مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية

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

اسم الكاتب: د. جميل حسن محمد النجار

رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/library/1700

تاريخ الاسترداد: 2025/05/05 16:49 +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 القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

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

د. جميل حسن محمد النجار **

* تاريخ الاستلام: 14/ 8/ 2017م، تاريخ القبول: 13/ 9/ 2017م.
** أستاذ مشارك/ جامعة القدس المفتوحة/ فلسطين.

DOI: https://doi.org/10.5281/zenodo.1405406

ملخص:

تهدف الدراسة إلى بيان أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة،

وقد طبقت الدراسة على عينة من (30) شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة 2006 – 2016م، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد على أساس التباطؤ الزمني، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، وأن تلك الشركات تلجأ لخيار توزيعات الأرباح النقدية للتخفيف من تكاليف الوكالة، كما بينت الدراسة أن المكافآت الإدارية بنوعيها المكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والمكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة. وأوصت الدراسة بضرورة إتباع الشركات الفلسطينية سياسة توزيع أرباح ثابتة وواضحة، إضافة الى القيام بتطوير نظم المكافآت الإدارية الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وذلك بهدف تقليص مشكلة تضارب المصالح بين أصحاب الأسهم والإدارة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيعات الأرباح النقدية، توزيعات الأسهم المجانية، المكافآت الإدارية، تكاليف الوكالة،

The Impact of the Dividends and Administrative Rewards Policy on Reducing Agency Costs among Corporations listed in the Palestine Stock Exchange

Abstract

This study aims at showing the level of effect of cash dividends, stock dividends and administrative rewards on reducing agency costs. The study was applied on a sample of (30) Palestinian corporations listed in the Palestinian Stock Exchange during the period of 2006 - 2016. In order to achieve the study objectives, simple and multiple regression analysis based on time slowdowns were used. The results of the study showed that the Palestinian corporations listed in the Palestinian Stock Exchange suffer from high agency costs, and that those corporations resort to the option of cash dividends to reduce the agency costs. The study also showed that the administrative rewards, such as the bonuses paid to the board of directors or the bonuses granted to the executive management, adversely affect agency costs. The study recommends that the Palestinian companies should follow a fixed and clear dividend policy; in addition to developing their administrative reward systems for the members of the board of directors and the executive management, in order to reduce the problem of conflicts of interest between shareholders and management.

Keywords: *Cash dividends policy, Free stock dividends, Administrative rewards, and Agency costs.*

1. المقدمة:

ينظر المستثمرون إلى توزيعات الأرباح على أنها مؤشر يدل على كفاءة الإدارة في إدارة نشاطات الشركة، حيثُ لا يتوفر لحملة الأسهم الوقت الكافي والفرص التي تمكنه من متابعة النشاط الفعلي للشركة، وبالتالي فإنهم ينظرون إلى نسبة توزيع الأرباح على أنها مؤشر لمستوى النجاح، فكلما ازدادت قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى تركت انطباعاً إيجابياً لدى المتعاملين في بورصة الأوراق المالية عن كفاءة أداء المنشأة وفاعليتها، وهذا بدوره سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم (أحمد، 2012؛ حنفي، 2003) ، وعادة ما تحمل سياسة توزيع الأرباح المتبعة لدى الشركات محتوى معلوماتي، حيث تعطي دلالات عن توقعات الإدارة لأرباحها في المستقبل، وبالتالي فإن توزيع الأرباح بنسبة تفوق الجزء المتوقع يعطي دلالة على أن الادارة لديها رؤى مستقبلية تتعلق بإمكانية زيادة الأرباح في المستقبل، ولديها القدرة للمحافظة على هذا المستوى من التوزيعات وهذا بدوره سيؤدي أيضاً إلى رفع القيمة السوقية للأسهم، والعكس صحيح في حالة توزيع نسبة أقل من المتوقع (حمدان، 2014) .

ويربط العديد من الباحثين بين سياسة توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة (Rozeff, 1982) على افتراض أن احتجاز الأرباح وعدم توزيعها قد يزيد من تكاليف الوكالة من خلال الاستغلال غير الأمثل وبالتالي تراجع القيمة السوقية ومن ثم ثروة حقوق الملاك، لذا فان دراسة العلاقة والآثار المترتبة لسياسة توزيعات الأرباح على تكاليف الوكالة له أهمية من حيث اتجاه هذه العلاقة وتأثيرها في مصالح ذوي العلاقة بالشركة.

وبهدف تخفيض تكاليف الوكالة يتم اللجوء أحياناً إلى التخلص من الفائض في التدفق النقدي الحر عن طريق إتباع سياسة توزيعات أرباح نقدية خاصة في ظل عدم وجود فرص استثمارية مجدية لتقليص فرص الاستغلال غير الأمثل للنقدية أو تسخيرها لمصالح الإدارة العليا (et al,2016Rostamlu)

ومن جانب آخر يمكن تخفيض تكاليف الوكالة من خلال اتباع سياسة توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية والتي تؤدي الى زيادة عدد الأسهم المملوكة دون زيادة نسبة الملكية، وبالتالي تعتبر طريقة من طرق تمويل استثمارات الشركة وهو ما يطلق عليه رسملة الأرباح المحتجزة، وبالتالي استخدام الأرباح المحتجزة في التمويل وهي أقل مصادر التمويل تكلفة، فضلاً على أن توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية يؤدي إلى تقليص التكاليف السياسية والتي يمكن أن تحدث في حالة إتباع سياسة التوزيعات النقدية، وذلك بهدف عدم لفت نظر الجهات الخارجية تجاه أرباح الشركة وهذا قد يؤدي إلى زيادة التدخل الحكومي من جهة، وزيادة المنافسة من جهة أخرى. وقد يكون التوجه لتخفيض تكاليف الوكالة هو زيادة نسبة الملكية الإدارية سواء كان ذلك باتجاه زيادة ملكية مجلس الإدارة أو زيادة ملكية الإدارة التنفيذية من خلال شراء أسهم الخزينة وتوزيعها كمكافآت إدارية وذلك بهدف توحيد المصالح بين الإدارة وأصحاب الأسهم، ومن أوائل مؤيدي هذا التوجه (Jen-sen and Mrckling,1976) اللذان وجدا أن المديرين في الشركات

الأمريكية يميلون إلى الحد من مشاكل الوكالة من خلال امتلاك الإدارة لجزء من رأسمال الشركة، حيث يؤدي ارتفاع نسبة الملكية الإدارية لأسهم الشركة إلى تحسين الأداء، لكن انخفاضها يجعلهم أكثر تحفيزاً نحو زيادة عوائدهما الشخصية من مكافآت وغيرها.

هذا بالإضافة إلى أن فلسفة تخفيض تكاليف الوكالة يمكن أن تقوم على تطوير أنظمة المكافآت الإدارية بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، حيث يمكن لأنظمة المكافآت الإدارية الخاصة بمجلس الادارة والادارة التنفيذية أن تساهم جزئياً في حل مشكلة الوكالة (Bebchuk and Fried,2003).

ومن منطلق أن السبب الرئيس لتكاليف الوكالة يعود إلى كبر حجم منشآت الأعمال وانفصال الإدارة عن الملكية نتيجة اضطرار الإدارة تكليف المهام والصلاحيات لمجلس الإدارة والإدارة التنفيذية إضافة إلى توسع نطاق أعمال منشآت الأعمال، لذا يتوقع أن يكون لحجم المنشأة والقطاع الاقتصادي التي تمارس أعمالها دلالة على حجم تكاليف الوكالة.

بناء على ما تقدم تأتي هذه الدراسة بهدف اختبار الأثر المتوقع لسياسة توزيعات الأرباح سواء كانت نقداً أو على شكل أسهم مجانية بالإضافة الى المكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات.

1.1 مشكلة الدراسة

يدرج في بورصة فلسطين (48) شركة مساهمة عامة موزعة على خمسة قطاعات اقتصادية، وبمراجعة سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية وفقاً للتقارير المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، يلحظ اختلاف تلك السياسات من شركة الى أخرى، ومن قطاع اقتصادي إلى قطاع اقتصادي آخر، فبالنسبة لسياسة توزيعات الأرباح يتضح من التقارير المالية المنشورة اختلاف تلك السياسة من شركة إلى أخري، ويتلخص الاختلاف في طبيعة سياسة توزيع الأرباح (نقدية أو أسهم مجانية أو مختلطة) ، و انتظام تلك السياسة عبر السنوات، فضلاً على الاختلاف في نسبة التوزيعات. كذلك يتضح من خلال التقارير المالية المنشورة اختلاف سياسة المكافآت الإدارية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية سواء كان ذلك يتعلق بالمكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة أو المكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية.

وقد ازدادت وتيرة توجه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين نحو توزيعات الأرباح (النجار، 2016) ، وهذا قد يكون له دلالات لها علاقة بتكاليف الوكالة، حيث إن ضعف البيئة الاستثمارية وانحسار فرص الاستثمار المجدية قد يدفع ملاك الشركة الى سياسة تخفيض ما لدى المدراء من تدفقات نقدية حرة بهدف تخفيض تكاليف الوكالة وذلك عبر تصويتهم بتوزيع الأرباح لتفادي استغلال الإدارة لها في تحقيق مصالحها الشخصية.

وكذلك تختلف الشركات المساهمة الفلسطينية في أنظمة المكافآت الإدارية المتبعة، سواء لمجلس الإدارة أو للإدارة التنفيذية، حيث يلحظ من واقع التقارير المالية المنشورة تنوع تلك المكافآت لدى الشركات كبيرة الحجم وانتظامها، وهذا يتوقع أن يكون له علاقة بتخفيض تكاليف الوكالة، حيث كلما ازداد حجم الشركة تزداد تكاليف الوكالة (زريقات وآخرون، 2016) . وبناء على ما تقدم سوف تقوم هذه الدراسة باختبار أثر توزيعات الأرباح (نقدية – أسهم مجانية) والمكافآت الإدارية على تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، **وبالتالي يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتساؤلات التالية**:

- التساؤل الرئيس الأول

ما مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

ويمكن تجزئة هذا التساؤل إلى التساؤلات الفرعية الآتية:

- ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟
- ما مدى تأثير سياسة توزيع الأسهم المجانية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

- التساؤل الرئيس الثاني

ما مدى تأثير المكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

ويمكن تجزئة هذا التساؤل الى التساؤلات الفرعية الآتية:

- ما مدى تأثير المكافآت الإدارية لأعضاء مجلس الإدارة في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟
- ما مدى تأثير المكافآت الإدارية للإدارة التنفيذية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

- التساؤل الرئيس الثالث

هل يختلف تأثير كل من سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية على تكاليف الوكالة باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي اليه الشركة.

