الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

الدور الوسيط لتكلفة الوكالة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات المساهمة:

دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة من2011 حتى2018

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير
في إدارة الأعمال

إعداد الطالب
إبراهيم علي سليم

إشراف
الدكتور غذوان علي

2021/2020

إقرار

أنا الطالب: إبراهيم علي سليم ماجستير في إدارة الاعمال

أصرح بأن الدراسة هي من إنجازي ولم يسبق أن نُشرت من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

الاسم: إبراهيم علي سليم

التوقيع:

التاريخ: / /

إقرار المشرف

أشهد بان إعداد هذه الرسالة الموسومة "

الدور الوسيط لتكلفة الوكالة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة من2011 حتى2018

"جرت تحت إشرافي في كلية الاقتصاد قسم إدارة الأعمال، جامعة دمشق وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في اختصاص ادارة الاعمال.

المشرف: د.غذوان علي	
التوقيع:	
التاريخ:	

إقرار المقوم اللغوي

أشهد بان هذه الرسالة الموسومة "

الدور الوسيط لتكلفة الوكالة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة من2011 حتى2018

" تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وتصحيح ما ورد فيها من أخطاء لغوية وتعبيرية وبذلك أصبحت الرسالة مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الأسلوب وصحة التعبير.

الاسم:

التوقيع:

التاريخ: / /

بسم الله الرحمن الرحيم

((نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مَّن نَّشَاء وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ))

صدق الله العظيم

سورة يوسف

الآية (76)

لجنة المناقشة:

رسالة ماجستير بعنوان : الدور الوسيط لتكلفة الوكالة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات المساهمة:

دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة من2011 حتى2018

إعداد الطالب: إبراهيم علي سليم

نوقشت هذه الرسالة علنياً وأجيزت يوم الأربعاء الواقع في 15/ 9 / 2021 من قبل السادة أعضاء لجنة الحكم التالية أسماؤهم:

د. زكوان قريط	**الأستاذ في قسم إدارة الأعمال –كلية الاقتصاد-جامعة دمشق**	**عضواً**	
د. غذوان علي	**الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال –كلية الاقتصاد-جامعة دمشق**	**عضواً مشرفاً**	
د. منال صقر	**المدرس في قسم إدارة الأعمال –كلية الاقتصاد-جامعة دمشق**	**عضواً**	

تم إجراء التعديلات المطلوب، وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الماجستير في إدارة الأعمال .

شكر وتقدير

في البدء أحمد الله جلت قدرته على القوة التي أمدني بها لإكمال هذه البحث .

كما اتقدم بوافر شكري و تقديري الى الدكتور غذوان علي لتفضله بالإشراف على إعداد هذه البحث و الرعاية العلمية التي أحاطني بها و للملاحظات و التوجيهات التي أبداها طيلة فترة الاعداد سائل الله أن يجزيه خير الجزاء .

ويسرني أن أتوجه بجزيل الشكر إلى الاساتذة الأفاضل رئيس و أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بالموافقة على مناقشة البحث .

الباحث

الإهداء

إلى التي لازمني دعائها باستمرار .. فتراني أحيا وأواصل المشوار

أمي الحنونة

إلى الذي أرى في عينه الدفء ..ومن تضحياته تعلمت الوقوف بوجه الإعصار

أبي العزيز

إلى رفيقة عمري وسندي ..... عهداً وإخلاصاً

زوجتي

إلى الذين بسمتهن تطل علي باستمرار ..كأنهم ورودا وأشجار

إخوتي

إلى الذين أرى علمهم وسط الليل نهار ..

أساتذتي الأفاضل

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
عنوان الدراسة	أ
إقرار	ب
الآية القرآنية	ت
لجنة المناقشة والحكم	ث
شكر وتقدير	ج
الإهداء	ح
فهرس المحتويات	خ
فهرس الجداول	ر
فهرس الأشكال	ز
الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة	1
ملخص الدراسة	2
مقدمة	3
1-1- المصطلحات والتعاريف	4
1-2- الدراسات السابقة	5
1-2-1-الدراسات الأجنبية	5
1-2-2-الدراسات العربية	12
1-2-3-آصاله الدراسة	14
1-3- مشكلة الدراسة	15
1-4- أهداف الدراسة	16
1-5- أهمية الدراسة	17
1-6- متغيرات الدراسة	18
1-7- النموذج الأولي للدراسة	19
1-8- فرضيات الدراسة	20
1-9- مجتمع الدراسة وعينتها	20
1-10-منهجية الدراسة	22
1-11-محددات الدراسة	22
الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة	24
المبحث الأول: مفهوم نظرية الوكالة	25
تمهيد	26
2-1-1-مفهوم نظرية الوكالة	27
2-1-2-أهداف نظرية الوكالة	30
2-1-3-أهمية نظرية الوكالة	31
2-1-4-نماذج علاقات الوكالة ضمن نظرية الوكالة	32

2-1-5-مداخل نظرية الوكالة	32
2-1-6-الانتقادات الموجهة إلى نظرية الوكالة	35
2-1-7- الخاتمة	37
المبحث الثاني: تكلفة الوكالة	38
تمهيد	39
2-2-1-مشكلات الوكالة ضمن نظرية الوكالة	39
2-2-1-1-أسباب نشوء مشكلات الوكالة ضمن نظرية الوكالة	40
2-2-1-2-أنواع مشكلات نظرية الوكالة	42
2-2-1-3-معالجة مشكلات نظرية الوكالة	45
2-2-2-تكاليف الوكالة	46
2-2-2-1-أسباب نشأة تكاليف الوكالة	47
2-2-2-2-أنواع تكاليف الوكالة	48
2-2-2-3-الدور الوسيط لتكاليف الوكالة	50
2-2-3-الخاتمة	52
المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة	53
تمهيد	54
2-3-1-آليات السيطرة على تكاليف الوكالة	54
2-3-1-1-هيكل رأس المال	54
2-3-1-2-هيكل الملكية	59
2-3-1-3-مكافآت الإدارة	61
2-3-1-4-مجلس الإدارة	62
2-3-1-5-أسواق عمل المديرين	63
2-3-1-6-رقابة السوق	63
2-3-2-فرص النمو	64
2-3-3-حجم الشركة	65
2-3-4-الرافعة المالية	66
2-3-5-الخاتمة	66
المبحث الرابع: التدفقات النقدية الحرة	67
تمهيد	68
2-4-1-مفهوم التدفقات النقدية الحرة	68
2-4-2-أنواع التدفقات النقدية الحرة	71
2-4-3-أهمية التدفقات النقدية الحرة	72
2-4-4-طرائق حساب التدفقات النقدية الحرة	74
2-4-5-تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة	77
2-4-6-الأداء المالي وتكلفة الوكالة	81

2-4-7- الخاتمة	82
الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة	83
المبحث الأول: تحليل البيانات	84
تمهيد	85
3-1-1-الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة	85
3-1-2اختبار استقرارية السلاسل الزمنية	93
3-1-3-نتائج اختبار التكامل المشترك	103
المبحث الثاني: نتائج اختبار الفرضيات	110
تمهيد	111
3-2-1-اختبار الفرضيات	111
3-2-2-النتائج	129
3-2-3-التوصيات	131
3-2-4-الدراسات المستقبلية	131
المراجع	133
الملاحق	143
Research Abstract	II
Research Title	I

فهرس الجداول

العنوان	الصفحة
الجدول (1-1) عينة الدراسة	21
الجدول (3-1) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأداء المالي	94
الجدول (3-2) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير الأداء المالي	95
الجدول (3-3) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمتغير التدفقات النقدية الحرة	97
الجدول (3-4) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير التدفقات النقدية الحرة	98
الجدول (3-5) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمتغير تكاليف الوكالة	100
الجدول (3-6) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير تكاليف الوكالة	100
الجدول (3-7) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمتغير تكاليف الوكالة طريقة ثانية	102
الجدول (3-8) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير تكاليف الوكالة	103
الجدول (3-9) اختبار التكامل مشترك بين الأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)	104
الجدول (3-10) اختبار التكامل المشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والتدفقات النقدية الحرة (FCF)	104
الجدول (3-11) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والأداء المالي (Q)	105
الجدول (3-12) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)	106
الجدول (3-13) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والتدفقات النقدية الحرة (FCF)	107
الجدول (3-14) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q)	108
الجدول (3-15) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)	109
الجدول (3-16) اشتقاق معادلة التكامل المشترك للفرضية الأولى	112
الجدول (3-17) اشتقاق معادلة التكامل المشترك للفرضية الفرعية الأولى	117
الجدول (3-18) اشتقاق معادلة التكامل المشترك للفرضية الفرعية الثانية	122
الجدول (3-19) اشتقاق معادلة التكامل المشترك	127

فهرس الأشكال

العنوان	الصفحة
الشّكل (1-1) نموذج الدراسة	19
الشكل (2-1) طبيعة مشكلة نظرية الوكالة	29
الشكل (2-2) طبيعة العلاقة التعاقدية بين أطراف علاقة الوكالة	30
الشكل (2-3) أسباب نشوء مشكلات الوكالة	41
الشكل (2-4) أنواع مشكلات نظرية الوكالة	44
الشكل (2-5) الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في معالجة مشكلة تعارض المصالح	51
الشكل (2-6) أنواع التدفقات النقدية الحرة	72
الشكل (3-1) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير الأداء المالي	93
الشكل (3-2) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير التدفقات النقدية الحرة	96
الشكل (3-3) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير تكاليف الوكالة	99
الشكل (3-4) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير تكاليف الوكالة طريقة ثانية	101
الشكل (3-5) معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz للفرضية الأولى	111
الشكل (3-6) مقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة وفق النموذج	114
الشكل (3-7) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	115
الشكل (3-8) معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz للفرضية الفرعية الأولى	116
الشكل (3-9) مقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة وفق النموذج	119
الشكل (3-10) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	120
الشكل (3-11) معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz للفرضية الفرعية الثانية	121
الشكل (3-12) مقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة وفق النموذج	124
الشكل (3-13) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	125
الشكل (3-14) معيار معلومات Akaike	126

الفصل الأول
الإطار المنهجي للدارسة

ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى معرفة الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في أداء الشركات المساهمة بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2011-2018، وتكونت عينة البحث من (11) مصرفاً، و(5) شركات تأمين، وشركتين خدميتين(2) و شركة صناعية (1) مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واعتمد الباحث المنهجية الوضعية في بناء الإطار النظري، والفلسفة الوضعية القائمة على التقييم غير المتحيز والتفكير الاستنتاجي من أجل الوصول إلى بيانات محددة وواضحة عن دور الوسيط لتكاليف الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في أداء الشركات، والمنهج الكمي من حيث الاعتماد على التحليلات الإحصائية والأساليب الكمية، وقد اعتُمد على البيانات المالية المنشورة في موقع هيئة الأوراق المالية السورية وموقع سوق دمشق للأوراق المالية، وجمعت بيانات الشركات عن فتره زمنية تغطي 8 سنوات من عام 2011 إلى عام 2018، وطُبِّقت التحليلات الإحصائية التالية: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية، اختبار التكامل المشترك، نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL ، بالاعتماد على برنامج Eviews ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي بوجود متغير وسيط هو تكاليف الوكالة فقط على المدى الطويل للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: تكلفة الوكالة، التدفقات النقدية الحرة، الشركات المساهمة، الدور الوسيط.

مقدمة:

أبرزت ظاهرة الملكية الغائبة نظرية جديدة هي نظرية الوكالة بوصفها واحدة من نظريات تفسير الشركة، إذ تفسر الشركة بموجبها على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية الصريحة أو الضمنية بين طرفين هما: حملة الأسهم (الموكل)، والإدارة (الوكيل)، يكلف على أساسها الطرف الثاني القيام بأنشطة معينة لصالح الطرف الأول ويفوض باتخاذ القرارات نيابة عنه،

هذا يعني أن النظرية تبحث في سلوك هذين الطرفين على أساس أربع قواعد أساسية: أولها التحليل الاقتصادي لما يدور داخل الشركة، وثانيها التحليل السلوكي للمجموعات التي تتكون منها الشركة، وثالثها التحليل المحاسبي لتكلفة الوكالة التي تنشأ نتيجة الصراع بين حملة الأسهم والإدارة، وآخر هذه القواعد هو التحليل القانوني للتعاقدات التي يجب أن تتم بين تلك الأطراف لحل المشكلات. (Chen and Shih-chieh, 2011: P.100)

وفي هذا السياق بين كل من (Jensen and Meckling,1976: p.305) في معرض شرحهما لسلوك حملة الأسهم والإدارة، أن دور الإدارة المتمثل في كونها مفوضة من قبل حملة الأسهم لإدارة الموارد المالية المتاحة للشركة والتفاوض نيابة عنهم مع الأطراف المهتمة بالشركة، ينبغي أن يكون هذا الدور بالطريقة والشكل الذي يؤدي إلى تحقيق عائد يفوق تكلفة الفرصة البديلة التي كان من الممكن لحملة الأسهم استثمار ثروتهم فيها. وأوضحا أن ذلك يتحقق في صورته الأكثر قبولا عندما تتمثل الإدارة بمالك الشركة الوحيد وتتوافق منفعة الإدارة مع منفعة حملة الأسهم وتكون على نسق واحد وتختفي عندها مشكلة تعارض المصالح. ولكن عندما يتفتت رأس مال الشركة على عدد كبير من حملة الأسهم، وتظهر الحاجة إلى الاستعانة بالخبرات الإدارية من خارج حملة الأسهم، فإن ذلك سيؤدي إلى الشعور بالخوف على مصالح حملة الأسهم، خاصة عندما لا يكون للإدارة حقوق في التدفقات النقدية المتحققة من أدائها المتميز لموارد الشركة، فالتباين بين رغبات الإدارة وحقوق حملة الأسهم في التدفقات النقدية يقود إلى انحراف الإدارة عن سلوكها الوظيفي المتمثل في تعظيم ثروة حملة الأسهم، وذلك باتخاذها قرارات تزيد من

منفعتها الشخصية وتلحق ضرراً بمصالح حملة الأسهم، ويؤدي إلى حدوث تعارض في المصالح وظهور مشكلة الوكالة التي تظهر بصورة ممارسات إدارية انتهازية تستغل نظام الحوافز والمكافآت ومساحة الحرية المتاحة لها في الاختيار بين السياسات المحاسبية البديلة في إطار من الإفصاح الذكي عن الأداء الذي يضمن لها الاستقرار الوظيفي ويحقق لها المكاسب المباشرة وغير المباشرة، من خلال الإنفاق المفرط من جانب المديرين على كماليات العمل وتجاهل الإيرادات الضائعة لحملة الأسهم نتيجة الولوج في استثمارات غير مربحة.

تسعى هذه الدراسة التي ترتكز على فرضية التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة إلى اكتشاف الطريقة التي تؤثر بها تكاليف الوكالة في العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 حتى 2018.

1-1- **المصطلحات والتعاريف**:

1- الوكالة: عرفَّ (Jensen and Meckling,1976) [1] الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبة شخص أو أكثر (الأصيل) بتفويض شخص آخر هو (الوكيل) بأداء الخدمات واتخاذ القرارات نيابة عنه، وركزا على الجوانب المعيارية لعلاقة الوكالة التي يفترضان أنها الجوهر الأساسي للشركة التي تحكم جميع الأطراف من (عمال وموردين ودائنين) ويهدف كل طرف منها إلى تعظيم ثروته الخاصة، وهذا يؤدي إلى عدم تصرف الوكيل دائما لمصلحة الأصيل.

2- الموكل (الأصيل): هو الشخص الذي تصدر منه إرادة التوكيل، ويشترط في الموكل أن يكون مالكاً حقَّ التصرف فيما يريد التوكيل فيه، إذ ليس كل شخص يمكنه توكيل غيره في إجراء تصرفاته. وفي هذه الدراسة، فإن حملة الأسهم في الشركات المساهمة لهم حق التصرف في الكيان الاقتصادي لهذه الأسهم، فهم الموكلون للإدارة من خلال آلية القوانين والتشريعات. أما في

[1] Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, (e), 305-360.

مجال الشركات المملوكة للدولة، فإن الملكية العامة تضع الحكومة موضع الموكل نيابة عن المجتمع.

3- الوكيل: هو الشخص الذي ينوب عن الموكل في القيام بإجراء التصرفات التي يكلف بها من قبل الموكل بموجب عقد الوكالة الذي هو الطرف الثاني فيه، ويشترط بالوكيل أن يكون معلوماً، وتتوافر فيه الأهلية لممارسة التصرف الذي يوكل فيه. وعلى المسار ذاته الذي اختطته الدراسة في مجال الموكل، فإن الإدارة في الشركات المساهمة تعد وكيلاً عن المساهمين، والأمر نفسه يمكن أن يقال عن إدارات الشركات المملوكة للدولة.

1-2- الدراسات السابقة:

لتحديد مشكلة البحث بدقة، وحصر المتغيرات التي ستتناولها هذه الدراسة قام الباحث بمراجعة عدد من الدراسات الأجنبية والعربية ذات الصلة بتكلفة الوكالة والعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات، وقد اختيرت أهم هذه الدراسات وفق ما يلي:

1-2-1-الدراسات الأجنبية:

- **الدراسات المتصلة بالتدفقات النقدية الحرة والأداء المالي للشركات.**

1. دراسة (Brush et al, 2000)[2] بعنوان:

" فرضيات التدفق النقدي الحر لنمو المبيعات وأداء الشركة"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الاقتراح القائل إنّ نمو المبيعات في الشركات ذات التدفق النقدي الحر المرتفع كانت أقل ربحاً من نمو مبيعات الشركات ذات التدفق النقدي الحر المنخفض. جُمعت البيانات من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، عن ثماني سنوات، من 1988 إلى 1995 واستخدمت

[2] Brush, H. Bromiley, p. & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. Strategic Management Journal, 21, 455-472.

Tobin's Q للتأكد من أن للشركات مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة متاحة لاستثمار التدفق النقدي الحر المتوافر لديها. واستُخدمت عوائد المساهمين مقياساً للأداء.

ووجدت الدراسة أن الشركات التي تتمتع بتدفق نقدي حر أعلى تحقق نسبة أقل من نمو المبيعات مقارنة بالشركات التي ليس لديها/ أو لديها تدفق نقدي حر منخفض. لأن نمو المبيعات مقياس لأداء الشركة، والنتائج تؤكّد أن التدفق النقدي الحر يؤثر سلبًا في أداء الشركة.

2. دراسة (Gregory, 2005)[3] **بعنوان:**

" تحليل الأداء غير الطبيعي على المدى الطويل لشركات الاستحواذ في المملكة المتحدة وفرضيات التدفق النقدي الحر"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل الأداء غير الطبيعي على المدى الطويل لشركات الاستحواذ في المملكة المتحدة، وتحديد العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة. تكونت عينة الدراسة من جميع عمليات الاستحواذ للشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة في المملكة المتحدة من (1984) حتى(1992) البالغة (213) عملية استحواذ باستخدام أساليب الإحصاء الوصفي واختبار (T) البسيط ذي التباين غير المتساوي وتحليل الانحدار المتعدد.

أظهرت نتائج البحث أن:

- عمليات الدمج التي تتمتع بتدفق نقدي حر أكبر تتحقق على نحو أفضل من تلك التي تتمتع بتدفق نقدي حر أقل.
- التدفقات النقدية الحرة للشركات المستحوذة تؤثر في الأداء على المدى الطويل إيجابياً.

[3] Gregory, A. (2005). The long-run abnormal performance of UK acquirers and the free cash flow hypothesis. Journal of Business Finance and Accounting, 32(5), 777-814.

3. دراسة (Wang, 2010)[4] **بعنوان:**

" **أثر التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة في أداء الشركة**"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير التدفق النقدي الحر في أداء الشركة المدرجة في سوق تايوان للأوراق المالية للفترة من (2002) إلى (2007) باستخدام عينة من 505 شركات. تم استخدام تحليل الانحدار في تحليل البيانات. ووجدت الدراسة أن التدفق النقدي الحر له تأثيرات ذات دلالة إحصائية في أداء الشركة. لكن هذه الآثار كانت متضاربة؛ إذ أدى وجود تدفق نقدي حر مرتفع إلى تصعيد النفقات غير الحكيمة التي أدت إلى انخفاض أداء الشركة. ومن ناحية أخرى، أشارت النتائج إلى أن التدفق النقدي الحر تم إنشاؤه بسبب كفاءة المديرين في العمليات. وهذا يعني وجود علاقة إيجابية بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة.

4. دراسة (Hong et al, 2012)[5] **بعنوان:**

" **العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي–دليل من شركات قطاع الإسكان في الصين**"

قام الباحثون باختبار العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي للشركات، وقد أجريت الدراسة على جميع شركات قطاع الإسكان في الصين في الفترة الواقعة بين عامي (2006–2010)، وبيّنت النتائج أن التدفقات النقدية الحرة للشركات ترتبط عكساً بالأداء المالي، فكلما تزايدت هذه النفقات انخفض الأداء المالي.

[4] Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. Journal of Service Science and Management, 3, 408-418

[5] Hong, zhou, Yang Shuting and Zhang Meng (2012). Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance: Evidence from the Listed Real Estate Companies in China, International Conference on Innovation and Information Management, Vol.36.

5. دراسة (Khidmat & Rehman, 2014)[6] **بعنوان:**

" أثر التدفقات النقدية الحرة وتكلفة الوكالة في أداء الشركات–دراسة تجريبية على الشركات المدرجة في سوق KSE في باكستان"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في أداء الشركات المدرجة في سوق KSE من عام (2003) حتى عام (2009)، ووجدت نتائج هذه الدراسة علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة.

6. دراسة(Slim & Lachheb,2017)[7] **بعنوان:**

" أثر التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة في أداء الشركة"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فرضيات التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة في بيانات الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الفرنسي، خلا فترة أربع سنوات من عام (2003) حتى عام (2007)، توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة، وتفسير ذلك أن وجود التدفق النقدي الحر قد يزيد الحوافز لدى الإدارة للاستثمار في مشاريع ذات قيمة ليست مربحة، وتزيد تكاليف الوكالة.

