مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة (دراسة ميدانية على الشركات المساهمة السورية)
اسم الكاتب: د. قصي علي عمار، د. يوسف أحمد وقاف
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5881
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 17:51 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Corporate Governance On Agency Costs: A Field Study On The Syrian Joint Stock Companies

Dr. Koussay Ammar *
Dr. Youssef Wakkaf **

(Received 12 / 3 / 2023. Accepted 15 / 5 / 2023)

□ ABSTRACT □

This research deals with the role of corporate governance in alleviating of agency problem in the companies that subject to the supervision of Syrian Commission on Financial Markets and Securities, during (2012-2021). The main objective is to study the relationship between the mechanisms of corporate governance (managerial ownership, ownership of major shareholders, board size, board independency, CEO duality and debt financing), and the assets turnover as an inverse measure for the agency cost. The researchers used a hypothetical-deductive approach to formulate the hypotheses, and in order to test them, the researchers used panel data. Results indicate that managérial ownership, separation between the board chairman and the executive director and debt financing play an important role in alleviating agency costs in the Syrian business environment. While the role of the board of directors depends on the direct relationship between its size and company' size. There is an inverse effect of ownership of major shareholders on agency costs. Finally, there is no impact of the board independency on agency costs. One of the most important recommendations of the research is the need to raise awareness of the risks of agency costs at the level of all concerned parties: boards of directors, accountants, auditors, investors, and supervisory and oversight agencies.

Keywords: Corporate Governance, Agency Costs, Joint Stock Companies, Syria.

Copyright **:**Tishreen University journal-Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

***Professor, Business Administration Department, Faculty Of Economics, Tishreen University, Latakia, Syria. koussay.ammar@tishreen.edu.sy)**
**** Assistant Professor, Faculty Of Administration Sciences, Al-Sham Private University, Latakia, Syria. y.w.foas.LAT@aspu.edu.sy)**

حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة
(دراسة ميدانية على الشّركات المساهمة السّورية)

الدكتور قُصي علي عمَّار *

الدكتور يوسف أحمد وقاف **

(تاريخ الإيداع 12 / 3 / 2023. قُبِل للنشر في 15 / 5 / 2023)

□ ملخّص □

يتناول هذا البحث دور حوكمة الشركات في التخفيف من مشكلة الوكالة في الشّركات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّوريّة خلال الفترة (2012-2021). ويتمثل الهدف الرئيس للبحث في دراسة العلاقة بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات (الملكية الإدارية؛ وملكية المساهمين الكبار؛ وحجم مجلس الإدارة؛ واستقلالية مجلس الإدارة؛ والفصل بين منصبي رئيس المجلس والمدير التنفيذي؛ والتمويل بالدين)، وبين معدل دوران الأصول كمقياس معكوس لتكاليف الوكالة. استخدم الباحثان المدخل المنهجي (الفرضي – الاستنباطي) لصياغة فرضيات البحث، ومن أجل اختبارها، تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي. حيث أظهرت النتائج أن متغيرات الملكية الإدارية؛ والفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي؛ والتمويل بالدين تلعب دوراً مهماً في التخفيف من تكاليف الوكالة في بيئة الأعمال السورية. في حين يعتمد دور مجلس الإدارة على العلاقة الطردية بين حجمه وحجم الشركة. كما يوجد تأثير عكسي لملكية كبار المساهمين على تكاليف الوكالة. وأخيراً، لا يوجد أي تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة. من أهم توصيات البحث ضرورة التوعية بمخاطر تكاليف الوكالة على مستوى كافة الأطراف المعنية: مجالس الإدارات، والمحاسبين، ومدققي الحسابات، والمستثمرين، والجهات الإشرافية والرقابية.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، تكاليف الوكالة، الشركات المساهمة العامة، سورية.

حقوق النشر : مجلة جامعة تشرين- سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY-NC-SA 04

* أستاذ – قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.
koussay.ammar@tishreen.edu.sy

** مدرس – قسم الموارد البشرية – كلية العلوم الإدارية – جامعة الشام الخاصة – اللاذقية – سورية.
y.w.foas.LAT@aspu.edu.sy)

مقدمة:

مع موجة الأزمات المالية والاختلاسات في البورصة التي ضربت أسواق الدول الناشئة في نهاية الألفية الماضية وكبريات الشركات في الدول المتقدمة، منها فضائح شركات (Parmalat, Enron, WorldCom)، وما ترتب عليها من خسائر ضخمة لأصحاب المصالح، تزايد الاهتمام بحوكمة الشركات وازداد ربطها بتكاليف الوكالة للحفاظ على العلاقة بين المساهمين والإدارة التنفيذية وأصحاب المصالح الآخرين وحماية مصالحهم. لقد عرف (Jensen and Meckling, 1976) الوكالة بأنها "عقد يقوم بموجبه شخص (أو أكثر) (المُوكل) بتعيين شخص آخر (أو أكثر) (الوكيل) لإنجاز بعض الأعمال نيابة عنه، على أن يقوم المُوكل بتفويض الوكيل في اتخاذ القرارات". وقد ينتج عن هذه العلاقة تضارب في المصالح بين الملاك (الموكلين) والمدراء (الوكلاء)، وهو ما يعرف بمشكلة الوكالة (Agency Problem). فعلى سبيل المثال عند سعي كل من الملاك والمدراء لتعظيم ثرواتهم، قد تتضارب مصلحة الملاك والمدراء حول المخصصات المالية للمدراء ومدى كفايتها. في هذا السياق، جاءت نظم الحوكمة في شكل مجموعة من الممارسات المبنية على أسس وقواعد لتنظيم العلاقة بين الملاك والمدراء وبقية أصحاب المصلحة بما يكفل للمنظمة تحقيق أهدافها.

وتأتي هذه الدراسة لتنهج النهج نفسه لدراسة (Jensen and Meckling, 1976) في محاولة لتسليط الضوء على دور آليات حوكمة الشركات الداخلية في التخفيف من التكاليف الناتجة عن الفصل بين الإدارة والملكية في بيئة الأعمال السورية، ولتحقيق هذا الهدف فقد تم إجراء الدراسة على عينة من الشركات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّوريّة خلال الفترة (2012–2021)، حيث تم استخدام معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة، فيما تم استخدام هيكل الملكية، ومجلس الإدارة، والهيكل التمويلي كآليات داخلية لحوكمة الشركات وبوجود حجم الشركة كمتغير ضابط للتحقق من مدى تأثر العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة بحجم الشركات.

الدراسات السابقة:

جاءت هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت الأبعاد المختلفة لحوكمة الشركات وكذلك الآليات التي تعتمد عليها في تخفيض تكلفة الوكالة.

أولاً: في ما يتعلق بالدراسات العملية لدور هيكل الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة، فقد بينت دراسة (حمدان وأخرون، 2016)، أن مكونات هيكل الملكية تؤدي دوراً سلبياً في تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين. أما دراسة (Allam, 2018)، فقد خلصت إلى أن الملكية الإدارية وتركيز الملكية تلعب دوراً مهماً في التخفيف من تكاليف الوكالة. في حين أظهرت دراسة (Siddiqui *et al.*, 2013)، من خلال نسبتي استخدام الأصول وسيولة الأصول لقياس تكاليف الوكالة في 120 شركة مدرجة في شركة كراتشي، وجود علاقة إيجابية بين أنشطة لجنة المراجعة ونسبة استخدام الاصول، ووجود علاقة سلبية مع تركز الملكية.

ثانياً: بالنسبة لخصائص مجلس الإدارة، فقد خلصت كل من دراسة (Hermalin and Weishach, 2003) ودراسة (Yermack, 1996)إلى أن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وربحية الشركات، بسبب أن زيادة حجم المجلس يزيد من صعوبات الاتصال والتنسيق. فيما خلص (Siddiqui *et al.*, 2013) و(Ramadan,2010) إلى أن العلاقة بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وكفاءة المجلس هي علاقة ايجابية، بسبب أن العدد الكبير يوفر خبرات متنوعة للمجلس.