1.2 أهمية الدراسة

الأهمية العلمية:

تنبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة كونها تبحث في العوامل التي يمكن لها أن تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات، حيث تقوم هذه الدراسة بالربط بين سياسة توزيعات الأرباح المتبعة لدى الشركات كإحدى أدوات التخلص من التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، ومن جانب آخر الربط بين سياسة المكافآت الإدارية كإحدى أدوات تقليص مشكلة تضارب المصالح وتكاليف الوكالة. كما ستقوم هذه الدراسة ببيان أثر سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة.

الأهمية التطبيقية:

1. يمكن لنتائج هذه الدراسة أن تساعد الملاك (حملة الأسهم) لدى الشركات المساهمة العامة في اتخاذ القرارات المتعلقة بتحديد سياسة توزيعات الأرباح وسياسة مكافآت مجلس الإدارة، وذلك بهدف الاعتماد على تلك السياسات كأداة من أدوات تخفيض

تكاليف الوكالة وبالتالي تحقيق التوافق بين مصالح المديرين والمالكين.

2. يمكن لنتائج هذه الدراسة أن تساعد الإدارة لدى الشركات المساهمة العامة في اتخاذ القرارات المتعلقة بتصميم أنظمة المكافآت الإدارية للإدارة التنفيذية بهدف تقليص التضارب في المصالح وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة.

3. يمكن الاسترشاد بنتائج هذه الدراسة من قبل المستثمرين داخل بورصة فلسطين بهدف تشخيص تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة قبل اتخاذ القرار الاستثماري.

4. تستمد الدراسة أهميتها أيضاً كونها الدراسة الأولى في فلسطين (على حد علم الباحث) التي تناقش أثر كل من توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي يمكن أن تستند على نتائجها دراسات مستقبلية.

1.3 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الى تحقيق الأهداف الآتية:

1. تحديد مدى توجه الإدارة لإتباع سياسة توزيعات الأرباح (النقدية والأسهم المجانية) كسياسة لتوزيعات الأرباح لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

2. اختبار تأثير إتباع سياسة توزيع الأرباح في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

3. اختبار تأثير المكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

4. الخروج ببعض التوصيات ذات العلاقة والتي يمكن أن تستفيد منها إدارة الشركات والجهات ذات العلاقة.

5. فتح المجال أما الدراسات والأبحاث الأخرى، وذلك لقلة الدراسات في هذا المجال على المستوى المحلي في فلسطين.

1.4 حدود الدراسة

1. الحد الموضوعي: اختبرت هذه الدراسة الأثر المتوقع لتوزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية على تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

2. الحد المكاني: طبقت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

3. الحد الزماني: استخدمت الدراسة البيانات المالية المستخرجة من التقارير المالية المنشورة في الفترة الممتدة من عام 2006وحتى 2016 م.

2. الإطار النظري

2.1 سياسة توزيعات الأرباح

يشير مصطلح توزيعات الأرباح إلى مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، و يدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباح حالية، أو أن يتم دفعها من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة (خوخي، 2011؛ الشيخ، 2009) ، وقد تكون توزيعات الأرباح نقدية أو غير نقدية يتلقاها المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها (الميداني، 1999) . وبالتالي فان توزيعات الأرباح تمثل دفعات مقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها (نصر، 2015) .

وتتعلقسياسةتوزيعالأرباحبقرارتقسيمأرباحالشركةالصافي ةبينأرباحموزعةعلىالمساهمينوأرباحمحتجزة (الميداني، 2010) ، والمفاضلةبينهذينالاختيارينأوالموازنةبينهمايعدمنأهمالقراراتا لتمويليةفي الشركة؛ فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توافر السيولة الكافية لذلك، وهو قد يعني «ضمناً» عدم وجود فرص للاستثمار في المستقبل، أما احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فيعطي مؤشرات أن هناك استثمارات وفرص لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات مجدية تسعى إلى تمويلها مما ينعكس ايجاباً على سعر السهم في السوق. (Khan, Farman Ali and Ahmad, Nawaz,2017)

2.1.1 طرق توزيعات الأرباح

يقوم عادة مجلس الإدارة باقتراح سياسة توزيعات الأرباح، ويقدم الاقتراح الى الاجتماع الدوري للهيئة العامة للمساهمين بهدف المصادقة على تنفيذ تلك السياسة، وعادة تتضمن سياسة التوزيع ثلاث قضايا وهي: النسبة من الأرباح الواجب توزيعها، وشكل هذه التوزيعات) نقدية أو أسهم مجانية (ومدى ثبات سياسة التوزيع. (نادر وحيدر، 2015) ، وهناك عدة طرق لتوزيعات الأرباح، وبشكل عام يمكن التمييز بين طريقتين لتوزيعات الأرباح وهما توزيعات الأرباح النقدية، وتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية.

- **أولا: توزيعات الأرباح النقدية**

هناك عدة أشكال لتوزيعات الأرباح النقدية، فيمكن أن تكون على شكل إتباع سياسة التوزيعات المستقرة، وفي هذه الحالة تقوم الشركة بتوزيع أرباح ذات قيمة مستقرة ولا تسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعا لتغير أرباح الشركة، وتهدف هذه السياسة بشكل أساسي إلى تحقيق الثبات في سياسة توزيعات الأرباح عبر السنوات (Baker and Smith,2006) ، وقد تأخذ التوزيعات النقدية شكل احتجاز الأرباح وتوزيع الفائض، وهنا تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى، وكلما كانت الشركة لديها مشاريع استثمارية، فإنها ستحقق معدلاً عاماً أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم. ويترتب على تطبيق هذه السياسة تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توفر الفرص الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة (Mingsheng and Xi,2009) . وهناك سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح والتي تعتمد على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح بوصفها عائداً على المساهمين، وطبقاً لتذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتذبذب أيضا وفقا لهذه السياسة (نادر وحيدر، 2015) ، كذلك يمكن للإدارة إتباع سياسة توزيع أرباح نقدية منخفضة مع توزيع مع توزيع مبلغ آخر في فترات النمو، ووفقاً هذه السياسة تلتزم الشركة بتوزيع مقدار

نقدي منخفض باعتباره عائدا على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر اعتباره عائدا إضافيا يتم توزيعه في السنوات التي ترتفع فيها أرباح الشركة بشكل كبير، وعند إتباع هذه السياسة يمكن أن تقوم الشركة بزيادة العائد النقدي الذي يتم توزيعه كل عام، وذلك بعد أن تتأكد إدارة تلك الشركة بأن مستويات الأرباح خلال السنوات القادمة سوف تمكنها من تغطية هذا المستوى الجديد من العائد النقدي السنوي (Okpara and Godwin,2010) .

- **ثانيا: توزيعات الأسهم المجانية**

تعتبر الأسهم المجانية شكلاً من أشكال توزيع الأرباح الذي تتبناه إدارة الشركة ضمن سياسة توزيعات الأرباح، وبموجبه يحصل المساهم على نصيبه في صورة أسهم مجانية وحسب نسبة مساهمته في رأس المال، ويترتب على ذلك زيادة في عدد الأسهم القائمة للشركة. (Das et. Al,1993) ووفقاً لذلك تعتبر توزيعات الأسهم المجانية بمثابة عملية رسملة للأرباح حيث يتم تحويل الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال وبقيمة مساوية إلى القيمة السوقية لهذه التوزيعات (Gitman, 2000) ، وبناء على ذلك فان الأسهم المجانية لا يوجد لها أي قيمة اقتصادية حقيقية بالنسبة لحملة الأسهم، لأن المبالغ المحولة يعاد توزيعها بين حملة الأسهم حسب نسبة الملكية (Ross, et. al. , 2003) ، وعليه فان استجابة حملة الأسهم العادية لقبول توزيعات الأسهم المجانية لا يكمن بحد ذاته بتلك التوزيعات، بل إن الاستجابة والتأثير يرتبط بتوقعات السوق حول قدرة الإدارة بالحفاظ على أرباح مستقبلية كافية بالإضافة إلى فرص استثمارية مجدية اقتصادياً.

وتلجأ الكثير من الشركات لزيادة رأسمالها عن طريق توزيع أسهم مجانية في حال إذا كانت الاحتياجات الاستثمارية تفوق الموارد المالية المتاحة للشركة والتي لا تمكنها من التوسع وتحقيق خططها المستقبلية ويتم ذلك عن طريق رسملة أرباحها المحققة أو المحتجزة في السنوات السابقة حيث تعد هذه الطريقة إحدى طرق التمويل طويل الأجل منخفض التكاليف، كما أن الأسهم المجانية تؤدي إلى زيادة عدد أسهم الشركة وهذا يعطي السهم سيولة أكثر في التداول داخل السوق (Crawford & Franz,2001) .

2.2 تكاليف الوكالة

أدت الثورة الصناعية إلى زيادة حجم منشآت الأعمال وبالتالي زيادة عدد ملاكها، وهذا أدى الى ضرورة انفصال الإدارة عن الملكية، وبالتالي توكيل الإدارة بتصريف أمور المنشأة، وهذا قاد إلى ظهور نظرية الوكالة بهدف حل مشكلة تعارض المصالح وذلك من خلال تطرقها إلى المنشأة على أساس أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة فيها.