7. دراسة (Nobanee & Abraham, 2017)[8] **بعنوان:**

" أثر التدفقات النقدية الحرة والملكية وتكلفة الوكالة في ربح الشركة"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر ونسب توزيع الملكية في الشركة وتكاليف الوكالة على ربح شركات التأمين المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي من عام (2010) حتى عام

[6] Khidmat , W, & Rehman, M. (2014). The impact of free cash flows and agency costs on firm performance-An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan. Journal of Financial Engineering, 1(3).pp1-25.

[7] Lachheb, a, & slim, c. (2017). The impact of free cash flow and agency costs on firm performance. International Journal of Management and Applied Science, 7(3), pp.94-101.

[8] Nobanee, H, & Abraham, J.(2017). The impact of free cash flow, equity concentration and agency costs on firm`s profitability. Investment Management and Financial Innovations, 2, pp. 19-26.

(2013). من نتائج هذه الدراسة أنه لا يوجد أثر معنوي للتدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة؛ إذ لم تجد دليلا يدعم فرضية نظرية الوكالة التي تربط التدفق النقدي الحر بتكاليف الوكالة في شركات التأمين المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي.

8. دراسة (Hau, 2017)[9] **بعنوان:**

" التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركة–دليل من الشركات المسجلة في القطاعات المختلفة في فيتنام"

تتناول الدراسة تأثير التدفقات النقدية الحرة في أداء الشركات في قطاعات الصناعة والتجارة والعقارات باستخدام بيانات الشركات المدرجة في بورصة Ho Chi Minh، للفترة بين (2007–2011)، تظهر النتائج أن التدفقات النقدية الحرة لها تأثير إيجابي في أداء الشركة لجميع القطاعات. ومع ذلك، فإن تأثير التدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة التي لديها فرص استثمارية يختلف عن غيرها.

- **الدراسات ذات الصلة بالتدفقات النقدية الحرة وتكلفة الوكالة والأداء المالي للشركة:**

1. دراسة (Lin et al, 2014)[10] **بعنوان:**

"أثر تكلفة الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر في أداء شركات الاستحواذ طويل المدى"

هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في تكاليف الوكالة للتدفق النقدي الحر وأثره في أداء الاستحواذ طويل المدى لمقدمي عروض الاستحواذ في أستراليا باستخدام بيانات الفترة من (1993) إلى (2000). وشملت العينة النهائية 556 شركة مستحوذة. قدمت الدراسة تعريفين للتدفق النقدي الحر ؛ التدفق النقدي المحاسبي الحر والموجودات النقدية الحرة، واختبرت العلاقة بين أداء ما بعد الشراء لمقدمي العروض على المدى الطويل ومستوى التدفق النقدي الحر. أشارت النتائج إلى أن مستوى الحيازات النقدية الحرة لم يظهر سببًا جوهريًا للتفاوت في أداء ما بعد الاستحواذ على المدى الطويل.

[9] Hau, Le(2017).Free Cash Flow and Firm Performance: Evidence From Sectoral Levels for Vietnamese Listed Firms. International Journal of Advanced Engineering, Management And Science, Vol.3, No.4, pp296-300.

[10] Lin, L. & Lin, D. (2014). Agency cost of free cash flow and Bidders` long-run takeover performance. Universal Journal of Accounting and Finance, 2(1), 1-8.

أشارت النتائج المستخلصة من قياس التدفق النقدي الحر إلى أن عمليات الاستحواذ التي قام بها مقدمو العروض الذين لديهم فائض في التدفق النقدي المحاسبي الحر لم يرافقها زيادة في تكاليف الوكالة. وبدلاً من ذلك، كان لمقدمي العروض الذين لديهم فائض أكبر في التدفقات النقدية المحاسبية الحرة أداء أفضل بعد الشراء على المدى الطويل. تؤكد النتائج أن اختبار فرضية التدفق النقدي الحر في سوق الاستحواذ الأسترالي يتعارض مع توقعات نظرية التدفق النقدي الحر.

وهذه النتيجة تتعارض مع القول بأن التدفق النقدي الحر الكبير يزيد من تكاليف الوكالة و يؤثر سلبًا على أداء الشركة.

2. دراسة (Nekhili et al, 2014)[11] بعنوان:

"**التدفق النقدي الحر وإدارة الأرباح–الدور الوسيط للحوكمة والملكية**"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل التأثير الوسيط لتكاليف الوكالة لهياكل المراقبة والملكية في الحد من أرباح ممارسات الإدارة عند وجود تدفق نقدي حر. تتألف العينة من 85 شركة فرنسية مدرجة في الفترة من 2001 إلى 2010. وقد أبرزت النتائج السلوك الإداري عديم الضمير في ظل وجود تدفق نقدي حر مرتفع. قامت الدراسة بقياس التدفق النقدي الحر بضرب التدفق النقدي المحتفظ به في معكوس Tobin's Q. أشارت النتائج إلى أن الشركات التي لديها تدفق نقدي حر مرتفع تميل إلى تحقيق أرباح تصاعدية. ومع توافر تدفق نقدي حر مرتفع فإن ميل مديري الشركات إلى استخدام الاستحقاقات التقديرية يعتمد على ملكية الشركة وكفاءة آليات الحوكمة وفعاليتها واستقلالية لجان التدقيق وجودة التدقيق الخارجي إلى جانب هيكل ملكية الشركة أدت إلى تقليل مدى الأرباح عند توافر التدفق النقدي الحر.

وتشير النتائج إلى أن المديرين التنفيذيين للشركات يميلون إلى زيادة الأرباح المصرح عنها. وهذا يعني زيادة في تكلفة الوكالة ناتجة عن وجود تدفق نقدي حر مرتفع، يؤثر سلبًا في أداء الشركة.

[11] Nekhili, M. Amar, I. F. B.Chtioui, T. & Lakhal, F. (2014). Free cash flow and earnings management: the moderating role of governance and ownership. Journal of Financial Economics, 11(13), 847-875.

3. دراسة (Agala, 2018)[12] بعنوان:

"تأثير تكاليف الوكالة وخصائص الشركة في العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير تكاليف الوكالة وخصائص الشركة في العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة. كان هدف الدراسة الأول تحديد كيفية تأثير التدفق النقدي الحر في أداء الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية. والهدف الثاني معرفة كيفية تأثير تكاليف الوكالة في العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات المدرجة في السوق. ثم تحديد كيفية تأثير خصائص الشركة في العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات المدرجة في السوق، وأخيرًا، تحديد التأثير المشترك للتدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة وخصائص الشركة في أداء الشركات المدرجة في السوق. استخدمت الدراسة بيانات حصل عليها من 60 شركة مدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية، من (2006) إلى (2015). واستخدمت تحليلات الانحدار المتعددة والبسيطة. تشير النتائج إلى أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية في أداء الشركة؛ تكاليف الوكالة لها تأثير وسيط إيجابي ذي دلالة إحصائية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة. وخصائص الشركة لها تأثير معدل إيجابي في العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي. والتدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة وخصائص الشركة لها تأثير مشترك إيجابي هام إحصائياً في أداء الشركة.

[12] Agala, Evans. (2018). Free Cash Flows, Agency Costs, Firm Characteristics and performance of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. Unpublished PHD Thesis, University of Nairobi, Kenya.

1-2-2-الدراسات العربية

1. دراسة (الزيادات، 2014)[13] بعنوان:

"تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وأثرها في أداء وقيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان"

استهدفت هذه الدراسة معرفة طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكلفة الوكالة، وتحديد أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة في أداء الشركة وقيمتها. تكونت عينة الدراسة من (98) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2011-2012)، واستخدمت الدراسة مؤشرات معدل دوران الأصول ونسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات ونسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعيه إلى المبيعات لقياس تكاليف الوكالة، وكذلك أسلوب الانحدار المتعدد لتحليل البيانات.

توصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة.
- دليل يؤيد نظرية الوكالة وهو وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في أداء الشركة.
- وجود أثر ايجابي للتدفقات النقدية الحرة في قيمة الشركة التي تم قياسها من خلال نسبة (Tobin's q).

2. دراسة (صقر، منال، الجاسم، مروان، 2019)[14] بعنوان:

"العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، دراسة مسحية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

[13] الزيادات، صفوان عبد الكريم (2014). تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وأثرها على أداء وقيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير في المحاسبة بجامعة اليرموك، الأردن

[14] صقر، منال، الجاسم، مروان، (2019). العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، دراسة مسحية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة حماه، 2(11)، 108-124.

هدف هذا البحث إلى تحديد طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر الذي يقاس بطرح صافي التدفقات النقدية الناجمة عن الأنشطة الاستثمارية من صافي التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية، وتكاليف الوكالة التي يتم قياسها بنسبة الانتفاع من الأصول التي تمثل نسبة صافي المبيعات إلى إجمالي الأصول، ونسبة المصروفات التشغيلية التي تمثل إجمالي المصروفات التشغيلية إلى صافي المبيعات في عينة مكونة من (14) مصرفاً مسجلاً في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة(2013-2014) باستخدام تحليل الارتباط(تحليل ارتباط بيرسون) في برنامج التحليل الإحصائي spss لاختبار فرضيات البحث، وأكدت نتيجة الاختبار وجود علاقة ارتباط غير معنوية بين التدفق النقدي الحر ونسبة الانتفاع من الأصول، وعلاقة ارتباط غير معنوية بين التدفق النقدي الحر ونسبة المصروفات التشغيلية، أي لا توجد علاقة معنوية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

3. دراسة (بعيو، رجب، الجبو، 2020)[15] بعنوان

" أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات"

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام مؤشر التدفق النقدي الحر من خلال المعادلة(التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية + مصاريف الفوائد *(1- معدل الضريبة)- النفقات الرأسمالية)، في حين تم استخدام معدل العائد على الأصول، و العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم مقياساً للأداء المالي، وإدخال المتغيرات (تكاليف الوكالة، حجم الشركة، نسبة المديونية، عمر الشركة، حوكمة الشركات، نفقات البيع و الإدارية، نمو المبيعات، هيكل الأصول) متغيراتٍ ضابطةً في نموذج الانحدار لاستبعاد تأثيرها، وطبقت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان- الأردن وعددها 25 شركة خلال الفترة(2009-

[15] بعيو، مفتاح محجوب، رجب، طاهر عبد السلام علي، الجبو، إسراء رمضان علي. (2020). أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات. مجلة البحوث الأكاديمية(العلوم التطبيقية)، (16)، 36-45.

2014)، و توصلت الدراسة إلى أنه ليس هناك أثر للتدفق النقدي الحر في الأداء المالي وفق المقاييس الثلاثة المتمثلة في (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، ربحية الأسهم).

1-2-3-أصالة الدراسة

تُظهر الدراسات السابقة نتائج متناقضة فيما يخصّ التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة وأداء الشركات، إذ وجد (Jensen ,1986) علاقة سلبية بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة، لأن الإدارة قد تسيء استخدام التدفق النقدي الحر الموجود تحت تصرفها. وهذه ما أكدته نتائج دراسات كل من (Brush et al. (2000، Wang (2010)، Nekhili et al. (2014).

من ناحية أخرى، أثبت (Gregory ,2005) أن عمليات الاندماج التي تتمتع بدرجة أكبر من التدفق النقدي الحر كان أداؤها أفضل من عمليات الاندماج ذات التدفق النقدي الحر المنخفض. وأثبت (Lin and Lin ,2014) أن عمليات الاستحواذ التي قام بها مقدمو العروض الذين لديهم فائض في التدفق النقدي الحر لم تتراجع قيمتها. وبدلاً من ذلك، كان لدى مقدمي العروض الذين لديهم تدفق نقدي حر فائض أداء أفضل على المدى الطويل بعد الاستحواذ.

قد تشكل هذه الدراسة إضافة علمية وعملية للجهد البحثي في الجمهورية العربية السورية في مجال دراسة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لاختلافها عن الدراسات السابقة بعدد من النقاط أهمها:

- **من حيث متغيرات الدراسة:**

قلة الدراسات المحلية والعربية التي اختبرت العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة والعلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات، إذ لم يجد الباحث أية دراسة عربية قامت بدراسة دور تكاليف الوكالة الوسيط في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركة. ما يميز هذه الدراسة من الدراسات المحلية أيضا قياس التدفق النقدي الحر بتفصيل أكثر؛ إذ ركّزت الدراسات الأجنبية السابقة مثل Wang (2010) على كفاءة استخدام الأصول لقياس تكاليف الوكالة، واستخدمت هذه الدراسة مقياسين

مختلفين لتكاليف الوكالة. الأول كفاءة استخدام الأصول، والثاني كفاءة تكلفة الإنتاج. لذلك سعت الدراسة لتأكيد أو تعديل أو رفض نتائج الدراسات السابقة.

- **من حيث موضوع الدراسة ومكان التطبيق:**

لم يجد الباحث أي دراسة علمية رسمية أو أكاديمية تتناول موضوع (دور تكلفة الوكالة في العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة و أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)، جميعها أبحاث تناولت العلاقة الثنائية بين التدفق النقدي الحر و تكلفة الوكالة و العلاقة بين التدفق النقدي الحر و الأداء المالي للشركات، وهي أبحاث منشورة مختصرة، تقدم النتائج في إطار مختصر ضيق، وهذا قد يجعل هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بالتفصيل و الشمولية اللازمة في الجمهورية العربية السورية. فضلا عن أن الباحث لم يجد أية دراسة أكاديمية اختبرت الدور الوسيط لتكلفة الوكالة في العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات في الجمهورية العربية السورية. وهذا قد يجعل هذه الدراسة سابقة في هذا المجال، ويمهد لدراسات لاحقة تسلط الضوء على مشكلات تكلفة الوكالة ومسبباتها وأثرها في أداء الشركات.

1-3- مشكلة الدراسة

نشأت مشكلة تضارب المصالح بسبب فصل ملكية الشركة عن إدارة الشركة وذلك في ظل رقابة مرنة، فالمديرون الذين ليس لديهم ملكية كبيرة في الشركة قد يكون لديهم حوافز لاتخاذ قرارات ليست في مصلحة حملة الأسهم(Vo et, al, 2014,pp274) لأسباب عديدة منها: يتم تحديد وتقييد امتيازات الإدارة على المبالغ النقدية التي تولدها لذلك تريد الاحتفاظ بأكبر قدر ممكن من النقود دون استثمار أو توجهها لفرص استثماريه غير مربحة، وتزداد هذه المشكلة عندما يكون لدى الشركات تدفق نقدي حر كبير غير موزع (Khidmat,2014,pp2)، وقد بيّنJensen (1976) أن الكثير من التدفق النقدي الحر سوف يؤدي إلى إهدار موارد الشركات، وزيادة تكاليف الوكالة التي تشكل عبئاً على ثروة المساهمين(Abdulrahman, 2014,pp23)، أي إن الملاّك يقومون بمراقبة أنشطة المديرين لتجنب أي

إسراف في الإنفاق، وهذه الرقابة بلا شك ستزيد التكلفة الثابتة للمراقبة وتكلفة الوكالة، التي تقلل من الأداء المالي للشركات(Khan&et,al,2012)، وذلك وفق ما أشارت إليه أيضا دراسات (Agala,2018;Lachhed and et, al 2017;Khidmat,et al 2014)، كما أشارت دراسات (Wang,2010;Hau,Le,2017) إلى أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي في الأداء المالي، في حين توصلت دراسة (Hong, et al, 2012) إلى وجود تأثير سلبي للتدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات. والنتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة تكشف عن تناقضات مفادها أن مشكلة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة لا تزال بلا حل.

تسعى هذه الدراسة إلى معرفة التدفق النقدي الحر وأثره في الأداء المالي وهل هذا الأثر مباشر أم من خلال وسيط هو تكلفة الوكالة.

وهكذا تكمن مشكلة الدراسة في الآتي:

1-هل يؤثر التدفق النقدي الحر تأثيراً مباشراً في الأداء المالي؟

2-هل تؤدي تكاليف الوكالة دور الوسيط بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ومن السؤال الرئيس الثاني يُشتق السؤلان الفرعيان الآتيان:

1-هل يؤثر التدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة؟ وما مدى هذا التأثير واتجاهه؟

2-هل يؤثر التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟ وما مدى هذا التأثير واتجاهه؟

1-4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن تساؤلات مشكلة الدراسة وفق النقاط التالية التي تلخص أهدافها:

- تحديد الأثر المباشر للتدفق النقدي الحر في الأداء المالي.

- تحديد الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الاتجاهين التاليين:
- تحدد مدى تأثير التدفق النقدي الحر في تكاليف الوكالة واتجاهه.
- تحديد مدى واتجاه تأثير التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-5- أهمية الدراسة:

- الفائدة النظرية المتوقعة للدراسة (الجانب الأكاديمي):

يهدف البحث إلى تسليط الضوء على الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وسيختبر صحة فرضيات التدفق النقدي الحر، ونظرية الوكالة، والصلات الراسخة بين هذه النظريات للوصول إلى تأكيدها أو تعديلها أو رفضها. سوف تشكل هذه الدراسة مساهمة ودعم للباحثين في مجال الإدارة المالية لأنها تهدف إلى تجميع وتقديم عدد من الدراسات السابقة من شأنها سد فجوة المعرفة الحالية المتصلة بالتدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وستكون أساساً يبنى عليه مزيد من الدراسات التجريبية.

- الفائدة التطبيقية المتوقعة للدراسة (الجانب العملي):

سعت هذه الدراسة إلى تحديد الدور الوسيط لتكلفة الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وسيستفيد المستثمرون ومديرو الشركات من نتائج هذه الدراسة لأنها تدرس التدفق النقدي الحر وعلاقته بتكاليف الوكالة، كما تبرز العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة وأداء الشركات. وتساعد المستثمرون على فهم الروابط بين هذه المتغيرات و اختيار الوكيل المناسب لإدارة شركاتهم وتحسين أداء الشركة. ومن المتوقع أن يتعامل مديرو الشركات

بحكمة وكفاءة أكبر لتحقيق أقصى قدر من ثروة المساهمين من خلال أداء الشركات الأفضل. ستستفيد الحكومة وسوق دمشق للأوراق المالية من هذه الدراسة لأن بورصة الأوراق المالية والشركات المدرجة تتمتع بإمكانات نمو عالية، والأفكار المكتسبة من الدراسة ستساعد على تطوير السياسات والمبادئ المعتمدة في سوق دمشق للأوراق المالية وتحسينها.

1-6- متغيرات الدراسة:

- المتغير المستقل: التدفقات النقدية الحرة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وتعتمد الدراسة في تعريف التدفقات النقدية الحرة أنها الدخل التشغيلي قبل الاهتلاك مطروح منه الضرائب و مصارف الفائدة و التوزيعات النقدية للأسهم العادية و الممتازة، وتم حساب التدفقات النقدية الحرة وفق المعادلة التالية (Wang,2010,p411):

التدفقات النقدية الحرة= (الدخل التشغيلي + الاهتلاك)- (ضريبة الدخل + مصروف الفوائد+ التوزيعات النقدية للأسهم العادية و الممتازة)

المبيعات

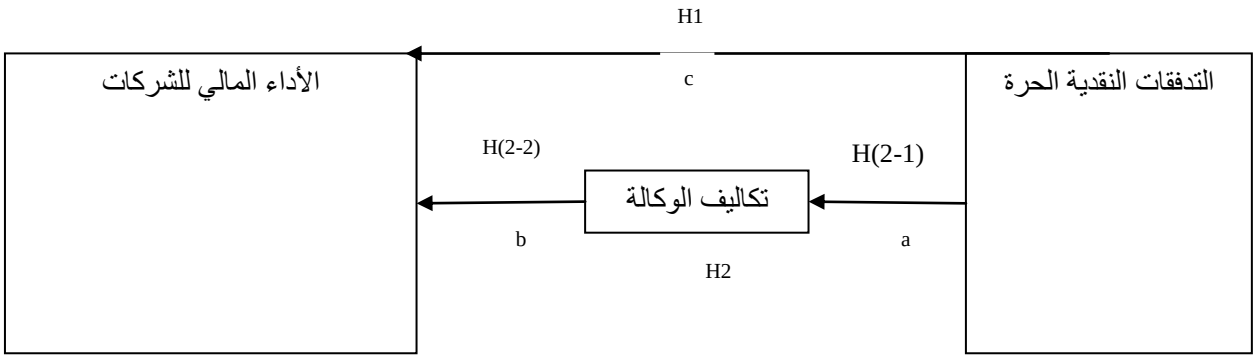
- المتغير التابع: هو الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

سيُقاس الأداء المالي للشركات وفق المقياس الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة وهو: معدل العائد على الأصول، وذلك بتقسيم صافي الدخل على متوسط الأصول خلال السنة، وهذا المعدل يعكس مدى كفاءة الإدارة في استخدام مواردها المتاحة لتعظيم ثروة حملة الأسهم، لأن ربح الشركة ناتج عن الرقابة الفاعلة لحملة الأسهم على أداء الإدارة وقراراتها بشأن تصحيح مسار العمليات كلما دعت الحاجة إلى ذلك، فضلاً عن كونها تعكس قدرة الإدارة على خلق التدفقات اللازمة لضمان بقاء الشركة واستمرارها في سوق المنافسة، وهذا ما أشارت إليه دراسات (Wang, 2010)، (Khidmat et. al, 2014)،(Lachheb et. al, 2017).

