

العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة

(دراسة مسحية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

* * منال صقر * مروان الجاسم

(الإيداع : 27 آيار 2019 , القبول : 23 أيلول 2019)

الملخص

هدف هذا البحث إلى تحديد طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر الذي يتم قياسه بطرح صافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية من صافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية، وتكاليف الوكالة التي يتم قياسها بنسبة الانتفاع من الأصول التي تمثل نسبة صافي المبيعات إلى إجمالي الأصول، ونسبة المصروفات التشغيلية الذي تمثل إجمالي المصروفات التشغيلية إلى صافي المبيعات في عينة مكونة من (14) مصرفاً مسجلاً في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017)، وبغية تحقيق أهداف البحث تم استخدام المنهج الوصفي بالاعتماد على استراتيجية المسح، واختبار تحليل الارتباط (تحليل ارتباط بيرسون) في برنامج التحليل الإحصائي spss لاختبار فرضيات البحث، حيث وجدت نتيجة الاختبار علاقة ارتباط غير معنوية بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول، وعلاقة ارتباط غير معنوية بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية، أي أنه لا توجد علاقة معنوية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: التدفق النقدي الحر، تكاليف الوكالة.

* طالب ماجستير في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

** -مدرس في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

The Relationship between Free Cash Flow and Agency Costs

(Survey of Banks in Damascus Securities Exchange)

** .Manal Saqr , * Marwan Aljassim

(Received: 27 May 2019, Accepted: 23 September 2019)

Abstract

The Objective of this Research is to determine the nature of the relationship between free cash flow measured by subtracting net cash flows from operational Activities from net cash flows resulting from investment activities and agency costs measured by the utilization of assets representing the ratio of net sales to total assets and the operating expenses representing the ratio of total operational expenses to net sales, in sample of 14 banks included in Damascus Securities Exchange during the period (2013-2017), In order to achieve the objectives of the research, the descriptive approach was used on the basis of the survey strategy and the analysis of the correlation (the pearson correlation analysis) in the statistical SPSS analysis search hypotheses tested, The Research found that there was correlation relationship no significant moral between free cash flow and utilization of assets, and that there was correlation relationship no significant moral between free cash flow and rate of operational expenses, There is no moral relationship between free cash flow and cost agency in the banks in Damascus Securities Exchange.

Key words: Free Cash Flow, Agency Costs.

1. مقدمة:

تنشأ تكاليف الوكالة (Agency Costs) نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة والرقابة، وتدل هذه التكاليف على أن الإدارة أكثر احتمالاً أن تستثمر في المشاريع التي تكون ذات منفعة من منظور الإدارة، وربما لا تكون كذلك لمالكي الشركة، وبشكل خاص عندما تكون الرقابة الإدارية ضعيفة (Chen et al, 2016,p.82)، واستناداً لفرضيات التدفق النقدي الحر فإن الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة (Free Cash Flows) تواجه تكاليف الوكالة المرتفعة الناشئة عن التعارض في المصالح بين المساهمين والمديرين، حيث يملك مديري الشركات حوافز للاستثمار في الفرص الاستثمارية الضعيفة) المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية NPV السالبة) بدلاً من توزيع التدفق النقدي الحر (Yeo, 2018,p.113)، ووفقاً (Jensen , 1986,p.12) لا يمكن أن تتولد تكاليف الوكالة من وجود التدفقات النقدية الحرة داخل الشركة؛ لأنه يمكن توزيعها على أصحاب المصلحة كأرباح أسهم أو عن طريق استرداد قيمة الأوراق المالية، أو توزيعها على دائني الشركة، وبالتالي تكمن المشكلة عندما يكون لدى الشركة مستوى مرتفع من التدفق النقدي الحر في حين أنها تكون في مرحلة لا تسمح لها بالاستفادة من فرص النمو المرتفعة.

إن من أحد الآليات المهمة التي يلجأ إليها ملاك الشركات لتخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر، تخفيض ما لدى المديرين من تدفقات نقدية حرة؛ عبر تصويتهم بتوزيعها كأرباح لتفادي استغلال الإدارة لها في خدمة مصالحها الشخصية (حمدان، 2016، ص505). كما يمكن الحد من مشكلة الوكالة للتدفق النقدي الحر من خلال الرفع المالي الذي يقلل بشكل كبير من تكاليف الوكالة، كون أصحاب الديون يقومون بمراقبة وفحص التدفقات النقدية للشركة ذلك (Khidmat & Rehman, 2014,p.17).

بناءً على مما سبق، وبالرغم من الأهمية العلمية لنتائج تلك الجهود البحثية في إغناء أدبيات العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، وفي ظل الندرة النسبية للدراسات الميدانية العربية لهذا الموضوع الحيوي والهام، تأتي الدراسة الحالية التي تستهدف تقديم أدلة مستمدة من واقع العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2. مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في التساؤل الرئيس الآتي:

ما طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟ يتفرع عنه التساؤلات الفرعية الآتية:

2.1. ما طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2.2. ما طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3. أهمية البحث:

3.1. الأهمية النظرية (العلمية):

تأتي الأهمية العلمية للبحث من أهمية موضوع العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، أي نتائج البحث تأتي كدعم أو دحض للفرضية التي تم بناءها في الدراسات السابقة والتي تربط بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، وبالتالي يكون البحث استكمالاً لما جاء في الدراسات السابقة حول هذا الموضوع.