- **نظرية الوكالة**

تقوم نظرية الوكالة على مفهوم الوكالة أي العلاقة التي تنشأ بين طرفين الملاك من جهة، والإدارة من جهة أخرى، وتتحدد هذه العلاقة عادة بموجب عقد صريح أو ضمني، يكلف بموجبه المساهمون الإدارة للقيام بأنشطة معينة واتخاذ قرارات بالنيابة عنهم (مطر، 2012) ، وتعتمد نظرية الوكالة على تحكم أطراف عقد الوكالة (الموكل والوكيل) ، حيث يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الموكل وعلى ذلك فيمكن النظر إلى المنشأة على أنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة مثل علاقة الإدارة بالمالكين (الشيرازي، 1990)

ويربط البعض بين مشكلة عدم تماثل المعلومات وظهور نظرية الوكالة (Brazegar , 2008) ، حيث تعتبر قدرات كل من الموكل والوكيل غير متكافئة، فالإدارة لديها قدرة على فهم المعلومات المحاسبية والتعامل معها وتسخيرها لصالحها. وهذا يعني تعقيد مشكلة الوكالة في اتجاهين أساسيين: الأول صعوبة مراقبة حملة الأسهم لأنشطة وفعاليات الإدارة مما يضطرهم الاستعانة بوسائل رقابية إضافية من شأنها أن تزيد من تكلفة الوكالة، أما الاتجاه الثاني فيتمثل في السلوك اللاأخلاقي للمديرين والذي من تداعياته عدم أداء المديرين لواجباتهم المناطة بهم والاختيار العكسي الذي يشير إلى التصرفات غير الرشيدة لحملة الأسهم بسبب الاختيار غير الكفؤ للاستثمارات مما يترتب عليه عدم استثمار الموارد المتاحة بالشكل الذي يحقق نواتج ايجابية ويعظم ثروة حملة الأسهم (Kao and Wei , 2014) . وتعتبر بورصة فلسطين للأوراق المالية سوقاً مالياً صغيراً وذلك لمحدودية عدد المعاملات وانخفاض السيولة فيها، وكغيرها من الأسواق النامية فإنها تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات الذي أشار إليها كل من (Myers & Majluf،1984) ، أي أن المعلومات تكون غير متاحة لجميع الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة بنفس القدر وخاصة للمستثمرين الخارجيين الذين يفترضون أن المدراء يمتلكون معلومات خاصة عن خصائص المنشأة والفرص الاستثمارية المتاحة لها ويقومون باستغلالها لغايات تحقيق منافعهم الشخصية على حسابهم مما يدفع بهم إلى المطالبة بعلاوات وضمانات أكثر مقابل استثمارهم في الشركة؛ وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل الخارجي؛ الأمر الذي ينعكس بشكل سلبي على القيمة السوقية للشركة و يرفع من تكاليف الوكالة لها. (Zurigat & Gharaibeh,2011)

لكن؛ وعلى الرغم من هذا فان تحقيق التوافق بين مصالح الإدارة والمالكين بشكل كامل غير ممكن وسيبقى هناك بعض الانحرافات بين قرارات الإدارة ومصلحة المالكين مما يؤدي إلى أضرار أو خسائر لابد منها في ثروة المالكين تسمى بالخسائر المتبقية وبالنتيجة فإن التكاليف تشكل بمجموعها تكلفة الوكالة. (زريقات وآخرون، 2016)

وقد توصل (Jensen,1986) إلى أن حدة مشكلة الوكالة تتفاقم مع زيادة حجم التدفقات النقدية الحرة في المنشأة، وعليه اقترح Jensen استخدام آلية توزيع الأرباح للتخفيض من حدة هذه المشكلة وتكاليفها، واستناداً لنظرية البديل فان سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات حل النزاع بين حملة الأسهم والمدراء. وحسب وجهة نظر مؤيدي هذه النظرية فإن سياسة توزيعات الأرباح وتخفيض تكلفة الوكالة تستندان بشكل كبير على تقييد أعمال الإدارة (حمدان، 2014) ؛ ففي وضع تنعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المدراء على استغلال النقدية في استثمارات غير كفؤة، أو استغلالها كعلاوات، أو إنفاقها على الكماليات غير الضرورية للشركة. لذا؛ يلجأ ملاك الشركة للتصويت لصالح القيام بتوزيع الأرباح في سبيل قطع الطريق أمام الإدارة لاستغلالها في تحقيق مصالحها الشخصية. ومن جانب

آخر فقد تلجأ منشآت الأعمال إلى سياسة توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، حيث يؤدي توزيع الأسهم المجانية إلى تحقيق العديد من المزايا منها رسملة الأرباح المحتجزة وبالتالي التمويل بأقل مصادر التمويل تكلفة، وتحقيق رغبة الإدارة في زيادة حجم رأس المال تدريجياً وفقاً للفرص الاستثمارية المتاحة أمام المنشأة، وتخفيض تكلفة زيادة رأس المال، هذا بالإضافة إلى تخفيض التكلفة السياسية المتمثلة في عدم لفت أنظار الجهات الحكومية والمنافسون تجاه تحقيق أرباح مرتفعة، وكل ذلك يقود الى تخفيض تكاليف الوكلة. (زوايد، 2012)

وتعتبر المكافآت الإدارية من الآليات الهامة في تخفيض تكاليف الوكالة، حيث أصبح من الضروري أن يتم منح المديرين حوافز ومكافآت إدارية بالإضافة إلى حق التملك في المنشأة ذاتها، فقد توصل كل من (Jensen & Murthy,1990) إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الحوافز الممنوحة والأداء المالي للشركات، أما (Murphy,1999) فقد وجد أن نوع الحافز وليس مستواه، هو من يحفز المدراء لزيادة قيمة الشركة، وأوضح أن أداء الشركة يرتبط بعلاقة ايجابية مع نسبة الحوافز الممنوحة للمدراء التنفيذيين في الشركة. بناء على ما تقدم تتوقع الدراسة أن تكون للمكافآت الإدارية لمجلس الإدارة والإدارة التنفيذية تأثيراً واضحاً على تكاليف الوكالة.

3. الدراسات السابقة

من الصعب تناول موضوع توزيعات الأرباح بمعزل عن موضوع الحوكمة، حيث تعتبر متطلبات الحوكمة المفسر لعلاقة توزيعات الأرباح سواء النقدية أو الأسهم المجانية، وتركز الدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركات على اختبار أثر هيكل الملكية على تكاليف الوكالة، فقد توصلت دراسة (النجار و عقل، 2016) والتي طبقت على عينة مكونة من (36) شركة خلال فترة الدراسة (2009 – 2014) بأن هناك قصور من قبل الشركات المساهمة العامة الفلسطينية فيما يتعلق بتطبيق بعض قواعد الحوكمة، وفي ظل انخفاض مستوى الحوكمة يلجأ حملة الأسهم لسياسة توزيع الأرباح، لاستخدامها لتسكين النزاعات بين الملاك االمدراء، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة (**John and Knyaze-va, 2006 La Porta et al, 2000**). وقد قامت دراسة (**Kung & Munyua,2016**) بفحص العلاقة بين ممارسات الحوكمة وتكاليف الوكالة، وقد طبقت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية خلال الفترة (2009 – 2014) وقد توصلت هذه الدراسة الى وجود علاقة ارتباط قوية بين كل من درجة تركيز الملكية، ونسبة تملك الإدارة من جهة وتكاليف الوكالة من جهة أخرى.

فقد مثلت الدراسة التي قام بها (**Jensen and Meck-ling,1976**) حجر الأساس للدراسات التي تناولت نظرية الوكالة والتكاليف المتعلقة بها حيث ركزت هذه الدراسة على تكاليف الوكالة وطرق وآليات تخفيض التضارب بين الملاك والإدارة وأظهرت العديد من الآليات منها: استخدام الدين في التمويل، وزيادة ملكية المدراء في الشركة، بالإضافة إلى الحوافز والمكافآت الإدارية. وقد قامت دراسة (**Singh & Davidson,2003**) بهدف التعرف على طبيعة العلاقة بين تكلفة الوكالة وهيكل الملكية، وتوصلت الدراسة إلى أن الملكية الإدارية ترتبط بعلاقة إيجابية مع نسبة الانتفاع من الأصول، ولكنها ليست ذات أهمية بالنسبة لنسبة المصاريف الاختيارية، وأن حجم مجلس الإدارة يرتبط بعلاقة عكسية مع نسبة الانتفاع من الأصول، إلى جانب أن الملكية الخارجية من الممكن أن يكون لها أثر محدود على تقليل تكلفة الوكالة. أما دراسة (**Flo-rackis & Ozkan, 2008**) فقد قامت بقياس العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المستقلة ممثلة في كل من الملكية الإدارية والمكافآت الإدارية والتركيز الإداري، وحجم مجلس الإدارة وفرص النمو للشركة، وتكاليف الوكالة كمتغير تابع تم قياسه بنسبة الانتفاع من الأصول، وتوصلت الدراسة إلى أن كل من الملكية الإدارية، الحوافز الإدارية والتركيز الإداري له دور مهم في تخفيض تكلفة الوكالة بالنسبة للشركة.

وقد خلصت دراسة (**Ehikioya, 2009**) إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية كبار المساهمين وربحية الشركة في الشركات النيجيرية، فيما خلصت دراسة (**Aikleny, 2004**) إلى وجود علاقة ايجابية لنسبة ملكية المستثمر المؤسسي على أداء الشركات الماليزية. وقد أشارت دراسة لدراسة (**AL - Najjar, 2015**) والتي طبقت على (31) شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين إلى أن زيادة الملكية ترتبط بعلاقة إيجابية مع العوائد المالية وأهمها العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. ويعتبر الهدف الأساسي لحملة الأسهم هو زيادة الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لأسهمهم المتداولة في السوق، لذا سوف يدعم حملة الأسهم أي إجراء من شأنه أن يقود إلى هذا الهدف. وفي نفس السياق توصلت دراسة (شقور، 2017) والتي طبقت على جميع البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013 – 2015) إلى أن تكاليف الوكالة تنخفض مع زيادة تركيز الملكية وفقاً لمؤشر دوران الأصول.