كما أشارت دراسة (Goyal and Park, 2001) إلى أن الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة يقوض عمل المجلس ويبطئ من سرعة قراراته في معالجة الانخفاض في أداء الشركة. وعلى النقيض من ذلك فقد توصلت دراسة (Coleman and Biekpe, 2006) و(Ramadan, 2010) إلى وجود علاقة ايجابية بين الأداء المالي للشركة وعدم الازدواجية بين المنصبين بسبب التخلص من تكاليف الوكالة بينهما وسرعة تنفيذ القرارات. وخلصت دراسة (Leng, 2004) ودراسة (Denis and McConnell, 2003) إلى أن زيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يلعب دوراً رقابياً مهماً لمصلحة صغار المساهمين ويزيد من درجة مساءلة الشركة، ويخلق نوعاً من التوازن بين المدراء التنفيذيين ومجلس الإدارة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة.

ثالثاً: يُنظر إلى التمويل بالاقتراض على أنه وسيلة ضغط على المدراء. فقد أشارت دراسة (Jensen and Meckling, 1976)، إلى أن الاقتراض يقوض من نزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الشخصية من خلال استغلال الأموال الحرة، وبالتالي يخفض من تكاليف الوكالة. أما دراسات (Aghion and Bolton, 1997)، (Florackis, 2005)، و (Ramadan, 2010) فقد خلصت إلى أن الدائنين عادة ما يفرضون سلطتهم على الشركات ذات نسبة المديونية المرتفعة في حال كانت الأرباح منخفضة أو كلما كانت الشركة تتعرض لحالة عسر مالي أكبر مما يقلل من سيطرة المدراء على الشركة لمصلحة الدائنين، وهذا الوضع يدفع باتجاه مصلحة المساهمين.

مشكلة البحث:

تمتد الحاجة إلى ممارسة الحوكمة في الاقتصاديات النامية والصاعدة والمتحولة إلى ما هو أبعد من حل المشاكل الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة، إذ تتعرض هذه الاقتصاديات بصفة مستمرة لمسائل مثل نقص حقوق الملكية وعدم تنفيذ التعاقدات (Catherine et Sullivan, 2002). أن معظم قواعد الحوكمة في سورية تتواجد في نسيج من القوانين ولاسيما تلك المُنظمة للنشاط الاقتصادي، ولكن نقطة الضعف التي تعاني منها سورية ليس تشريع القانون بحد ذاته، وإنما التراخي في تطبيق هذا القانون. وفي سورية رغم أن هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الحوكمة في الفترة الأخيرة، إلا أنها لم تتناول تفاصيل العلاقة التأثيرية لتطبيق الحوكمة على متغيرات اقتصادية ومحاسبية خاصة بالشركة مثل تكاليف الوكالة. بناءً على ما تقدم، يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الآتي:

"**هل يوجد تأثير لحوكمة الشركات من خلال آلياتها الداخلية في تخفيض تكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021)؟**"

ويتفرع عنه مجموعة من الأسئلة الآتية:

1. هل يوجد تأثير للملكية الإدارية كآلية داخلية لحوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012-2021)؟

2. هل يوجد تأثير لملكية المساهمين الكبار كآلية داخلية لحوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012-2021)؟

3. هل يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012-2021)؟

4. هل يوجد تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012-2021)؟

5. هل يوجد تأثير للفصل بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي كآلية داخلية لحوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012–2021)؟

6. هل يوجد تأثير للهيكل التمويلي كآلية داخلية لحوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012–2021)؟

أهمية البحث وأهدافه:

تتجلى أهمية البحث في التأكيد على الأخذ بمفاهيم ومبادئ وقواعد الحوكمة، وذلك للاستفادة وتجنب ما حدث للعديد من الشركات العملاقة في الكثير من دول العالم من انهيارات مالية، نتيجة للممارسات الخاطئة والتلاعب في التقارير المالية وفقدها للمصداقية مما أثر سلباً على ثقة المستثمرين.

كما تتجلى أهمية البحث في كونه يندرج ضمن الدراسات القليلة في سورية (في حدود علم الباحثان)، والتي عالجت موضوعاً على قدر كبير من الأهمية ألا وهو دور حوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة. ويعد هذا البحث امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت تقييم تطبيقات نظم الحوكمة في البيئات المختلفة وتحليل أثرها في تخفيض تكاليف الوكالة.

ويتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في دراسة العلاقة بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات المتمثلة بـ: الملكية الإدارية؛ وملكية المساهمين الكبار؛ وحجم مجلس الإدارة؛ واستقلالية مجلس الإدارة؛ والفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي؛ والتمويل بالدين (كمتغيرات مستقلة)، وبين معدل دوران الأصول كمقياس معكوس لتكاليف الوكالة في عينة من الشّركات المُساهمة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّوريّة خلال الفترة (2012–2021).

الإطار النظري لدور آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة (فرضيات البحث):

أكد العديد من الباحثين أن من أهم العوامل التي فرضت قضية الحوكمة هي سيطرة المديرين التنفيذيين على مقدرات الشركات، واستغلالها لصالحهم بالدرجة الأولى، وذلك إما لضعف مجالس الإدارة أو بالتواطؤ معها، الذي يكون أعضاؤه من كبار المساهمين. وبالتالي تحقق ما تنبأ به آدم سميث في كتابه «ثروة الأمم» عام (1776)، حيث أكد إن مديري الشركات المساهمة لا يمكن أن يتوقع منهم مراقبتها بالحماس نفسه الذي يراقب فيه الشركاء في شركة خاصة مصالحهم عادة (Becht *et al.*, 2003). تستند حوكمة الشركات في الفكر التنظيمي إلى مجموعة من النظريات أهمها نظرية الوكالة (Agency Theory) التي يعود الفضل في تطويرها إلى (Jensen and Meckling, 1976) حين قدما تعريفاً لعلاقة الوكالة على الشكل الآتي: هي علاقة بموجبها يلجأ شخص (صاحب الرأسمال) يسمى الأصيل (Principal) لخدمات شخص آخر يسمى الوكيل (Agent) لكي يقوم بالنيابة عنه ببعض المهام، الأمر الذي ينطوي على تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات من الأصيل الى الوكيل (Ammar, 2018) إن نظرية الوكالة أثارت مسألة مهمة تتعلق بالفصل بين الملكية التي تعود للمساهمين ومهمة اتخاذ القرار والإدارة الموكلة للمديرين الذين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل لصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم وخلق القيمة مقابل أجور يتقاضونها. تقوم نظرية الوكالة على فرضية اختلاف الطبيعة السلوكية والتكوينية وكذلك الأهداف بين المديرين والمساهمين، الأمر الذي يؤدي إلى خلق صراع منفعة في البداية بين هذين الطرفين لتتعداه فيما بعد لباقي الأطراف الأخرى. يلجأ المدير حسب هذه النظرية لوضع استراتيجيات (Entrenchment) تحميه وتحفظ له حقوقه عن طريق استغلال نفوذه، وشبكة العلاقات بالموردين والعملاء وكذلك حجم المعلومات التي يستقبلها المدير قبل غيره، وبذلك فهو يفضل تحقيق مصالحه

وأهدافه الشخصية أولاً قبل مصالح المنظمة (خاصة الحفاظ على قيمته في سوق العمل). ووفقا لـ (Jensen and Meckling, 1976) يترتب على مشكلة الوكالة ثلاثة أنواع من التكاليف:

- تكلفة الرقابة: تكلفة الآليات الرقابية على سلوك المدراء لضمان تعظيم قيمة المساهمين.
- تكلفة الثقة: تتمثل في الإجراءات التي يقوم بها المدير من أجل أن يؤكد أنه شخص موثوق به وقادر على الوفاء بوعده للمساهمين.
- تكلفة الفرصة البديلة: فهي عبارة عن الانحرافات بين القرارات التي يتخذها المدير والقرارات التي كان يتعين عليه اتخاذها والتي من شأنها تعظيم ثروة المساهمين.

لمواجهة هذا الانحراف الذي تعتبره النظرية إخلالاً بشروط العقد الذي يربط المدير بالشركة يلجأ المساهمون وللحفاظ على مصالحهم إلى تعديل سلوك المدير السلبي باتخاذ تدابير تقويمية ورقابية عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية داخلية تعتمد على مجالس الإدارة، الرقابة التبادلية بين المديرين وكذلك الرقابة المباشرة للمساهمين، وأخرى خارجية ممارسة من طرف الأسواق.