3.2. الأهمية العملية (التطبيقية):

بعد مراجعة الدراسات التي تم تطبيقها في سوق دمشق للأوراق المالية تبين أنه لا يوجد دراسة سابقة طبقت لفحص العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي يمكن لنتائج هذا البحث أن تستفيد منها عينة الدراسة (قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية)، من خلال الكشف عن أهمية نوع العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في هذه المصارف.

4. أهداف البحث:

يهدف البحث إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، يتفرع عنه الأهداف الفرعية الآتية:

4.1. تحديد طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر ونسبة الاندفاع من الأصول في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

4.2. تحديد طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

5. فرضيات البحث:

لاختبار طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة تم صياغة الفرضية الرئيسية:
توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، يتفرع عنها الفرضيات الفرعية:
الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر ونسبة الاندفاع من الأصول في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

6. منهجية البحث:

لاختبار فرضيات البحث وتحقيق أهدافه استخدم البحث المنهج الوصفي بالاعتماد على المسح الشامل لبيانات المصارف المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، أما في بناء الإطار النظري وتعريف المتغيرات وقياسها تم مراجعة الكتب والدوريات المتعلقة بعنوان البحث إضافة إلى الاعتماد على الدراسات السابقة المتوفرة والتي قام بها باحثون آخرون وتطرقوا لعنوان التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، ومن واقع سجلات سوق دمشق للأوراق المالية، وبمراجعة البيانات المالية الخاصة بالمصارف عينة الدراسة، تم جمع البيانات اللازمة من واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل هذه المصارف خلال الفترة من 2013م وحتى عام 2017م، حيث استخدم البحث بيانات القوائم المالية المنشورة من قبل المصارف خلال الفترة 2013م وحتى عام 2017م، وبالاعتماد على برنامج الجداول الإلكترونية Microsoft Excel تم حساب متغيرات البحث، ومعامل ارتباط بيرسون في برنامج التحليل الإحصائي SPSS لفحص العلاقة بين متغيرات البحث.

7. حدود البحث:

عينة البحث تكون المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والفترة الزمنية للبحث كانت على مدى خمس سنوات من عام 2013 حتى عام 2017. والسبب وجود بيانات مالية غير منقطعة للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال تلك الفترة.

8. متغيرات البحث وطرق قياسها:

المتغير المستقل: ويكون التدفق النقدي الحر ويتم قياسه بحسب ما جاء في دراسة (Nobanee & Abraham, 2017, p.23)، من خلال أخذ ناتج الفرق بين صافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية وصافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية، ولتوافر بيانات مالية تتناسب مع هذه الطريقة في القياس في القوائم المالية المنشورة للمصارف المدرجة في سوق دمشق المالية.

المتغير التابع: تكاليف الوكالة ويتم قياسها بحسب ما جاء في دراسات (Wang, 2010, p.412) و (slim & lachheb, 2017, p.23) و (Khidmat & Rehman, 2014, p.10) من خلال قياس المتغيرين وهما نسبة الاندفاع من الأصول التي تقاس بنسبة صافي المبيعات إلى إجمالي الأصول، ونسبة المصروفات التشغيلية التي تقاس بنسبة المصروفات التشغيلية إلى صافي المبيعات، ولتوافر بيانات مالية تتناسب مع هذين المؤشرين في القوائم المالية المنشورة في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

9. الدراسات السابقة:

9.1 دراسة (slim & lachheb, 2017) بعنوان "أثر التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة على الأداء المالي". هدفت هذه الدراسة إلى إعادة اختبار فرضيات التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة في بيانات الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الفرنسي، خلال فترة أربع سنوات من عام 2003 حتى عام 2007، توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة، وتفسير ذلك أن وجود التدفق النقدي الحر يمكن أن يزيد الحوافز لدى الإدارة للاستثمار في مشاريع ذات قيمة ليست مربحة، وبالتالي تزيد في تكاليف الوكالة.

9.2 دراسة (Nobanee & Abraham, 2017) بعنوان "أثر التدفق النقدي الحر وتركز الملكية وتكاليف الوكالة على ربحية الشركات". هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتركز الملكية في تكاليف الوكالة، وأثر هذه العلاقة على ربحية شركات التأمين المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2013. إحدى نتائج هذه الدراسة المتعلقة بالتدفق النقدي الحر نصت إلى أنه لا يوجد أثر معنوي للتدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة أي أنه لم تجد دليلاً يدعم فرضية نظرية الوكالة التي تربط التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في شركات التأمين المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي.

9.3 دراسة (Khidmat & Rehman, 2014) بعنوان "أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على أداء الشركة- تحليل تجريبي للشركات المدرجة في سوق KSE في باكستان"

هدف هذه الدراسة إلى فحص أثر التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة على أداء الشركات المدرجة في سوق KSE في الفترة من عام 2003 حتى عام 2009، ونتائج هذه الدراسة وجدت علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة: اقتصر هذه الدراسة على تحديد طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة دون دخول متغيرات ضابطة كما جاء في الدراسات السابقة هذا من ناحية، وأن اختلاف نتائج الدراسات

السابقة بين أثر إيجابي، وعدم وجود أثر للتدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة من ناحية أخرى، سيجعل من هذه الدراسة مساهمة جديدة في مجال تحديد طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، وسميا في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (مجتمع البحث) مختلف عن مجتمعات الدراسات السابقة.