وحول علاقة سياسة توزيعات الأرباح بتكاليف الوكالة، فقد قام كل من (Mui & Mustapha , 2016) بدراسة هدفت لبحث العلاقة بين توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، حيث طبقت الدراسة على عينة قوامها (100) شركة خلال الفترة من 2007 – 2011، توصلت الدراسة إلى أن توزيعات الأرباح تقلص من تكاليف الوكالة وتحد من اتخاذ المدراء لقرارات لا تتماشى مع المصالح العامة للشركة، وقد توصلت دراسة (Unlu and Brockman, 2009) أن تكاليف الوكالة المتعلقة بالديون هي المسبب لتحديد طبيعة وسياسة توزيعات الأرباح المتبعة لدى منشآت الأعمال، وقد قام (Caelers, 2010) بدراسة طبقت على (3168) من الشركات المدرجة في البورصات الأوروبية خلال العام 2006 وقد توصلت هذه الدراسة لوجود علاقة بين تضارب المصالح وسياسة توزيعات الأرباح. وقد أضافت دراسة (Mollah et al. , 2007) أنه في ظل تركيز الملكية العائلية فإن توزيعات الأرباح تفقد دورها في الحد من الحد من تكاليف الوكالة. كما يؤدي النقص في الملكية الإدارية وتشتت الملكيات إلى تفاقم تكاليف الوكالة. في المقابل فقد بينت عدة دراسات (Rozeff,1982 ، Saxena, 1999) أن توزيعات الأرباح تساهم في تسكين نازعات الوكالة بين المدراء وحملة الأسهم، ولكن في ظل وجود ضرائب على توزيعات الأرباح قد تلجأ الشركة للمفاضلة بين تكلفة الضرائب وتكاليف الوكالة عند اتخاذ القرار، حيث توصلت دراسة (Janis ,et al. ,2014) أن

توزيعات الأرباح تتراجع في حال وجود ضرائب على توزيعات الأرباح.

وقد اختبرت دراسة (**Henry, 2010**) دور حوكمة الشركات في تحديد سياسة توزيعات الأرباح بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تطبيق متطلبات حوكمة الشركات سوف يقود الى تخفيض تكاليف الوكالة، وبهدف اختبار تأثير سياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية قام (النجار، 2016) بدراسة وقد طبقت على (30) شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة 2008 – 2015م، وقد توصلت الدراسة الى أن سياسة توزيعات الأرباح المتبعة تؤثر إيجاباً وبشكل جوهري على القيمة السوقية للشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين.

وقد قام (**La Porta et al., 2000**) بدراسة قدمت دليلاً على أهمية تكاليف الوكالة في فهم توزيعات الأرباح، فالشركات التي تعمل في بلدان توفر الحماية للأقلية من حملة الأسهم تلجأ إلى القيام بتوزيعات أرباح كبيرة من أجل تسكين 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 استماراتهم في الشركة طالما أنهم محميون بمنظومة من القوانين وطالما 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 تسكين نزاعات الوكالة.

وفقا لنظرية الوكالة فإن التوزيعات المرتفعة للأرباح ترتبط بنمو التمويل الخارجي ذو التكاليف المنخفضة. فالشركات تقارن بين تكلفة التمويل الداخلي والخارجي، فقد يتم اللجوء إلى توزيع الأرباح والاستعانة بالتمويل الخارجي ذو التكلفة المنخفضة. فقد أظهرت نتائج عدة دراسات علاقة ارتباط وتأثير للهيكل التمويلي على تكاليف الوكالة حيث توصلت دراسة (Rakesh, Lakshmi 2013)، والتي طبقت على (20) شركة من الشركات الكبرى المدرجة في البورصة الهندية الى أن زيادة نسبة الرفع المالي يؤدي الى تخفيض تكاليف الوكالة وكذلك قام (حمدان وآخرون، 2016) بدراسة طبقت على (31) شركة مدرجة في بورصة البحرين خلال الفترة (2002 – 2014) وتوصلت الدراسة الى أن مكونات هيكل الملكية تؤدي دوراً سلبياً في تكاليف الوكالة. وقد أشارت دراسة (Agrawal and knoeber,1996 ,Seetharaman et al. , 2001, Fleming et al. , 2005) الى أن التمويل بالدين يشكل آلية أخرى من آليات مراقبة تصرفات الإدارة من قبل المقرضين الذين يضعون العديد من الشروط على استغلال الأصول وعلى حوافز الإدارة. وكذلك فان الديون تحد من التدفقات النقدية الحرة التي تمكن المديرين استغلالها في مصالحهم الشخصية أو الدخول في مشاريع ذات مردود سلبي بالنسبة للشركة (Jensen, 1986) ، وقد أشارت دراسة (Jensen and Meckling, 1976) أن الاقتراض يقوض من نزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الشخصية من خلال استغلال الأموال الحرة، وبالتالي يخفض من تكاليف الوكالة.

وتقوم نظرية الوكالة على افتراض أن قدرات كل من الملاك والإدارة في فهم المعلومات المحاسبية غير متكافئة، حيث أشارت دراسة (**الحيالي، 2008**) أن غالبا ما تكون الادارة أقدر من المساهمين على استيعاب هذه المعلومات المحاسبية، ومن ثم امكانية تسخيرها لخدمتهم، ومن هنا يأتي دور وجود أنظمة المكافآت الإدارية بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، فعلى الرغم من العبء المالي لزيادة المكافآت والعلاوات والرواتب الإدارية، فيمكن أن يكون لتلك العلاوات أثر على تكاليف الوكالة، وقد أشارت دراسة (**نوري وسلمان، 2014**) أن المدراء لا يبذلون جهداً متساوياً، ولكن بعضهم لديهم الحافز لذلك، وحتى لو وجد التضارب بالمصالح، وأن هذا لا يعني غياب المصلحة المشتركة بين الطرفين لأنهم يدركون في النهاية أن مصالحهم تتوقف إلى حد كبير على بقاء التنظيم واستمراره. وقد قامت دراسة (Collin, et al, 2017) ببحث العلاقة بين استراتيجيات الحوكمة و مكافآت أعضاء مجلس الإدارة، وقد طبقت الدراسة على عينة قوامها (250) شركة من الشركات المدرجة في البورصة السويدية، وتوصلت هذه الدراسة الى وجود علاقة بين تطبيق متطلبات حوكمة الشركات ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة وأن اختلاف مستويات الحوكمة تقود لاختلاف مستويات مكافآت أعضاء مجلس الإدارة.

وتعتبر سياسة توزيع أسهم مجانية كمكافأة على الموظفين من أهم السياسات التي تؤدي إلى توافق مصالح حملة الأسهم مع مصالح الإدارة، فقد توصلت دراسة (Fama,1980) إلى أن انخفاض نسبة تركيز الأسهم في الإدارة أن ما 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 البديلة في اطار من الإفصاح الذكي عن الأداء الذي يضمن لها الاستقرار الوظيفي، ويحقق لها المكاسب المباشرة وغير المباشرة. وكذلك توصلت دراسة (Kell, 1984) إلى أن توزيع أسهم على الإدارة كنوع من المكافآت الإدارية سيحفزها كثيراً نحو اختيار الأنشطة التي تعظم من ربحية الشركة وبالتالي فإن مصلحة الإدارة في هذه الحالة تتمثل في العائد الذي ستحصل عليه على شكل توزيعات أرباح وذلك لامتلاكها حصة من أسهم الشركة، وكذلك على ما سترتب على تلك التوزيعات من ردود فعل ايجابية عند المتعاملين في سوق الأوراق المالية التي ستنعكس بدورها على أسعار أسهم الشركة مما يتيح لحامليها تحقيق عوائد سوقية. وفي نفس السياق أشارت دراسة (Ertugrul & Hegde, 2007) إلى أن إتباع سياسة توزيع أسهم مجانية أو شهادات خيارات أسهم كحوافز للإدارة يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة، وأن تأثير توزيع الأسهم أكبر من تأثير توزيع شهادات خيارات الأسهم على تكاليف الوكالة. وكذلك أظهرت دراسة (Bebchuk and Fried, 2003) أن وجود نظام حوافز مادية سليم خاص بالإدارة التنفيذية يساهم في الحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح.

ما يميز الدراسة الحالية

بمراجعة الباحث لأدبيات الدراسة المنشورة حول الموضوع تبين أنها قليلة جداً خاصة التي قامت بالربط بين توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة، وتعتبر هذه الدراسة هي الأولى التي تحاكي البيئة

الفلسطينية – على حد علم الباحث – فالدراسات السابقة ليس فقط أنها طبقت في بيئات مختلفة، بل أيضاً تناولت متغيرات مستقلة تختلف عن المتغيرات المستقلة التي تناولتها هذه الدراسة بهدف بيان ارتباطها وتأثيرها على تكاليف الوكالة، وبالتالي فان ما يميز هذه الدراسة أنها تحاول اختبار أثر كل من توزيعات الأرباح النقدية وتوزيع الأسهم المجانية والمكافآت الإدارية الخاصة بمجلس الإدارة ومكافآت الإدارة التنفيذية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

4. منهجية وفرضيات الدراسة

4.1 منهجية الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة، ولتحقيق أهدافها، استخدم الباحث منهجية تقوم على الوصف ومن ثم اختبار البيانات الحقيقية المنشورة من قبل الشركات حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على وصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز، ويتم من خلال القيام بالمسح الشامل، الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة، لتفسيرها والوقوف على دلالاتها، كما تم اعتماد المنهج التاريخي في استعراض الدراسات السابقة، أما طبيعة الدراسة فهي دراسة تطبيقية.

4.2 وسائل جمع البيانات

قام الباحث بجمع البيانات اللازمة للدراسة من واقع سجلات بورصة فلسطين، وبمراجعة البيانات المالية الخاصة بالشركات ضمن عينة الدراسة، ومن واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل هذه الشركات خلال الفترة من 2006م وحتى 2016م.

4.3 فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضيات الآتية:

- الفرضية الرئيسة الأولى

– H. 1 يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الآتية:

– H. 1. 1 يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح النقدية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

– H. 1. 2 يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأسهم المجانية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية الرئيسة الثانية

– H. 2 يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمكافآت الادارية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الآتية:

– H. 2. 1 يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لمكافآت مجلس الادارة على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

– H. 2. 2 يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لمكافآت الإدارة التنفيذية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية الرئيسة الثالثة

– H. 4 يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين تأثير كل من توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية على تكاليف الوكالة باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة.

5. الدراسة التطبيقية

5.1 مجتمع الدراسة وعينتها

تتكون بورصة فلسطين من خمسة قطاعات اقتصادية، ويدرج في بورصة فلسطين (48) شركة حتى نهاية العام 2016م، وقد شملت عينة الدراسة (30) شركة مساهمة عامة موزعة على القطاعات الاقتصادية وبنسبة 62.5% من مجتمع الدراسة، بعد أن تم استبعاد (18) شركة لم تتوافر لها البيانات، أو تلك التي توقفت عن التداول، أو أدمجت مع شركات أخرى، ويوضح الجدول الآتي مجتمع الدراسة وعينتها.