في هذه الدراسة تم التَّركيز على بعض الآليات الداخلية لحوكمة الشركات وتأثيرها على تكاليف الوكالة، كما تم تطوير الفرضيات بناءً على مراجعة الأدبيات التي تمت مناقشتها سابقاً، وذلك كما يأتي:

أولاً. هيكل الملكية:

لقد تزايد اهتمام الباحثين في الآونة الأخيرة بدراسة مدى تأثير اختلاف هياكل الملكية على جوانب الأداء المختلفة للشركات المساهمة. فقد أصبحت تركيبة هيكل الملكية إحدى الآليات الفعالة لحوكمة الشركات والتي تؤثر على أداء الشركات وقيمتها. وسيتم تحليل هيكل ملكية الشركات عينة الدراسة من خلال دراسة:

1. الملكية الإدارية:

يقصد بهذه الآلية امتلاك المديرين وأعضاء مجلس الإدارة لجزء من أسهم رأس مال الشركة. وقد أشار (Jensen and Meckling, 1976) و (Fama, 1980) إلى أن فاعلية هذه الآلية في الرقابة على تكاليف الوكالة والحد من سلوك الإدارة غير المرغوب فيه يعتمد على نسبة تركيز الأسهم عند الإدارة. حيث وجد هؤلاء الباحثين أن انخفاض نسبة تركيز الأسهم في الإدارة إنما يعني زيادة اتجاهها نحو تحقيق منافعها على حساب مصالح حملة الأسهم، وذلك من خلال استغلال نظام الحوافز والمكافآت أو العمل على تكوين شهرة إدارية عن طريق الاستفادة من مساحة الحرية المتاحة لها في الاختيار من بين السياسات المحاسبية والممارسات المهنية (وسائل تمهيد الدخل)، الأمر الذي يضمن لها الاستقرار الوظيفي ويحقق لها المكاسب المباشرة وغير المباشرة. بناء على ما سبق، يمكن تطوير الفرضية الآتية:

الفرضية الأولى: يوجد تأثير معنوي للملكية الإدارية كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).

2. نسبة ملكية كبار المساهمين:

حسب الأدب النظري لحوكمة الشركات، يمكن أن يكون لملكية كبار المساهمين تأثيرين مختلفين. من الناحية الأولى وحسب (Grossman and Hart, 1988) يمكن للمساهمين القيام بدور فعال في مراقبة الإدارة، وبشكل عام فإنه كلما زادت نسبة مساهمة المستثمر كلما زادت القدرة والحافز لديه للرقابة على أداء إدارة الشركة بهدف حماية مصالحه. إلا إنه من الناحية العملية ليس لكل المساهمين الحافز والقدرة على القيام بهذا الدور الرقابي، حيث ان صغار المساهمين يمتلكون حوافز أقل لمراقبة الإدارة بفعل محدودية منافعهم من هذه الرقابة، مقارنة بكبار المساهمين الذين

ينتفعون بشكل أكبر منها (Shleifer and Vishny, 1997). كما خلصت دراسة Shleifer and Vishny, (1986) إلى أنه يمكن لكبار المساهمين منع تقديم عرض استحواذ (عمليات السيطرة الخارجية)، وبالتالي جعل المديرين يشعرون بالأمان أكثر حول مراكزهم، فتَّركز الملكية قد تساعد في الحد من مشكلة الوكالة الإدارية من خلال وجود المساهم الكبير المسيطر. ومن ناحية أخرى، يمكن أن يقوم المساهم الكبير باستغلال موارد المنظمة لمصلحته (ظاهرة الأرباح الخاصة)، الأمر سوف ينعكس بشكل سلبي على قيمة الشركة. حيث تشير بعض الدراسات السابقة إلى احتمالية نشوء علاقة تعاون بين المساهمين الكبار، وبالتالي لا يمكن اعتبار كبار المساهمين مراقبين لبعضهم البعض. بدلاً من ذلك، يُنظر إليهم على أنهم أطراف مؤثّرة لديهم القدرة والحافز لإدارة المنظمة بالطريقة التي تخدم مصالحهم على حساب مصالح صغار المساهمين (Burkart *et al.*, 1997). بناء على ما سبق، يمكن تطوير الفرضية الآتية:

الفرضية الثانية: يوجد تأثير معنوي لملكية كبار المساهمين كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).

ثانياً. مجلس الإدارة:

أشارت الدراسات السابقة التي أجريت حول حوكمة الشركات إلى أهمية مجلس الإدارة في الرقابة، وأن فعاليته كإحدى آليات الحوكمة تعتمد على:

1. حجم مجلس الإدارة:

ركزت العديد من الدراسات على أن مجالس الإدارة ذات الحجم الكبير أكثر فعالية من مجالس الإدارة ذات الحجم الصغير (Fama and Jensen, 1983 ; Jensen,1993). حيث أن المجالس الكبيرة تساعد على تقوية العلاقة بين الشركة وأصحاب العلاقة بها وذلك من خلال تنوع الخبرات لأعضاء المجلس وزيادة قدرتهم على التعامل مع البيئة المحيطة بشكل أفضل مما يساعدهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية للشركة بالشكل الأمثل، وبناء الهوية المؤسسية لها وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة للشركة. ومن ناحية أخرى، فإن نظرية الوكالة تؤيد أنه كلما كان حجم مجلس الإدارة أكبر كلما كان أقل كفاءة في إدارة الشركة والرقابة على أنشطتها بسبب أن عمليات التنسيق والاتصال وصنع القرار في المجالس الكبيرة تكون أكثر صعوبة وتعقيداً منها في المجالس الصغيرة (Hermanlin and Weisback, 2003; Yermark, 1996).

الفرضية الثالثة: يوجد تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).

2. استقلالية مجلس الإدارة (الأعضاء غير التنفيذيين):

تُعتبر درجة استقلالية مجلس الإدارة ونسبة المديرين المستقلين في بؤرة اهتمام كافة إرشادات الحوكمة التي تم نشرها في مختلف دول العالم، فحسب " قواعد حوكمة الشركات المساهمة" الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام (2008)، أن "العضو المستقل هو العضو الذي يتمتع بالاستقلالية التامة"[5]، وأن "العضو غير التنفيذي هو عضو مجلس الإدارة الذي لا يكون متفرغاً لإدارة الشركة، أو لا يتقاضى منها راتباً شهرياً أو سنوياً". وتشير نظريات حوكمة

[5] **تنتفي صفة الاستقلالية عن عضو مجلس الإدارة في أي من الحالات الآتية http://scfms.org.sy: إذا كان يعمل أو كان قد عمل لدى الشركة خلال السنوات الثلاث الأخيرة السابقة لتاريخ ترشحه لعضوية المجلس.؛ إذا كان من أقرباء أي من أعضاء مجلس الإدارة في الشركة؛ إذا كانت له أو لأقاربه علاقة ينتج عنها تعاملات مالية مع الشركة أو مع أي شركة من مجموعتها؛ إذا كان هو أو أحد أقاربه شريكاً لمفتش حسابات الشركة خلال السنوات الثلاث السابقة لتاريخ ترشحه لعضوية المجلس.**

الشركات إلى أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يساهمون في التخفيف من تكاليف الوكالة من خلال زيادة قدرة المجلس على الحد من نزعة الإدارة لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، ومن خلال ممارسة المجلس المستقل لحقوقه الرقابية والقيام بدوره كصانع مستقل للقرارات يهدف إلى الوصول بالشركة لتحقيق الأداء الأفضل (Jensen and Meckling, 1976). في المقابل، وجدت بعض الدراسات التجريبية علاقة عكسية بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة الوكالة، حيث يمكن أن يؤدي ازدياد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى ضعف درجة التنسيق بين الأعضاء، وإلى ازدياد الأعضاء الأقل دراية بتفاصيل عمل الشركة، وهو ما يمكن أن يخفض فاعلية دور المجلس الرقابي على الإدارة ومن ثم ارتفاع تكلفة الوكالة (Nguyen *et al.,* 2020). وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية الرابعة: يوجد تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).

3. الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة:

يُنظر إلى الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة على إنه أحد مؤشرات الحوكمة القوية. حيث أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة يوسع من صلاحيات وسلطة المدير التنفيذي للشركة ويضعف من الدور الرقابي لمجلس الإدارة، وبالتالي تصبح عملية تقييم المدير التنفيذي والاستغناء عنه عملية صعبة على مجلس الإدارة، مما يؤدي إلى أثار سلبيه على أداء الشركة وزيادة في تكاليف الوكالة (Capy and Hirigoyen, 2005). بناء على ما سبق، يمكن تطوير الفرضية الآتية:

الفرضية الخامسة: يوجد تأثير معنوي للفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).

ثالثاً. الهيكل التمويلي:

يشير مصطلح الهيكل التّمويلي إلى كافة أنواع مصادر التّمويل المستخدمة في تمويل إجمالي أصول الشّركة، وحسب (Rajan et Zingales, 1995) يمكن قياس مفهوم الهيكل التّمويلي باستخدام نسبة المديونية أو ما يُعرف بالرفع المالي (التمويل بالدين). وتشير أدبيات حوكمة الشركات إلى أهمية التمويل بالدين كوسيلة لتخفيف مشكلة الوكالة في الشركات على النحو الآتي:

- يُعد التمويل بالدين من أكثر السبل فاعلية في الحد من قدرة الإدارة على استغلال التدفقات النقدية الحرة لتحقيق أهدافها على حساب المساهمين، وذلك لأن التمويل بالدين يضع قيوداً لا يستهان بها على الإدارة من خلال تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس في حالة عدم السداد؛ وبالتالي تنخفض قدرة المدراء على الاستثمار في مشاريع غير مجدية اقتصاديا فتنخفض تكاليف الوكالة لدى الشركة (Jensen, 1986).

- أن زيادة مستوى الرفع المالي في الشركات يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة؛ وذلك بسبب خوف المدراء من احتمالات الإفلاس التي تسبب خسائر مادية ومعنوية للشركة ككل وللمدراء بشكل خاص، سواء كان ذلك من ناحية سمعتهم أو الرواتب والحوافز الممنوحة لهم (Myers and Majulf, 1984).

- من وجهة نظر نظرية الإشارة (Stulz, 1990)، أن الإعلان عن اتفاقية قرض للشركة يرسل إشارات ايجابية لسوق الأسهم عن قدرات الشركة المالية المستقبلية، الأمر الذي يؤدي إلى تضييق فجوة المعلومات بين المدراء التنفيذيين

والمستثمرين الخارجيين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة الناشئة عن عدم تجانس المعلومات. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية السادسة: يوجد تأثير معنوي للهيكل التّمويلي (التمويل بالدين) كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012–2021).

منهجية البحث:

لتحقيق أهداف البحث، تمّ استخدام المدخل الاستنباطي لصياغة فروض البحث، ومن أجل اختبار العلاقات المُفترضة بين متغيرات البحث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية بواسطة برنامج (SPSS) وقد تم اعتماد مستوى المعنوية 5% (أي فترة الثقة 95%) لقبول الفرضيات أو رفضها.

جدول رقم (1): الشّركات الداخلة في عينة البحث

الخدمات	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	العربية السّورية للمنشآت السياحية	الشركة الأهلية للنقل
الصناعة	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	شركة إسمنت البادية	الشركة التجارية للصناعة والتبريد
الزراعة	شركة بركة للإنتاج الزراعي والحيواني	الشركة العربية السورية لتنمية المنتجات الزراعية	الشرق الأدنى لمنتجات الزيتون
	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات		
الاتصالات	سيريتل موبايل تيليكوم	MTN سورية	

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات هيئة الأوراق والاسواق المالية السورية: www.scfms.sy ؛ تم الاطلاع في: 24 تشرين الثاني 2022

مجتمع وعينة البحث: يتكون مجتمع البحث من الشّركات المساهمة العامة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية، والبالغ عددها (51) شركة، موزعة على: (15) مصرف؛ و(7) شركات تأمين؛ و(9) شركات في قطاع الخدمات؛ و(6) شركات في قطاع الصناعة؛ و(7) شركات في قطاع الزراعة؛ و(2) في قطاع الاتصالات؛ و(5) في قطاع الصرافة. أما عينة البحث فتتكون من (12) شركة، والسبب في ذلك يعود إلى استبعاد شركات القطاع المالي (المصارف وشركات التأمين وشركات الصرافة وعددها 29 شركة) لخصوصية هذا القطاع بالإضافة إلى عدم توفر البيانات المالية الضرورية للدراسة عن (10) شركات (موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية). علماً أنّه بلغ حجم عينة الدراسة (25%) من إجمالي الشّركات المساهمة العامة السّورية. حيث بلغ عدد المشاهدات (840) مشاهدة (عدد المشاهدات = عدد الشركات × عدد المتغيرات × عدد سنوات الدراسة، عدد المشاهدات = 12 × 7 × 10 = 840). والجدول الآتي يُوضح أسماء الشّركات ضمن عينة البحث. وتم جمع البيانات اللازمة لإتمام هذه الدراسة الميدانية من التقارير المالية السنوية للشّركات محل الدراسة.

أنموذج الدراسة:

من أجل اختبار العلاقات المُفترضة بين متغيرات البحث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) ، حيث يتضمن هذا الأنموذج خصائص كل من البيانات المقطعية (Cross Sectional Data)، والسلاسل الزمنية (Time Series Data)، ويتميز هذا الأسلوب بأنه يأخذ بعين الاعتبار أثر كل من العوامل الفردية وعامل الزمن عند تقديره لمعادلات الانحدار. حيث تم قياس المتغير التابع (معدل دوران الأصول) ليعبر عن معكوس تكاليف الوكالة الإدارية في العام 2021، فيما تم حساب المتغيرات المستقلة (آليات حوكمة الشركات) كوسط حسابي خلال فترة الدراسة الممتدة من 2012 إلى 2021، بهدف التخفيف من مشكلة التقلبات قصيرة الأجل والقيم المتطرفة في البيانات، كما يساعد هذا الأسلوب في التخفيف من إمكانية ظهور علاقات تعكس تأثر معدل دوران الأصول بعوامل خاصة للشركة بحيث يصعب معها تعميم النتائج، وهو نفس الأسلوب الإحصائي المتبع في دراسة (Rajan and Zingales, 1995). ويمكن وضع الأنموذج بصيغته الرياضية كما يأتي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 X_{6it} + \beta_7 X_{7it} + \varepsilon_{it}$$

حيث :

i = 1، 2، 3، 4، 5،.....، 12. : وهي عبارة عن الشّركة (i) في السلسلة المقطعية (Cross-Section).

t = 1، 2، 3، .....، 10: وهي عبارة عن الزمن (t) في السلسلة الزمنية (Time- Series) خلال الفترة (2012-2021).

<u>المتغير التابع</u>

Y_{it}: معدل دوران الأصول كمؤشر معكوس لتكاليف الوكالة، وذلك تمشياً مع دراسة(Ang *et al.*, 2000) و(Mcknight and Weir, 2009)، حيث يمكن اعتبار معدل دوران الأصول مقياس لفعالية قرارات الاستثمار في الشركات وقدرة إدارتها على توجيه الأصول إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية، فالشركات ذات معدل دوران الأصول المنخفضة تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، بسبب اتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو استخدام الأموال لشراء أصول غير مدرة للدخل.

<u>المتغيرات المُستقلة:</u>

- **X_1 : الملكية الإدارية في أسهم الشركة**، حيث تم قياسه بنسبة مجموع عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في الشركة إلى مجموع الأسهم المصدرة (Siddiqui *et al.*, 2013).
- **X_2 : ملكية المساهمين الكبار في الشركة**، حيث تم قياسه بنسبة الأسهم التي يمتلكها كبار المساهمين إلى رأس المال المدفوع للشركة على اعتبار أن كبار المساهمين هم الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة. (Siddiqui *et al.*, 2013) و(Ramadan, 2010).
- **X_3 : حجم مجلس إدارة الشركة**، وسوف يتم قياسه من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة وقد استخدم هذا المتغير في دراسة (Siddiqui *et al.*, 2013).

– X_4 : **استقلالية أعضاء مجلس إدارة الشركة**، تم قياس استقلالية مجلس الإدارة بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين وغير ذوي المصالح الشخصية مع الشركة إلى مجموع أعضاء مجلس الإدارة (Siddiqui *et al.*, 2013).