- المتغير الوسيط: متغير يتوسط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وهو متغير تكاليف الوكالة. وسوف يتم قياس تكاليف الوكالة وفق المقياسين الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة، الأول معدل دوران الأصول الذي يقاس بقسمة المبيعات السنوية على إجمالي

الأصول، وقد أكدّت دراسات (Wang, 2010)، (Khidmat et. al, 2014)، (Nobanee et. al, 2017)، (Lachheb et. al, 2017)،أن هذه النسبة 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 بكفاءة وفاعلية ويترتب على ذلك انخفاض تكاليف الوكالة، أما انخفاض هذه النسبة فيعني أن الشركة تقوم باتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو تقوم باستخدام عوائدها في شراء أصول غير منتجة ما يخلق تكاليف وكالة يتحملها حملة أسهم الشركة، أما المقياس الثاني الذي سيتم الاعتماد عليه فهو نسبة مصاريف التشغيل إلى المبيعات التي تقاس بقسمة مصاريف التشغيل على إجمالي المبيعات، وقد أشارت الدراسات (Wang, 2010)، (Khidmat et. al, 2014)،(Lachheb et. al, 2017) إلى أن هذه النسبة تقيس نوعين من تكاليف الوكالة مباشرة عند ارتفاع هذه النسبة، فالتكاليف الأولى هي الإنفاق البذخي من جانب المديرين، والتكاليف الثابتة هي عدم بذل الجهد المناسب من المديرين للسيطرة على المصروفات.

1-7- النموذج الأولي للدراسة:



الشكل (1-1) نموذج الدراسة

1-8-فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى H1 :

تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً مباشراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثانية H2:

تتوسط تكلفة الوكالة علاقة تأثير التدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وتنقسم هذه الفرضية إلى فرضيات فرعية بناء على الطريقة المعيارية لمراحل اختبار المتغير الوسيط:

H(2-1) تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H(2-2) تؤثر التدفقات النقدية الحرة بوجود تكاليف الوكالة بوصفه متغيراً وسيطاً تأثيراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-9-مجتمع الدراسة وعينتها:

- مجتمع الدراسة وحدودها:

يتألف مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بدمشق في 31 كانون الأول 2011 ومجموعها 53 شركة موزعه وفق ما يلي:

(14) مصرفاً و(7) شركات تأمين و(11) شركة خدمة و(6) شركات صناعية و(7) شركات زراعية وشركتا اتصالات(2) و(6) شركات صرافه.

بسبب توقف بعض الشركات عن العمل في السوق بسبب الأوضاع الأمنية والاقتصادية العامة. ستقتصر هذه الدراسة على الشركات التي استمرت بالعمل ولديها بيانات مالية غير متقطعة خلال الفترة المدروسة

الممتدة من عام 2011 حتى 2018. وعدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية التي تحقق الشرطين السابقين صغير نسبيًا لذا يمكن إجراء الدراسة بسهولة.

- عينة الدراسة:

يتكون سوق دمشق من شركات عدة تتوزع في ستة قطاعات قطاع المصارف والتأمين والزراعة والصناعة والخدمات والصرافة، وعينة البحث تتكون من:

المصارف وعددها (11) مصرفاً، وشركات التأمين وعددها (5) شركات، وشركات خدمية عددها شركتان (2) وشركات صناعية وعددها شركة واحدة(1). ويعود سبب اختيار هذه العينة إلى استمرارها في العمل ووجود بيانات مالية غير متقطعة لها خلال فترة الدراسة.

الجدول(1-1) عينة الدراسة

اسم الشركة:	رمزها:	القطاع:
السورية الدولية للتأمين / أروب	Arop	التأمين
بنك عودة سوريا	BASY	البنوك
بنك بيبلوس – سوريا	BBS	البنوك
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	البنوك
بنك سوريا والمهجر	BSO	البنوك
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	البنوك
الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC	التأمين
بنك قطر الوطني – سوريا	QNBS	البنوك
الشركة المتحدة للتأمين	UIC	التأمين
البنك العربي سوريا	ARBS	البنوك
بنك الأردن – سوريا	BOJS	البنوك
بنك سوريا والخليج	SGB	البنوك
شركة الأهلية للزيوت النباتية المساهمة المغفلة	AVOC	صناعية
شركة الأهلية للنقل	AHT	خدمية
شركة المجموعة المتحدة للدعاية و الإعلان	UG	خدمية
بنك الشرق	SHRQ	البنوك
فرنسبنك –سوريا	FSRS	البنوك
الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	التأمين
الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC	التأمين

- جمع البيانات

اعتُمدت البيانات المالية المنشورة التي حُصل عليها من موقع هيئة الأوراق المالية السورية وموقع سوق دمشق للأوراق المالية، وجمعت بيانات الشركات عن فتره زمنية تغطي (8) سنوات من عام 2011 إلى

عام 2018. وتعّد فترة ثماني سنوات كافية لتقديم نتائج موثوقة. وقد اعتمدت فترة مماثلة من قبل Lin et al, (2014) and Brush et al, (2000).

1-10-المنهجية للدراسة:

- فلسفة البحث:

عرّف Proctor (1998) البحث بأنه عملية لمعرفة المجهول. المرحلة الحاسمة لإجراء أبحاث العلوم الاجتماعية تتضمن تحديد فلسفة البحث التي يتبناها الباحث وتمكُّنه من الوصول إلى ماذا وكيف ولماذا يتم إجراء البحث.

في هذه الدراسة، تم اختيار الفلسفة الوضعية، لأن الدراسة تركز على النظريات السائدة وتطوير فرضيات يمكن التحقق منها. والفلسفة الوضعية القائمة على التقييم غير المتحيز والتفكير الاستنتاجي تمكن من الوصول إلى بيانات محددة واضحة عن تأثير تكاليف الوكالة في علاقة التدفق النقدي الحر بأداء الشركة.

كما اعتمدت الدراسة على الأساليب الكمية في التحليلات الإحصائية. وكان الباحث موضوعيًا ومستقلًا من خلال عدم إدخال المشاعر الفردية.

1-11-محددات الدراسة:

1- قلة المراجع و الأدبيات النظرية المتصلة بالدور الوسيط لتكلفة الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في أداء الشركات، وهي ملاحظة واضحة جدا مقابل توافر عدد كبير من الدراسات العملية العالمية التي درست مختلف جوانب هذا المجال، وهذا شكل تحديا استوجب مراجعة عدد كبير جداً من الدراسات العالمية، لوضع تسلسل منطقي للإطار النظري لهذه الدراسة.

2-تأثر نشاط سوق دمشق للأوراق المالية بالأحداث الأمنية المؤسفة التي شهدتها الجمهورية العربية السورية، وهذا أوقف تقريبا نشاط السوق في بعض المراحل بعد توقف العديد من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن العمل، هذا أثر في حجم العينة، وأدى إلى

اختصارها لتطبق على عدد محدد من الشركات المدرجة في السوق تنطبق عليها شروط استمرار العمل وتوافر البيانات خلال فترة الدراسة.

3-عدم وضوح البيانات الختامية والتوضيحات المرافقة لها مثل توزيعات الأرباح أدى إلى صعوبة استخراج بعض القيم المستخدمة في حساب متغيرات الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول

مفهوم نظرية الوكالة

تمهيد.

2-1-1-مفهوم نظرية الوكالة.

2-1-2-أهداف نظرية الوكالة.

2-1-3-أهمية نظرية الوكالة.

2-1-4-نماذج نظرية الوكالة.

2-1-5-مداخل نظرية الوكالة.

2-1-6-الانتقادات الموجهة إلى نظرية الوكالة.

المبحث الأول: مفهوم نظرية الوكالة

تمهيد:

لاحظ(Smith,1979) عدم الكفاءة والهدر في الشركات المساهمة وأن المدير غير المالك لا يهتم بالشركة مثل المدير المالك، ومع تعدد أصحاب المصالح في الشركات يبقى المالك صاحب المصلحة الرئيسي. ونتيجة فصل ملكية الشركة عن إدارتها أصبحت السلطة الفعلية والقانونية لمدير الشركة الذي تتعارض مصالحه الشخصية مثل (الثروة واعتبارات أخرى متعلقة بالنفوذ) مع مصالح المالك مثل (زيادة أرباح الشركة عند مستوى معقول من المخاطرة، وتوزيعها على المالكين، والمحافظة على القيمة السوقية العادلة لسعر السهم، بالإضافة إلى مصالح ثانوية أخرى مثل حق استرداد إدارة الشركة (Redemption Right) (Berle and Means ,1932,pp.113-114).

وقد عرف كل من (Jensen and Meckling ,1976,pp.308-p309) الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر (الأصيل) بتفويض شخص آخر (الوكيل) بأداء الخدمات واتخاذ القرارات نيابة عنه، وركزا على الجوانب المعيارية لعلاقات الوكالة التي يفترضان أنها الجوهر الأساسي للشركة وتحكم جميع الأطراف من (عمال وموردين ودائنين)، ويهدف كل طرف منها إلى تعظيم ثروته الخاصة، ما يؤدي إلى عدم تصرف الوكيل دائما لمصلحة الأصيل .

وعرف (Davis et al.,1997,p22) الوكالة بأنها اختلاف أهداف وأذواق أشخاص تربطهم تعاملات مشتركة، وجوهرها تفويض الأصيل (السلطة)للوكيل بالعمل نيابة عنه وهذا التفويض يعطي الوكيل فرصة لتحقيق مصالحه الخاصة (الثروة)على حساب مصلحة الأصيل (الثروة). وتتميز العلاقة بين المالك والمدير على أنها علاقة وكالة بحتة (Pure Agency Relationship) يصبح فيها المالك الطرف الأصيل في علاقة الوكالة بموجب عقد مع المدير الذي يصبح الطرف الوكيل، ويقبل مسؤولية إدارة الشركة مقابل منافع كبيرة مقارنة بالفرص البديلة المتوافرة كما أنه مسؤول أخلاقياً عن زيادة منفعة المالك.

لقد نشأت نظرية الوكالة محاولة لحل مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال نظرتها إلى الشركة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في الشركة من شأنها الحد من السلوك الانتهازي للإدارة (Opportunistic Behavior)، وذلك من خلال تفضيل مصالحها الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.

2-1-1- مفهوم نظرية الوكالة:

ظهرت نظرية الوكالة في الفكر الاقتصادي بشكلها الرسمي في بداية السبعينيات من القرن الماضي، إلا أن المفاهيم التي تستند إليها هذه النظرية تعود إلى الاقتصادي المعروف Adam Smith. وعند مناقشته مشكلة الفصل بين الملكية والإدارة أشار إلى أنه لا يمكن أن نتوقع من مديري الشركات الذين يؤتمنون على أموال الآخرين أن يديروها بنفس اليقظة والحذر كما لو كانوا مالكين لهذه الأموال (Smith& Warner,1979,p6).

وتنسجم اللغة المستعملة في نظرية الوكالة مع الموقف الأساسي لبناء جميع المنظمات الذي يسعى فيه أحد الأطراف المسمى الأصيل (Principal) لتحقيق نتيجة معينة، لكنه يحتاج إلى مساعدة طرف آخر يدعى الوكيل (Agent) لإنجاز أنشطة ضرورية . فثمة علاقة وكالة (Agency Relationship) عندما تؤثر أعمال شخص معين في رفاهيه شخص أخر (مقاسه بالنقود)، من خلال علاقة تعاقدية صريحة أو ضمنية بين الاثنين.

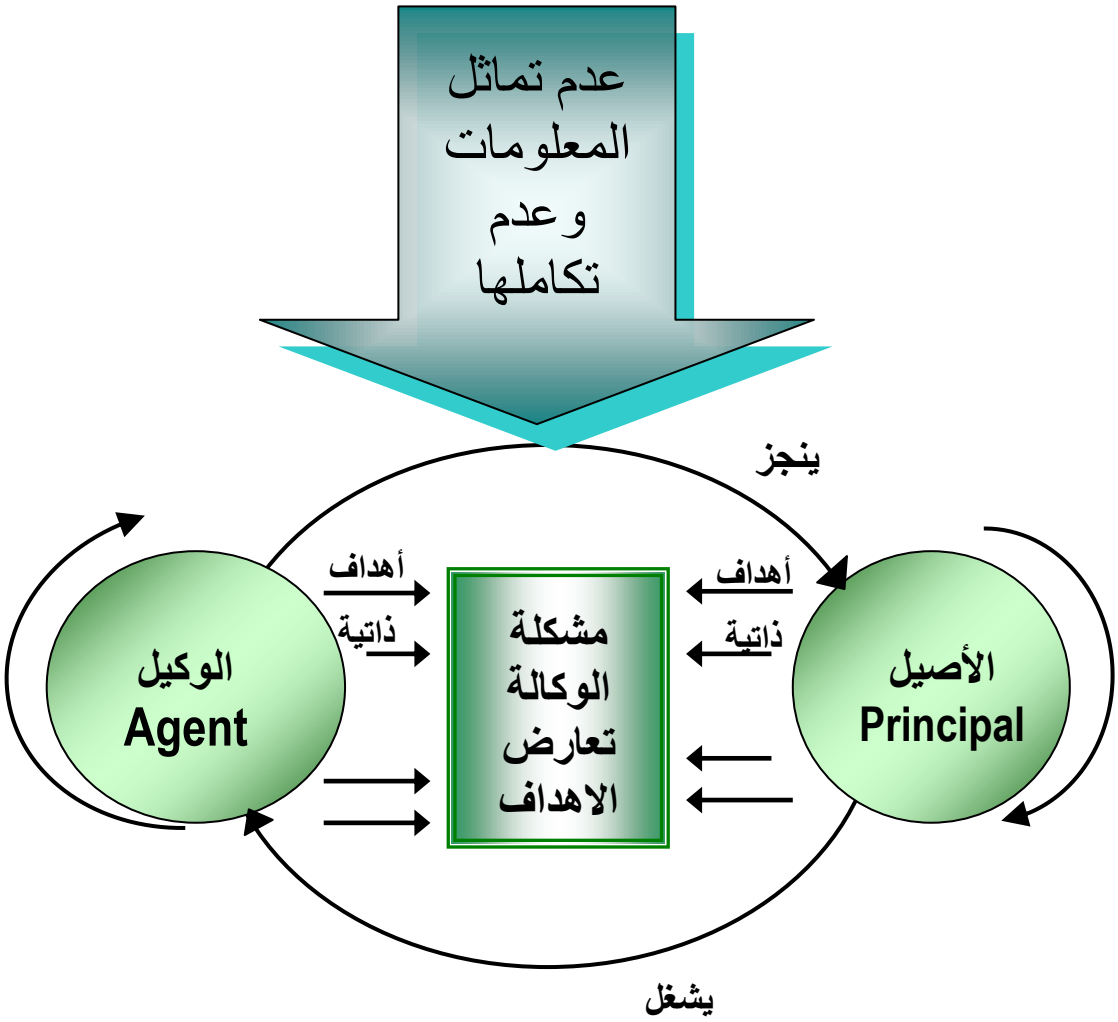
تشير نظرية الوكالة إلى أن علاقة الوكالة تظهر عندما يشغل شخص معين يسمى الأصيل شخصاً آخر يدعى الوكيل لإنجاز بعض الخدمات، ويخول صلاحية اتخاذ القرارات لصالح الوكيل، وتوضح كيف يتم تنظيم هذه العلاقة بشكل أفضل (Easterbrook,1984:655).

إن العلاقات التعاقدية (Contractual Relationships) حقيقة واسعة الانتشار في الحياة الاقتصادية، ويشير علم الاقتصاد إلى أنه بسبب الحاجات الذاتية للفرد، فإن للأفراد تفضيلات شخصية،

وبذلك تكون لديهم مصالح مختلفة، وفي بعض الأحيان تؤدي هذه المصالح الشخصية إلى ظهور تعارض في المصالح بين الأطراف المتعاقدة، و تعارض المصالح هذا قد يؤدي إلى قيام أحد أطراف العقد أوكليهما بأعمال قد تكون ضد مصلحة الطرف الآخر، وجاءت نظرية الوكالة لتتعامل مع هذا النوع من المشكلات.

وتعتمد هذه النظرية على العلاقات القانونية (التعاقدية) التي تحكم أطراف عقد الوكالة (علاقة الموكل/الوكيل)، إذ يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الموكل، ويمكن النظر إلى الشركة على أنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة، مثل علاقة الإدارة بالمالكين، وعلاقة الإدارة بالعاملين، وعلاقة المساهمين بالمدقق الخارجي...(التميمي،104:2008).

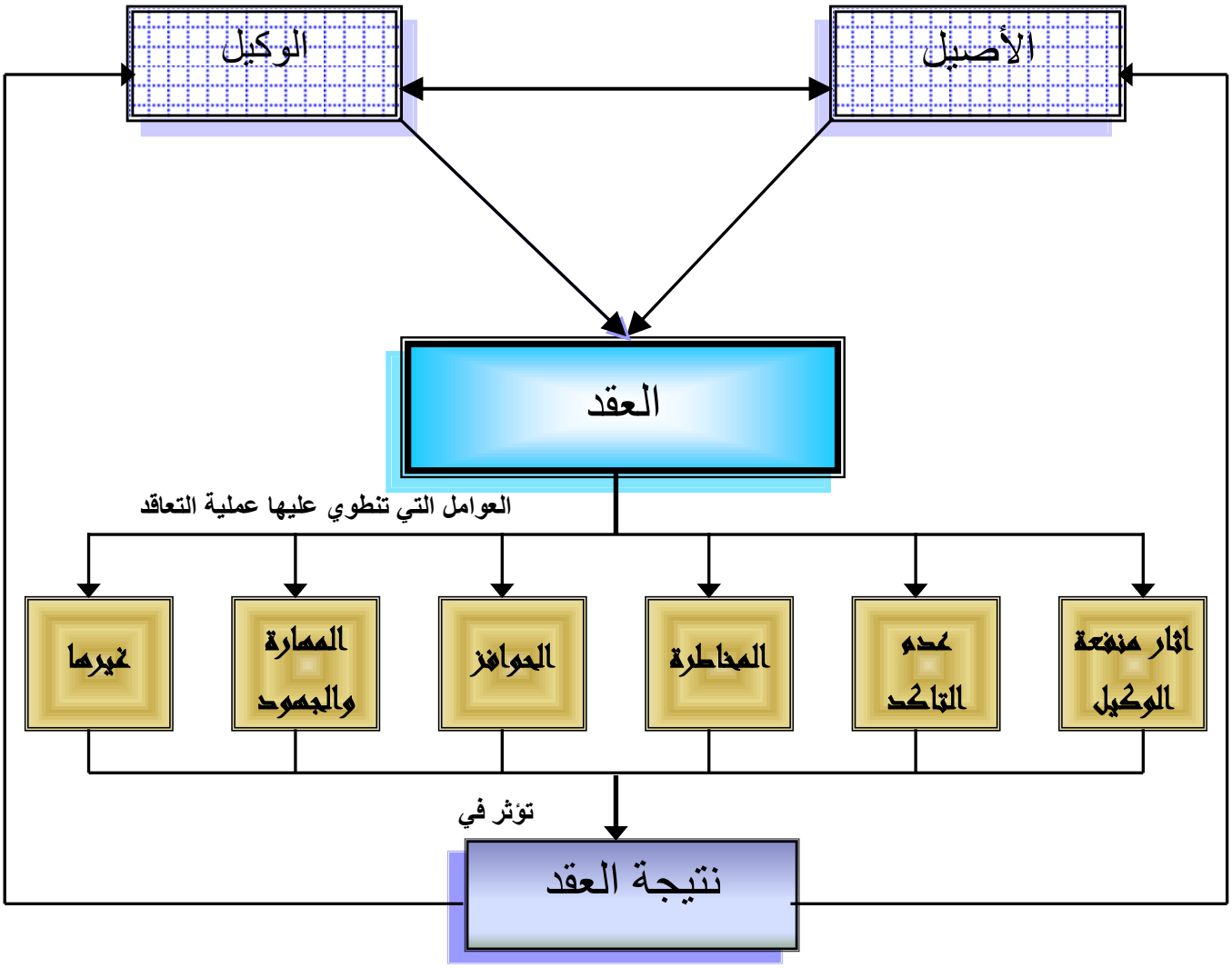
وفي هذا الاتجاه يؤكد (Padilla)أن علاقة الوكالة عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر (الأصيل) شخصاً آخر أو أكثر (الوكيل) لإنجاز أعمال معينة لصالحه، ويتضمن ذلك تخويله صلاحية اتخاذ بعض القرارات(Padilla,2006:5). وعلاقة الوكالة تظهر عندما تكون ملكية مورد اقتصادي معين وحق التصرف به لدى شخص، في حين تكون صلاحية اتخاذ القرارات الخاصة باستخدامه لدى شخص آخر. وبكلام آخر عند انفصال الملكية عن الرقابة واتخاذ القرار تكون العلاقات بين أطراف علاقة الوكالة ليست منسجمة بالضرورة، وتهتم نظرية الوكالة في الواقع بما يسمى تعارضات الوكالة (Agency Conflicts)، أو تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل، وهذه التعارضات يمكن معالجتها عبر آليات حوكمة الشركات. وقد أكد هذا الافتراض (Jensen and Meckling) فإذا كان طرفا العلاقة معظمين للمنفعة (Utility Maximizing)، فثمة سبب وجيه للاعتقاد بأن الوكيل لا يعمل دائماً لتحقيق مصالح الأصيل (Jensen and meckling,1976:309)، وتحصل هذه المشكلة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات وعدم تكاملها بين الوكيل والأصيل، وتتسم مشكلة الوكالة بالعمومية، إذ تظهر في جميع أشكال المنظمات، وفي جميع الجهود التعاونية، وفي كل مستوى من الإدارات في المنظمات. (Padilla,2003:10)، ويمكن أن نوضح طبيعة هذه المشكلة بالشكل (2-1) الآتي:



الشكل (2-1) طبيعة مشكلة نظرية الوكالة

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المصادر السابقة

تدور مفاهيم هذه النظرية حول العلاقة التي تنشأ بين طرفين ذوي أهداف متعارضة، بين الموكل أو الأصيل من جهة، والوكيل من جهة أخرى، وتتحدد هذه العلاقة عادة بموجب شروط عقد صريح أو ضمني، يكلف بموجبه الطرف الأول **(الموكل)** الطرف الثاني **(الوكيل)** بالقيام بأنشطة معينة لصالحه، كما يفوضه باتخاذ قرارات نيابة عنه، وتهدف نظرية الوكالة من خلال بناء هذه العلاقة التعاقدية إلى حمل الوكيل على العمل لتعظيم رفاهية الأصيل، إلا أن تحقيق هذا الهدف يواجه عدداً من المشكلات، سوف نأتي على ذكرها في مبحث لاحق. والشكل (2-2) التالي يصور طبيعة العلاقة التعاقدية بين أطراف الوكالة ضمن نظرية الوكالة:



الشكل (2-2) طبيعة العلاقة التعاقدية بين أطراف علاقة الوكالة

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المراجع السابقة

يوضح الشكل السابق طبيعة العلاقة التعاقدية بين الأصيل والوكيل؛ إذ ينشأ بينهما العقد الذي يحمل الوكيل على إنجاز أنشطة العقد ويحقق مصالح الأصيل في الرفاهية نتيجة العقد.