جدول رقم (1) :

مجتمع الدراسة وعينتها

القطاع	الشركات المدرجة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة	نسبة تمثيل المفردات داخل العينة
البنوك والخدمات المالية	7	1	6	20.00%
الصناعة	13	3	10	33.33%
التامين	7	5	2	6.67%
الاستثمار	10	3	7	23.33%
الخدمات	11	6	5	16.67%
المجموع	48	18	30	100%

5.2 أداة الدراسة

استخدم الباحث بيانات القوائم المالية المنشورة من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة من 2006م وحتى 2016م، وقد تم تشغيل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام البرنامج الإحصائي المعروف SPSS. (V22).

5.3 نموذج الدراسة

تركز هذه الدراسة على بيان أثر توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية على تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في وورصة فلسطين، لذا تم توظيف تحليل الانحدار (Regression Analysis) وفق النموذج التالي:

$$\text{Agency Cost}_{it} = \alpha + B_1 \text{ Cash DivYd}_{it} + B_2 \text{ stockDivYd}_{it} + B_3 \text{ Admin. Rewards}_{it} + B_4 \text{ Bonuses}_{it} + B_5 \text{Firm Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث ان:

- Agency Cost: المتغير التابع، ويمثل تكاليف الوكالة. للشركة (i) في السنة (t)
- α: قيمة الثابت في النموذج،
- B1..B5: الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.
- $DivYd_{it}Cash$: متغير متصل؛ وهو المتغير المستقل، توزيعات أرباح نقدية للشركة (i) في السنة (t)
- $DivYd_{it}Stock$: متغير متصل؛ وهو المتغير المستقل، توزيعات أرباح أسهم مجانية للشركة (i) في السنة (t)
- : $Admin.\ Rewards_{it}$ متغير متصل؛ وهو المتغير المستقل، المكافآت الإدارية لأعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t)
- $Bonuses_{it}$: متغير متصل؛ وهو المتغير المستقل، مكافآت الإدارة التنفيذية للشركة (i) في السنة (t)
- $Firm\ Size_{it}$: متغير مصل؛ وهو من المتغيرات الضابطة، اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط أصول الشركة (i) في السنة (t) .
- ε_{it}: الخطأ العشوائي.

5.4 متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

استخدمت الدراسة مجموعة من المقاييس لمتغيراتها، واستندت في ذلك إلى مجموعة من الدراسات السابقة ذات العلاقة مع تطوير لتلك المقاييس والاختيار من بينها ما يتناسب والبيانات المفصح عنها في قاعدة بيانات بورصة فلسطين، والتالي متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والضابطة وطريقة قياسها.

♦ **المتغير التابع**

– تكاليف الوكالة: وسوف يتم قياسها باستخدام نسبة الانتفاع من الأصول وهي النسبة التي تقيس مدى فاعلية القرارات الاستثمارية التي تتخذها إدارة الشركة، ومدى قدرتها على استغلال أصولها بالشكل الأمثل؛ فارتفاع نسبة الانتفاع من الأصول يعني أن الشركة تقوم بإدارة أصولها بشكل كفؤ وفعال وهو ما يترتب عليه انخفاض تكاليف الوكالة، أما إذا كانت هذه النسبة منخفضة فان هذا يعني أن الشركة تقوم باتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو تقوم باستخدام عوائدها في شراء أصول غير منتجة مما يخلق تكاليف وكالة يتحملها حملة الأسهم وسوف يتم قياس هذه النسبة من خلال قسمة إجمالي الإيرادات التشغيلية على متوسط إجمالي الأصول، وقد استخدم هذا المقياس في عدة دراسات (Ang et al. ,2000) ؛ (Singh &Davidson, 2003) ؛ (Florackis & Ozkan, 2009) & WeirMcKnight) ؛ (Henry,2010) ؛ (زريقات وآخرون، 2016) .

♦ **المتغيرات المستقلة**

– توزيعات الأرباح النقدية: وتشير إلى التوزيعات النقدية خلال العام، وتم قياسها من خلال احتساب الريع الجاري للسهم وهو عبارة عن ناتج قسمة حصة السهم من توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم. وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Belden et al. , 2005).

– توزيعات الأسهم المجانية: وتشير إلى توزيعات الأرباح في شكل أسهم مجانية وهذا يؤدي الى زيادة عدد الأسهم المتداولة في السوق، ويقاس بنسبة التوزيعات المجانية الى القيمة الاسمية للسهم.

– مكافآت أعضاء مجلس الإدارة: بسبب أن أعضاء مجلس الإدارة لا يدفع لهم رواتب دورية ستقوم الدراسة باحتساب هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع المكافآت السنوية المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة، حيث يمكن أن يكون للحوافز الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة تأثيراً واضحاً على تكاليف الوكالة، وذلك من خلال استخدامها كمتغير مستقل في نموذج الدراسة، وقد استخدم هذا المقياس من قبل (Murphy,1990) .

– مكافآت الإدارة التنفيذية: يمكن لوجود نظام للمكافآت والحوافز للإدارة التنفيذية أن يؤثر على تكاليف الوكالة، وقد تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة المكافآت المدفوعة للإدارة التنفيذية إلى إجمالي الرواتب السنوية. وقد استخدم هذا المقياس من قبل (Bebchuk and Fried,2003) .

♦ **المتغير الضابط**

تساعد المتغيرات الضابطة في النموذج على ضبط العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، وبيانها بصورتها الأقرب للواقع؛ وذلك من خلال تقليل نسبة الخطأ العشوائي في النموذج مما يسهم في تمثيل المتغير التابع بشكل أفضل، وبيان علاقة المتغيرات الأخرى مع المتغير التابع، وقد تضمن نموذج الدراسة المتغير الضابط التالي:

– حجم الشركة: حيث ينظر إليه على أنه أحد العوامل التي تؤثر على تكاليف الوكالة حيث توصل (Doukas et al. , 2000) الى أن الشركات الكبيرة تعاني من مشاكل وكالة مرتفعة، وعزى ذلك إلى تعقيد تلك الشركات وصعوبة الحصول على المعلومات التي يواجهها المالكون فيها. وعلى العكس من ذلك فقد توصل (Berger et al. ,2001) إلى أن الشركات الصغيرة تزداد فيها مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المدراء والمالكين وبالتالي تزداد فيها تكاليف الوكالة، بينما تخضع الشركات الكبرى لرقابة أكبر من قبل المستثمرين والمحللين فتنخفض فيها مشكلة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تنخفض فيها تكاليف الوكالة. بناء على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لحجم الشركة تأثيراً واضحاً على تكاليف الوكالة، وفي هذه الدراسة تم استخدام متغير حجم الشركة لاختبار مدى تأثيره على تكاليف الوكالة في ظل وجود متغيرات أخرى تتعلق بالشركات، وسيتم قياسه عن طريق احتساب اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة وقد استخدم هذا المقياس فيمن من قبل كل من (Ferreira & Vilela , 2004) ؛ (Florackis & Ozkan,2008) ؛ (زريقات وآخرون، 2016)

6. تحليل البيانات واختبار الفرضيات

قبل البدء باختبار الفرضيات لابد من عرض بعض المؤشرات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، حيث يعرض الجدول رقم (2) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة، وقد تم ذلك من خلال احتساب المتوسط الحسابي العام لجميع المفردات المتعلقة بكل متغير من متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة من 2006 – 2016، حيث بلغ عدد المفردات لكل متغير (330) مفردة، ومن ثم احتساب المتوسط الحسابي على مستوى كل قطاع اقتصادي بشكل منفرد.

جدول رقم (2) :

المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة وموزعة حسب القطاع

المتغير	قطاع الخدمات	قطاع التأمين	قطاع البنوك	قطاع الاستثمار	القطاع الصناعي	المتوسط العام
تكاليف الوكالة	0.379	0.229	0.057	0.132	0.841	0.328
نسبة التوزيعات النقدية (ريع السهم)	0.035	0.048	0.020	0.017	0.042	0.032
نسبة توزيعات الأسهم المجانية	0.022	0.075	0.100	0.019	0.041	0.051
اللوغاريتم الطبيعي لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة	7.527	10.888	10.926	4.008	6.623	7.994
نسبة مكافآت الإدارة التنفيذية	0.386	0.540	0.467	0.522	0.540	0.491
اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة	17.590	18.031	19.755	17.294	16.421	17.818

يتضح من الجدول رقم (8) أعلاه أن متوسط نسبة الانتفاع بالأصول لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بلغت (32.8%) ، وهذا مؤشر على ارتفاع تكاليف الوكالة لدى الشركات الفلسطينية، وبتفحص تكاليف الوكالة داخل القطاعات الاقتصادية يتبين اختلاف تلك التكاليف باختلاف القطاع الاقتصادي، وقد سجلت الشركات داخل القطاع الصناعي أقل مستوى لتكاليف وكالة حيث بلغ متوسط الانتفاع بالأصول (84.1%) .وقد بلغ المتوسط العامل ريعا لسهم (3.2%) ، وقد سجلت شركات التأمين أعلى متوسط لريع السهم ضمن عينة الدراسة حيث بلغ ريع السهم لهذه الشركات (4.8%) ، في المقابل فقد بلغ متوسط نسبة توزيعات الأسهم المجانية لعينة الدراسة (5.1%) ، وقد كان قطاع البنوك أكثر القطاعات الاقتصادية توزيعاً للأسهم المجانية، ويمكن أن يكون السبب في ذلك هو إقرار سلطة النقد الفلسطينية رفع نسبة كفاية رأس المال من) 50) مليون دولار ليصل رأس المال الى (75) مليون دولار، وبالتالي فان أغلب البنوك اتبعت سياسة رسملة الأرباح وتوزيع أسهم مجانية بهدف زيادة رأس المال كجزء من سياسة توزيعات الأرباح.

6.1 اختبار فرضيات الدراسة

يستعرض هذا الجزء من الدراسة نتائج تحليل الانحدار البسيط والمتعدد لبيان أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، مع ضبط أثر حجم الشركة على متغيرات الدراسة، وقد تم اختبار الفرضيات مع بيان أثر التباطؤ الزمني حيث تم إعداد عدة نماذج انحدار بسيط ومراقبة تغيرها عبر الزمن، وذلك لبيان أثر المتغير المستقل مع مرور الزمن على المتغير التابع.