10. الإطار النظري للبحث:

10.1. التدفق النقدي الحر:

في نهاية عام 1980 كانت بداية إحداث متغير التدفق النقدي الحر؛ وتم استخدامه كأداة مالية لتقييم الشركات والمشروعات (Yaari et al , 2015,p.1)، وذلك في أدبيات المحاسبة والمالية تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات مثل التدفق النقدي الفائض (surplus cash flow)، التدفق النقدي الإضافي (Excess cash flow)، والتدفق النقدي القابل للتوزيع (distributable Cash flow) (خشارمة وسالم، 2007، ص350). ويعرّف بأنه التدفق النقدي المتوفر للدفع إلى المستثمرين (أصحاب المصلحة والدائنين) بعد أن تتولد للشركة الاستثمارات من الأصول الثابتة ورأس المال العامل اللازم لعمليات التشغيل (Brigham & Houston, 2007,p85)، وبحسب (Richardson, 2006,p160) التدفق النقدي الحر يكون التدفق النقدي اللازم للحفاظ على الأصول في مكانها (صيانتها)، وتوفير التمويل للاستثمارات الجديدة. وقياس متغير التدفق النقدي الحر فيوجد عدة طرق منها الطريقة التي جاءت في (Nobanee & Abraham, 2017,p.23)، والتي تعتمد على حساب الفرق بين صافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية وصافي التدفق النقدية الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية، وتكتب المعادلة بالصيغة:

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

وفي الجدول رقم (1) : يوضح ناتج التدفق النقدي الحر ودلالاته عندما يكون إيجابياً أو سلبياً

جدول رقم (1)

التدفق النقدي الحر	الدلالة الجيدة	الدلالة غير الجيدة
الإيجابي (+)	يولد تدفقات نقدية تشغيلية ضخمة إلى ما بعد تلك الضرورية اللازمة للاستثمار في المشاريع الربحية.	توليد تدفقات نقدية أكثر مما تحتاجه المشاريع الربحية، وربما يؤدي ذلك إلى تبديد تلك التدفقات النقدية في المشاريع غير الربحية.
السليبي (-)	لديه مشاريع ذات ربحية ويجب أن يعتمد على التمويل الخارجي لتمويل تلك المشاريع أكثر من التدفقات النقدية التشغيلية.	غير قادر على توليد تدفقات نقدية تشغيلية كافية لتلبية حاجات الاستثمارات المستقبلية والنمو.

المصدر: من إعداد الباحث بحسب ما جاء في (Fabozzi, 2010,p285)

10.2. تكاليف الوكالة:

الأسباب الرئيسة لحدوث مشاكل الوكالة تكون تعارض المصالح وعدم تماثل المعلومات بين المالكين والمديرين (Wangfeng & Lihongb, 2016,p.46)، هذه الأسباب تؤدي إلى مشكلة الخطر الأخلاقي التي نصها أن المديرين لا يفضلون مصالح المستثمرين ويتصرفون بسلوكيات تعظم من مصالحهم ومنافعهم الخاصة (Jensen & Meckling,

(1976,p.306). ولمراقبة تصرفات المديرين، تنشأ تكاليف الوكالة تزامناً مع وجود مشكلة الوكالة (Michalskia, 2015,p.462) تتضمن هذه التكاليف: تكلفة الهيكل التنظيمي للشركة كطريقة لتخفيض حوافز الإدارة وجعلها تتصرف في مصلحة المساهمين (Kretlow et al, 2006,p.11)، وتضم علاوة الاستهلاك للمديرين التنفيذيين منها المصروفات الإدارية، مصروفات السفر، مصروفات الضيافة، مصروفات المؤتمرات، مصروفات المواصلات، أجور التدريب الخارجي، مصروفات مجالس الإدارة (Wangfeng & Lihongb, 2016,p.49). تكلفة المراقبة: التكلفة التي تتحملها الشركة لمراقبة أو الحد من تصرفات المديرين، أي يطالب المساهمين مدققي البيانات المحاسبية بتقارير دورية لنشاطات المديرين، بالتالي أجور المحاسبين في تحضير هذه البيانات تكون تكاليف مراقبة (Fabozzi & peterson, 2003,p.18). أي أن مصروفات مراقبة تصرفات الإدارة تكون المصروفات المدفوعة لمدققي الأداء الإداري (المراقبين الخارجيين)، والمدققين الداخليين لمصروفات الشركة (Kretlow et al, 2006,p.11). تكلفة الترابط والالتزام: وهي التكلفة التي تتحملها الشركة لضمان أن المديرين سوف يتصرفون في مصلحة المساهمين أي تعهد الوكيل (المدير) أو التزامه للتصرف بشكل موثوق، ومنعه من الذهاب إلى الفرص الوظيفية الأخرى (Fabozzi & peterson, 2003,p.19). تكلفة فرصة الأرباح الضائعة من الهياكل التنظيمية التي تمنع الإدارة من الاستجابة للفرص الاستثمارية في الوقت المناسب أو تكاليف عدم اكتمال العقد بين الوكيل (المدير) والأصيل (المالك). (Kretlow et al, 2006,p.11). وإضافة لما سبق يوجد أنواع أخرى منها لتكاليف الوكالة تكون كل أنواع التكاليف التي يتحملها الدائنون لحماية أنفسهم ضد تصرفات المالكين، وبالتالي هذا التعارض في المصالح يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة التي تشير إلى عدم الاستخدام الأمثل لموارد الشركة (Michalskia, 2015,p.462)