2-1-2-أهداف نظرية الوكالة:

يعد العقد الذي يحكم العلاقة بين الأصيل والوكيل وحدة التحليل في نظرية الوكالة التي تهدف إلى ما يلي(Padilla,2003:4):

1- توضيح كيف يمكن لآليات مختلفة أن تربط الحوافز بين الأطراف المتعاقدة، وتقلل التكاليف المرتبطة بهذه العلاقة ، وتحليل الأنظمة المؤسسية من حيث الجهات الفردية الفاعلة المكونة لها.

2- بناء علاقة تعاقدية بين الأصيل والوكيل، يقوم بموجبها الوكيل بأعمال لتحقيق رفاهية الأصيل.

3- معالجة الصعوبات التي تظهر في ظروف عدم تكامل المعلومات وتناسقها.

4-حل المشكلات المترتبة على علاقة الوكالة وهي:

1. المشكلة الأولى تظهر عند:

أ. اختلاف الأهداف والرغبات بين المالكين والمديرين.

ب. صعوبة رقابة المالكين لتصرفات المديرين وتكلفتها.

2. المشاركة في المخاطرة (Risk Sharing): وتنشأ عندما يختلف موقف (الأصيل) و(الوكيل)تجاه المخاطرة ما يؤدي إلى تفضيل الأصيل والوكيل إجراءات مختلفة نتيجة الاختلاف في تفضيل المخاطرة.

مما تقدم نجد أن أهمية نظرية الوكالة لا تقتصر على إيلاء أعمال الموكل أو الأصيل إلى الوكيل لتحقيق مصالح الطرف الأول وتقديم المنفعة المتوقعة لهم، بل تعدتها لتطرح فكرة جوهرية هي أن على الطرف الأول (الموكل/ الأصيل) أن يتدخل ويشارك في الحالات الصعبة التي تنطوي على مخاطرة معينة في ميدان العمل وتعترض الوكيل للعمل على إيجاد حل لها يضمن استمرار مصالح الطرف الأول واستمرار الفائدة المتحققة له وهكذا صيغ الهدف الأخير لنظرية الوكالة وهو التشاركية.

2-1-3-أهمية نظرية الوكالة:

تتبع أهمية نظرية الوكالة من العوامل التالية (Eisenhardt, 1989,pp.57-58):

1. بساطة النظرية؛ إذ تحول الشركات الكبيرة إلى مشاركين اثنين هما المدير والمالك.
2. الطبيعة البشرية التي تهتم بالمصالح الذاتية وعدم الاستعداد للتضحية بالمصلحة الشخصية من أجل مصلحة الآخرين (الأنانية) تسهم أيضاً إسهاماً كبيراً في نظرية المنظمة، وتقدم رؤية فريدة في كل من نظم المعلومات وحالات عدم التأكد (Outcome Uncertainty) والحوافز والمخاطر.

3. قابلية تطبيق هيكل الوكالة في بيئات متنوعة تتراوح بين المستوى الكلي مثل السياسة التنظيمية والمستوى الجزئي مثل إدارة الانطباع والمنافع الذاتية، كذلك يمكن تطبيقه على ظواهر تنظيمية مثل الأجور والاستحواذ وعلاقات مجلس الإدارة وهيكل الملكية ورأس المال.

4. تدعم النتائج التطبيقية نظرية الوكالة، وخصوصا إذا ما اقترنت بنظريات تنظيمية أخرى.

2-1-4-نماذج علاقات الوكالة ضمن نظرية الوكالة:

إن الحالة النموذجية لعلاقات الوكالة هي تلك التي يجسدها نموذج العلاقة بين الأصيل والوكيل، أي العلاقة بين شخصين، إلا أن هذه العلاقة يمكن أن تتسع لتأخذ الأشكال التالية: (Villalonga,2000:45) .

1- علاقة بين حملة الأسهم والإدارة.

2- علاقة بين الإدارة والمشرفين.

3- علاقة بين المنظمات، كتلك القائمة بين المراكز والفروع، وبين الشركات القابضة والأخرى التابعة.

4- العلاقات ضمن الشركات العامة (المملوكة للدولة) تضمن شكلين هما، (الجمهور/الحكومة) و(الحكومة/الإدارة)

2-1-5-مداخل نظرية الوكالة:

يمكن دراسة نظرية الوكالة من مداخل عدة كل منها يتناول الأشكال التعاقدية بين الأطراف المختلفة لنظرية الوكالة وهي:

❖ **المدخل الأول: المدخل الوضعي أو الايجابي لنظرية الوكالة (Positivist Agency Theory):**

يركز هذا المدخل على اختبار تأثير الأبعاد المحتملة والإضافية(Additional Aspects) للبيئة التعاقدية (Contracting Environment) وأدوات الرقابة والضمان على عوامل كثيرة كصياغة العقود، واستمرارية الشركة، والكثافة الرأسمالية (Capital Intensity)، وتكلفة المعلومات والأسواق المالية وأسواق العمل، ويتم تحديد السياسة أو السلوك الذي تتباعد فيه مصالح المساهمين والإدارة، وتوضيح دور أنظمة المعلومات والدوافع القائمة على النتائج (Outcome-Based-Incentives) في زيادة التوفيق بين السلوك الإداري وتفضيلات المالك(Owners Preferences) (Eisenhardt,1989,p68)، (Jensen,1986,pp.335-334).

- **المدخل الثاني: مدخل الأصيل والبديل (Principal –Agent Approach):**

يركز هذا المدخل على دراسة العلاقة العامة للوكالة مثل علاقة العامل ورب العمل، والمشتري والبائع من خلال الاستنتاج المنطقي والبراهين الرياضية (Eisenhardt,1989,p60)، كما يحاول هذا المدخل أن يدرس الجوانب المعيارية للعلاقة من خلال تنظيم العلاقة التعاقدية بين (الأصيل) و(الوكيل)لتحفيز الوكيل على صنع قرارات تعظم من مصالح الأصيل نظراً لوجود عيوب في الرقابة وحالات عدم التأكد (Uncertainty) (Jensen and Meckling,1976,p309).

- **المدخل الثالث: المدخل الأخلاقي لنظرية الوكالة:**

تركز نظرية الوكالة بشكلها المبسط على المسؤوليات والالتزامات الاقتصادية بين الأصلاء والوكلاء، وهي في الواقع تدرس كيفية ترتيب العلاقات بين الأصيل والوكيل، لضمان المصالح الاقتصادية للأصيل، إذ ينظر إلى مصالح الأصيل على أنها الأساس في هذه العلاقة.

وبعد أن تم وضع مفهوم أصحاب المصالح (Stakeholders) في أولويات المنظور الاقتصادي للشركة، فإن الخطوة اللاحقة هي توسيع طبيعة المسؤوليات في نموذج أصحاب المصالح في الشركة، ليتضمن قواعد أخلاقية معينة(Shankman,1999:320).

يحتاج السلوك الأخلاقي إلى الاعتماد على بيئة أعمال وبيئة ثقافية مفهومة جيداً، قبل أن يتم إقناع المديرين بعدّه مرشداً في سياسات الأعمال. ولربط السلوك الأخلاقي مع سلوك الإدارة يفترض Jones &Quinn وجود مسؤوليات أخلاقية ضمنية في تشغيل الأسواق الكفوءة.

وفي إطار علاقات الوكالة تمت الإشارة إلى وجود أربعة مبادئ لتنظيم السلوك الأخلاقي هي: (Jones et al, 1995: 22)

1- الوفاء بالاتفاقات والتعاقدات.

2- تجنب الكذب.

3- احترام استقلالية الآخرين وأحكامهم الذاتية.

4- تجنب إيذاء الآخرين.

يؤدي المبدآن الأول والثاني (الوفاء بالاتفاقات وتجنب الكذب) دوراً مركزياً في نظرة الأصيل والوكيل إلى الشركة، فبدون اتفاقيات ملزمة لا يمكن أن تظهر علاقات الوكالة، لأن نظرية الوكالة تركز أساسا على التعاقد بين المالكين والإدارة، والشركات ذاتها لا يمكن أن تعمل دون افتراض ضمني بأن الأفراد سوف يوفون بشروط التعاقدات التي يقرّونها بمحض إرادتهم. وبنفس الاتجاه يعد تجنب الكذب مسألة ضرورية لعمل الأسواق، لأنه في حال انتشاره واعتباره قاعدة وليس استثناء، فإن مجتمع الأعمال لا يمكن أن يستمر عندما لا يثق أحدهم بالآخر. أما المبدآن الآخران (تجنب الإيذاء واحترام استقلالية الآخرين) فإنهما ضروريان في العلاقات الاقتصادية، التي تتضمن علاقات الأصيل–الوكيل.

ويتم التركيز في علاقات الوكالة على التزامات الوكيل تجاه الأصيل وعدم التدقيق في التزامات الأخير تجاه الأول. ويبين علماء الأخلاق أن نظرية الوكالة التقليدية تفترض أن الوكلاء (المديرين) يجب أن يعملوا دائماً لمصلحة الأصلاء (المالكين). وإذا ما أخذت هذه العبارة بمعناها اللفظي، وهذا قد يعني أن مصالح الأصيل دائماً مقبولة أخلاقياً، وأن المديرين يجب أن يعملوا ولو بطريقة غير أخلاقية لتحقيق مصالح الأصيل. ومن الواضح أن هذه الحالات لا تنسجم مع أي نموذج من نماذج أخلاقيات الأعمال (Encyclopedia of Business,2006:5).

ومن أمثلة السلوك غير الأخلاقي الشائعة للمديرين قيامهم بتسريح أعداد كبيرة من العاملين لتخفيض تكاليف التشغيل، وزيادة الأرباح لإرضاء المالكين وتعزيز ثروتهم. في هذه الحالة يكون من الواضح أنه يتم زيادة ثروة حملة الأسهم أو المالكين مقابل الإضرار بالعاملين في الشركة.

يتبين مما سبق أن نظرية الوكالة لم تشر بوضوح إلى الالتزامات الأخلاقية للأصلاء تجاه وكلائهم، ومن هذه الالتزامات عدم الإضرار بمصالح العاملين بتسريحهم من العمل. ويرى بعض الكتاب من منظور اجتماعي واسع أنه يمكن أن ينظر إلى المالكين بوصفهم وكلاء للمديرين، والعاملين والمجتمع عموماً. (Encyclopedia of Business,2006:6)

2-1-6-الانتقادات الموجهة إلى نظرية الوكالة:

هناك العديد من الانتقادات الموجهة إلى نظرية الوكالة وتنقسم إلى:

1.انتقادات موجهة إلى فرضيات نظرية الوكالة:

- فرضية الطبيعة البشرية الأنانية والفردية التي تؤدي إلى تعارض مصالح المالكين والمديرين لا يمكن تعميمها على جميع المديرين (Davis et al.,1997,p20).

- أولوية المساهمين (Shareholder Primacy): فرضية نظرية الوكالة لأولوية مصالح المساهمين على مصالح الأطراف الأخرى، ويجب على المديرين خدمة مصالح المساهمين. وتنطلق هذه الفرضية من سوء تفسير الموقف القانوني لملكية السهم، تجاهل المبادئ القانونية في تجسيد الشركة (Personification of The Corporation)، والمسؤولية المحدودة للمساهمين (Limited Liability)، ومسؤولية الإدارة التي قد تكون شخصية وغير محدودة (Davis et al .,1997,p20).
- فرضية نظرية الوكالة لعلاقة (الأصيل) و(الوكيل) وأن الأصيل هو المالك، وكأن من الأفضل عدّ الأصيل الشركة بدلاً من المساهم.
- تفترض نظرية الوكالة أن مجلس الإدارة وكيل من الدرجة الأولى، ومن الأفضل عدّه هيئة مؤتمنة مستقلة يعهد إليها التصرف لصالح الأطراف المستفيدة ويستمد استقلاليته من أنه وكيل ولا يخضع لسيطرة أي طرف، كما تفترض النظرية أن دور مجلس الإدارة يتمثل في الرقابة على المديرين لضمان توافق المصالح بينه وبين الأصيل واتخاذ تدابير لتعظيم فوائد الأصيل، ومن الأفضل عدّ مجلس الإدارة هيئة تتوسط الهرم لتوازن بين مصالح الجماعات التي تساهم في عمليات الإنتاج ومطالبها
- إن فرض فصل الأصيل عن الوكيل المتضمن التعدد في الأصيلين والوكلاء قد يؤدي إلى زيادة تعقيد النظرية وخصوصاً عندما تختلف مجموعات الأصيلين في أهدافها والمنافسة بينها فيصعب على الوكلاء الفهم والتوافق بين الواجبات الموكلة إليهم عندما يتلقون رسائل مختلفة وتعليمات متضاربة من أصيلين متعددين. (Lan and Heracleous,2010,pp.294-295)

2.انتقادات موجهة إلى تطبيق نظرية الوكالة:

سعت نظرية الوكالة إلى تطوير استراتيجيات الحوكمة المؤسسية للتوفيق بين مصالح المديرين والمالكين الذي قد يؤدي في بعض الأحيان إلى سوء تطبيق نظرية الوكالة من حيث (Dobbin and Jung,2010,pp.34-57):

- استخدام خيارات الأسهم (Stock Option) واحتفاظ المديرين بالأسهم من أجل التوفيق بين مصالح المالكين والمديرين قد يدفع المديرين للتركيز على زيادة قيمة الشركة في المدى القصير، وعدم الاهتمام بالأداء طويل الأجل لتحقيق أرباح من ارتفاع أسعار الأسهم في المدى القصير ومن التقلبات في أسعار الأسهم.
- توصي نظرية الوكالة بتمويل الاستثمارات بالدين لمراقبة المديرين ومنعهم من الاستثمار في مشروعات ذات عوائد قليلة، ومن ناحية أخرى يزيد الدين من مخاطرة الشركة وكثير من المديرين استغلوا سياسة الدين لإعادة شراء الأسهم وتحقيق أرباح من ارتفاع أسعار خيارات الأسهم.

2-1-7 الخاتمة

يمكن صياغة بعض الحلول لنظرية الوكالة :

1- منح حصة من أسهم أو ملكية الشركة للوكلاء.

2- قيام مجلس إدارة الشركة بمراقبة بيئة العمل ومتابعة الأعمال الخاطئة الصادرة عن المدراء.

3- تعزيز دور المساهمين و المحاسبين ومدققي الحسابات.

4- ربط حوافز ومكافآت الوكلاء بمستوى أداء الشركة ضمن سوق العمل.

5- الاعتماد على تقارير مجلس الإدارة في توضيح كافة المعلومات و التفاصيل وعدم الاكتفاء بالمعلومات المقدمة من الوكلاء.

المبحث الثاني

تكلفة الوكالة

تمهيد.

2-2-1-مشكلات الوكالة ضمن نظرية الوكالة

2-2-1-1-أسباب نشوء مشكلات الوكالة في نظرية الوكالة.

2-2-1-2-أنواع مشكلات نظرية الوكالة.

2-2-1-3-معالجة مشكلات نظرية الوكالة.

2-2-2-تكاليف الوكالة.

2-2-2-1-أسباب نشأة تكاليف الوكالة.

2-2-2-2-أنواع تكاليف الوكالة.

2-2-2-3-الدور الوسيط لتكاليف الوكالة.

المبحث الثاني: تكلفة الوكالة

تمهيد:

تنشأ مشكلات الوكالة من تعرض الأصيل للخسارة نتيجة أخلاق الوكيل وتصرفاته، وعدم بذله العناية الكافية لتعظيم عائد الأصيل أو منفعته. ومما يزيد من فرص حدوث هذا الأمر أن الأصيل ليس لديه وسائل الرقابة المباشرة لقياس جهود الوكيل، والوكيل هو الذي يقدم إليه المعلومات، ويطلق على هذه المشكلة المخاطرة الأخلاقية Moral Hazard. وترتبط بها مشكلة أخرى، هي مشكلة الاختيار السلبي Adverse Selection. وتعمل نظرية الوكالة على معالجة مشكلات العلاقة بين الأصيل والوكيل، التي تحدث بسبب انفصال الملكية عن الإدارة، واختلاف مصادر إمداد الشركة برأس المال، وكذلك مشكلة الاختلاف في تحمل المخاطر، ووظائف اتخاذ القرارات ومراقبة أداء الوكلاء. وإذا ما تصرف أطراف علاقة الوكالة وفق مصالحهم الذاتية، فإن عملية الانفصال تلك سوف تؤدي إلى نشوء تضارب في المصالح، ويتسبب أطراف هذا الصراع في تحمل تكاليف وكالة، وحل مشكلة تضارب المصالح Conflict of Interests سيكون عملية مكلفة، وذلك حسب مفهوم نظرية الوكالة. لذا يتوقع من طرفي علاقة الوكالة أن يحاولوا تخفيف مشكلات الوكالة من جانب وتقليل تكاليفها من جانب آخر. وهذا المبحث يتناول مشكلات الوكالة وأنواعها وطريقة معالجتها، ودراسة تكلفة الوكالة والدور الوسيط لها بين طرفي العلاقة حسب ما تم تقديمه في نظرية الوكالة التي دُرست في المبحث الأول.

2-2-1-مشكلات الوكالة ضمن نظرية الوكالة:

مما لا شك فيه أنّ الناس يمتلكون معلومات مختلفة، والمعلومات التي يمتلكونها تؤثر في سلوكهم في العديد من المواقف. فعند شراء السلع مثلاً، يحدد البائع السعر للسلعة المراد بيعها، استناداً إلى معرفته أسعار السلع المماثلة، وحالة السلعة من بين عوامل أخرى. والمشتري يمكن أن يمتلك معلومات عن

أسعار السلع المماثلة في السوق، لكن قد لا يمتلك العمق نفسه في المعلومات عن جودة السلعة كما يملكها البائع، ويشير ذلك بوضوح إلى عدم تماثل المعلومات (Auronen, 2003: 4).

2-2-1-1-أسباب نشوء مشكلات الوكالة ضمن نظرية الوكالة:

تُعنى نظرية الوكالة بما يسمى تعارضات الوكالة (Agency Conflicts) أو تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل وهذا سوف يقود إلى مجموعة من المشكلات لعدم وجود عقود كاملة بين طرفي الوكالة تقف عائقاً أمام تحقيق أهداف الوكالة وذلك بسبب:

- عدم قدرة المالك على القيام بالرقابة على أداء المدير وجهوده.
- عدم تماثل المعلومات: فالوكيل لديه معلومات أكثر من المالك من الناحية الكمية والنوعية وذلك من واقع معايشته اليومية لها.
- الخطر المعنوي: نتيجة عدم التأكد من أن الوكيل يلتزم بالعقد الذي وقعه فلا ضمان بأن الوكيل سيعمل على تحقيق مصالح الأصيل أو تحقيق الأهداف التي تم وضعها.
- مشكلة الاختيار العكسي أو المتناقض: تظهر هذه المشكلة نتيجة قدرة الوكيل على إخفاء بعض المعلومات عن الأصيل أو إعطاء معلومات خاطئة أو مضللة بطريقة لا يمكن للأصيل فيها ملاحظة أداء الموكل بصورة مباشرة وحقيقية والتأكد من نتائج قراراته، ولا يستطيع معرفة إذا كان الوكيل يختار البديل المناسب أم لا. (بن عزيزة، زعيبط، 2019، ص 239).

ومن أسباب نشوء مشكلات الوكالة الاختلاف في كمية المعلومات المتاحة لكل من الأصيل والوكيل ونوعيتها، وفي هذه الحالة لا يستطيع الأصيل أن يحدد إن كان الوكيل يختار البديل المناسب أم لا عند اتخاذ القرارات المختلفة (Spence,1973:357).

ويرى الباحث أنه يمكن أن يظهر شك لدى الأصيل في حالتين:

- أن الأصيل غير متأكد من الأعمال التي يقوم بها الوكيل ومن المعلومات التي يمتلكها.
- أن الأصيل غير متأكد من العلاقة السببية بين أعمال الوكيل والنتائج المتحققة.