6.1.1 اختبار الفرضية الرئيسة الأولى

◄ تنص الفرضية الرئيسة الأولى على «يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين» ولاختبار هذه الفرضية تم تجزئة هذه الفرضية إلى فرضيتين فرعيتن، حيث تم تجزئة متغير توزيعات الأرباح إلى توزيعات أرباح نقدية وتوزيعات أرباح على شكل أسهم مجانية.

وبهدف اختبار أثر توزيعات الأرباح النقدية على تكاليف الوكالة، تم اعداد نموذج انحدار بسيط لبيان أثر توزيعات الأرباح النقدية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين حيث تم إجراء الانحدار البسيط على أساس التباطؤ الزمني.ويتبين من الجدول رقم (3) الذي يظهر النموذج النهائي للانحدار البسيط، أن معامل التحديد المعدل = (0.055) ، وهذا يعني أن 5.5% من التغير في معدل الانتفاع بالأصول (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال سياسة توزيعات الأرباح النقدية، كما يظهر الجدول أن قيمة الاختبار (1.922) = T ، وهي أكبر من قيمة T الجدولية وهي تساوي (1.646) ، وأن القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل الانحدار تساوي (0.048) وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وبتحليل المسار يتبين أن قيمة ((P) =0.106) ، بناء على ذلك يمكن القول بأن هناك أثراً إيجابياً لتوزيعات الأرباح النقدية على معدل الانتفاع من الأصول، وبالتالي التأثير سلباً على تكاليف الوكالة، وتتوافق هذه النتيجة مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة، كما تتوافق مع دراسة كل من (Rozeff,1982؛ Saxena, 1999) ، وبالتالي يمكن القول بأن إتباع سياسة توزيعات الأرباح النقدية قد ساهمت في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال التخلص من التدفق النقدي الحر الذي لا يوجد آفاق لاستثماره في الأجل القصير، وهذا يمكن إرجاعه إلى غياب الفرص الاستثمارية المجدية أمام الشركات.

جدول رقم (3) :

تحليل الانحدار لقياس أثر توزيعات الأرباح النقدية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

تكاليف الوكالة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية
المقدار الثابت	0.052	4.310	0.000
نسبة التوزيعات النقدية (ريع السهم)	0.106	1.922	0.0480
$Y = 0.052 + 0.106x_1$			
معامل الارتباط	0.321	القيمة الاحتمالية	0.0480
معامل التحديد		0.055	
VIF		1.00	
Durbin - Watson		1.936	

وبهدف اختبار أثر توزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية

فقد أظهر النموذج النهائي لتحليل الانحدار عدم وجود أثر لتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية على معدل الانتفاع من الأصول وبالتالي على تكاليف الوكالة، حيث أظهرت النتائج وحسب ما هو موضح في الجلول رقم (4) أن معامل التحديد المعدل = (0.004) ، وهذا يعني أن0.4% من التغير في معدل الانتفاع بالأصول (المتغير التابع) تم تفسيره من توزيعات الأسهم المجانية، كما يظهر الجدول أن قيمة الاختبار (1.123) = T ، وهي أقل من قيمة T الجدولية وهي تساوي (1.646) ، وأن القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل الانحدار تساوي (0.262) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) ، وبتحليل المسار يتبين أن قيمة (P) = (0.0.062) ، وبالتالي يتم نفي الفرضية الفرعية الثانية، وهذا يمكن تبريره بأن سياسة توزيع الأسهم المجانية لم تكن متبعة لدى كافة الشركات ضمن عينة الدراسة، هذا بالإضافة أن الشركات التي اتبعت هذه السياسة لم تكن منتظمة عبر السنوات وهذا يضعف من ارتباط وتأثير سياسة توزيع الأسهم المجانية على تخفيض تكاليف الوكالة، وتختلف هذه النتيجة مع ما توصلت اليه دراسة (Kell, 1984), (Fama, 1980), (Hegde,Ertugrul 2007)

جدول رقم (4)

تحليل الانحدار لقياس أثر توزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

تكاليف الوكالة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية
المقدار الثابت	0.057	4.918	0.000
نسبة توزيعات الأسهم المجانية	0.062	1.123	0.262
Y = 0.057 + 0.062x1			
معامل الارتباط	0.062	القيمة الاحتمالية	0.262
معامل التحديد		0.004	
VIF		1.00	
Durbin - Watson		1.916	

6.1.2 اختبار الفرضية الرئيسة الثانية

◄ تنص الفرضية الرئيسة الثانية على «يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمكافآت الإدارية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين» ولاختبار هذه الفرضية تم تجزئة هذه الفرضية الى فرضيتين فرعيتن، حيث تم تجزئة متغير المكافآت الإدارية إلى مكافآت أعضاء مجلس الإدارة ومكافآت الإدارة التنفيذية.

وبهدف اختبار أثر مكافآت أعضاء مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة تم إعداد نموذج انحدار بسيط لبيان أثر هذا المتغير على تكاليف الوكالة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم إجراء الانحدار البسيط على أساس التباطؤ الزمني، ويتبين من الجدول رقم (5) والخاص بالنموذج النهائي للانحدار البسيط، أن معامل التحديد المعدل = (0.135) ، وهذا يعني أن 13.5% من التغير في معدل الانتفاع بالأصول (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال سياسة مكافآت أعضاء مجلس الإدارة، كما يظهر الجدول أن قيمة الاختبار (2.457) = T ، وهي أكبر من قيمة T الجدولية وهي تساوي (1.646) ، وأن القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل الانحدار تساوي (0.0101) وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وبتحليل المسار يتبين أن قيمة (P) = (0.480) ، بناء على ذلك يمكن القول بأن هناك أثر إيجابي لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة على معدل الانتفاع من الأصول، وبالتالي التأثير سلباً على تكاليف الوكالة، وبذلك يتم تأكيد الفرعية الأولى، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة كل من (نوري وسلمان، 2014)

وقد تم إعداد نموذج انحدار بسيط لبيان أثر مكافآت الإدارة التنفيذية على تكاليف الوكالة، وقد أظهر النموذج النهائي لتحليل الانحدار البسيط أن هناك أثراً ايجابياً للمكافآت الإدارية على معدل الانتفاع بالأصول، حيث يظهر الجدول رقم (6) أن قيمة الاختبار T (2.402) = ، وهي أكبر من قيمة T الجدولية وهي تساوي (1.646) ، وأن القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل الانحدار تساوي (0.017) وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وبالتالي يتم اثبات الفرضية الفرعية الثانية، وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Fried,2003 Bebchuk and)

وقد تم اعداد نموذج انحدار متعدد لبيان أثر كل من مكافآت أعضاء مجلس الإدارة ومكافآت الإدارة التنفيذية معاً على تكاليف الوكالة، فقد تبين أن القيمة الاحتمالية لمعاملات الانحدار أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، مما يدل على قبول الفرضية والتأكيد على وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمكافآت الإدارية على تكاليف الوكالة، وقد تبين أيضا أن معامل التحديد المعدل يساوي (0.230) ، وهذايفسرمانسبته23% من التغيرات الحادثة في معدل الانتفاع بالأصول، وقد تبين أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي لان قيمة Durbin Watson تساوي (1.998) وهي قريبة من (2) .وأيضا قيمة Durbin Watson أكبر من الحد الأعلى والذي يساوي (1.72) .

ولاختبار مشكلة الانحدار المتعدد (Multicollenearity)) في الدراسة فقد تم الاعتماد على اختبار (Variance Inflation Factor VIF) حيث تبين الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وكقاعدة عامة إذا كانت قيمة الـ VIF> 5 فإن هذا يشير إلى وجود ارتباط متعدد.

وتشير النتائج التي تم التوصل إليها في هذا الاختبار إلى عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollenearity)

في بيانات الدراسة، حيث كان متوسط الـ VIF أقل من (10) ، عند استخدام نسبة الانتفاع من الأصول كمقياس لتكاليف الوكالة.

بناء على ما تقدم فان الشركات المساهمة العامة في فلسطين يمكن لها العمل على تفعيل أنظمة المكافآت الإدارية سواء المتعلقة بمكافآت أعضاء مجلس الإدارة، أو تلك المتعلقة بمكافآت الإدارة التنفيذية وذلك بهدف تخفيض تكاليف الوكالة وتقليص التضارب في المصالح بين مصلحة العاملين ومصلحة حملة الأسهم وبالتالي التأثير على نمو وازدهار تلك الشركات.

جدول رقم (5) :

تحليل الانحدار لقياس مكافآت أعضاء مجلس الادارة على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

تكاليف الوكالة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية	VIF	Durbin - Watson
المقدار الثابت	3.59	19.783	0.000		
اللوغاريتم الطبيعي لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة	0.480	2.457	0.0101	1.00	1.998
Y = 3.59 + 0.480x1					
معامل الارتباط	0.366	القيمة الاحتمالية	0.0101		
معامل التحديد			0.135		

جدول رقم (6) :

تحليل الانحدار لقياس مكافآت الإدارة التنفيذية على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

تكاليف الوكالة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية	VIF	Durbin - Watson
المقدار الثابت	0.020	562.	0.000		
نسبة مكافآت الإدارة التنفيذية	0.131	2.402	0.017	1.00	1.966
Y = 0.020 + 0.131x1					
معامل الارتباط	0.231	القيمة الاحتمالية	0.017		
معامل التحديد			0.017		

جدول رقم (7) :

تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر كل من مكافآت مجلس الإدارة ومكافآت الإدارة التنفيذية على تكاليف الوكالة

تكاليف الوكالة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية	VIF	Durbin - Watson
المقدار الثابت	- .064	1.584 -	0.000		
اللوغاريتم الطبيعي لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة	0.123	2.225	0.027	1.024	1.958
نسبة مكافآت الإدارة التنفيذية	0.150	2.730	0.007	1.024	
Y = - .064 + 0.1123x1+ 0.150x2					
		القيمة الاحتمالية	0.005		
معامل التحديد			0.230		

6.1.3 اختبار الفرضية الرئيسة الثالثة

◄ تنص الفرضية الرئيسة الثالثة على «يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين تأثير كل من توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية على تكاليف الوكالة باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة»

لاختبار هذه الفرضية تم اجراء اختبار الأهمية الإحصائية للفروق الإحصائية بين فئات عينة الدراسة المقسمة إلى خمسة قطاعات اقتصادية وذلك من خلال استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One Way ANOVA) ، ويساعد هذا التحليل على إعطاء صورة أوضح اذا كان هناك فروق بين الشركات ضمن العينة لمتغيرات الدراسة تعزى إلى القطاع الاقتصادي.