وفي قياس تكاليف الوكالة: توجد عدة طرق لقياسها نذكر منها بحسب (Wang, 2010,p.412) و (slim & lachheb,2017,p.23) و (Khidmat & Rehman, 2014,p.10) نسبة الانتفاع من الأصول وتساوي ناتج قسمة صافي المبيعات إلى إجمالي الأصول تدل هذه النسبة على كفاءة الإدارة في استخدام الأصول حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كانت تكاليف الوكالة منخفضة، ونسبة المصروفات التشغيلية التي تساوي ناتج قسمة إجمالي المصروفات التشغيلية إلى صافي المبيعات، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كانت تكاليف الوكالة منخفضة. ألا أنه يمكن تخفيض تكاليف الوكالة عبر دفع تعويضات للمدير التنفيذي لتشجيعه للتصرف في مصلحة المساهمين منها الحق في شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد يكون أعلى أو أقل من السعر السوقي للسهم، منح المساهمين الأسهم إلى الموظفين بدون تكلفة، أي أن هذه الطرق يمكنها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض كمية النقد الذي تحت تصرف الإدارة، أي أن إعادة شراء الأسهم تخفض من كمية التدفق النقدي الحر التي تخفض من قدرة الإدارة على الدخول في الاستثمارات غير المرهبة (fabozzi & peterson,2003,p.565).

10.3. التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة:

في عام 1986 طرح Jensen نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory، حاول من خلالها إثبات أن الشركات التي تتولد لديها تدفقات نقدية نتيجة طلب التمويل للمشاريع التي قيمتها الحالية الصافية إيجابية، تكون عرضة لمشاكل الوكالة (Byrd, 2010,p.22)، وأن المديرين سوف يقومون باستخدام التدفقات النقدية الحرة المرتفعة في استثمارات غير مربحة بدلاً من دفعها إلى المساهمين كتوزيعات أرباح، وفي حالة كانت التدفقات النقدية الحرة منخفضة فهذه تقودهم إلى مصادر التمويل الخارجية للدخول في الفرص الاستثمارية، ولكن هذا الأمر يجلب الدائنين الذين يقومون بمراقبة نشاطات الشركة، وعليه يمكن القول أن وجود تكاليف الوكالة الناتجة عن امتلاك التدفقات النقدية الحرة يعتمد على وجود الفرص الاستثمارية (Szewczyk et al, 1996,p.106)، وجاء في العديد من الدراسات السابقة عدة آليات لحل

مشكلة تكاليف الوكالة منها التوزيعات التي من خلالها يتم إنفاق النقد الذي يخفض من التدفقات النقدية الحرة لتخفيض تكاليف الوكالة المتضمنة استهلاك المديرين للنقد في سبيل تحقيق رفاهيتهم، والزيادة في الاستثمارات عديمة الفائدة؛ لذا تكاليف الوكالة تبدو مرتفعة وأكثر وضوحاً في الشركات التي تمتلك التدفق النقدي الحر ولديها فرص استثمارية ضعيفة، كذلك المديرين أكثر احتمالاً أن يدخلوا في مشروعات ذات قيمة عالية صافية سالبة لتلك الشركات (Chang et al, 2015,p.2) وعليه تحاول الشركات أن توزع التدفقات النقدية عديمة الفائدة على حملة الأسهم عن طريق إعادة شراء الأسهم أو توزيعها كمكافآت؛ لتجنب سوء استعمال التدفقات النقدية الحرة (Wang, 2010,p.412) لذلك ربط Jensen مشكلة الوكالة بالتدفق النقدي الحر بأن الإدارة ربما تسيء استعمال التدفقات النقدية الحرة الواقعة تحت سيطرتها، وذلك عندما تكون الفرص الاستثمارية غير متوفرة للشركة، وبذلك التدفقات النقدية الحرة للإدارة تكون تكاليف وكالة لحملة الأسهم (Wang et al, 2014,p.305).

11. الطريقة والإجراءات:

11.1. لمحة حول مجتمع وعينة البحث:

يتكون سوق دمشق من عدة شركات تتوزع في خمسة قطاعات قطاع المصارف والتأمين والزراعة والصناعة والخدمات، وعينة البحث تتكون من المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وعددها (14) مصرف وموضحة بالجدول رقم (2).

جدول رقم (2): عينة البحث

رقم	اسم المصرف	الرمز	عام الإدراج
1	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	2009
2	البنك العربي - سورية	ARBS	2009
3	بنك سورية والمهجر	BSO	2009
4	بنك عوة - سورية	BASY	2009
5	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	2009
6	بنك سورية الدولي الاسلامي	SIIB	2009
7	بنك بيبيلوس - سورية	BBS	2009
8	بنك قطر الوطني - سورية	QNBS	2010
9	بنك الأردن	BOJS	2010
10	بنك سورية والخليج	SGB	2010
11	بنك الشرق	QSHR	2010
12	فرنسبنك - سورية	FSBS	2011
13	بنك الشام	SHB	2014
14	بنك البركة - سورية	BBSY	2014

المصدر: من إعداد الباحث بناء على التقارير السنوية للمصارف المنشورة

على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

11.2. أساليب التحليل المستخدمة واختبار الفرضيات:

لتحليل البيانات التي تم جمعها من القوائم المالية للمصارف المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، والتي تشمل قائمة التدفقات النقدية، قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية، لتحليل البيانات تحليلاً وصفيًا، واختبار الفرضيات لمعرفة العلاقة بين المتغيرات وهذه الأساليب:

- أصغر قيمة وأكبر قيمة والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري.
- اختبار smirnov-Kolmogorov لاختبار اعتدالية توزيع البيانات.
- اختبار تحليل الارتباط (تحليل ارتباط بيرسون Pearson Correlation analysis) لاختبار فرضيات الدراسة من خلال فحص نوع الارتباط بين المتغيرات الحكم على دلالاته، ووضع نتائج الاختبار في جداول في برنامج Microsoft Excel.