وبسبب ما تقدم يواجه المالك مشكلتين، تتمثل الأولى في أنه لا يستطيع تصميم العقود استناداً إلى ملاحظة أعمال المدير، لأن تكلفة مراقبة هذه الأعمال كبيرة وتمنع ذلك، وتتجسد الثانية بعدم قدرة الأصيل على إسناد العقد كلياً إلى النتيجة لسببين:

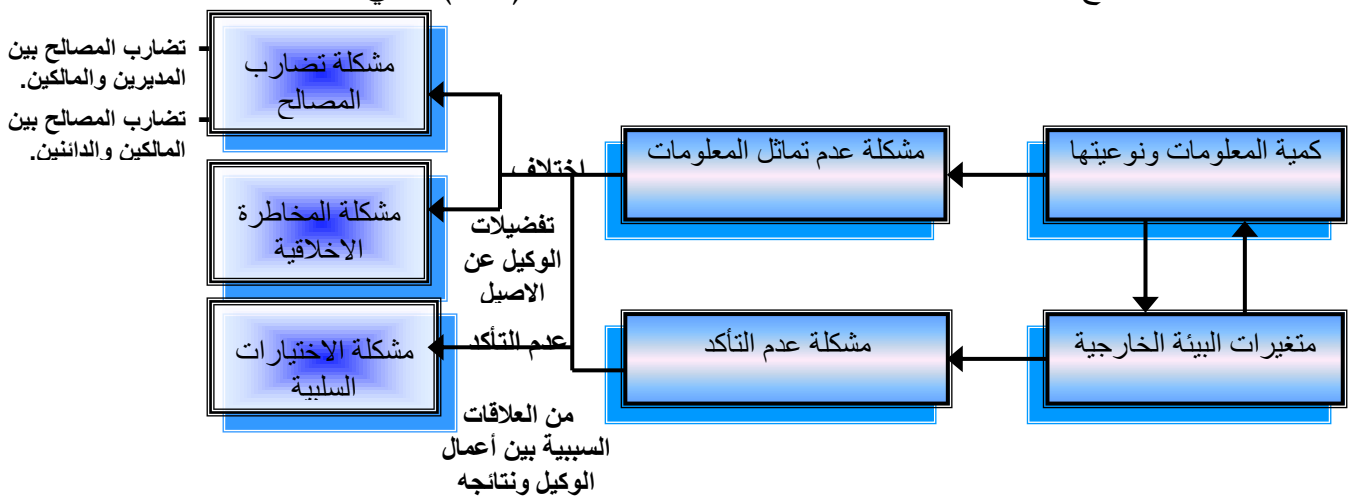
1- أنه غير متأكد من العلاقة السببية بين أعمال الوكيل والنتائج.

2- وحتى إذا كان الأصيل يصمم العقد استناداً إلى ملاحظاته أعمال الوكيل بأية طريقة، فإن الوكيل سوف يحجم عن توقيع العقد، لأنه يتجنب المخاطرة.

لا شك في أن هذه الحالة تمنع الأصيل من تصميم عقود كاملة تجعل أجور الوكيل مشروطة كلياً على أعماله غير المراقبة أو نتائج هذه الأعمال. وبعبارة أخرى إن الأصيل لا يستطيع أن يحمّل الوكيل بصورة تعاقدية مسؤولية نتائج أعماله بالكامل. لذلك سيكون الوكيل قادراً على الدخول في أعمال من شأنها أن تقلل من منفعة الأصيل باتخاذ قرارات لا تنسجم مع مصلحته.

تعد مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل من أهم مشكلات الوكالة، إذ أوضحت الدراسات المعاصرة في بحوث نظرية الوكالة، أن السبب الرئيسي لمشكلات الوكالة الأخرى (مثل المخاطرة الأخلاقية، والاختيار المعاكس، وتضارب المصالح وغيرها) يرجع أساساً إلى عدم قدرة المالك (الأصيل) على ملاحظة أداء المدير (الوكيل) بصورة مباشرة (الجبوري، 1999 : 15).

ويمكن توضيح أسباب نشوء مشكلات الوكالة من خلال الشكل (2-3) التالي:



الشكل (2-3) أسباب نشوء مشكلات الوكالة

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المراجع السابقة

من الشكل السابق يتبيّن أن السبب الأساسي في نشوء مشكلات الوكالة المعلومات من حيث نوعيتها وتوافرها التي تتأثر بالبيئة الخارجية، وكمية المعلومات ونوعيتها ينشأ عنها مشكلة عدم تماثل المعلومات، تقود إلى حدوث مشكلات أخرى للوكالة مثل: تضارب المصالح، المخاطرة الأخلاقية، الاختيارات السلبية، والمتغيرات الخارجية تؤدي إلى نشوء مشكلة عدم التأكد من طرف الأصيل تجاه الوكيل التي تقود إلى نفس المشكلات سابقة الذكر.

2-2-1-2-أنواع مشكلات نظرية الوكالة:

تم تصنيف مشكلات نظرية الوكالة وفق أربع فئات هي:

1- مشكلة تضارب المصالح:

إن العلاقات التعاقدية حقيقة واسعة الانتشار في الحياة الاقتصادية. ويرى الباحثون الاقتصاديون أنه بسبب الحاجات الشخصية للأفراد، تكون لهم تفضيلات خاصة، ومصالح خاصة، وفي بعض الأحيان تؤدي المصالح الشخصية إلى تضارب المصالح بين الأطراف المتعاقدة، وتضارب المصالح هذا قد يجعل أحد أطراف العلاقة أو كليهما يقوم بأعمال تتعارض مع مصالح الطرف الآخر.

2- **الاختيار العكسي (المتناقض):**

يتمثل بقيام المديرين بمجموعة من الإجراءات لجعل الشركة التي يعملون فيها أقل جاذبية من قبل المستثمر، وتكون الوكالة غير مفيدة في هذه الحالة، ومن أمثلة هذه المشكلة: قيام الوكيل بشراء كميات كبيرة من أسهم الشركة بسعر أقل من القيمة العادلة للسهم ومن القيمة السوقية من أجل التأثير في المركز التنافسي للشركة في السوق من خلال الخفض المتعمد لأسعار الأسهم. (التميمي، 2008، ص25).

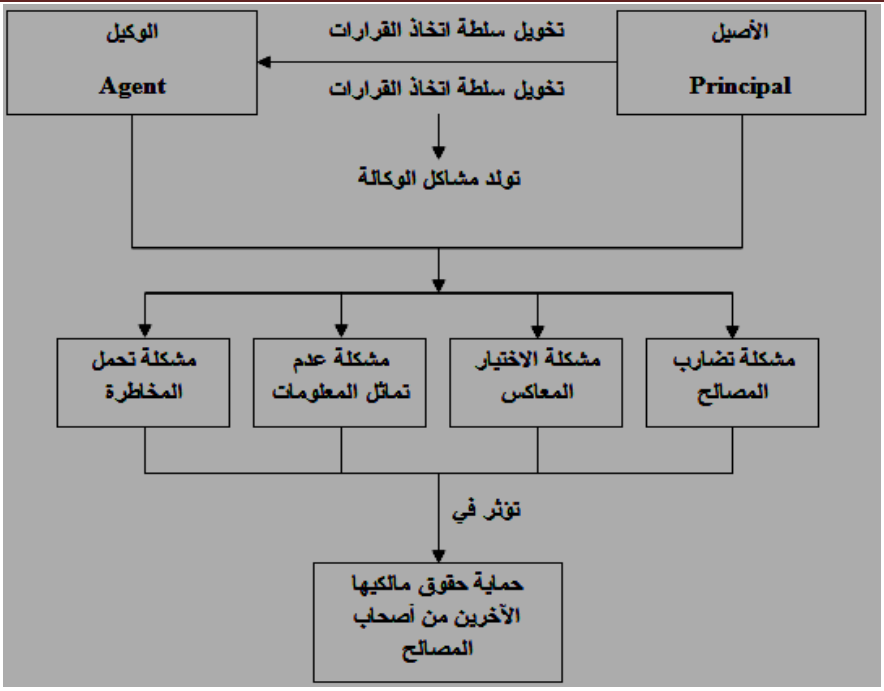
3- مشكلة عدم تماثل المعلومات:

عرفت المخاطرة الأخلاقية بأنها المواقف التي يقوم فيها الوكيل بأعمال غير ملاحظة من قبل الأصيل لمصلحته الشخصية، وعلى حساب مصالح الأصيل. وتعزى هذه المواقف عادة إلى سببين رئيسين، **الأول**، هناك تكاليف كبيرة للأصيل لمراقبة أعمال الوكيل، و**الثاني**، أن الأصيل لا يملك بالضرورة الخبرة الكافية ليعرف هل أعمال الوكيل تصب في مصلحته أم لا، ونتيجة لذلك فالمراقبة قد تكون غير مجدية (Padilla,2006:6).

4- مشكلة تحمل المخاطر:

تنشأ هذه المشكلة عندما تكون لكل من الأصيل والوكيل مواقف مختلفة إزاء تحمل المخاطر، وبناء على ذلك تكون لهم تفضيلات مختلفة (Eisenhardt , 1989: 57). إن المالكين يعملون من أجل تحقيق أهداف الشركة، وهم محايدون بالنسبة للمخاطرة Risk Neutral، ويعمل المديرون لتحقيق مصالحهم الشخصية، ويبدون تجنبهم للمخاطرة Risk Averse.

وتفترض نظرية الوكالة أن الأصلاء محايدون بالنسبة للمخاطرة، وذلك لأن محافظهم المالية لا ترتبط 100% بشركة واحدة، والوكلاء الذين لا يستطيعون تنويع فرص عملهم، يكونون متجنبين للمخاطرة، لذا سوف يختارون الفرص الاستثمارية والمشاريع ذات المخاطرة المنخفضة؛ إذ لا يفضلون تحمل مخاطرة العائد (Payoff Risk) التي تنشأ من عدم التأكد الناتج عن متغيرات البيئة الخارجية العديدة التي ليس للمديرين سيطرة عليها أو تحكم بها مثل (المنافسة، التطور التكنولوجي، الظروف الاقتصادية وغيرها). إن هذا التباين في تحمل المخاطرة بين الأصيل والوكيل يعد أحد مصادر تضارب المصالح في علاقات الوكالة. وبسبب تجنب المدير المخاطرة، أو أنه مستعد لتحمل المخاطرة دون أن يتحمل تكلفة أو تضحية بالمزايا التي يحصل عليها، يتحمل المالكون وحدهم المخاطرة كلها في الشركة.



الشكل (2-4) مشكلات نظرية الوكالة

المصدر: بن عزيزة، زعيبط، 2019، ص 240

يتضح من الشكل السابق أن مشكلات الوكالة تبدو واضحة؛ فمن خلال علاقة الوكيل مع الأصيل سوف تنشأ علاقة تعاقدية ونتيجة عدم وجود عقود كاملة سوف تنشأ مشكلات عدة لسببين: **(بن عزيزة، زعيبط، 2019**،ص44):

- إن مجرد ربط أداء المديرين بهدف الربح سوف يقود الوكيل إلى تفضيل أهدافه دون العمل على تحقيق أهداف الأصيل.
- عدم معرفة الأسلوب أو الطريقة التي تمكّن الأصيل من متابعة تصرفات الوكيل.

وسوف نستعرض طرائق معالجة مشكلات نظرية الوكالة التي تم تصنيفها إلى أربع فئات سبق الحديث عنها بشيء من التفصيل.

2-2-1-3-معالجة مشكلات نظرية الوكالة:

تتعامل نظرية الوكالة مع المشكلات التي تنتج عن تضارب المصالح التي قد تظهر في العلاقة التعاقدية عندما لا تتوافر المعلومات لأطراف العلاقة بشكل متماثل، وتظهر هذه المشكلة عندما لا يتصرف الوكيل لصالح الأصيل، وتتجسد هذه العلاقة بشكل واضح في الشركات المساهمة والشركات المملوكة للدولة التي تنفصل فيها الملكية عن الإدارة، وفي مجال الشركات المساهمة فإن حملة الأسهم يستثمرون فيها لتعظيم عوائدهم، والمديرون بوصفهم وكلاء ملزمون بتحقيق هذا الهدف، وبناء على هذا الفهم، يحق للمساهم أن يتوقع إن أمواله تستعمل لتحقيق منفعته الخاصة (تحقيق العائد على السهم) .(Spence,1973:310)

وفي مجال الشركات المملوكة للدولة، يحق للجمهور أن يتوقع من إدارات الشركات العامة أن تعمل على تحقيق أهداف هذه الشركات التي من أبرزها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي وزيادة رفاهية المجتمع، وليس تحقيق المصالح الخاصة لتلك الإدارات. ولكن الحقيقة لا تتطابق دائما مع التوقعات، إذ يشير Wong إلى أن أصحاب النظرية الاقتصادية يرون أنه ليس هناك سبب معقول يدعو للاعتقاد بأن المديرون يقدمون خدماتهم كوكلاء عن المالكين بأفضل عمل لحملة الأسهم، ولذلك يظهر الصراع بين المالكين والمديرين، وذلك لأن المديرين يضعون مصالحهم فوق مصالح حملة الأسهم أو المالكين من خلال مجموعة من التصرفات. ويظهر تضارب المصالح في الشركة بأشكال متعددة أبرزها ما يأتي: (Wong, 1995:395)

1- مشكلة تضارب الأهداف واختلافها:

لمعالجة مشكلة تضارب الأهداف واختلافها، وتقليل التكاليف المرتبطة بهذه المشكلات، تشير أدبيات نظرية الوكالة إلى أنه ينبغي أن يكون العقد في صيغة الجزرة والعصا Carrot & Stick، يحث فيه المالكون المديرين على القيام بأحسن الأعمال التي تعظم منفعتهم المتوقعة. ولكي يقوم المديرون بذلك،

يجب أن يصمم الأصيل العقد بطريقة تحقق التوازن بين الحوافز وتقاسم المخاطر، بالإضافة إلى المكافآت والعقوبات (Padilla,2006:8).

2- مشكلة تحمل المخاطر:

يرغب المالكون بمعالجة هذه المشكلة بإشراك المدير بتحمل جزء من المخاطر من خلال تصميم عقود تشجيعية عند تعيين المديرين مبنية على مكافأتهم على أساس النتائج الفعلية لأعمالهم (عبد الرحيم، علي وآخرون،1990، ص581)، بحيث يتحقق للمدير تعويض إضافي نتيجة تحمله المخاطرة، وهذا يعني ربط تعويض المدير بالمخرجات المتمثلة بنتائج أعماله.

ويرى كل من (Caplan & Atkinson) أن التصميم الأمثل للعقود، هو ذلك الذي يحقق نوعاً من التسوية Compromise بين تحمل المالك للمخاطرة في الشركة ودفع تعويض ثابت للمدير، أي عدم إشراكه في المخاطرة، وبين ضرورة إشراك المدير في تقاسم المخاطرة، وذلك للحدّ من تهرب المديرين من العمل، والاستهلاك الأكثر من اللازم للمزايا (Caplan & Atkinson, 1989,pp 728). تعد نظرية الوكالة هذه البرامج حوافز لربط مصالح الوكيل مع الأصيل تساعد على تخفيف مشكلة الوكالة، وذلك بجعل أهداف الوكيل متطابقة إلى حد ما مع أهداف الأصيل.

ويرى الباحث أن تجنب المخاطرة من قبل المديرين يشجعهم على اختيار المشاريع الآمنة التي توافر معدلات عائد عامة اعتيادية، وهذا قد لا ينسجم مع رغبات المالكين، وهذه السياسة من قبل المديرين سوف تنعكس على أسعار أسهم الشركة التي يديرونها لإحجام المستثمرين عن شراء الأسهم.

2-2-2-تكاليف الوكالة:

هي التكاليف الناتجة عن القيام بعملية تحويلية، كتحويل الملكية من الأصيل إلى الوكيل، فالربح الذي يأخذه الأصيل هو تكلفة تحويلية أو تكلفة الوكالة.

2-2-2-1-أسباب نشأة تكاليف الوكالة:

هناك مجموعة من السلوكات التي أدت إلى نشوء تكاليف للوكالة هي: (أوصيف، فرحات، 2018، ص 409-410):

1- حقوق السيطرة وظهور الملكية الإدارية:

تعد الملكية الغائبة أهم مصادر مشكلة الوكالة، إذ إن انفصال الملكية عن الإدارة يجعل حملة الأسهم في موقف لا يمكنهم من فهم وملاحظة جميع تصرفات المديرين وقرارتهم، ما يصعب عليهم معرفة الهدف الأساسي للمديرين، لذلك يستعينون بمراقبي الحسابات لمراقبة أداء المديرين ومحاولة استمالتهم نحو السلوكات التي من شأنها أن تحقق لهم أقصى ثروة، إما عن طريق إعطاء حوافز ترتبط بحملة الأسهم إضافة إلى أجورهم الثابتة، أو اعتماد إلى بعض الصيغ التهديدية مثل الاستغناء عن خدماتهم إذا فشلوا في تحقيق أداء إيجابي.

2- عدم تماثل المعلومات:

يقصد به اختلاف كمية المعلومات المتاحة لكل من حملة الأسهم والإدارة ونوعيتها، وذلك بسبب محدودية قدرة حملة الأسهم على تحصيل معلومات إلا بالقدر الذي تفصح عنه الإدارة لهم، وتظهر التكلفة هنا عندما يحاول المديرون التأثير في أسعار الأسهم من خلال تقييمها بأكثر من قيمتها الحقيقة وذلك من أجل دفع حملة الأسهم إلى بعض السلوكات التي تريدها الإدارة.

3- عقود المديونية:

يلجأ المقرضون في معظم الحالات إلى إبرام عقود بينهم وبين إدارة الشركة يتم بموجبها وضع قيود تحد من حرية الإدارة في اتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر سلباً في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، مثل الحد من إصدار ديون جديدة، أو تحديد حد أقصى لتوزيعات الأرباح، أو تحديد حد أقصى للسيولة والمديونية، وهذا سوف يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية للشركة بالوفاء بالدين وأعبائه في مواعيده، ما قد يحفز المديرين على تخفيض تكلفة الوكالة للمحافظة على القدرة المالية للشركة بالوفاء بالدين و أعبائه في

مواعيده المحددة، إضافة إلى ذلك فإن زيادة نسبة الملكية الإدارية في رأسمال الشركة سوف يقرب من مصالح حملة الأسهم والمديرين ويقلل من تكلفة الوكالة.

2-2-2-2-أنواع تكاليف الوكالة:

يمكن تقسيم تكاليف الوكالة بحسب الغاية من إنفاقها إلى ثلاثة أنواع، وفيما يلي توضيح مختلف هذه الأنواع:

أولا: تكاليف مراقبة:

يتضمن مصطلح المراقبة هنا أكثر من مجرد قياس وملاحظة سلوك الإدارة، إنه يتضمن جهوداً تبذل من المالك للرقابة على سلوك الإدارة من خلال قيود الموازنة، سياسات المكافآت، قواعد وتعليمات التشغيل، الرقابة الداخلية والخارجية وغيرها.

إن تكاليف إجراءات الرقابة، مثل استخدام العقود ضرورية لربط أعمال المديرين(الوكلاء) مع تلك الخاصة بالمالكين (الأصلاء). وتؤكد نظرية الوكالة أن أساليب التعاقد هذه تقلل من تعارضات الوكالة، وذلك بتنسيق أهداف المالكين مع الإدارة. ولكن يصعب على المالكين تحديد عمل الوكيل أو معرفته بطريقة تمكّنهم من مراقبته بفاعلية، فعلى سبيل المثال يصعب على المالكين أن يعرفوا إن كان المدير قد عمل على توسيع الشركة من خلال عملية الاكتساب التي خفضت سعر السهم للشركة، أو كان يسعى من خلالها لتحقيق مصالحه الشخصية، أو يرمي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم ولكن لم يحالفه الحظ في ذلك. وسوف تكون تكاليف المراقبة عالية إذا ما حاول المالكون ضمان تطابق كل عمل إداري مع مصالحهم. لذلك يتحدد المبلغ المثالي لتكاليف المراقبة الذي يجب أن يتحمله المالكون على أساس مبدأ التكلفة والمنفعة.

وتزداد تكاليف المراقبة مادامت كل ليرة تنفق ينتج عنها على الأقل ليرة زيادة في ثروة المالكين.

لا شك في أن أصحاب رأس المال يبقون بحاجة إلى استخدام الوسائل التي تمكنهم من مراقبة ومتابعة مدى وفاء الإدارة بالتكليف المحدد في عقد الوكالـــــة، وأكثر الوسائل شيوعاً في هذا المجال المطالبة بالتدقيق الخارجي للتقارير المحاسبية الدورية التي تعد من قبل الإدارة (أوصيف، 2018، ص408).

ثانيا: تكاليف التعهد والالتزام:

وهي تلك التكاليف التي يتحملها المدير لتقليل تضارب المصالح، وهي جهود يقوم بها على حساب مصلحته الخاصة. إن من مصلحة الإدارة اكتساب ثقة أصحاب الأموال، وتجنب أي إشكال قد يقع بينهم، وذلك عن طريق اتخاذ مجموعة من التدابير التي تطمئن أصحاب الأموال إلى أن الإدارة سوف تتصرف بما يحقق أهدافهم ويجنبهم مخاطر عمليات اتخاذ القرارات. ومن الأمثلة الشائعة في هذا المجال تطبيق رقابة داخلية وخارجية كافية والتامين على ممتلكات المنشاة بالقدر المناسب، ووضع حدود قصوى للإنفاق على شكل موازنات ملزمة لمتخذي القرارات، وتقديم تقارير محاسبية وافية دورية مؤيدة بشهادة مدقق خارجي. (Padilla,2006:26)

ثالثا: التكاليف المتبقية:

يتحمل كل من المدير والمالك في معظم علاقات الوكالة تكاليف مهمة للمراقبة والالتزام، ومع ذلك سوف تكون هناك بعض الاختلافات بين قرارات الوكيل والقرارات التي تعظم رفاهية المالك وثروته، ينتج عنها تخفيض في ثروة المالك. وهذا التخفيض خسارة يعاني منها المالك نتيجة السلوك الخاطئ للوكيل على الرغم من المراقبة، ومبلغ الخسارة هذا يسمى الخسارة المتبقية. (بن عزيزة، زعيبط، 2019، ص241). وقد أضافت Encyclopedia of Business إلى تكاليف الوكالة آنفة الذكر تكاليف أخرى، مثل تكلفة بناء المنظمة للحد من السلوك الإداري غير المرغوب فيه، وتتمثل هذه التكاليف بتعيين أعضاء مجلس إدارة خارجيين أو إعادة هيكلة وحدات النشاط في الشركة وهرمها الإداري. وتكلفة الفرصة التي تحدث عندما تحد القيود المفروضة من قبل حملة الأسهم، مثل متطلبات التصويت من المساهمين على قضايا معينة مثل قابلية المديرين للقيام بأعمال تزيد من ثروة حملة الأسهم أو المالكين.