– X_5 : **الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة**، في حال تحقق هذا المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0) (Siddiqui *et al.*, 2013).

– X_6 : **الهيكل التمويلي**، سوف يتم قياسه بنسبة الرفع المالي أي إجمالي الديون على إجمالي الأصول (Ramadan, 2010).

المتغيرات الضابطة:

X_7 : **حجم الشركة**، سوف يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة (Siddiqui *et al.*, 2013). حيث تم تقسيم الشركات محل الدراسة إلى مجوعتين حسب الحجم، الشركات التي حصلت على قيمة للوغاريتم الطبيعي لمجموع أصولها أكبر من (5) صنفت كشركات كبيرة الحجم، وأما الشركات التي حصلت على قيمة للوغاريتم الطبيعي أصغر أو يساوي (5) صنفت كشركات صغيرة الحجم.

النتائج والمناقشة:

قبل القيام بالتحليل الاحصائي لبيانات الدراسة، قام الباحثان بفحص صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

اختبار مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity):

إن قوة الأنموذج الخطي العام تعتمد أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وإذا لم يتحقق هذا الشرط، فإن الأنموذج الخطي عندئذ لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره جيداً لعملية تقدير المعلمات، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على قيمة معامل تضخيم التباين (Variance Inflationary Factor) (VIF)، ويبين هذا الاختبار الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى. من خلال بيانات الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة هي دون (5)، مما يعني أن نماذج الدراسة تخلو من مشكلة التداخل الخطي.

اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation):

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في أنموذج الدراسة إذا كانت المشاهدات المتجاورة مترابطة، مما سيؤثر على صحة الأنموذج، إذ سيكون أثر المتغيرات على المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط. وللتحقيق من ذلك تم استخدام اختبار (Durbin Watson D–W)، وتتراوح قيمة هذه الإحصائية بين (0 – 4). من خلال بيانات الجدول رقم (3)، نلاحظ أن قيمة إحصائية (D–W) تساوي (2.471) وتقع ضمن المجال (1.5–2.5) مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين القيم المتجاورة للمتغيرات يؤثر على صحة الأنموذج، وعليه فإن أنموذج الدراسة المقترح صحيح.

الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث:

من خلال الجدول (2)، نلاحظ بأن الشركات المساهمة السورية حققت متوسط لمعدل دوران الاصول (Agency Cost) بلغ حوالي (12%)، مع وجود تباين متوسط بين الشركات كما يظهر من الانحراف المعياري الذي بلغ (0.26)، مما يعد دليلاً على وجود مستوى جيد لإدارة الشركات السّورية محل الدراسة لأصولها خلال فترة الدراسة.

وفيما يتعلق بآليات حوكمة الشركات، فقد بلغ متوسط الملكية الإدارية (نسبة مجموع عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى مجموع الأسهم المصدرة) حوالي (40%). كما تتميز هياكل الملكية في الشركات السّورية محل الدراسة بوجود أكثر من مساهم كبير (أي ما يسمى هياكل الملكية المعقدة ، Complex

Ownership Structures)، إذ أن غالبية أعضاء مجالس إدارات هذه الشركات هم من كبار المساهمين. حيث بلغ متوسط ملكية كبار المساهمين (50%)، الأمر الذي يدل على احتمالية وجود سيطرة مرتفعة لأقلية مالكة على مجمل قرارات الشركة، وهذا ما يؤكده إلى حد ما نتائج تحليل مبدأ استقلالية أعضاء مجلس الإدارة (X_5)، حيث أن حوالي (85%) من إجمالي مشاهدات العينة التزمت بهذا المبدأ أي أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة متوسطة مما يمكن النظر إليه كنتيجة حتمية لتفرد كبار المساهمين في اتخاذ القرارات.

الجدول رقم (2): الإحصاء الوصفي لمعدل دوران الأصول وآليات حوكمة الشركات

الجزء الأول: المتغيرات المتصلة (Continuous Variables)				
Std. Deviation	**Mean**	**Maximum**	**Minimum**	**Variables**
0.2601	0.1224	1.8000	−0.1200	**Y_{it}: معدل دوران الأصول**
0.2988	0.4040	0.9970	0.0001	**X_1: الملكية الإدارية**
0.3191	0.5060	0.9700	0.0000	**X_2: ملكية المساهمين الكبار**
1.0041	6	7	5	**X_3: حجم مجلس الإدارة**
0.2301	0.8536	1.0000	0.2500	**X_4: استقلالية مجلس الإدارة**
0.3489	0.4389	2.2323	0.0326	**X_6: الهيكل التمويلي**
الجزء الثاني: المتغيرات المنفصلة (Dichotomous variables)				
Percent	***Frequency***	**Variables**		
% 100	120	**X_5: الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي**		

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

كما بلغ متوسط عدد أعضاء مجالس الإدارة ستة أعضاء، أي أن الشركات محل الدراسة تمتثل للمحددات القانونية التي تنص على أن ألا يقل عدد أعضاء المجلس عن خمسة وألا يزيد عن ثلاثة عشر (هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية. تقرير حوكمة الشركات، 2021). كما أظهرت نتائج الدراسة التزام مطلق بمبدأ "الفصل بين واجبات رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي". الأمر الذي يُشير إلى أن الشركات المساهمة السّورية محل الدراسة قطعت شوطاً في تطبيق قواعد الحوكمة.

وأخيراً، بلغ المتوسط الحسابي لحجم المديونية (43,89 %)، وهذا المعدل يشير إلى أن تركيبة الهيكل التّمويلي للشّركات السّورية محل الدّراسة تُقارب الصيغة النظرية المثلى (50% أموال خاصة، 50% ديون)، والتي تُعتبر نسبة مقبولة من قبل الدائنين. وهذا الوضع يمكن الاستفادة منه في حال أظهرت النتائج وجود تأثير للتمويل بالدين على التخفيف من تكاليف الوكالة.

اختبار فرضيات البحث:

يهدف البحث لاختبار العلاقة بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات المتمثلة بـ: الملكية الإدارية، وملكية المساهمين الكبار، وحجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، والتمويل بالدين (كمتغيرات مستقلة)، وبين معدل دوران الأصول كمقياس معكوس لتكاليف الوكالة. يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) في معدل دوران الأصول للشركات المساهمة العامة السّورية. أي:

H_0: $\beta_n = 0$ ، حيث β_n : معامل انحدار المتغير n في نموذج الدراسة (n= 1، 2، 3، 4، 5، 6).

من الجدول رقم (3)، نلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية لنموذج الدراسة، قد بلغت (0.744)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (74.4%) من التّغيرات في معدل دوران الأصول للشركات المساهمة العامة السّورية. كما يتضح من الجدول من رقم (4)، أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُّلل على معنوية الأنموذج. وبالتالي يمكننا رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر بدلالة إحصائية في معدل دوران الأصول للشركات محل الدراسة، مما يعني أن هناك مُحددات لتكاليف الوكالة في هذه الشّركات.

الجدول رقم (3): معامل الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

Model Summary				
R	**R Square**	**Adjusted R Square**	**Std. Error of the Estimate**	**Durbin-Watson**
0.862	0.744	0.725	0.0058423	2.471

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (4): اختبار معنوية نموذج الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

ANOVA					
Model	**Sum of Squares**	**Df**	**Mean Square**	**F**	**Sig.**
Regression	0.011	8	0.001	40.277	0.000
Residual	0.004	111	0.000		
Total	0.015	119			

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

أولاً. متغيرات هيكل الملكية:

تُشير نتائج الدراسة في الجدول رقم (5)، إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية ومعدل دوران الأصول في الشّركات المساهمة العامة السّورية كبيرة وصغيرة الحجم على حد سواء، ولكن مع وجود تأثير أكبر في حالة الشركات الصغيرة. حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_1) لمتغير الملكية الإدارية على معدل دوران الأصول (0.184) في الشركات الكبيرة و(0.229) في الشركات الصغيرة، الأمر الذي يدُّل على وجود تأثير أكبر لمتغير الملكية الإدارية على تكاليف الوكالة في الشركات الصغيرة مقارنة مع الكبيرة، أي أن كل زيادة بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) في الملكية الإدارية سيؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة بمقدار (0.184%) في الشركات الكبيرة، في حين يصل هذا التخفيض إلى (0.299%) في الشركات الصغيرة. وهذه النتيجة تتوافق مع أشار إليه (Jensen and Meckling, 1976) و(Fama, 1980) إلى أن فاعلية آلية "الملكية الإدارية" في الرقابة على تكاليف الوكالة تعتمد على نسبة تركيز الأسهم عند الإدارة، وهذا الأمر يتحقق بشكل أكبر في رأس مال الشركة صغيرة الحجم مقارنة برأس مال الشركة كبيرة الحجم.