جدول رقم (3): يمثل الإحصاء الوصفي لمتغير التدفق النقدي الحر

اسم المصرف	أصغر قيمة	أكبر قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اختبار اعتدالية التوزيع	
					الدالة	sig.(2-tailed)
بنك بيمو السعودي الفرنسي	-60,901,962,611	39,089,597,407	2,904,892,637	37,634,807,076	0.565	توزيع طبيعي
البنك العربي - سورية	-3,154,815,659	10,078,557,251	2,801,517,808	5,420,658,719	0.988	توزيع طبيعي
بنك سورية والمهجر	-14,208,821,577	20,898,954,768	-3,255,124,246	14,055,914,103	0.754	توزيع طبيعي
بنك عودة سورية	-16,112,060,648	11,381,886,870	-2,591,427,639	9,756,417,896	0.889	توزيع طبيعي
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	-7,775,268,181	23,879,488,791	6,744,021,569	11,727,235,002	0.985	توزيع طبيعي
بنك سورية الدولي الاسلامي	-27,199,566,708	2,535,127,068	-6,010,856,115	12,160,079,516	0.554	توزيع طبيعي
بنك بيبيلوس - سورية	-12,193,716,325	9,259,455,414	-2,399,069,265	7,990,988,889	0.946	توزيع طبيعي
بنك قطر الوطني - سورية	-11,016,655,259	43,938,988,903	14,793,806,402	20,013,524,242	0.997	توزيع طبيعي
بنك الأردن	-574,982,927	3,453,658,800	1,666,957,443	1,841,641,024	0.95	توزيع طبيعي
بنك سورية والخليج	-1,261,209,692	6,949,629,014	2,207,502,966	2,207,502,966	0.993	توزيع طبيعي
بنك الشرق	1,719,136,151	5,489,525,284	3,350,465,336	1,368,965,521	0.848	توزيع طبيعي
فرنسبنك - سورية	-12,193,716,325	9,259,455,414	-942,407,690	8,901,712,690	0.994	توزيع طبيعي
بنك الشام	35,100,342,074	7,035,733,450	-4,686,839,203	17,301,061,033	0.448	توزيع طبيعي
بنك البركة	-23,544,375,618	34,510,777,291	3,685,442,822	22,316,043,786	0.983	توزيع طبيعي

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي spss

من خلال الجدول رقم (3) تم حساب أصغر قيمة، وأكبر قيمة، والمتوسط الحسابي، والانحراف المعياري لكل مصرف خلال فترة (5) سنوات لمتغير التدفق النقدي الحر، حيث بلغت أصغر قيمة (-60,901,962,611) أي سلبياً في بنك بيمو السعودي الفرنسي، وهذا يدل على أن بنك بيمو السعودي الفرنسي يكون من ضمن المصارف التي لديه أكبر مشاريع مستقبلية ذات ربحية، ويجب أن يعتمد على التمويل الخارجي لتمويل تلك المشاريع أكثر من اعتماده على التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية، لأنه غير قادر على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية تكون كافية لتلبية حاجات الاستثمارات المستقبلية والنمو.

أما أكبر قيمة (43,938,988,903) أي إيجابياً في بنك قطر الوطني، وهذا يدل على أن بنك قطر الوطني يكون الأكبر ضمن المصارف التي تولد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية تكون ضخمة وتتجاوز تلك الضرورية اللازمة للاستثمار في المشاريع المربحة، وبنفس الوقت ربما ذلك يؤدي إلى تبديد تلك التدفقات النقدية في المشاريع غير الربحية إذا لم يتم استثمارها في مشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة.

ومن خلال اختبار smirnov-Kolmogorov كانت قيمة (2-tailed) sig. في جميع المصارف أكبر من 0.05، وعليه بيانات جميع المصارف عينة الدراسة لمتغير التدفق النقدي الحر تتبع التوزيع الطبيعي.

وفي الجدول رقم (4) تم حساب أصغر قيمة وأكبر قيمة والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير تكاليف الوكالة (نسبة الانتفاع من الأصول) لكل مصرف خلال فترة (5) سنوات حيث بلغت أصغر قيمة في بنك قطر الوطني - سورية بقيمة (0.00062) وهذا يدل على أن نسبة الانتفاع من الأصول في بنك قطر الوطني لديه كانت أقل قيمة ضمن المصارف، وعليه تكون تكاليف الوكالة مرتفعة في هذا المصرف وهذا يدل على عدم الاستغلال الأمثل لأصول المصرف، والمتوسط الحسابي لنسبة الانتفاع من الأصول في هذا المصرف بلغ (0.0007900)، والانحراف المعياري بلغ (0.0001360)، وأكبر قيمة في بنك بيمو السعودي الفرنسي بقيمة (0.30185) وهذا يدل على أن نسبة الانتفاع من الأصول في هذا المصرف مرتفعة وبالتالي يدل على أن تكاليف الوكالة منخفضة في هذا المصرف والمتوسط الحسابي لنسبة الانتفاع من الأصول هي هذا المصرف بلغ (0.0793520)، و الانحراف المعياري (0.1244486) لهذا المصرف.