ويرى الباحث أن الخسارة المترتبة على فشل الإدارة في القيام باستثمارات مربحة بسبب تجنبها المخاطرة تعد مكونا آخر من مكونات تكاليف الوكالة.

2-2-2-3-الدور الوسيط لتكاليف الوكالة:

يختلف الدور الوسيط لتكاليف الوكالة من شركة/منظمة إلى أخرى بحسب الأنشطة التي تقوم بها، وحجم تكاليف الوكالة المترتبة عنها، ويمكن توضيح الأسباب التي تؤدي إلى اختلاف الدور الوسيط لتكاليف الوكالة بالآتي: (Agala, 2018,pp 120.)

- سلوك المديرين.
- المصالح التي يبحث عنها المديرون.
- تكاليف أنشطة المتابعة.
- تكاليف قياس أداء المديرون وتقييمه.
- تكاليف استبدال المديرين.
- آليات السوق الذي تنتمي إليه الشركة.

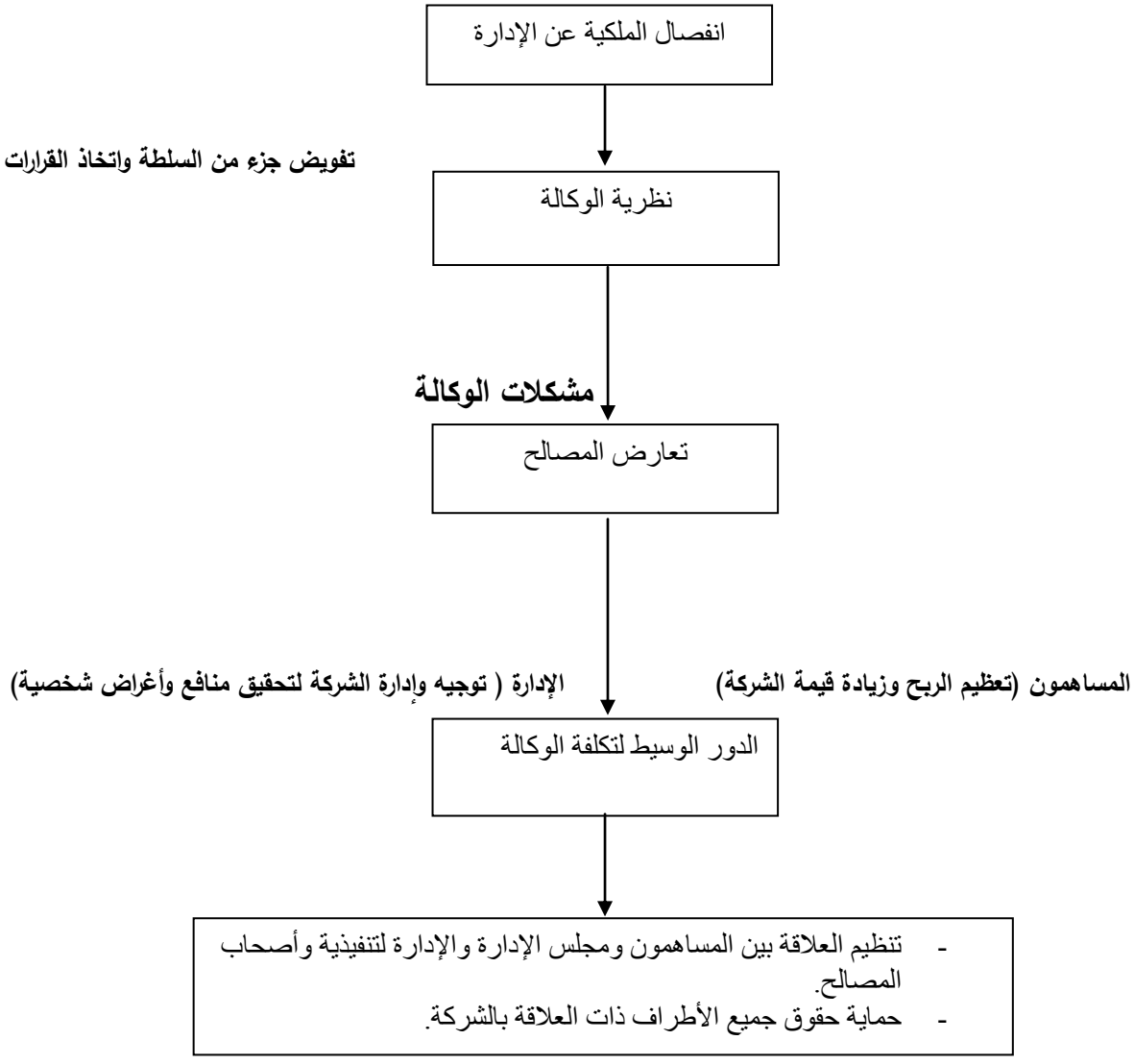
وسنوضح مجموعة من النقاط التي تشرح الدور الوسيط لتكاليف الوكالة: (أوصيف، بن فرحات، 2018، ص411-412):

إن تكاليف الوكالة تنشأ بسبب حالات معينة يلجأ إليها المديرون في الشركة لتحقيق أهداف معينة تخصهم أو من أجل تقييد حرية المساهمين فيها، وتؤدي تكاليف الوكالة دوراً وسيطاً في تحديد العلاقة بين المديرين والمساهمين.

- ❖ يظهر الدور الوسيط لتكاليف الوكالة من خلال اللجوء إلى ربط التعويضات بأداء الشركة من أجل تحفيز المديرين على تحقيق أكبر قدر من الثروة للمساهمين، وهذا يدفع المديرين إلى اتخاذ القرارات المناسبة، ليكونوا منسجمين أكثر في أعمال الشركة.

- ❖ يظهر الدور الوسيط لتكاليف الوكالة بطريقة معاكسة لسابقتها، عندما يقوم كبار المساهمين بمتابعة أعمال المديرين بفضل وجودهم الدائم في الشركة، ودور الوساطة هذا يكون سلبياً تجاه صغار المساهمين الذين لا يريدون تحمل تكاليف المتابعة أو الرقابة.
- ❖ تطبيق تكاليف الوكالة المتعلقة بأنشطة المتابعة مثل الأنشطة الرقابية التي يقوم بها صغار المساهمين بالشركة، يحقق مساهمةً في تحسين الأداء مثل إعداد تقارير محاسبية ومالية وإبلاغهم بالحالة المالية للشركة، ومراقبة السلوك الانتهازي للمديرين.

والشكل (2-5) يوضح الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في معالجة مشكلة تعارض المصالح كإحدى المشكلات التي عالجتها نظرية الوكالة:



الشكل (2-5) الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في معالجة مشكلة تعارض المصالح

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المصادر السابقة

يوضح الشكل السابق أن الدور الوسيط لتكاليف الوكالة هو المرحلة الثالثة في سلسلة نظرية الوكالة، فتطبيق نظرية الوكالة سوف يؤدي إلى ظهور بعض المشكلات التي تم شرحها، كمشكلة تعارض المصالح، وهنا تلجأ الشركة إلى تطبيق أحد أنواع تكاليف الوكالة من أجل حل هذه المشكلة، وهنا يبرز الدور الوسيط لهذه التكاليف بانعكاس أثره على كل من المديرين والمساهمين.

2-2-3 الخاتمة

من أهم اسباب نشوء مشكلات الوكالة الاختلاف في كمية المعلومات المتاحة لكل من الأصيل و الوكيل ونوعيتها الامر الذي يقود للكثير من المشكلات اهمها تضارب مصلح كل من الاصيل و الوكيل الامر الذي يؤدي الى انشغال كل طرف في كيفية تحقيق مصالحه على حساب الطرف الاخر من خلال الحصول على اكبر قدر ممكن من المعلومات التي تحقق تميز طرف على أخر و التي تساهم في تحقيق منفعة غير متكافئة لطرفي العلاقة و الخاسر الاكبر في كل هذا هو الشركة.

المبحث الثالث

العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة

تمهيد.

2-3-1-آليات للسيطرة على تكاليف الوكالة.

2-3-2-فرص النمو.

2-3-3-حجم الشركة.

2-3-4-الرافعة المالية.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة

تمهيد:

عندما يقوم الملاك بتفويض مسؤولية اتخاذ القرارات إلى فريق إداري متخصص مقابل مكافآت وحوافز معينة، يحدث هنا فصل بين ملكية الشركة وإدارتها وهذا يسمى نظرية الوكالة، وتتضمن تكاليف الوكالة تكاليف الرقابة المتمثلة بالإجراءات الرقابية على تصرفات الإدارة خوفاً من انحراف الإدارة عن المسار المرسوم لها لتحقيق مصالح ذاتية، إضافة إلى التكاليف التي تنفقها الإدارة في تجهيز التقارير والمعلومات لتقديمها إلى الملاك، وتشير الأدبيات إلى أن قرار هيكل الملكية وهيكل رأس المال يحاولان تخفيف حدة مشكلة الوكالة بين مختلف أصحاب المصالح في الشركة. (سمور، درغام، 2020، ص2).

2-3-1-آليات السيطرة على تكاليف الوكالة:

ثَمةّ عديدٌ من الآليات التي يمكن أن تستخدم للتقليل من مشكلة الوكالة بين المديرين والمالكين وتنعكس إيجاباً على الأداء وترفع قيمة الشركة، ويجب المفاضلة بين تكاليف هذه الأدوات والمنافع المتحققة منها، على حين يفرض بعضها على الشركة من الأطراف الخارجية مثل استخدام الدين ورقابة السوق وأسواق عمل المديرين، وقد تكون هذه الآليات بديلة فيما بينها، وقد تكون العلاقة بينهما سلبية أو إيجابية لتعزيز توافق المصالح بين المالكين والمديرين. (Agrawal and Knoeber, 1996, p 378).

2-3-1-1-هيكل رأس المال (Capital Structure):

تحاول نظريات عدّة تفسير الاختلاف في هيكل رأس مال الشركة والتغير فيه عبر الزمن، وأثر ذلك في قيمة الشركة وقد حاولت هذه النظريات ربط مصادر التمويل (الملكية والدين) بالمنافع والتكاليف وتوضيح علاقة مكون رأس المال بعوامل عديدة خاصة بالشركة مثل الحجم و الربح وآخرى خاصة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة مثل سرعة النمو أو عوامل اقتصادية آخرى مثل ضريبة الدخل على الشركات، وتعد نظرية (Modiglian and Miller,1958) حجر الأساس لنظرية هيكل رأس المال على الرغم من اعتمادها على فرضيات غير موجودة في العالم الحقيقي وهي: (Zurigat,2009,p12)

- لا توجد تكاليف معاملات.
- لا يوجد عدم تماثل في المعلومات بين الإدارة والمستثمر.
- عدم وجود تكاليف الإفلاس.
- عدم وجود ضرائب.
- المستثمر يقترض بمعدل فائدة مساوٍ المعدَّل الذي تقترض فيه الشركات.
- الإدارة تتصرف لمصلحة المساهمين .

وقد انتُقدت هذه النظرية لوجود عيوب في أسواق رأس المال مثل:

- فرضية عدم وجود ضريبة إذْ يتم تعظيم قيمة الشركة باستخدام الدين بأكبر قدر ممكن للاستفادة من الوفر الضريبي.
- ما زالت هذه النظريات تتجاهل تكاليف الإفلاس والوكالة للدين التي قد تكون أكبر من المنافع الضريبية لاستخدامه (Zurigat,2009,pp.12-13).

و تعد سياسة التمويل عاملاً مهماً للحد من تكاليف الوكالة الناتجة عن حرية تصرف الإدارة (Managerial Discretion) والتي تنشأ جراء تجاوز حجم الاستثمار ما هو مطلوب لتعظيم قيمة المساهمين وعندما تمتلك الإدارة معلومات لا يمتلكها المساهمون فإن الدين يلزم الإدارة بدفع التدفقات النقدية الحرة، ويقلل من مشكلة الإفراط في الاستثمار، ولكن من جهة أخرى فإن التزامات الدين قد تحد من قدرة الشركة على تمويل المشاريع ذات القيمة الموجبة وتفاقم تكاليف نقص الاستثمار على حين أن التمويل بالملكية يزيد من المصادر التي يسيطر عليها المدير ويزيد من تكاليف الإفراط بالاستثمار إلا أنه يقلل من تكاليف نقص الاستثمار .(Stulz,1990,p4).

ويمكن تقسيم سياسات هيكل رأس المال التي يمكن من خلالها التأثير في تكلفة الوكالة إلى :

1- التمويل بالدين :(Debt Financing)

يتضح أن منافع التمويل بالدين لا تقتصر على المنافع الضريبية بل قد يسهم الدين في تقليل تكاليف الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين المالكين والمديرين (Jensen and Meckling,1976) فالشركة ذات نسبة الدين المرتفعة تخضع لمراقبة صارمة من دائنيها (Titman and Wessels,1988,p3) ويقوم المديرون بدفع التدفقات النقدية الحرة المستقبلية بطريقة إلزامية، والمخاوف المتعلقة بعدم القدرة على خدمة الدين تعمل كدوافع لزيادة الكفاءة المؤسسية وتخفيض النفقات، وتبدو منافع استخدام الدين أكبر في تقليل تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات التي تمتلك حجماً كبيراً من التدفقات النقدية الحرة وفرصاً استثمارية قليلة، لذا من المرجح أن تستخدم هذه التدفقات في مشاريع غير مربحة، وعكس ذلك الشركات سريعة النمو .(Jensen,1986,p324)

إن مديري الشركات ذات نسبة الدين المرتفعة أقل قدرة على الإفراط في استهلاك العلاوات والامتيازات؛ إذ يميل الدائنون إلى المراقبة الصارمة على هذه الشركات .(Titman and Wessels,1988,p3)

وإن استخدام الدين يُسهم في تقليل تكاليف مشكلة الوكالة بين المالك والمدير، إلا أن المبالغ المحصلة من إصدارات الدين قد تزيد من التدفقات النقدية الحرة الخاضعة لتقديرات الإدارة إذا لم يتم استغلالها لإعادة شراء الأسهم (Chang et al .,2007,p124) .

كذلك فإن إصدار الديون ذات المخاطر المرتفعة (Risky Debt) قد يقلل من القيمة السوقية للشركة وهذه الخسائر في القيمة السوقية يتحملها المساهمون، (Myers,1977.p155)

يرى (Jensen and Meckling,1976) أنه على الرغم من المكاسب التي يحققها التمويل بالدين بتقليل مشكلة تكلفة الوكالة بين المالكين والمديرون إلا أن المسؤولية المحدودة للمساهمين قد تمكنهم من تحقيق مكاسب على حساب مصالح الدائنين (الثروة) من خلال الاستثمار بمشاريع ذات

مخاطر مرتفعة، وتتمثل مصادر تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين في زيادة التوزيعات النقدية (Dividend payment) وإصدار ديون جديدة (Claim Dilution) واستبدال المشاريع الحالية بمشاريع أخرى مرتفعة المخاطر (Assets Substitutions) ، وتزيد هذه السياسات من قيمة ثروة المساهمين على حساب ثروة الدائنين .(Smith and Warner,1979,p117).

وثمة العديد من الوسائل التي تسهم في تقليل مشكلة تعارض المصالح بين المالكين والدائنين ومن أهمها:

- **الدين المضمون:(Secured Debt)**

يزيد استخدام الدين المضمون قيمة الشركة من خلال تقليل التكاليف الرقابية (Stulz and Johunson ,1985,p512)، ويعد الدين المضمون طريقة لمنع مشكلة استبدال الأصول إذْ يمنع الدين المضمون الإدارة من استبدال الأصول دون إذن المقرض ,(Smith& Warner,1979,p6)ومن جهة آخرى، ونتيجة لتدني نسبة الفائدة على الدين المضمون قد يؤدي استخدامه إلى حدوث مشكلة الإفراط بالاستثمار (Chang et al .,2007,p124)

- **استخدام الديون قصيرة الأجل:**

يحد استخدام الديون قصيرة الأجل من مشكلة الإفراط في الاستثمار ومشكلة نقص الاستثمار وذلك من خلال إعادة تسعير الديون باستمرار لتقليل أثر الدين في قيمة الشركة (Chang et al .,2007,p124).

2- دفع التوزيعات النقدية :(Dividend payout)

إنَّ الهدف الأساسي لسياسة التوزيعات النقدية تقليل تكاليف رأس المال والوكالة والضرائب ,(Easterbrook,1984,p650)، والتزام الشركة بالاستمرار بتوزيع الأرباح على المساهمين في فترات زمنية محددة يساعد على تقليل المصادر المالية التي يسيطر عليها المدير ومن الممكن لهذه الشركات تمويل المشاريع الجديدة من خلال أسواق رأس المال، وبذلك تخضع لرقابة السوق (Easterbrook, 1984,p657)

ويمكن تفسير التوزيعات النقدية من خلال نظريتين أساسيتين:(Chen and Fu,2011,p568)

- **نظرية الإشارة (Information/Signaling Theory):**

تفسر نظرية الإشارة دفع التوزيعات النقدية بانخفاض قيمة الشركة في السوق غير الكفء ويستطيع المديرون من خلال دفع التوزيعات النقدية نقل معلومات للسوق عن الأرباح المستقبلية للشركة، وهو ما يطلق علية المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية(Modiglian and Miller,1961,p411) ، ويفترض المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية أن: (Chen and Fu,2011,p567)

أ- المديرين يستخدمون التوزيعات النقدية فقط لنقل المعلومات.

ب-التوزيعات النقدية إشارة للأرباح المستقبلية.

- **نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة:**

أوضح (Jensen,1986)دور التوزيعات النقدية في تقليل تكاليف الوكالة، فالشركات التي تمتلك مستوى مرتفعاً من التدفقات النقدية الحرة تستطيع زيادة التوزيعات النقدية أو إعادة شراء الأسهم لتقليل سيطرة المديرين على التدفقات النقدية الحرة المستقبلية التي قد تُستثمر في مشاريع ذات عوائد قليلة أو تُهدر.

ويعد الإعلان عن زيادة في نسبة التوزيعات النقدية إشارة إيجابية للمساهمين لارتفاع التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية في الشركات التي تكون فرصها الاستثمارية قليلة، وكذلك في الشركات التي ترتفع لديها فرص النمو وتكاليف الوكالة، فنقص التمويل الداخلي يجبر الإدارة على تمويل استثماراتها الجديدة من أسواق رأس المال ويؤدي إلى زيادة الرقابة على الشركة، ويتوقع المساهمون انخفاض مستوى الإفراط بالاستثمار عند إعلان الشركة عن زيادة في نسبة التوزيعات وكذلك يتوقعون ارتفاع مستوى الإفراط بالاستثمار إذا ما أعلنت الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة وفرص استثمارية قليلة عن انخفاض في نسبة التوزيعات النقدية وهذا يؤثر سلباً في قيمة الشركة (Chen and Fu,2011,p567)

2-3-1-2-هيكل الملكية (ownership structure):

لاحظ (smith,1779) الفرق بين أداء المدير المالك وغير المالك وأشار كل من (Berle and Mean,1932) إلى أن زيادة نسبة صغار المساهمين يؤثر سلبياً في أداء الشركة، كما أوضح (Jensen,1986) أن السبب الرئيسي لتكاليف الوكالة هو عدم توافق المصالح بين المديرين والمالكين، وقد أظهرت الكثير من الدراسات أثر مكون هيكل الملكية للشركة من الملكية الإدارية وكبار المساهمين والملكية المؤسسية والملكية الحكومية في تكاليف الوكالة و أداء الشركة وقيمتها.

1- الملكية الادارية:

افترض (Jensen and Meckling,1976) أن الملكية الادارية أحد أدوات تقليل تعارض المصالح بين المديرين والمالكين ومن الممكن استخدامها لتوفيق مصلحة المديرين مع المالكين الخارجيين وأن المدير الذي يملك x من أسهم الشركة يتحمل أيضا ما مقداره x من التكاليف وبذلك تدفع الملكية الإدارية المديرين إلى تجنب هدر مصادر الشركة وتقلل تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ب مقدارX (Agrawal and Jayaraman,1994,p13)

توفق الملكية الإدارية بين مصالح المديرين والمالكين الخارجيين وتجدر الإشارة إلى إن العلاقة ما بين الملكية الإدارية و أداء الشركة علاقة خطية إيجابية (Florackis,2008,p40) ، ومن المرجح أن ترتفع تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركة التي تنخفض فيها الملكية الإدارية (Jensen,1986). ويؤدي انخفاض مستوى الملكية الإدارية في الشركة إلى الإفراط في المكافآت والامتيازات الإدارية، ويترتب على ذلك ارتفاع إنفاق المساهمين على تكاليف المراقبة و الذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل بالملكية، وعند ارتفاع مستوى الملكية الإدارية تتأثر ثروة المدير المالك بالتغيرات في تكاليف المراقبة المتوقعة للمالكين الخارجيين ويعكس سعر السهم تكاليف تعارض المصالح بين المدير المالك والمالكين الخارجيين و تكاليف المراقبة المحتملة.

وبعكس نظرية الوكالة التي تتوقع تعظيم قيمة المالكين الخارجيين كلما ارتفع مستوى الملكية الإدارية فإن نظرية تحصين الإدارة (Entrenchment Theory) تتوقع علاقة عكسية، فارتفاع مستوى الملكية الإدارية يزيد من سلوك الإدارة الذي لا يعظم قيمة الشركة ويحصن الإدارة ضد عروض الاستحواذ، وبذلك ترتفع قيمة الشركة كلما انخفض مستوى الملكية الإدارية (Jensen and Meckling ,1976,pp.312-p313).

2- تركز الملكية:

يمكن تعريف كبار الملاك بأنهم المساهمون الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة، ويؤدي تركز الملكية في أيدي كبار الملاك إلى منافع جمة أهمها التأثير الإيجابي في أداء الشركة بحسب نظرية الوكالة، يتمثل تركز الملكية آلية مهمة لخفض تكاليف الوكالة، ووضع حد للتصرف النفعي للإدارة العليا، وتأمين الحماية لأهداف الملاك ومصالحهم و الإسهام في سد الفجوة بين المصالح المتضادة بين الإدارة والملاك. (سمور، درغام، 2020، ص8).