كما نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) أقل من مستوى المعنوية (0.05) (الشركات الكبيرة Sig= 0.000) و(الشركات الصغيرة Sig=0.024) ، الأمر الذي يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك **نقبل الفرضية الأولى: يوجد تأثير معنوي للملكية الإدارية كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021)**. وهذه النتيجة تتوافق مع ما جاءت به الدراسات السابقة التجريبية مثل (Morck *et al.*, 1988))، و(Siddiqui *et al.*, 2013) ، و(Allam, 2018).

الجدول رقم (5): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج

	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
Constant	الشركات كبيرة الحجم	0.026	0.006		4.366	0.000		
	الشركات صغيرة الحجم	0.070	0.010		7.155	0.000		
X_1	الشركات كبيرة الحجم	0.045	0.006	0.184	7.931	0.000	0.347	2.885
	الشركات صغيرة الحجم	0.015	0.006	0.229	2.330	0.024		
X_2	الشركات كبيرة الحجم	-0.019	0.005	-0.614	-3.513	0.001	0.348	2.877
	الشركات صغيرة الحجم	-0.012	0.003	-0.450	-3.640	0.011		
X_3	الشركات كبيرة الحجم	0.000	0.001	0.044	0.522	0.047	0.742	1.348
	الشركات صغيرة الحجم	-0.007	0.001	-0.838	-4.821	0.000		
X_4	الشركات كبيرة الحجم	-0.003	0.003	-0.071	-1.004	0.320	0.951	1.051
	الشركات صغيرة الحجم	-0.001	0.003	-0.028	-0.267	0.791		
X_5	الشركات كبيرة الحجم	0.002	0.006	0.520	0.397	0.012	0.943	1.060

	الشركات صغيرة الحجم	0.005	0.006	0.478	0.713	0.009		
X_6	الشركات كبيرة الحجم	0.001	0.002	0.345	0.442	0.048	0.682	1.467
	الشركات صغيرة الحجم	0.012	0.005	0.353	2.358	0.622		

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

أما فيما يتعلق بملكية كبار المساهمين (تركز الملكية)، فقد دلّت النتائج إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ملكية كبار المساهمين ومعدل دوران الأصول في الشّركات محل الدراسة، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_2) (0.614−) للشركات الكبيرة و(0.450−) للشركات الصغيرة، الأمر الذي يدُّل على وجود تأثير قليل لمتغير ملكية كبار المساهمين على تكاليف الوكالة، أي أن كل زيادة بمقدار (1%) في ملكية كبار المساهمين يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة بمقدار (0.614%) و(0.450%) للشركات الكبيرة والصغيرة على التوالي. مما يعني أن تركز الملكية لا يُعتبر أحد أدوات حوكمة الشركات التي تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة الإدارية في بيئة الأعمال السورية. وهذه النتيجة تتعارض مع ما جاءت به الدراسات السابقة مثل (Morck *et al.*, 1988))، و(Siddiqui *et al.*, 2013) ، و(Allam, 2018). ويمكن تفسير ذلك بافتراض أن زيادة ملكية كبار المساهمين تعزز من نفوذهم، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى تزايد مشكلة الوكالة وتكاليفها. وهذا يتفق مع الأدب النظري لحوكمة الشركات الذي يعتبر ملكية المساهم الكبير قد تصبح مصدراً لمشكلة الوكالة من النوع الثاني الناتج عن تعارض المصالح بين كبار المساهمين والصغار منهم، خاصة إذا توجه المساهم الكبير إلى التّركيز على مصالحه الشخصية، ومحاولته الاستفادة من سيطرته على حساب أصحاب المصالح الآخرين ومصادرة ثروات صغار المساهمين (Shleifer and Vishny, 1986 ; Burkart *et al.*, 1997 ; Maury and Pajuste, 2005).

كما نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (*t*) أقل من مستوى المعنوية (0.05) (الشركات الكبيرة Sig= 0.001) و(الشركات الصغيرة Sig=0.011) ، الأمر الذي يدُّل على معنوية العلاقة ، لذلك **نقبل الفرضية الثانية: يوجد تأثير معنوي لملكية كبار المساهمين كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).**

ثانياً. متغيرات مجلس الإدارة:

توصلت الدراسة إلى إنه في الشركات الكبيرة فقط توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية (β_3= 0.044) بين حجم مجلس الإدارة ومعدل دوران الأصول، أي إنه كلما ازداد عدد أعضاء المجلس كلما ارتفعت نسبة الانتفاع من الأصول وبالتالي تنفض تكاليف الوكالة للشركة، وتتفق هذه النتيجة مع (Fama and Jensen, 1983; Jensen,1993 ; Florackis and Ozkan, 2008) الذين توصلوا إلى أن المجالس الكبيرة تساعد على تقوية العلاقة بين الشركة وأصحاب العلاقة بها وذلك من خلال تنوع الخبرات لأعضاء المجلس وقدرتهم على التعامل مع البيئة المحيطة بشكل أفضل مما يساعدهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية للشركة بالشكل الأمثل وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة.

أما بالنسبة للشركات الصغيرة، فإن العلاقة تصبح علاقة سالبة ودالة إحصائياً (β_3= −0.838) بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الانتفاع من الأصول. أي أنه كلما كان مجلس الإدارة صغيراً في الشركة صغيرة الحجم كلما انخفضت تكاليف الوكالة فيها، لأنه في مثل هذا النوع من المجالس تصبح عمليات التنسيق والاتصال بين أعضائه أكثر فعالية

وبالتالي تزداد كفاءة عملية صنع القرار، الأمر الذي ينعكس في النهاية على تخفيض تكاليف الوكالة. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه كل من (Hermanlin and Wesback, 2003 ; Yermark, 1996)).

كما نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) أقل من مستوى المعنوية (0.05) (الشركات الكبيرة Sig= 0.047) و(الشركات الصغيرة Sig=0.000)، الأمر الذي يدُّل على معنوية العلاقة لذلك نقبل **الفرضية الثالثة: يوجد تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).**

أما فيما يتعلق باستقلالية مجلس الإدارة، فقد أظهرت بيانات الجدول (5) وجود علاقة سالبة ولكنها غير دالة إحصائياً بين استقلالية مجلس الإدارة ومعدل دوران الأصول، أي أنه كلما ازداد عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين كلما ازدادت تكاليف الوكالة في الشركات محل الدراسة سواء كانت كبيرة أو صغيرة الحجم. ويمكن تفسير ذلك من خلال أن الأعضاء المستقلين أقل دراية بالشركة، الأمر الذي ينعكس سلباً على قدرتهم على الرقابة على الإدارة وبالتالي ارتفاع تكلفة الوكالة. وتتعارض هذه النتيجة مع ما أشارت إليه نتائج الدراسات السابقة مثل: (Denis and Sarin, 1997)، و(Leng, 2004) ، و(Denis and McConnell, 2003).

كما نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) للشركات الكبيرة والصغيرة معاً أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي **نرفض الفرضية الرابعة: يوجد تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).**

بلغت قيمة معامل الانحدار (β_5) لمتغير "الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" (0.520) للشركات الكبيرة و(0.478) للشركات الصغيرة، وهذا يدل على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين هذا المتغير ومعدل دوران الأصول، مما يعني أن الفصل بين الواجبات يلعب دوراً مهماً في تخفيض تكاليف الوكالة الإدارية بين الإدارة والمساهمين، وقد اتفقت هذه النتيجة مع نظرية حوكمة الشركات التي تعتبر الفصل بين وظيفة رئيس المجلس والمدير التنفيذي على أنه أحد مؤشرات الحوكمة القوية(Capy et Hirigoyen, 2005)).