جدول رقم (8)

نتائج تحليل التباين الأحادي للفروق في متغيرات الدراسة باختلاف القطاع الاقتصادي

مصدر التباين		مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	Sig. مستوى الدلالة	
تكاليف الوكالة	بين المجموعات	0.929	4	0.232	6.407	0.000	دال احصائياً
	داخل المجموعات	11.777	325	0.036			
	الإجمالي	12.705	329				
نسبة التوزيعات النقدية (ريع السهم)	بين المجموعات	0.215	4	0.054	3.872	0.004	دال احصائياً
	داخل المجموعات	4.519	325	0.14			
	الإجمالي	4.734	329				
نسبة توزيعات الأسهم المجانية	بين المجموعات	0.346	4	0.087	4.231	0.002	دال احصائياً
	داخل المجموعات	6.647	325	0.020			
	الإجمالي	6.993	329				
اللوغاريتم الطبيعي لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة	بين المجموعات	0.096	4	0.024	17.399	0.000	دال احصائياً
	داخل المجموعات	0.4480	325	0.0010			
	الإجمالي	0.5440	329				

مصدر التباين		مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	Sig. مستوى الدلالة	
نسبة مكافآت الإدارةا لتنفيذية	بين المجموعات	0.025	4	0.006	23.569	0.000	دال احصائياً
	داخل المجموعات	0.85	325	0.000			
	الإجمالي	0.110	329				

قيمة F الجدولية لدرجات حرية (4، 325) عند مستوى دلالة 0.05 = 3.76

من النتائج الموضحة في جدول (8) يتبين أن القيمة الاحتمالية (.Sig) المقابلة لاختبار التباين الأحادي لجميع المتغيرات أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وقيمة (F) المحسوبة لجميع المتغيرات الدراسة أكبر من قيمة f الجدولية والتي تساوي (3.76) ، وبذلك يمكن استنتاج أنه توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات مفردات عينة الدراسة مجتمعة تعزى إلى القطاع الاقتصادي التي تعمل به الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

هذا يعني أن تكاليف الوكالة تختلف لدى الشركات باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه تلك الشركات، وهذا يتوافق مع ما تم عرضه في جدول رقم (2) والخاص بالوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة حيث تبن أن الشركات ضمن قطاع البنوك تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة مقارنة بباقي القطاعات الاقتصادية.

وكذلك فان نسبة التوزيعات النقدية تختلف بين الشركات باختلاف القطاع الاقتصادي، وقد تبين من خلال دراسة الوسط الحسابي لهذا المتغير أن الشركات ضمن قطاع التأمين قد سجلت أعلى نسبة توزيعات أرباح نقدية في حين أن الشركات ضمن قطاع الاستثمار سجلت أقل نسبة توزيعات أرباح نقدية.وكذلك الحال بالنسبة لتوزيعات الأسهم المجانية، فقد تبين اختلاف توجه الشركات تجاه سياسة توزيعات الأسهم المجانية باختلاف القطاع الاقتصادي، حيث أن الشركات ضمن قطاع البنوك أكثر الشركات إتباعاً لسياسة توزيع الأسهم المجانية، في حين كانت الشركات ضمن قطاع الاستثمار هي الأقل توجهاً لإتباع سياسة توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية.

وبالنسبة للمكافآت الإدارية فقد تبين أيضاً اختلاف تلك المكافآت باختلاف القطاع الاقتصادي، حيث تبين ومن خلال دراسة الوسط الحسابي لهذا المتغير أن الشركات ضمن قطاع البنوك قد سجلت أعلى متوسط لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة، وأن الشركات ضمن قطاع التامين سجلت أعلى متوسط لمكافآت الإدارة التنفيذية، في المقابل سجلت الشركات ضمن قطاع الاستثمار أقل متوسط لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة، وقد سجلت الشركات ضمن قطاع الخدمات أقل متوسط بالنسبة لمكافآت الإدارة التنفيذية.

7. النتائج والتوصيات

7.1 النتائج

بعد استعراض نتائج التحليل الإحصائي توصل الباحث إلى ما يلي:

1. تعاني الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين من ارتفاع تكاليف الوكالة، فمعدل الانتفاع بالأصول لدى تلك الشركات بلغ (32.8%) ، وأن البنوك تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة مقارنة بباقي القطاعات الاقتصادية.

2. تعتبر بورصة فلسطين للأوراق المالية سوقاً مالياً صغيراً وذلك لمحدودية عدد المعاملات وانخفاض السيولة فيها، وكغيرها من الأسواق النامية فإنها تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تتسبب في ارتفاع تكاليف الوكالة.

3. تختلف سياسة توزيعات الأرباح المتبعة من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين باختلاف القطاع الاقتصادي، والاختلاف يتلخص في مدى ثبات سياسة توزيعات الأرباح، ومدى انتظام تلك التوزيعات، بالإضافة الى نوع تلك التوزيعات (نقدية، أم أسهم مجانية أم مختلطة) .

4. تعتبر سياسة توزيعات الأرباح النقدية إحدى الآليات المتبعة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لتخفيض تكاليف الوكالة، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي لتوزيعات الأرباح النقدية على تكاليف الوكالة.

5. أظهرت الدراسة عدم وجود أثر لتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

6. أن المكافآت الإدارية بنوعيها المكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والمكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة، وبالتالي فان وجود أنظمة سليمة للمكافآت الإدارية وخاصة المادية منها سوف يؤدي إلى تعزيز الانتماء الوظيفي وتقليص التضارب في المصالح بين الملاك والإدارة.

7. أظهرت نتائج الدراسة أن أثر كل من توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية يختلف باختلاف القطاع الاقتصادي التي تعمل به الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

7.2 التوصيات

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يقدم الباحث التوصيات الآتية:

1. من الضروري العمل على تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات الفلسطينية وذلك من خلال التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات، ويمكن أن يتم ذلك من خلال قيام إدارة بورصة فلسطين بالعمل على تطوير دليل حوكمة الشركات بهدف زيادة مستوى الشفافية وبالتالي زيادة ثقة المتعاملين.

2. يعتبر خيار توزيعات الأرباح هو الأقوى في الأسواق المالية الناشئة للحد من تكاليف الوكالة، لذا فان قيام إدارة الشركات المساهمة العامة في فلسطين باتباع سياسة توزيع أرباح

ثابتة وواضحة، سيكون له أثر هام في تخفيض تكاليف الوكالة لتلك الشركات.

3. من الضروري أن يعمل حملة الأسهم لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية على تطوير أنظمة المكافآت الإدارية الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة، وذلك بهدف تقليص ظاهرة تضارب المصالح بين أصحاب الأسهم والإدارة وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة.

4. ضرورة قيام مجلس الإدارة لدى الشركات المساهمة الفلسطينية بتطوير أنظمة الحوافز والمكافآت الإدارية الخاصة بالإدارة التنفيذية بهدف ربط مصلحة العاملين بنمو وتطور الشركة.

5. ضرورة قيام الجهات المهنية في فلسطين وإدارة بورصة فلسطين بعقد المؤتمرات والدورات التدريبية وورش العمل بهدف تطوير الإطار المعرفي والإجرائي لتكاليف الوكالة ومسبباتها وطرق الحد منها.

6. يوصي الباحث إعادة اجراء هذه الدراسة، مع إدخال متغيرات أخرى مثل الرفع المالي، ومتطلبات حوكمة الشركات بهدف بيان أثر تلك المتغيرات في تخفيض تكاليف الوكالة وبالتالي إمكانية الوصول الى عوامل أخرى تؤثر في تكاليف الوكالة.

قائمة المراجع

أولا: المراجع العربية

1. أحمد، سامح. أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح، وانعكاسها على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (8) ، العدد (4) ، 2012، ص ص. 736 – 761.
2. حمدان، علام محمد؛ السريع، عادل محمد؛ علاسوه، محمد سلامة، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد (24) ، العدد (4) ، 2016، ص ص. 82 – 98.
3. حمدان، علام. العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (10) ، العدد (1) ، 2014، ص ص. 63 – 81.
4. حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الطبعة الأولى، 2003.
5. الحيالي، وليد ناجي، نظرية المحاسبة، الكويت، دار السلاسل، الطبعة الأولى، 2008.
6. خوخي، خديجة. دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة «دراسة حالة»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر، 2011.
7. زريقات، زياد محمد؛ الغرايبة، محمد عبد الرحمن؛ الحداد، لارا محمد، تكاليف الوكالة لحاكمية المؤسسية: دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (2) ، العدد (2) ، 2016، ص ص. 307 – 329.
8. زوايد، لزهاري، تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة – دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2009 – 2011، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، الجزائر، 2012.
9. شقور، عمر فريد، العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة "دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان»، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد (3) ، العدد (2) ، 2017، ص ص. 27 – 42.
10. الشيخ، عبد الرزاق. التحليل المالي وعلاقته بسعر السهم» رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية، غزة، 2009. ص. 70
11. الشيرازي، عباس مهدي، نظرية المحاسبة، الكويت، ذات السلاسل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 1990.
12. مطر، محمد نظرية المحاسبة، عمان، منشورات جامعة القدس المفتوحة، مطابع أم السماق، الطبعة الأولى، 2012، ص 119.
13. الميداني محمد أيمن عزت، الإدارة التمويلية في الشركات، الإصدار الثالث، الرياض، دار العبيكان للنشر، الطبعة السادسة، 2010.
14. الميداني، محمد عزت، «الإدارة التمويلية في الشركات، الظهران، منشورات جامعة الملك فهد الطبعة الأولى، 1999.
15. نادر، نهاد؛ حيدر؛ وئام محمد، العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (37) ، العدد (3) ، 2015، ص ص. 145 – 162.
16. النجار، جميل حسن، مدى تأثير الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لدى للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للتنمية المجتمعية الذي نظمته كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر بغزة، الذي عقد في الفترة 5 – 6/ 10/ 2016.
17. النجار، جميل حسن؛ عقل، على خليل، قياس أثر الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين»، مجلة جامعة فلسطين التقنية للأبحاث، المجلد (4) ، العدد (2) ، 2016، ص ص. 15 – 40.
18. نصر، خالد جمال، اثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية، رسالة ماجستير غيرمنشورة، جامعة العلوم التطبيقية، عمان2015، ص41.
19. نوري، بتول محمد؛ سلمان، على خلف، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحوث وتطوير الموارد البشرية، العدد (14) ، 2014، ص ص. 9 – 32.