ويؤدي كبار المساهمين دوراً مهماً في تسهيل الاستحواذ العدائي، وتكون عوائد أسهمهم كافية لتحمل تكاليف المراقبة وتكاليف الاستحواذ العدائي، ليس ثمة مصالح أو دوافع لدى صغار المساهمين لتحمل مثل هذه التكاليف ، كما يمتلك كبار المساهمين مصالح كبيرة لحماية ثروة المالكين وزيادتها والتوفيق بين مصالحهم ومصالح المديرين لتقليل تكاليف الوكالة (Jensen and Meckling ,1976). ونتيجة امتلاك كبار المساهمين عدداً كافياً من الأسهم، يستطيعون التأثير في سياسة الشركة وتركيبة مجلس الإدارة من خلال قوة التصويت.

وعلى الرغم من المنافع التي يجنيها المالكون من تركز هيكل الملكية للشركة إلا أن تركز الملكية يزيد من مشكلة تعارض المصالح بين كبار المساهمين وصغارهم، إذ يمارس كبار المساهمين حقوقهم الرقابية لأهداف ومنافع ذاتية على حساب ثروة صغار المساهمين وهذا يحد من قدرة الشركة على التمويل الخارجي. (سمور، درغام، 2020، ص 8).

3- الملكية المؤسسية:

تعد الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات وسيلة إضافية لمراقبة الإجراءات التي تتخذها الإدارة وغالبا ما يصوت المالك المؤسسي بشكل فعال لتسهيل محاولات الاستحواذ مقارنة بالمالكين الآخرين، ونتيجة لارتفاع مستوى تركز الملكية للمالك المؤسسي لا يستطيع كسب عوائد مرضيه من خلال بيع و شراء الأسهم. ويحقق العوائد المطلوبة من خلال تغيير السياسة الإدارية للشركة.

و يستطيع المالك المؤسسي الذي يمتلك جزءاً كبيراً من أسهم الشركة مراقبة الإدارة و تقليل المخاطر المتعلقة بانتشار الملكية بين صغار المساهمين، كذلك يعد الأكثر قدرة على تحمل تكاليف مراقبة الإدارة، وتجدر الإشارة إلى أن الأغلبية العظمى من المؤسسات الاستثمارية مثل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار تخضع إلى تشريعات وقوانين قد تحد من قدراتها على ممارسة أنشطتها بوصفها مالكاً (Rose,2007,p406).

4- الملكية الحكومية:

إن ارتفاع الملكية الحكومية في هيكل الملكية للشركة يقلل من تكاليف الوكالة التي تتحملها الأطراف الأخرى المساهمة في الشركة نتيجة توفير دوافع رقابية لدى الحكومة تهدف لتحسين الأداء وزيادة الربح ، ومن المتوقع زيادة مستوى الإفصاح للشركة نتيجة ارتفاع مستوى الملكية الحكومية الذي يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة والحوكمة الضعيفة، كذلك يتوقع تقليل رقابة السوق على هذه الشركات ، وتجدر الإشارة إلى أن الملكية الحكومية تقلل من مشكلة عدم تماثل المعلومات وتؤدي إلى تحسين قدرة الشركة على التمويل الخارجي، كذلك تواجه هذه الشركات ضغطاً أقل بشأن الإذعان لأنظمة إعداد التقارير المالية ما يؤدي إلى اختيار طرائق محاسبية تساعد على تحسين الأداء (Eng and Mak,2003,p327).

2-3-1-3-مكافآت الإدارة (Compensation Plans):

تتوقع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وجود علاقة عكسية بين حساسية التدفق النقدي الاستثماري والزيادة في مكافآت الإدارة، وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحا في الشركات ذات النمو البطيء التي يجب

عليها زيادة مكافآت الإدارة للحد من تعارض المصالح بين المديرين والمالكين على استخدام التدفقات النقدية الحرة .

تستطيع الشركة من خلال زيادة مكافآت الإدارة تقليل تعارض المصالح بين المالكين والمديرين وخصوصاً إذا كانت هذه المكافآت مرتبطة بمؤشرات مستقبلية مثل خيارات الأسهم، وقد تعتمد مكافآت الإدارة على نسب و مقاييس محاسبية (Smith,1979,pp.103-105) .

ومن جانب آخر فإن إساءة استخدام مكافآت الإدارة يجعلها جزءاً من المشكلة، وبلوغها مستويات مرتفعة يؤدي إلى تفاقم مشكلة الوكالة (Florackis ,2008.p43).

2-3-1-4-مجلس الإدارة (Board of Directors):

تعد الرقابة من مجلس الإدارة إحدى الأدوات المهمة للتقليل من مشكلة الوكالة بين المالكين والمديرين وأشار Jensen(1976) إلى أن فعالية مجلس الإدارة في الرقابة على قرارات الإدارة تتحدد في مدى قدرة المجلس على الحد من حرية تصرف الإدارة.

ومن الممكن تعريف الدور الرقابي لمجلس الإدارة بأنه نشاطات أعضاء المجلس في تتبع سلوك المديرين التنفيذيين ونتائج أعمالهم وأداء الشركة من أجل ضمان اتخاذ إجراءات تصحيحية حسب الحاجة (Hermalin and weisbach,1991,p101).

ويمكن تحديد افتراضات نظرية الوكالة عن مجلس الإدارة بما يلي (Davis et al.1997,p3)

1: تعظيم الثروة هي الأولوية الأولى لمالكي الشركة.

2: مجلس الإدارة هو الأنسب لتفويضه نيابة عن المالكين.

3: إن مجلس الإدارة هو الممثل الوحيد للمساهمين وهو لا يمثل سوى مصالحهم.

إن مجالس الإدارة التي يسيطر عليها أعضاء خارجيون أكثر قدرة على اتخاذ إجراءات تتوافق مع مصالح المساهمين وتنفيذ المهام المرتبطة بمشكلات الوكالة الأساسية مثل تحديد مكافآت الإدارة واستبدال كبار المديرين بطريقة أفضل.

واختيار المديرين أعضاء مجلس إدارة لا يؤدي إلى تقليل مشكلة الوكالة، فهم الوكلاء أنفسهم وليس بالضرورة أن تتوافق مصالحهم مع مصالح المساهمين.

ومن جانب آخر فإن عدم توافر المعلومات لدى الأعضاء الخارجيين عن أنشطة الشركة يؤدي إلى استخدام التقييم المالي بدلاً من التقييم الاستراتيجي الذي يؤدي إلى ضعف الحوكمة الاستراتيجية ويتم تقييم الإدارة من خلال النتائج المالية، كذلك يعد الأعضاء الداخليون مصدراً هاماً للمعلومات الخاصة بالشركة واختيارهم في مجلس الإدارة يزيد من فعالية اتخاذ القرارات (Hermalin and Weisbach,1991,p103).

2-3-1-5-أسواق عمل المديرين (Labor Market for Managers):

تمت الإشارة إلى أن أسواق العمل تدفع المديرين إلى تحسين أداء الشركة والاهتمام بسمعتهم، ويتمثل الهدف الرئيسي للإدارة بالإشراف على العقود وضمان استمرارية الشركة، ويحقق المديرون أرباحاً أو خسائر في الأجور الحالية أو المستقبلية نتيجة الأداء الحالي لفريق الشركة وهذا يدفعهم للاهتمام بنجاح فريق عمل الشركة، كذلك يساعد المساهمون والدائنون أسواق عمل المديرين على تقييم إدارة الشركة من خلال شراء الأوراق المالية بأسعار تعكس حجم المخاطر (Fama,1980,p292).

2-3-1-6-رقابة السوق (Market for Corporate Control):

تفترض نظرية الوكالة أن السبب الرئيس للاستحواذ العدائي هو مشكلة الوكالة بين المديرون والمالكين ويعد الاستحواذ العدائي وسيلة غير مباشرة للمساهمين لإعادة التفاوض على العقود المبرمة مع الإدارة وتنطلق القيمة الرقابية لعمليات الاستحواذ العدائي من تأثيرها على سلوك الإدارة؛ إذ تمنع المدير من اتخاذ إجراءات تقلل من قيمة الشركة، و تخدم مصلحته الشخصية لأن مثل هذه الإجراءات تزيد من احتمال الاستحواذ العدائي.

إن عمليات الاستحواذ دليل على وجود مشكلة الوكالة، كما تعد أحد حلوله، وعندما ترتفع تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة تقلل عمليات الاستحواذ من هذه التكاليف، وترى نظرية الوكالة للتدفقات النقدية

الحرة أن الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة تحقق مكاسب قليلة أو خسائر من عملية الاستحواذ. كما تتوقع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة أن عمليات الاستحواذ ناتجة عن تعطيل الرقابة الداخلية في الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة، وتساعد سياساتها التنظيمية على الهدر .

وعلى العكس من نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة تؤكد فرضية الغطرسة (Hubris Hypothesis) عدم وجود مكاسب من عمليات الاستحواذ العدائي، وعندما تدفع الشركة المستحوذة سعراً أقل من السعر السوقي للشركة المستهدفة يتم رفض عرض الاستحواذ، وكذلك يتم قبول العرض عندما يتجاوز السعر المقدم سعر السوق، وتفترض النظرية أن المديرين يتخذون إجراءات لا تتوافق مع مصلحة المساهمين ومن ذلك تقديمهم لعرض استحواذ بتقديرات خاطئة لقيمة الشركة المستهدفة (Jensen,1986,pp.326-328).

2-3-2-فرص النمو (Growth Opportunities):

أشار (Myers,1977) إلى أن الشركة مجموعة مكونة من الأصول الحالية يضاف إليها الفرص الاستثمارية المستقبلية (خيارات النمو المتاحة).

ويعد توافر أو نقص الفرص الاستثمارية عاملاً مهماً في تحديد قيمة الشركة (Chen et al 2011,p299)، وتوافر الفرص الاستثمارية أو نقصها واختلافها عبر الشركات والصناعات المختلفة من الأسباب الرئيسية في تناقض نتائج الدراسات السابقة حول صلاحية نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Min and Prather ,2001,p269)، وعند غياب الرقابة الفعالة في الشركات التي تقل فرصها الاستثمارية تحدث غالباً مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة نتيجة استثمار المديرين الأموال في مشاريع قيمتها الحالية سالبة أو استخدامها كمنافع ذاتية ويؤثر سلباً في قيمة الشركة.

ومن المرجح حدوث مشكلة الوكالة أيضاً في الشركات التي تتعدد فيها خيارات النمو؛ إذ تتصف هذه الشركات بمرونة اختيار الاستثمارات المستقبلية (Chang et al.,2007,p124).

ويرتبط حجم تكاليف الوكالة بفرص نمو الشركة وتحدث مشكلة نقص الاستثمار غالباً في الشركات التي ترتفع فرص النمو لديها نتيجة تخلي المديرين عن الفرص الاستثمارية المربحة، وتقل مشكلة التدفقات النقدية الحرة في مثل هذا النوع من الشركات وتكون المشكلة أكثر شيوعاً في الشركات التي تمتلك احتياطي نقدي كبير من المحتمل استخدامه في مشاريع ذات مخاطر مرتفعة .(Florackis,2008.p44)

وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ونسبة الدين تعتمد إلى حد كبير على فرص الاستثمار المتاحة للشركة؛ والشركات التي تمتلك مستوى مرتفعاً من التدفقات النقدية الحرة ولا تمتلك فرصاً استثمارية يجب أن تزيد من نسبة الدين في هيكل رأس المال، ونتيجة لتعدد فرص النمو للشركة يحتجز المديرون الأرباح بدلاً من دفعها للمساهمين من أجل تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة.

إن نسب النمو ترتبط ارتباطاً سلبياً بالرافعة المالية طويلة الأجل، ولتقليل مستوى تكاليف الوكالة يتم استخدام الديون قصيرة الأجل عوضاً عن الديون طويلة الأجل (Chang et al,2007,p126).

2-3-3-حجم الشركة (Firm Size):

يسعى المديرون وفق نظرية الوكالة إلى زيادة نمو الشركة وذلك لخدمة مصالحهم الذاتية وضمان العمل إذ تزداد مكافآت الإدارة نتيجة زيادة مسؤولياتها (Brush et al .,2000,p455)

وقد يعارض المديرون توزيع الأرباح النقدية ويفضلون احتجازها لزيادة حجم الشركة الذي قد يتجاوز الحجم المطلوب لتعظيم ثروة المساهمين، وتعد المكافآت إحدى أهم هذه الدوافع، لأن زيادتها يعتمد إلى حد كبير على زيادة حجم الشركة بدلاً من تعظيم قيمتها، وقد لا يؤدي نمو مبيعات الشركة دائماً لزيادة عوائد المساهمين وذلك بالاعتماد على ثلاث' افتراضات أساسية (Brush et al .,2000,p457):

1- يعظم المديرون ثروتهم الخاصة بدلاً من ثروة المساهمين.

2- يساهم نمو الشركة في زيادة ثروة المديرين.

3- في ظل وجود التدفقات النقدية الحرة يحقق المديرون نمواً في المبيعات من خلال إنفاق ثروة المساهمين.

ومن المرجح زيادة تكاليف الوكالة في الشركات الكبيرة بسبب زيادة تعقيداتها والصعوبات التي يواجها المساهمون للحصول على المعلومات، كما أن الشركات الكبيرة في معظمها مكتملة النمو، وتكون في موضع أفضل لدفع التوزيعات النقدية.

2-3-4-الرافعة المالية (Financial Leveraged):

ترى نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة أنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية تزداد قيمة الشركة جراء انخفاض تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Howton et al 1998,p227)

على حين توصلت كثير من الدراسات إلى أن الشركات التي ترتفع فيها نسبة الرافعة المالية تحتفظ بالتدفق النقدي الداخلي بدلا من توزيعه على المساهمين لحماية حقوق الدائنين وبذلك تكون العلاقة سلبية بين مستوى الرافعة المالية والتوزيعات النقدية (Agrawal and Jayaraman,1994,155).

2-3-5-الخاتمة

للتقليل من مشكلة الوكالة بين المديرين و المالكين تبين وجدود العديد من الآليات التي يمكن استخدامها وفق معايير تحكمها المفاضلة بين تكاليف هذه الآليات و المنافع المتحقق منها و انعكاسها على أداء الشركة، فبعض هذه الآليات تفرض من الخارج وبعضها داخلي وقد تكون ذات أثر سلبي أو ايجابي على توافق المصالح بين المالكين والمديرين وبالتالي على أداء الشركة وقيمتها.

المبحث الرابع

التدفقات النقدية الحرة

تمهيد.

2-4-1-مفهوم التدفقات النقدية الحرة.

2-4-2-أنواع التدفقات النقدية الحرة.

2-4-3-أهمية التدفقات النقدية الحرة.

2-4-4-طرائق حساب التدفقات النقدية الحرة.

2-4-5-تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

2-4-6-الأداء المالي وتكلفة الوكالة.

المبحث الرابع: التدفقات النقدية الحرة

تمهيد:

ظهر التدفق النقدي الحر في أدبيات المحاسبة تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات مثل التدفق النقدي الفائض (Surplus Cash flow) والتدفق النقدي الإضافي (Excess Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للتوزيع (Distributable Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للإنفاق (Disposable Cash Flow)، والفكرة الأساسية من هذه المصطلحات كيفية قياس النقدية المتولدة من الأنشطة خلال المدة التي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو الحالي للشركة (بعيو وآخرون، 2020، ص 39).

إن فكرة التدفقات النقدية الحرة ترتبط بمبدأ التمويل لدى الشركة، فحين تلجأ الشركة للتمويل بالاقتراض عليها معرفة حجم الاقتراض المسموح به الذي يكون مرتبطاً بقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، ومن ناحية أخرى، فإن تقييم المستثمر للسهم أيضاً يتوقف على التدفقات النقدية المتوقعة لهذا السهم، والمكون الأساسي قبل التوجه للتمويل من مصادر خارجية هو مقدار التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow–FCF) التي يبنى عليها قدرة الشركة على التوزيعات النقدية للمقترضين لتفادي مخاطر التعثر المالي مستقبلاً وللمساهمين على شكل توزيعات أرباح، وتعد التدفقات النقدية الحرة من المؤشرات المهمة نسبياً لمستخدميها فيما يتعلق بأداء الشركات. (قشطة، 2020، ص 2).

2-4-1-مفهوم التدفقات النقدية الحرة:

يشير صافي النقد من الأنشطة التشغيلية إلى مدى قدرة الشركة على توليد السيولة من أنشطتها الرئيسية، ولكن لاحظ المحللون أن هذا غير كافٍ عندما تريد الشركة توسيع أنشطتها والاستثمار في أصول جديدة، ولابد من وجود مقياس كمي يوضح قدرة الشركة على استغلال النقد الإضافي؛ لذا كان التدفق النقدي الحر مؤشراً ذا جدوى، لأنه يقدم رؤية عن قدرة الشركة على توليد النقد من أنشطتها الرئيسية كونه يصف

النقد المقدم والفائض من قبل أنشطة التشغيل بعد تعديل النفقات الرأسمالية وأرباح الأسهم النقدية (قشطة، 2020، ص 31).

وكان أول من استخدم مصطلح تدفقات النقدية الحرة في الأدب المالي و المحاسبي (Jensen,1986,p323) وعرفها بأنها التدفقات النقدية الفائضة عمّا هو مطلوب لتمويل مشاريع قيمتها الحالية موجبة عند خصمها بتكلفة رأس المال ،إلا أن هذا التعريف يصعب تطبيقه محاسبيا لأن المشاريع المستقبلية ومعدل الخصم المناسب لا يمكن تحديدها بسهولة (Junhong,2011,p80) (Gul,2001,p485)، إلا أن الدراسات لم تجمع على تعريف موحد للتدفقات النقدية الحرة، واستخدمت الشركات في إفصاحها عن التدفقات النقدية الحرة تعريفات مختلفة للمصطلح ، تتنوع بحسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركة .

وأشار كل من (Lehan and Poulsen ,1989) إلى إن التدفقات النقدية الحرة هي صافي الدخل التشغيلي قبل الاهتلاك مطروحاً منه ضريبة الدخل و الفوائد و التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة و العادية.

وعرفها (Hackel and Livnat ,1996,p34) بأنها النقد المتولد من التشغيل الذي تستطيع الشركة توزيعه على المساهمين دون أن يتأثر المستوى الحالي للنمو و القيمة السوقية للشركة.

وعرفها (Bhattacharya et.al.,2003,p292) بأنها التدفقات النقدية من الأصول الموجودة (Assets on Place)مطروحاً منها النفقات الاستثمارية.

وذهب آخرون إلى أن التدفقات النقدية الحرة هي صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة مضافاً إليه التسويات غير النقدية التي تظهر في قائمة التدفقات النقدية مطروحاً منه الاستثمار الإجمالي في رأس المال التشغيلي (أي الزيادة في كل من الأصول التشغيلية ورأس المال العامل). كذلك عرفت التدفقات النقدية الحرة بأنها التدفق النقدي المتاح توزيعه على ممولي المشروع بعد طرح جميع الاستثمارات في الأصول الثابتة وما هو ضروري من رأس المال العامل لاستمرار التشغيل. وهي بذلك النقد المتاح لدفع:

- الفوائد والتوزيعات النقدية.
- تسديد الديون وإعادة شراء الأسهم.
- شراء الأوراق المالية والأصول غير التشغيلية. (Prinsloo and Rosenberg,2004,p12)

ويرى(Weiss and Yang,2007,p30) أن التدفقات النقدية الحرة هي النقد الذي ليس على استخدامه قيود ومتاح لأي هدف وفي أي وقت .

وتجدر الإشارة إلى أن مجلس معايير المحاسبة الدولي (IASB) ومجلس معايير المحاسبة المالي الأمريكي (FASB) لم يلزما الشركات بالإفصاح عن التدفقات النقدية الحرة، ولم تصدرا معياراً للتدفقات النقدية الحرة ما أدى إلى اختلاف الإفصاح الطوعي عن التدفقات النقدية الحرة في القوائم المالية بين الشركات و اختلاف تعريف المصطلح من قبل مستخدمي القوائم أيضاً ،وهذا يؤدي إلى صعوبة المقارنة بين الشركات التي تستخدم تعريفات مختلفة للتدفقات النقدية الحرة.(Mills et al .,2002,p38).

ومن خلال مراجعة الأدبيات المحاسبية يمكن توضيح سبب احتفاظ الشركة بمستوى جيد من التدفقات النقدية الحرة (Prinsloo and Rosenberg,2004,p25) فيما يلي:

- ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي بسبب ارتفاع تكاليف الإصدار، كما أن الوصول إلى أسواق رأس المال يكبد الشركة مصاريف مباشرة مثل عمولات ضامن الاكتتاب (Underwriter Commissions) وأتعاب قانونية (Legal Fees) ومصاريف أخرى تتعلق بإعداد التقارير الرقابية. وتجدر الإشارة إلى إن السياسة النقدية المثلى لتمويل المشاريع الجديدة هي المفاضلة بين الدخل المتأتي من استخدام الدين وتكاليف إصدار الديون.
- يجب على المديرين من منظور الكفاءة (Efficiency Perspective) الاحتفاظ بأرصدة نقدية لتمويل متطلبات الاحتياجات المستقبلية الطارئة.