كما نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) أقل من مستوى المعنوية (0.05) (الشركات الكبيرة Sig= 0.012) و(الشركات الصغيرة Sig=0.009) ، الأمر الذي يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك **نقبل الفرضية الخامسة: يوجد تأثير معنوي للفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي كآلية داخلية لحوكمة الشركات على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة في الشّركات المساهمة السّورية، وذلك خلال الفترة (2012-2021).** وهذه النتيجة تتوافق مع ما جاءت به الدراسات السابقة التجريبية مثل (Coleman and Biekpe, 2006) و(Ramadan, 2010).

ثالثاً. الهيكل التمويلي:

وأخيراً، جاءت نتائج الدراسة لتؤكد ما أشارت إليه أدبيات حوكمة الشركات حول أهمية التمويل بالدين كوسيلة لتخفيف مشكلة الوكالة، سواء كانت ناتجة عن عدم تجانس المعلومات المتاحة للمدراء التنفيذيين والمستثمرين الخارجيين من ناحية، أو توفر التدفق النقدي الحر للمدراء التنفيذيين من ناحية أخرى (Jensen, 1986). ولكن هذه النتيجة تنطبق على الشركات الكبيرة فقط، حيث بلغت قيمة (β_6) لمتغير الهيكل التمويلي (مقاساً بنسبة المديونية) (0.345) وهو دال إحصائياً لأن (Sig= 0.048). وهذه النتيجة تتوافق مع نتائج كل من دراسات (Aghion and Bolton, 1997;

(β_6) أما بالنسبة للشركات الصغيرة بلغت قيمة (McConnell and Servaes, 1995; Florackis, 2005). (0.353) وهو غير دال إحصائياً لأن (Sig= 0.622). الأمر الذي يمكن تفسيره بغياب الرقابة الكافية من قبل أصحاب الدين على الشركات الصغيرة المُقترضة. بناءً على ما سبق يمكن قبول **الفرضية السادسة** بالنسبة للشركات الكبيرة فقط.

الاستنتاجات والتوصيات:

قامت هذه الدراسة، وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد، بتحديد دور آليات الحوكمة في التخفيف من مشكلة الوكالة وتكاليفها لعينة (12) شركة من الشّركات المساهمة في بيئة الأعمال السورية خلال الفترة (2012–2021). وقد توصلت الدّراسة إلى الاستنتاجات الأتية:

1. جاءت نتائج تحليل الانحدار لمتغير الملكية الإدارية لتأكد ما جاءت به نظرية الوكالة من حيث فاعلية هذه الآلية في الرقابة على تكاليف الوكالة والحد من سلوك الإدارة غير المرغوب فيه. ولكن يجب الإشارة إلى أن الملكية الإدارية تصبح أكثر فعالية في التخفيف من تكاليف الوكالة في الشركات الصغيرة مقارنة بالشركات الكبيرة، وهذا يمكن تفسيره من خلال فرضية أن فاعلية آلية "الملكية الإدارية" تعتمد على نسبة تركيز الأسهم عند الإدارة، وهذا الأمر يتحقق بشكل أكبر في رأس مال الشركة صغيرة الحجم مقارنة برأس مال الشركة كبيرة الحجم.

2. لا يُعتبر تركز الملكية أحد آليات حوكمة الشركات التي تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة في بيئة الأعمال السورية. ويمكن تفسير ذلك من خلال حقيقة أن هياكل الملكية في الشركات المساهمة السّورية هي من النوع المُعقد أو ما يسمى بـ "هياكل الملكية المعقدة" (Complex Ownership Structures). والتي يكون فيها المساهم المسيطر ليس محاط بمساهمين صغار (كما في حالة هياكل الملكية المركزة)، ولكنه موجود بجانب مساهمين كبار آخرين (Blockholders). وهناك العديد من الدراسات السابقة التي قدمت نماذج نظرية درست حالة التعاون التي يمكن أن تنشأ بين المساهمين الكبار (Maury and Pajuste, 2005). أي أن المساهمين الكبار ليسوا مراقبين لبعضهم البعض. بدلاً من ذلك، يُنظر إليهم على أنهم أطراف مؤثّرة لديهم القدرة والحافز لإدارة المنظمة بالطريقة التي تخدم مصالحهم على حساب مصالح صغار المساهمين، وهو ما يؤدي إلى تزايد مشكلة الوكالة وتكاليفها.

3. حسب أدبيات حوكمة الشركات، تُعتبر آليات "الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" و"استقلالية مجلس الإدارة" من أهم آليات الحكومة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تطبيق الشركات المساهمة السّورية محل الدراسة لهاتين الآليتين كان عند المستوى المرتفع. وهذا يعكس، من جهة، وعي إدارات هذه الشركات بأهمية تطبيق ممارسات الحوكمة، بما تتضمنه من قواعد وإجراءات تشغيلية ورقابية تنعكس على الأداء المالي والتشغيلي. ومن جهة أخرى، يعكس جهود الجهات الرقابية ممثلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لنشر ثقافة الحوكمة في بيئة الأعمال السورية.

4. من بين متغيرات الدراسة، يحتل متغير "الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" المرتبة الأولى من حيث القدرة على تحفيض تكاليف الوكالة. مما يعني أن الفصل بين الواجبات يلعب دوراً مهماً في تخفيض تكاليف الوكالة الإدارية بين الإدارة والمساهمين.

5. في حين جاء متغير الهيكل التمويلي (مقاساً بنسبة المديونية) في المرتبة الثانية من حيث القدرة على تحفيض تكاليف الوكالة. وتفسر هذه النتيجة من خلال قدرة المقرضين على ممارسة السيطرة وتهذيب سلوك المديرين مع زيادة

مستوى الدين، حيث يؤدي الدفع الدوري لفوائد وأقساط الديون إلى جعل المديرين أكثر حذراً فيما يتعلق باتخاذ قرارات غير فعالة قد تعيق ربحية الشركة، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

6. توصلت الدراسة إلى أن دور مجلس الإدارة في التخفيف من مشكلة الوكالة يعتمد على العلاقة بين حجمه وحجم الشركة. ففي حالة الشركات السورية الكبيرة، يؤدي زيادة عدد أعضاء المجلس إلى الاستفادة من تنوع خبراتهم وبالتالي زيادة قدرة المجلس على اتخاذ القرارات الاستراتيجية للشركة بالشكل الأمثل. أما بالنسبة لمجالس إدارات الشركات الصغيرة فيكفي أن تضم الحد الأدنى المسموح به لعدد الأعضاء حتى تزداد فعاليتها ودورها في التخفيف من مشكلة الوكالة.

أما أهم التوصيات والآفاق المستقبلية للبحث:

1. ضرورة التوعية بمخاطر تكاليف الوكالة على مستوى كافة الأطراف المعنية: مجالس الإدارات، والمحاسبين، ومدققي الحسابات، والمستثمرين، والجهات الإشرافية والرقابية، وذلك من خلال عقد ندوات ومؤتمرات وورش عمل متخصصة لتوضيح هذه المخاطر وكيفية التخفيف منها عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية داخلية تعتمد على مجالس الإدارة، الرقابة التبادلية بين المديرين وكذلك الرقابة المباشرة للمساهمين، وخارجية ممارسة من طرف الأسواق.

2. في ظل ظروف الأزمة الراهنة التي تمر بها سورية، بات من الضروري التعاطي بجدية ووعي مع مفهوم الحوكمة، وخلق الإطار المناسب لوضعه في حيز التطبيق، وتسهيل التنفيذ الفعلي لنظام الحوكمة في الشركات المساهمة السورية. ودعوة الجامعات إلى طرح مقررات تتناول حوكمة الشركات في كليات الاقتصاد والقانون، لدعم الطالب السوري قبل دخوله سوق العمل بمستوى عال من الثقافة في موضوع حوكمة الشركات، للمساهمة في رفع مستواها داخل المنظمة التي سيعمل بها.