ومن خلال اختبار smirnov-Kolmogorov كانت قيمة (2 - tailed) sig. في هذا الاختبار في جميع المصارف أكبر من 0.05 وعليه بيانات جميع المصارف عينة الدراسة لمتغير تكاليف الوكالة (نسبة الانتفاع من الأصول) تتبع التوزيع الطبيعي.

جدول رقم (4) : يمثل الإحصاء الوصفي لمتغير تكاليف الوكالة (نسبة الانتفاع من الأصول)

اختبار اعتدالية التوزيع		الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	أكبر قيمة	أصغر قيمة	اسم المصرف
الدلالة	sig.(2-tailed)					
توزيع طبيعي	0.242	0.1244486	0.0793520	0.30185	0.01945	بنك بيمو السعودي الفرنسي
توزيع طبيعي	0.971	0.0015791	0.0190340	0.02134	0.01730	البنك العربي - سورية
توزيع طبيعي	0.878	0.0022961	0.0159900	0.01932	0.01352	بنك سورية والمهجر
توزيع طبيعي	0.992	0.0045328	0.0219960	0.02664	0.01507	بنك عودة - سورية
توزيع طبيعي	0.999	0.0068154	0.0320200	0.04097	0.02312	المصرف الدولي للتجارة والتمويل
توزيع طبيعي	0.932	0.0068249	0.0125780	0.01898	0.00134	بنك سورية الدولي الاسلامي
توزيع طبيعي	0.898	0.0081985	0.0155480	0.02269	0.00231	بنك بيبيلوس - سورية
توزيع طبيعي	0.759	0.0001360	0.0007900	0.00100	0.00062	بنك قطر الوطني - سورية
توزيع طبيعي	0.948	0.017108	0.017768	0.04597	0.00316	بنك الأردن
توزيع طبيعي	0.267	0.0094142	0.0083380	0.02514	0.00310	بنك سورية والخليج
توزيع طبيعي	0.955	0.0093204	0.0295660	0.04168	0.01923	بنك الشرق
توزيع طبيعي	0.682	0.0063692	0.0146680	0.02137	0.00415	فرنسبنك - سورية
توزيع طبيعي	0.926	0.0194628	0.0488260	0.07832	0.01888	بنك الشام
توزيع طبيعي	0.975	0.0223075	0.0541660	0.06353	0.01629	بنك البركة

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي spss

وفي الجدول رقم (5) تم أخذ أصغر قيمة وأكبر قيمة والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير نسبة المصروفات التشغيلية لكل مصرف خلال فترة (5) سنوات، حيث كانت أصغر قيمة في بنك سورية والمهجر بقيمة (0.01755) وهذا يدل على أن تكاليف الوكالة مرتفعة أي أن هذا المصرف يستخدم مصروفات تشغيلية لا تحقق منفعة للمصرف، والمتوسط الحسابي لنسبة المصروفات التشغيلية لهذا المصرف بلغ (0.9837921)، والانحراف المعياري بلغ (0.93588053)، وكانت أكبر قيمة في بنك قطر الوطني (43.78104) وهذا يدل على أن تكاليف الوكالة منخفضة في هذا المصرف، والمتوسط الحسابي لنسبة المصروفات التشغيلية لهذا المصرف بلغ (11.7109137)، والانحراف المعياري بلغ (18.11287276)، وتم الحكم على اعتدالية توزيع البيانات من خلال اختبار smirnov-Kolmogorov قيمة Sig(2-tailed) في جميع المصارف هي أكبر من 0.05 وبالتالي بيانات جميع المصارف عينة الدراسة لمتغير نسبة المصروفات التشغيلية تتبع التوزيع الطبيعي.

جدول رقم (5) : يمثل الإحصاء الوصفي لمتغير تكاليف الوكالة (نسبة المصروفات التشغيلية)

اسم المصرف	أصغر قيمة	أكبر قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اختبار اعتدالية التوزيع	
					sig.(2-tailed)	الدالة
بنك بيمو السعودي الفرنسي	0.80590	1.65986	1.13192	0.33775	0.200	توزيع طبيعي
البنك العربي - سورية	1.54594	5.50527	3.49573	1.73025	0.200	توزيع طبيعي
بنك سورية والمهجر	0.01755	2.48052	0.98379	0.93588	0.200	توزيع طبيعي
بنك عودة- سورية	0.31898	3.43495	1.47663	1.25357	0.200	توزيع طبيعي
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	0.42131	3.27387	2.15502	1.13656	0.200	توزيع طبيعي
بنك سورية الدولي الاسلامي	0.12198	4.34713	2.15879	1.96163	0.200	توزيع طبيعي
بنك بيلوس - سورية	0.70464	3.42937	1.66208	1.14535	0.200	توزيع طبيعي
بنك قطر الوطني - سورية	0.61292	43.78104	11.71091	18.11287	0.006	توزيع طبيعي
بنك الأردن	18.50027	10.04802	0.26858	11.51790	0.200	توزيع طبيعي
بنك سورية والخليج	0.18226	3.20987	1.14705	1.20069	0.050	توزيع طبيعي
بنك الشرق	0.63454	2.23071	1.10391	0.63914	0.200	توزيع طبيعي
فرنسبنك - سورية	2.00000	7.00000	3.60000	1.94935	0.200	توزيع طبيعي
بنك الشام	0.20482	1.94378	0.63465	0.73505	0.200	توزيع طبيعي
بنك البركة	1.35539	15.94705	5.04997	6.20436	0.049	توزيع طبيعي