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. *Agrawal, A. , & Knoeber, C. R. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. The Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol. (31) ,No. (3) , 1996, pp 377 - 397*
2. *Aik Leng, A. Change. (2004) . "The impact of Corporate Governance Practices on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies" SEAN Economic Bulletin,Vol. (21) , No. (3) , 2004, pp. 308 - 328*
3. *AL - Najjar, Jameel Hassan. (2015) . The Effects of Concentrated Ownership on Corporate Performance - Evidence From Palestine, International Journal of Novelty Research in Marketing Management and Economics,Vol. (2)*

4. Ang, J. , Cole, R. , and Lin, J. Agency Costs and Ownership structure, Journal of Finance, Vol. (55) ,Issue (1) , 2000 ,pp. 81 - 106.
5. Baker H. K. ; Smith, D. M. In Search of A Residual Dividend Policy, Review of Financial Economics. No (15) , 2006, pp. 1 - 18.
6. Barzegar B. , Mahdi S. , Re - Emerging of Agency Problem ; Evidence from Practicing Non - Audit Service by Land Pendent Auditors , Journal Audit Pract , Vol. (5) , Issue (2) ,2008, pp. 55 - 66.
7. Bebchuk, Lucian Arye and Fried, Jesse M. Executive Compensation as an Agency Problem, Journal of Economic Perspectives, Vol. (17) , No. (3) ,2003,pp. 71 - 79.
8. Belden, S. , Fister,T. , and Knapp, B. "Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs?". Business and Society Review, Vol. (110) ,No. (2) ,2005,pp: 171 - 180.
9. Berger, A. F. , Klapper, and Udell, G. The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses, Journal of Banking and Finance,Vol. (25) ,2001و pp: 2127 - 2167.
10. Brockman, Paul and Unlu, Emre, «Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt» University of Nebraska, Finance Department Faculty Publications (13) ,2009,pp: 275 - 299.
11. Caelers, Linda, The Relation Between Dividend Policies and Agency Conflicts, Evidence on European listed firms, Master Thesis Department Accountancy, Tilburg Umiversity,2010.
12. Collin ,Sven - Olof Yrjö Collin, Yuliya PonomarevaSara, OttossonNina Sundberg. Governance strategy and costs: board compensation in Sweden, Journal of Management & Governance, Vol. (21) , Issue (3) ,2017, pp 685–713
13. Crawford, D. & Franz, D. Stock Dividends and Splits: Anticipation, Signaling, and Market Response. Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. (16) ,No. (2) ,2001, pp: 141 - 166.
14. Das, Somanth,: Banke, rajive,: Dater, Srikant, , The Case of Stock Dividend Announcement, The Accounting Review, Vol. (68) , No. (1) , January,1993, pp 28 - 47.
15. Doukas, J. , Kim, C. , and Pantzalis, C. Security Analysts, Agency Costs, and Company Characteristics, Financial Analysts Journal, Vol. (56) , No. (6) ,2000, pp: 54 - 63.
16. Ehikioya, B. "Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence From Nigeria" Corporate Governance Journal, Vol. (9) , No. (3) ,2009, pp: 231 - 243.
17. Ertugrul, Mine: Hegde, Shantaram. (2007) . Board Compensation Practices and Agency Costs of Debt, Electronic Journal, Vol. (14) , No. (5) ,2007, pp: 521 - 531.
18. Fama , Eugene F. , " Agency Problems and the Theory of the Firm " , Journal of Political Economy , Vol. (88) ,1980, , pp: 288 - 307.
19. Ferreira, M. , and Vilela, A. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. European Financial Management Vol. (10) ,Issue (2) ,2004, pp: 295 - 319.
20. Fleming, G. , Heaney, R. , & Mccosker, R. Agency Costs and Ownership Structure in Australia. Pacific - Basin Finance Journal , Vol. (13) ,No. (1) ,2005,pp: 29 - 52.
21. Florackis, C. , and Ozkan, Y. Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms, International Journal of Managerial Finance, Vol. (4) ,No. (1) ,2008,pp:: 37 - 59.
22. Gitman, Lawrence J. , Principles of Managerial Finance, 9th. Ed. , Donnelly & sons Company, U. S. A. 2000.
23. Henry, Darren. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A private Contracting Perspective, Pacific - Basin Finance Journal, Vol. (18) ,Issue (1) ,2010,pp: 24 - 46.
24. Janis Berzins, yvind Bøhren and Bogdan Stacescu. Dividend, Taxes, and Agency Costs. Center for Corporate Governance Research , Working paper, No. (2) , 2014, pp: 1 - 26
25. Jensen , M. C. and. Mackling,W. H. , Theory of the firm: Managerial Behavior , Agency Cost and Ownership Structure " , Journal of Financial Economics , Vol. (3) ,1976 , pp: 305 - 360.
26. Jensen, M. 1986. "Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". American Economic Review, Vol. (76) ,No. (2) ,1986,pp: 323 - 329.
27. Jensen, Michael & Murphy, Kevin J. , Performance Pay and Top - Management Incentives , The Journal of Political Economy, Vol. (98) ,No. (2) ,1990, pp: 225 - 264.
28. John, K. , and Knyazeva, A. , "Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance". Working paper, New York University and University of Rochester,2006.
29. Kao , Hui - Sung and Wei Han - Tzu. " The Effect of IFRS , Information Asymmetry and Corporate Governance on the Quality of Accounting Information " Asian Economic and Financial Review , vol. (4) , ISSU (Z) ,2014, pp: 226 - 256.
30. Kell, Lauren , (1984) . " Positive Theory Research" , Journal of Accounting , Spring.
31. Khan ,Farman Ali and Ahmad ,Nawaz. Determinants of Dividend Payout: An Empirical Study of Pharmaceutical Companies of Pakistan Stock Exchange (PSX) ,Journal of Financial Studies & Research,Vol. 2017 (2017) , Full Text Available on http:// ibimapublishing. com/ articles/ JFSR/ 2017/ 538214/
32. Kose, J. , and Anzhela, K. , (2006) . Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance Available at SSRN: http:// ssrn. com/ abstract=841064 ,Accessed at 19 April 2010.
33. Kung"u, J. N. & Munyua, J. M. Relationship between Corporate Governance Practices and Agency Costs of Manufacturing and Allied Firms Listed in Nairobi Securities Exchange, Journal of Economics and Finance, Vol. (7) , Issue (2) ,2016, pp. 58 - 68.
34. La Porta, R. , Lopez - de - Silanes, F. , Shleifer, A. , and Vishny, R. "Agency Problems and Dividend Policies around the World". Journal of Finance, Vol. (55) ,No. (1) ,2000,pp: 1–33.
35. McKnight, P. J. and Weir, C. Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies A Panel Data Analysis, Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. (49) , 2009 ,pp: 139 - 158.
36. Mingsheng, L. ; Xi, H, . Determinants. of Dividend Policy in Chinese Firms: Cash versus Stock Dividends. Journal of Corporate Finance Special Conference on Emerging Markets, The Australian National University,2009. 255.
37. Mollah, A. , Rafiq, R. , and Sharp, P. "Relevance of Agency Theory for Dividend Policy in an Emerging Economy: The Case of Bangladesh". The ICFAI Journal of Applied Finance, Vol. (13) ,No. (12) ,2007,pp: 5 - 15.
38. Mui, Yong Teck and Mustapha, Mazlina. Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Malaysian Public Listed Firms, Journal of Applied Environmental and Biological Sciences,Vol (6) , No. (1S) ,2016. ,pp. 48 - 54
39. Murphy, K. , Executive Compensation. In: O. Ashenfelter, & D. Card (Eds) , Handbook of Labor Economics, Vol. (3) , Pat B, Amesterdam: North - Holland ,1999,pp: 2485 - 2563.
40. Myers, S. C. , and Majluf, N. S.. Corporate Financing Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics, Vol. (13) ,1984,pp: 187 - 221.
41. Okpara, L. ; Godwin, CH. ADiagnosis of the Determinants ofDividend Pay Out Policy in Nigeria: A Factor Analytical Approach. American Journal of Scientific Research , Issue (8) ,2010, pp: 57 - 67.
42. Rakesh H M, Lakshmi P. , Capital Structure on Agency Costs: Evidence from Indian Public Companies, Journal of Business , Issue (2) , 2015, pp. 135 - 148.

and Management, Vol. (15) , Issue (1) ,2013, PP 50 - 53.

43. *Ross, Stephen A.: Westerfied, Randolph W.: and Jordan, Bradford D. , Fundamentals of Corporate Finance, 6th. Ed. , McGraw - Hill com. , U. S. A,2003.*

44. *Rostamlu, Abbas: Pirayesh,Reza : Hasani ,Kazem. (2016) The Effect of Free Cash Flow - based Agency Costs on Dividends in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) ,Mediterranean Journal of Social Sciences,MCSER Publishing, Rome - Italy , Vol, (7) No. (4) , 2016 ,pp. 131 - 138 ,*

45. *Rozeff, M. "Dividends and Agency Costs". Journal of Financial Research,Vol. (5) ,No. (3) ,1982,pp: 249– 259.*

46. *Saxena A. "Determinants of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms". Financial Management Association Conference. Full Text Available on www. westga. edu/ bquest/ ,1999*

47. *Seetharaman, A. , Swanson, Z. L. , Srinidhi, B. Analytical and Empirical Evidence of the Impact of Tax Rates on the Trade - off between Debt and Managerial Ownership. Journal of Accounting, Auditing & Finance , Vol. (16) , No. (3) , 2001,pp: 249 272.*

48. *Singh, M. , and Davidson, W. N. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms, Journal of Banking and Finance, Vol. (27) ,Issue (5) , 2003,pp: 793 - 816.*

49. *Zurigat, Z. and Gharaibeh, M. , Financial Liberalization and Investment Sensitivity to the Cash Flow, European Journal of Economics, Vol. (42) , 2011,pp: 76 - 89.*