3. تشجيع الشركات السورية على زيادة ملكية مدراءها التنفيذيين في رؤوس أموالها، وذلك من خلال التوسع في سياسة التحفيز باستخدام خيارات أسهم الموظفين (Employee Stock Options)، وهي أحد أنواع التعويضات المؤجلة التي تقدَّم لبعض الموظفين والمدراء التنفيذيين، وتتيح لهم الحصول على أسهم في الشركة بسعر مخفض خلال فترة زمنية محددة مسبقاً.

4. ضرورة العمل على الحفاظ على حجم متوازن لمجلس الإدارة، وذلك في ضوء العلاقة الطردية بين حجم المجلس وحجم الشركة، فُينصح أن يكون عدد الأعضاء (5 أو 7) عضو في الشركات الصغيرة، و(7 أو 9) في الشركات المتوسطة، وما بين (9 و 13) في الشركات الكبيرة.

5. كانت تركيبة الهيكل التمويلي للشركات السّورية محل الدراسة حوالي (44%)، وهي أقل من الصيغة النظرية المثلى (50% أموال خاصة، 50% ديون)، وبالتالي يمكن تشجيع الشركات السورية على زيادة مستويات المديونية لديها (سواء عن طريق القروض المصرفية أو طرح السندات) حتى تستفيد من مزايا التمويل بالدين كوسيلة لتخفيف مشكلة الوكالة.

6. يقترح الباحثان إعادة الدراسة بحيث تشمل عينة الدراسة جميع الشّركات السورية المساهمة؛ أو توسيع مجال التطبيق لتشمل قطاعات أخرى (مثل قطاع الشّركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، وشركات القطاع العام). وإجراء المزيد من البحوث والدراسات للتوسع في موضوع الحوكمة وأثرها على تكاليف الوكالة، كدراسة أثر آليات داخلية أخرى مثل لجان

المراجعة ولجان التدقيق والمكافآت الإدارية. أو دراسة الجوانب والأبعاد المتعددة للحوكمة وتأثيراتها على متغيرات أخرى، مثل: مستوى الإفصاح بنوعيه الإجباري والاختياري، وظاهرة إدارة الأرباح.

References:

- AGHION, P. ; BOLTON, P. *A Theory of Trickle-Down Growth and Development*. The Review of Economic Studies, Vol. 64, N□. 2, 1997, 151-172.
- ALLAM, B. S. *The Impact of Board Characteristics and Ownership Identity on Agency Costs and Firm Performance: UK Evidence*. Emerald Publishing Limited, Vol. 18, N□. 6, 2018, 1147-1176.
- AMMAR, K. *The Impact of Corporate Governance on the Performance of the Listed Companies in Damascus Securities Exchange*. Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies - Economic and Legal Sciences Series, Vol. 40, Issue 5, 2018, 103-124.
- ANG, J.S. ; COLE, R.A. ; LIN, J.W. *Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Finance, Vol. 55, N□. 1, 2000, 81-106.
- BECHT, M. ; BOLTON, P. ; RÖEL, A. *Corporate Governance and Control*. Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1, Part A, 2003, 1-109.
- BURKART, M. ; GROMB, D. ; PANUNZI, F. *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of The Firm.* Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, N□. 3, 1997, 693-728.
- CATHERINE, L. K. ; SULLIVAN, J. *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging, and Transitional Economies*. The Center for International Private Enterprise, 2002, 1-38.
- CABY, J. ; HIRIGOYEN, G. *La création de valeur de l'entreprise*. 3nd., Economica, Paris, 2005, 200.
- COLEMAN, A. K. ; BIEKPE, N. *The Link between C0orporate Governance and Performance of the Non-Traditional Export Sector: Evidence From Ghana*. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Vol. 6, N□. 5, 2006, 609-623.
- DENIS, D. K. ; MCCONNELL, J .J. *International Corporate Governance*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 39, N□. 1, 2003, 1-36.
- DENIS, D. K. ; SARIN, A. *Agency Problem, Equity Ownership, and Corporate Diversification*. Journal of finance, Vol. 52, Issue. 1, 1997, 135-160.
- FAMA, E.F. *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, Vol. 88, N□. 2, 1980, 288-307.
- FAMA E.F. ; JENSEN M.C. *Agency Problems and Residual Claims*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, N□. 2, 1983, 327-349.
- FLORACKIS, C. *Internal Corporate Governance Mechanisms and Corporate Performance: Evidence for UK Firms*. Applied Financial Economics Letters, Vol. 1, Issue 4, 2005, 211-216.
- FLORACKIS, C. ; OZKAN, A. *Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms*. International Journal of Managerial Finance, Vol. 4, N□. 1, 2008, 37-59.
- GOYAL, V. ; PARK, C. *Board Leadership Structure and CEO Turnover*. Journal of Corporate Finance, Vol. 8, N□. 1, 2001, 49-66.
- GROSSMAN S.J. ; HART O.D. *One Share - One Vote and the Market for Corporate Control*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, N□. 1-2, 1988, 175-202.
- HAMDAN, A. ; ANASOH, M. ; AL-SAREE, A. Ownership Structure in the Companies Listed in Bahrain Stock Exchange and Its Role in Reducing the Agency Cost. The Islamic University Journal for the Economic and Management Studies, Vol. 24, N□. 3, 2016, 82-98.
- HENRY, D. *Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective*. Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 18, Issue 1,2010, 24-46.

- HERMALIN, B. E. ; WEISBACK, M. S. *Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of The Economic Literature*. FRBNY Economic Policy Review, Vol. 9, N□. 1, 2003, 7-26.
- JENSEN, M. *Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, Vol. 76, N□. 2, 1986, 323-330.
- JENSEN, M.C., *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. Journal of Finance, Vol. 48, N□. 3, 1993, 831-880.
- JENSEN, M.C. ; MECKLING, W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, N□. 4, 1976, 305-360.
- LENG, A. C. A. *The Impact of Corporate Governance Practices on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies*. ASEAN Economic Bulletin, Vol. 21, N□. 3, 2004, 308-318.
- MAURY, B., PAJUSTE, A. *Multiple Large Shareholders and Firm Value*.. Journal of Banking and Finance, Vol. 29, N□. 7, 2005, 1813-1834.
- MCCONNELL, J. J. ; SERVAES, H. *Equity ownership and the two faces of debt*. Journal of Financial Economics, Vol. 39, N□. 1, 1995, 131-157.
- MCKNIGHT, P. J. ; WEIR, C. *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, issue 2, 2009, 139-158.
- MORCK, R. ; SHLEIFER, A. ; VISHNY, R.W. *Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, Issue 1-2, 1988, 293-315.
- MYERS, C .S. ; MAJLUF, N.S. *Corporate Financing and Investment decisions: When Firms Have Information That Investors do Not Have*. Journal of Financial Economics, Vol. 13, N□. 2, 1984, 187-221.
- NGUYEN, A. H. ; DOAN, D. T. ; NGUYEN, L. H. *Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam*. Journal of Risk and Financial Management, Vol. 13, N□. 5, 2020, 1-15.
- RAJAN, R.G. ; ZINGALES, L. *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*. Journal of Finance, Vol. 50, N□. 50, 1995, 1421-1460.
- RAMADAN, E. *Managerial Agency Cost and Corporate Governance Devices Evidence from Jordan*. Egyptian Journal of Commercial Studies, Egypt, Vol. 34, N□. 3, 2010, 155-179.
- SHLEIFER, A. ; VISHNY, R.W. *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, Vol. 52, N□. 2, 1997, 737-783.
- SHLEIFER, A. ; VISHNY, R.W. *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy, Vol. 94, N□. 3, 1986, 461-488.
- SIDDQISUI, M. ; RAZZAQ, N. ; MALIK, F. ; GUL, S. *Internal Corporate Governance Mechanisms and Agency Cost: Evidence from Large KSE Listed Firms*. European Journal of Business and Management, Vol. 5, N□. 26, 2013, 103-109.
- STULZ, R. *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*. Journal of Financial Economics, Vol. 26, Issue 1, 1990, 3-27.
- Syrian Commission on Financial Markets and Securities. Corporate Governance Rules, 2008, website: View date: November 22, 2022. http://scfms.sy.
- Syrian Commission on Financial Markets and Securities. Corporate Governance Report (2021), website: View date: November 22, 2022. http://scfms.sy.
- YERMACK, D. *Higher Market Valuation of Companies with Small Boards of Directors*. Journal of Financial Economics, Vol. 40, N□.2, 1996, 185-221.