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي spss

اختبار الفرضية الأولى: توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

نلاحظ من الجدول رقم (6) أن نوع علاقة الارتباط بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول في جميع المصارف كانت طردية باستثناء (بنك سورية والمهجر حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.590 -) وبنك سورية الدولي الإسلامي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.363 -)، وبنك قطر الوطني - سورية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.572 -)، وبنك سورية والخليج حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.008 -)، وبنك الشرق حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.785 -)، وبنك فرنسبنك - سورية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.560 -)) كانت نوع علاقة الارتباط عكسية، أما دلالة الارتباط غير معنوية حيث كانت جميع قيم Sig.(2-tailed) لهذا الاختبار أكبر من (0.05) في جميع المصارف عينة البحث، وبالتالي نرفض الفرضية القائلة بأنه يوجد علاقة معنوية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ونقبل فرضية العدم التي تنص بأنه لا توجد علاقة معنوية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، وعليه تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Nobanee & Abraham, 2017, p.24) القائلة بأنه لا يوجد علاقة معنوية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة.

جدول رقم (6) : نتائج اختبار تحليل ارتباط بيرسون بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول

اسم المصرف	قيمة معامل الارتباط	Sig.(2-tailed) قيمة	نوع علاقة الارتباط	دلالتة
بنك بيمو السعودي الفرنسي	0.336	0.551	طردية	غير معنوية
البنك العربي - سورية	0.251	0.684	طردية	غير معنوية
بنك سورية والمهجر	- 0.590	0.295	عكسية	غير معنوية
بنك عودة - سورية	0.374	0.535	طردية	غير معنوية
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	0.155	0.803	طردية	غير معنوية
بنك سورية الدولي الاسلامي	- 0.363	0.548	عكسية	غير معنوية
بنك بيبيلوس - سورية	0.863	0.060	طردية	غير معنوية
بنك قطر الوطني - سورية	- 0.572	0.313	عكسية	غير معنوية
بنك الأردن	0.630	0.254	طردية	غير معنوية
بنك سورية والخليج	- 0.008	0.990	عكسية	غير معنوية
بنك الشرق	- 0.785	0.116	عكسية	غير معنوية
فرنسبنك - سورية	- 0.560	0.326	عكسية	غير معنوية
بنك الشام	0.850	0.068	طردية	غير معنوية
بنك البركة	0.063	0.920	طردية	غير معنوية

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي spss

جدول رقم (7) نتائج اختبار تحليل ارتباط بيرسون بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية.

اسم المصرف	قيمة معامل الارتباط	sig.(2-tailed)	نوع العلاقة	دلالته
بنك بيمو السعودي الفرنسي	0.569	0.317	طردية	غير معنوية
البنك العربي - سورية	-	0.876	عكسية	غير معنوية
بنك سورية والمهجر	-	0.405	عكسية	غير معنوية
بنك عودة - سورية	-	0.860	عكسية	غير معنوية
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	-	0.266	عكسية	غير معنوية
بنك سورية الدولي الاسلامي	0.459	0.437	طردية	غير معنوية
بنك بيلوس - سورية	-	0.834	عكسية	غير معنوية
بنك قطر الوطني - سورية	-	0.839	عكسية	غير معنوية
بنك الأردن	0.051	0.935	طردية	غير معنوية
بنك سورية والخليج	-	0.214	عكسية	غير معنوية
بنك الشرق	0.048	0.938	طردية	غير معنوية
فرنسبنك - سورية	-	0.222	عكسية	غير معنوية
بنك الشام	-	0.223	عكسية	غير معنوية
بنك البركة	0.257	0.676	طردية	غير معنوية

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي spss

اختبار الفرضية الثانية: توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (7) أن نوع علاقة الارتباط بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية كانت عكسية في جميع المصارف باستثناء (بنك بيمو السعودي الفرنسي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.317)، وبنك سورية الدولي الإسلامي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.437)، وبنك الأردن حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.051)، بنك الشرق حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.048)، بنك البركة حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.257) فكانت العلاقة طردية، أما دلالة الارتباط فكانت قيمة sig (2-tailed) لهذا الاختبار في جميع المصارف أكبر من (0.05)، أي دلالة

الارتباط غير معنوية، وبالتالي نرفض الفرضية القائلة بأنه يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة (نسبة المصروفات التشغيلية) في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ونقبل الفرضية العدم القائلة بأنه لا يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، وبالتالي تتوافق مع نتيجة دراسة (Nobanee & Abraham, 2017,p.24) القائلة بأنه لا يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة

12. النتائج:

في ضوء ما تقدم يمكن استخلاص النتائج التالية:

1. توجد علاقة ارتباط طردية بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول في المصارف (بنك بيمو السعودي الفرنسي، البنك العربي - سورية، بنك عودة - سورية، المصرف الدولي للتجارة والتمويل، بنك بيبيلوس - سورية، بنك الأردن، بنك الشام، بنك البركة)، وهذه العلاقة ليس لها دلالة معنوية.

2. توجد علاقة ارتباط عكسية بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول في المصارف (بنك سورية والمهجر، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك قطر الوطني - سورية، بنك سورية والخليج، بنك الشرق، فرنسبنك - سورية)، وهذه العلاقة ليس لها دلالة معنوية.

3. توجد علاقة ارتباط طردية بين التدفق النقدي الحر ومعدل المصروفات التشغيلية في المصارف (بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك الأردن، بنك الشرق، بنك البركة)، وهذه العلاقة ليس لها دلالة معنوية.

