</sup>	0.0000			u_it	0.067			u_it	0.062		
u_it	0.1125										
Random effects –Model 13				Random effects –Model 14							
AGC	Coef.	z	P> z	AGC	Coef.	z	P> z				
SDR	0.001	0.05	0.964	DPR	-0.078	-4.83	0.000				
FSIZE	-0.015	-2.49	0.013	FSIZE	-0.015	-2.54	0.011				
DR	-0.079	-4.98	0.000	ROE	0.339	14.75	0.000				
ROE	0.339	14.43	0.000	RTE	0.065	3.58	0.000				
RTE	0.065	3.59	0.000	_cons	0.203	3.62	0.000				
cons_	0.200	3.62	0.000	Prob>chi <sup>2</sup>	0.0000						
Prob> chi <sup>2</sup>	0.0000			u_it	0.091						
u_it	0.048			DR omitted because of collinearity							

المصدر: نتائج تحليل برنامج STATA بناء على البيانات المالية لعينة الدراسة