4. توجد علاقة ارتباط عكسية بين التدفق النقدي الحر ومعدل المصروفات التشغيلية في المصارف (البنك العربي - سورية، بنك سورية والمهجر، بنك عودة سورية، المصرف الدولي لتجارة والتمويل، بنك بيبيلوس - سورية، بنك قطر الوطني، بنك سورية والخليج، فرنسبنك - سورية، بنك الشام)، وهذه العلاقة ليس لها دلالة معنوية.

13. التوصيات:

بما أن العلاقة بين التدفق النقدي وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية غير معنوية يوصي البحث بما يلي:

1. المصارف التي أخذت قيمة التدفق النقدي الحر قيمة سالبة (بنك عودة - سورية، بنك سورية والمهجر، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك بيبيلوس-سورية، فرنسبنك - سورية، بنك البركة) وهذا يدل أن هذه المصارف لديها مشاريع ذات ربحية (أنشطة استثمارية) أكثر من الأنشطة التشغيلية، ويجب أن تعتمد على التمويل الخارجي للدخول في تلك المشاريع.

2. المصارف التي أخذت قيمة التدفق النقدي الحر قيمة موجبة (بنك الشام، بنك الشرق، بنك سورية والخليج، بنك الأردن، بنك قطر الوطني - سورية، المصرف الدولي للتجارة والتمويل، البنك العربي- سورية، بنك بيمو السعودي الفرنسي) وهذا يعني أن هذه المصارف تتولد لديها صافي تدفقات نقدية ناتجة عن الأنشطة التشغيلية أكثر مما تحتاجه المشاريع المربحة، وربما يؤدي ذلك إلى تبديد تلك التدفقات النقدية في المشاريع غير المربحة وظهور مشكلة الوكالة للتدفق النقدي الحر أي المديرين سوف يعظمون من مصالحهم الخاصة من خلال إنفاق هذا الفائض النقدي في تحقيق رفاهيتهم .

3. المصارف التي كانت لديها تكاليف الوكالة مرتفعة بحسب مؤشر نسبة الانتفاع من الأصول كانت (بنك قطر الوطني)، وبحسب مؤشر معدل المصروفات التشغيلية كان (بنك سورية والمهجر) وهذا يشير إلى أن هذه المصارف من أكثر

المصارف تعاني من تكاليف الوكالة وعدم كفاءة الإدارة في استخدام الأصول وهناك مصروفات غير ضرورية تستخدمها الإدارة لخدمة مصالحها الخاصة.

قائمة المراجع:

1. المراجع باللغة العربية:

1. خشارمة، حسين، وسالم، عبدالرزاق، (2007). المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة الأردنية. *دراسات، العلوم الإدارية، 34*(2)، الصفحات 348-362.
2. علاّم، حمدان، (2016). هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة؟ *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 12*(3) الصفحات 505-518.

2. المراجع باللغة الإنكليزية:

1. Brigham, e., & houston, j. (2007). *Fundamentals of financial management* (vol. Eleventh). United states of america: university of florida.
2. Byrd, J. (2010). Financial Policies and the Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from the Oil Industry. *IRABF, 2*(2), pp. 22-23.
3. Chang , K., Kang, E., & Li, Y. (2015). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*(xxx), pp. 1-9.
4. Chen, X., Sunb, Y., & Xu , X. (2016). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal, 37*, pp. 81-103.
5. Fabozzi, F. (2010). *The Basics of Finance An Introduction to Financial Markets, Business Finance and Portfolio Management*. the United States of America: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
6. Fabozzi, F., & peterson, p. (2003). *Financial Management and Analysis* (Vol. second). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
7. Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review, 76*(2), pp. 323-329.
8. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), pp. 305-360.
9. Khidmat, W., & Rehman, M. (2014). The impact of free cash flows and agency costs on firm performance — An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan. *Journal of Financial Engineering, 1*(3).pp1-25.
10. Kretlow, W., McGuigan, J., & Moyer, R. (2006). *Contemporary Financial Management* (Vol. tenth). South-Western, part of the Thomson Corporation.
11. Lachheb, a., & slim, c. (2017). the impact of free cash flow and agency costs on firm performance. *International Journal of Management and Applied Science, 7*(3), pp. 94-101.

12. Michalskia, G. (2015). Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels. *Procedia Economics and Finance*, 34, pp. 461-468.
13. Nobanee, H., & Abraham, J. (2017). the impact of free cash flow, equity concentration and agency costs on firm's profitability. *Investment Management and Financial Innovations*, 2, pp. 19-26.
14. Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Rev Acc Stud*(11), pp. 159-189.
15. Szewczyk, S., Tsetseko, G., & Zantout, Z. (1996). The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. *Financial Management*, 25(1), pp. 105-110.
16. Wangfeng, Z., & Lihongb, C. (2016). Family involvement, internal control and agency costs - Evidences from China's listed family firms. *Perspectives in Science*, 7, pp. 45-51.
17. Wang, G. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *J. Service Science & Management*(3), pp. 408-418.
18. Wang, g., wang, z., & li, y. (2014). The impact of free cash flow and capital structure on the performance of the company. *Applied mechanics and materials*(623), pp.305-309.
19. Yeo, H. (2018). Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), pp. 113-118.
20. Yaari, U., Nikiforov, A., Kahyaa, E., & Shachmurove, Y. (2015). Finance methodology of Free Cash Flow. *Global Finance Journal*, pp.1-11.
21. Zhang, Y. (2009). Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem? *Financial Management*, pp. 507-541.

3. :المواقع الإلكترونية

1. www.dse.com. موقع سوق دمشق للأوراق المالية