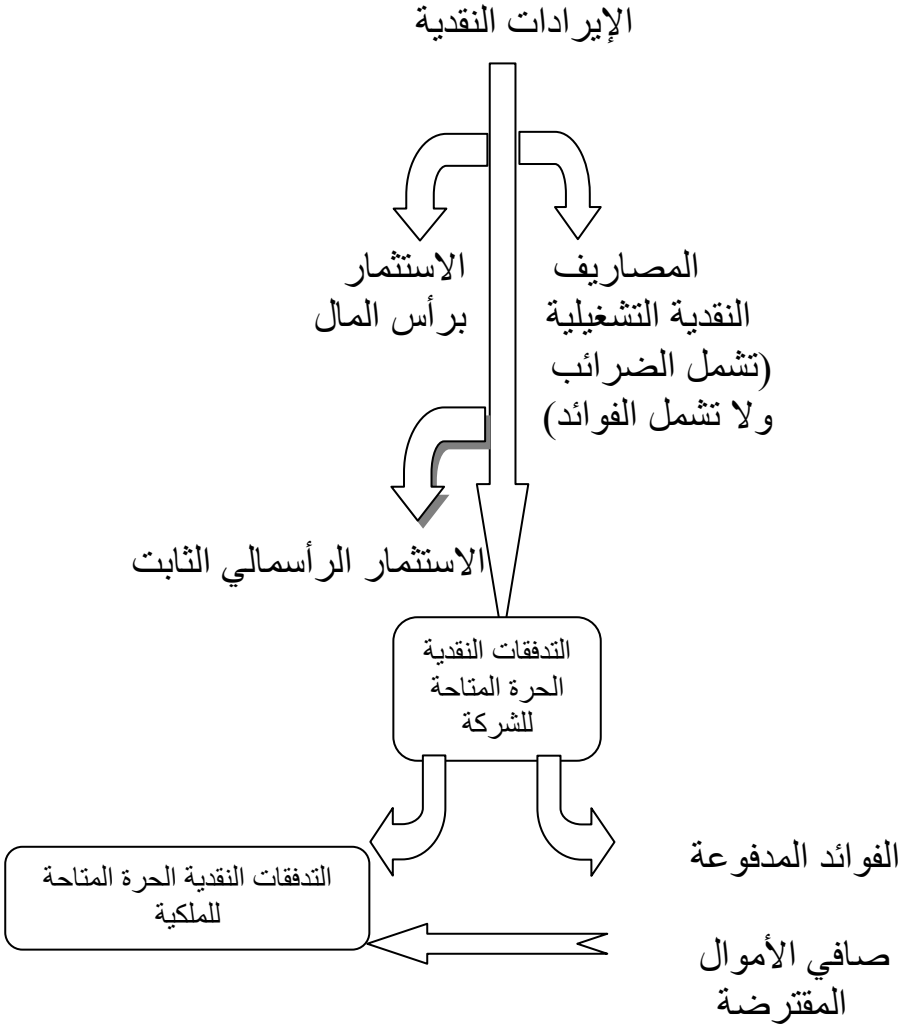
2-4-2 أنواع التدفقات النقدية الحرة:

تتعدد أنواع التدفقات النقدية الحرة، ولقد ركزت أدبيات المحاسبة المالية على نوعين أساسيين للتدفق النقدي الحر هما (سالم وآخرون، 2007):

1- التدفق النقدي الحر المتاح للشركة (Free Cash Flow for Firm-FCFF): وهو صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية بعد دفع التدفقات النقدية اللازمة كافة لإدارة الشركة وتشغيلها والمتاح للتوزيع على المساهمين وسداد الديون والتوسع الاستثماري.

2- التدفق النقدي الحر المتاح للملكية (Free Cash Flow for Equity – FCFE): وهو صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية المتاح للتوزيع على المساهمين، وللتوسع الاستثماري بعد دفع النفقات الرأسمالية كافة ومتطلبات رأس المال العامل الضرورية واللازمة للمحافظة على القدرة الإنتاجية الحالية للمنشأة، بما فيها سداد الديون وفوائدها المستحقة، أي إن التدفق النقدي الحر هو التدفقات النقدية من التشغيل (بعد طرح مصاريف و إيرادات الفوائد) مطروحاً منها التدفقات الرأسمالية ومضافاً إليها الزيادة في الدين (أو طرح النقص في الدين).

ويوضح الشكل(2-6) أنواع التدفقات النقدية الحرة ولكل منها دلالات واستخدامات محددة، فالتدفقات النقدية الحرة المتاحة للشركة موضع اهتمام الدائنين لقدرتها التنبؤية على تحديد قدرة الشركة على خدمة ديونها ودفع الفوائد، وإن كان من الأفضل للشركة تسديد ديونها أو زيادة حجم الدين، أما التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملكية فتمثل التدفقات النقدية المتاحة للمستثمرين المالكين(**بعيو وآخرون، 2020، ص 40**).



الشكل (2-6) أنواع التدفقات النقدية الحرة
المصدر: بعيو وآخرون، 2020، ص 39.

2-4-3 أهمية التدفقات النقدية الحرة:

يمكن توضيح الدور الذي تؤديه التدفقات النقدية الحرة أو الاستخدامات التي توظف فيها من خلال ما يلي: (Brigham and Ehrhardt, 2008):

- سداد مصاريف الفائدة على القروض والسندات.
- سداد دفعات القروض المستحقة ومبلغ السند الإسمي.
- سداد توزيعات الأرباح للمساهمين.
- إعادة شراء الأسهم.
- شراء استثمارات قصيرة الأجل لأغراض المتاجرة وتسمى أصول غير تشغيلية.

وتتمثل أهمية التدفقات النقدية الحرة في النقاط التالية:

1- التدفق النقدي الحر والتحقق من الكفاءة الائتمانية:

يعد مؤشر التدفقات النقدية الحرة من المؤشرات المرتبطة بتحديد الكفاءة الائتمانية للشركة ومستوى السيولة، ويوضح مؤشر التدفقات النقدية الحرة مدى قدرة الشركة على الوفاء بفائدة القرض وأقساط القرض، وقد أكد المعيار الدولي (IAS-7) أنّ تقييم الكفاءة الائتمانية والسيولة المالية من خلال التدفق النقدي أكثر جدوى من مؤشرات الربحية في تقييم المخاطر والالتزامات على المدى الطويل، ويمكن القول إنّ توافر التدفق النقدي الحر يمنح المستثمر طمأنينة إلى قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها، ما يعزز قدرتها على السداد، وتخفيض مخاطر الإفلاس وتعزيز الكفاءة الائتمانية لها. (قشطة، 2020، ص34).

2- التدفق النقدي الحر وتسعير الأسهم:

إن قيمة أي أصل مالي هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يولدها هذا الأصل، وهذا ينطبق على تقييم الشركة وتسعير أسهمها وكون التدفق النقدي الحر هو النقدية المتاحة للتوزيع على المساهمين إذا لم يكن لدى الشركة استخدامات أخرى، وقيمة سهم الشركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناجمة عن توزيع حصص أرباح الأسهم المتوقعة، وهذا التقييم للسهم هو الحد الأدنى لسعر السهم، وأي استخدامات أخرى لهذه التدفقات يفترض أن يكون لتخفيض التكلفة والنمو وتحقيق المزيد من الأرباح وزيادة قيمة السهم(Brigham and Ehrhardt, 2008).

3- التدفق النقدي الحر وسياسة توزيع الأرباح:

يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تتخذها الشركة وأن استقرار توزيع الأرباح يؤثر في سعر سهم الشركة مستقبلاً، ويعد عامل التدفق النقدي الحر من العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، والعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتوزيعات الأرباح علاقة عكسية، فحين تتوافر السيولة تتجه الإدارة نحو النمو واستغلال الفرص الاستثمارية إلى جانب سداد ما هو مستحق عليها من ديون، وتبقى توزيعات الأرباح النقدية آخر خيار لإدارة الشركة، لذا يجب على الشركة معرفة طبيعة مستثمريها وميولهم فإذا كانوا

من المتحفظين محبذي التوزيعات النقدية فلابد للشركة من الاتجاه أكثر لتوزيع الأرباح لما له من أثر إيجابي في سعر السهم في هذه الحالة، والعكس في حال كانت طبيعة المستثمرين من غير محبذي التوزيعات النقدية. (Prinsloo and Rosenberg,2004,p60).

4- التدفق النقدي الحر وصراع الوكالة:

يتسبب ارتفاع تكاليف الوكالة في امتصاص التدفق النقدي الحر المتاح للمساهمين، ويضعف فرص نمو الشركة، فالتدفقات النقدية الحرة الكبيرة تشير إلى تكاليف وكالة أقل وقدرة أكبر على تحقيق فرص النمو، وتعطي صافي قيمة حالية موجبة، وتراكماً إضافياً في التدفق النقدي الحر المتاح للمالكين بعكس التدفقات النقدية الحرة الأقل التي قد تؤشر إلى ارتفاع في تكاليف الوكالة وانخفاضً في فرص النمو (سالم وآخرون، 2007).

5- التدفق النقدي الحر وقيمة الشركة:

ترتبط العلاقة بين التدفق النقدي الحر والهيكل التمويلي بقيمة الشركة، فمقياس التدفق النقدي الحر والهيكل التمويلي مجتمعين يؤثران تأثيراً جوهرياً في حساب قيمة الشركة، فكلما ارتفع التدفق النقدي الحر وانخفضت تكلفة التمويل زادت قيمة الشركة، وارتفاع تكاليف الوكالة سيؤدي إلى انخفاض التدفق النقدي الحر الذي من شانه إضعاف فرص نمو الشركة وانخفاض التدفقات النقدية المتاحة للمالكين وانخفاض القيمة الحالية بوصفه مؤشراً لقيمة الشركة. (قشطة، 2020، ص37).

2-4-4-طرائق حساب التدفقات النقدية الحرة:

تعرف التدفقات النقدية حسابياً بأنها التدفقات المتولدة من الأنشطة التشغيلية مطروحاً منها كل من النفقات الرأسمالية المطلوبة للحفاظ على طاقتها الإنتاجية وتوزيعات الأرباح المخططة للتوزيع لكل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

وفيما يلي مجموعة من الطرائق لقياس التدفق النقدي الحر: (قشطة، 2020، ص 37-38)

- التدفق النقدي الحر = { الربح قبل الفوائد والضرائب (1- نسبة الضريبة) + الاهتلاك} - {التغير في الأصول الثابتة + التغير في رأس المال العامل }
- التدفق النقدي الحر = { الربح قبل الفوائد والضرائب (1- نسبة الضريبة) + الاهتلاك} - {التغير في الأصول الثابتة + التغير في رأس المال التشغيلي }.
- التدفق النقدي الحر= التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية – النفقات الرأسمالية – توزيعات الأرباح.

يمكن حساب رصيد التدفق النقدي الحر بالاعتماد على قائمة التدفق النقدي من خلال طرح كل من (النفقات الرأسمالية وتوزيعات الأرباح النقدية) من صافي النقدية من الأنشطة التشغيلية، وقد تضمن معيار المحاسبة الدولي رقم (7) شروطاً ومتطلبات للإفصاح عن البيانات المتعلقة بقائمة التدفقات وفق ما يلي: (المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، 2006، ص 771-776):

- يجب تصنيف التدفقات النقدية المتعلقة بالبنود غير العادية كأنها ناشئة عن الأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية كما هو مناسب، والإفصاح عنها بشكل منفصل لمساعدة مستخدمي القوائم المالية على فهم آثارها على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للمنشأة.
- يجب الإفصاح عن التدفقات النقدية المتعلقة بالضرائب المدفوعة عن الدخل بشكل منفصل، وأن يتم تصنيفها ضمن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.
- إن العمليات الاستثمارية والتمويلية التي لا تتطلب استخداماً للنقدية أو ما يعادلها يجب ألا تعرض ضمن قائمة التدفقات النقدية، بل يجب الإفصاح عنها في مكان آخر في القوائم المالية.
- يجب على المنشأة الإفصاح عن مكونات النقدية وما يعادلها، والإفصاح عن تأثير أي تغيير في سياسة تحديد مكونات النقدية وما يعادلها.
- يستبعد من التدفقات النقدية الحركات بين بنود النقدية وما يعادلها لأن هذه العمليات تعدّ جزءاً من إدارة النقدية للمنشأة وليس من الأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية.

- يعد الإفصاح المنفصل عن التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية هاماً لأن هذه التدفقات تمثل ما يدفع على الموارد التي تستخدم في توليد دخل وتدفقات نقدية مستقبلية.
- يجب الإفصاح عن التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية بشكل منفصل لأنه يفيد في عملية التنبؤ بمقدار النقدية اللازمة في المستقبل للوفاء بمطالبات مقدمي رأسي المال.
- يجب أن تسجل التدفقات النقدية التي تنشأ عن العمليات بالعملة الأجنبية حسب عملة المشروع التي تنشر بموجبها بياناتها المالية وذلك بتحويل مبلغ العملة الأجنبية إلى عملة المشروع باستخدام سعر الصرف السائد في تاريخ التدفق النقدي.
- يعد الإفصاح المنفصل للتدفقات النقدية التي تمثل زيادة في الطاقة التشغيلية والتدفقات النقدية المطلوبة للمحافظة على الطاقة الإنتاجية مفيدة في مساعدة مستخدمي البيانات المالية لتقرير ما إذا كان المشروع يقوم بالاستثمار بشكل ملائم.

ويمكن تقديم نموذج للتدفقات النقدية الحرة يستخدم لتقييم الشركات وفق الآتي:

نموذج التدفقات النقدية الحرة لتقييم الشركات (Corporate Valuation Model)

يفترض النموذج أن قيمة الشركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية المتاحة للملكية ، ويتميز هذا النموذج من غيره من النماذج التي تعنى بقياس قيمة الشركة بالنقاط التالية :

1. يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.
2. لا يتأثر بالطرائق والمعالجات المحاسبية المختلفة وبذلك تكون المعلومات التي يقدمها أكثر قابلية للمقارنة من المعلومات التي تقدمها الأرباح التقليدية عبر الأسواق والدول المختلفة.
3. يعد النموذج الأكثر مصداقية وفعالية في تفسير عوامل النمو والمخاطرة والعوائد المتوقعة وبذلك يلائم أهداف المؤسسات الاستثمارية التي تهتم بآفاق زمنية طويلة الأجل.
4. يعد النموذج الأكثر قدرة على تقييم الشركات التي لا توزع أرباحا، والتي تحتفظ بالنقد من أجل شراء الأسهم (Stock Buyback).

5. يلائم النموذج تقييم الشركات التي في مرحلة النمو وتمتلك فرصاً استثمارية بحيث تؤجل هذه الشركات دفع التوزيعات النقدية.

6. يركز النموذج على قياس القدرة التشغيلية للشركة من خلال حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية والمتوقعة وذلك عند خصمها بنسبة تكلفة رأس المال.

7. يستطيع النموذج الفصل بين النشاط التشغيلي وغير التشغيلي للشركة.

8. تستطيع الشركة استخدامه في تقييم الوحدات والمشاريع الداخلية.

9. يلائم النموذج تقييم الشركات التي تحقق خسائر في أوقات محددة و تكون قادرة على تحقيق أرباح في المستقبل. (Prinsloo and Rosenberg,2004,p13)

2-4-5-تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة:

قبل الحديث عن تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة يجب توضيح مفهومي قيمة الشركة وتكلفة التمويل.

1- قيمة الشركة:

من الممكن تعريف قيمة الشركة أنها صافي القيمة الحالية لاستثمارات الشركة بحيث تزيد القيمة الحالية الموجبة للمشاريع من قيمة الشركة، و تفترض النظرية المالية (Finance Theory) أن المسؤولية الأساسية للمديرين تعظيم قيمة المساهمين و يجب عليهم الوفاء بمسؤولياتهم من خلال الاستثمار في مشاريع يكون صافي قيمتها الحالية موجباً (Min and Prather ,2001,p269)

ومن الجدير بالذكر أن إدارة الشركة تحتفظ بالنقد لأسباب مختلفة، إذ يفترض أن يكون هدفها تعظيم قيمة الشركة، وعند تقييم المستثمرين للشركة يحددن قيمة الموجودات النقدية بناء على استخداماتها المحتملة، وعند استخدام المبالغ الموجودة داخل الشركة لمنافع شخصية يتوقع خصم تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة المتوقع استهلاكها من قيمة الشركة، و كذلك تقيم التوزيعات النقدية علاوة على قيمتها النقدية.

ومن جهة أخرى فإن التدفقات النقدية الحرة قد تعظم من قيمة الشركة، و تخدم مصالح المساهمين من خلال تقليل تكاليف التمويل الخارجي.

و تعد نسبة (Tobin's q) أكثر المؤشرات شيوعا لقياس قيمة الشركة؛ إذ تقيس العلاقة بين القيمة الدفترية و القيمة السوقية، ويفترض نموذج (Tobin's q) أن القيمة السوقية للشركة هي صافي القيمة الحالية للمشاريع الحالية بالإضافة إلى صافي القيمة الحالية لفرص النمو المتوقعة ، و إذا كانت إدارة الشركة تستثمر فقط في مشاريع صافي قيمتها الحالية موجبة فإن القيمة السوقية للشركة تزيد بما يساوي صافي القيمة الحالية القابلة للتحقق (Realized NPV)، وهذا يشير إلى أن صافي القيمة الحالية الموجبة للمشاريع يزيد من القيمة السوقية للشركة لتتجاوز القيمة الدفترية ، أما إذا قبلت إدارة الشركة تمويل مشاريع استثمارية صافي قيمتها الحالية سالب فإن ذلك يقلل من قيمة الشركة السوقية (Min and Prather,2001,p269).

وعند حساب نسبة (Tobin's q) نستطيع تحديد الشركات التي تمتلك فرص استثمارية إيجابية في ظل استمرار الإدارة الحالية والشركات التي لا تمتلك مثل هذه الفرص، في حين أن الشركات التي تكون فرصها الاستثمارية إيجابية من المرجح أن تستخدم التمويل الداخلي بطريقة إيجابية (Lang et al 1991,p316) و تشير نسبة (Tobin's q) عندما تكون (Q>1) إلى أن القيمة السوقية للشركة أعلى من القيمة الدفترية أي إن الشركة تمتلك فرصاً استثمارية مربحة وعندما تكون قيمة (Q<1) فإن القيمة السوقية للشركة أقل من القيمة الدفترية.

2- تكلفة التمويل:

تكلفة التمويل هي تكلفة مزيج من أموال الملكية وأموال الآخرين، مع مراعاة وزن كل مكون من مكونات التمويل، ويمكن تعريف تكلفة التمويل من حيث طرائق حسابها بأنها مجموع تكاليف كل مصدر من مصادر التمويل R مضروباً بالوزن النسبي W لهذا المصدر من مجموع المصادر الكلية

للتمويل، وفيما يلي تفصيل لحساب تكلفة كل مصدر من مصادر مزيج التمويل (Brigham & Ehrhardt, 2008).

1- تكلفة الدين (Cost of Debt): هي معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين R_D بعد خفض أثر الضريبة وفق المعادلة التالية:

$$\text{Cost of Debt} = R_D * (1 - T)$$

2- تكلفة الأسهم الممتازة (Cost of Preferred Stock): هي معدل العائد المتوقع اكتسابه من قبل المستثمرين (حملة الأسهم الممتازة) نتيجة حيازتهم هذه الأسهم ويرمز لهم بالرمز RPS.

3- تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity): هي معدل العائد المتوقع اكتسابه من قبل حملة الأسهم العادية مقابل مساهمتهم في رأس مال الشركة ويرمز له بالرمز R_S، وتحتوي نوعين من التكاليف هما:

- تكاليف التمويل بالأسهم العادية: وهي العائد المطلوب من المستثمرين الجدد نتيجة حيازتهم الأسهم العادية الجديدة لهذه الشركة.
- تكاليف التمويل بالأرباح المحتجزة: هي العائد المتوقع من المساهمين القدامى نتيجة احتجاز أرباحهم من قبل الشركة التي تعد تكلفة فرصة بديلة حيث كان بإمكان هؤلاء المستثمرين إعادة استثمار هذه الأرباح في حال استلامها.

ويمكن حساب الوسط المرجع لتكلفة التمويل (Weighted average cost Capital) (WACC) بالمعادلة التالية:

$$WACC = [W_D R_D * (1-T)] + [W_S R_s]$$

W_D الوزن النسبي للديون في الهيكل التمويلي

W_S الوزن النسبي للملكية في الهيكل التمويلي

R_D العائد المتوقع اكتسابه من قبل المستثمرين (الدائنون)

R_S العائد المتوقع اكتسابه من قبل الملاك (المساهمون)

T نسبة الضريبة

وأشار (Jensen,1986) إلى أن مشكلة الوكالة بين المالكين والمديرين تكون حادة في الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة ، وعرف (Jensen) التدفقات النقدية الحرة بأنها التدفقات النقدية الفائضة عن حاجة الشركة لتمويل مشاريع صافي قيمتها الحالية موجب عندما يتم خصمها بتكلفة رأس المال، وعندما يسيطر المديرون على التدفقات النقدية الفائضة عن متطلبات الاستثمارات المربحة يؤدي ذلك إلى مشكلة الإفراط بالاستثمار، كما اقترح (Jensen) عدد من الأدوات التي تساعد على الحد من سيطرة المديرين على التدفقات النقدية الحرة ومنع استثمارها في مشاريع عوائدها أقل من تكلفة رأس المال وتتلخص هذه الأدوات في : (Bhundia, 2012, p 125).

- **دفع توزيعات نقدية للمساهمين:** إن دفع التوزيعات النقدية للمساهمين يقلل من الموارد المالية المسيطر عليها من قبل المديرين، وعند الحاجة للتمويل يخضع المديرون لرقابة سوق رأس، ويمكن الحد من التدفقات النقدية الحرة المستقبلية من خلال الإعلان عن زيادة مستمرة في التوزيعات النقدية.
- **استخدام الدين:** إن إصدار الدين يؤدي إلى دفع إلزامي لأصل الدين والفوائد المترتبة على الدين ويقلل من التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمديرين، كذلك تتمثل منافع الدين في تحفيز المديرين على زيادة الكفاءة المؤسسية.
- **إعادة شراء الأسهم:** إن إصدار الديون لإعادة شراء الأسهم يساعد المديرين على تخفيض النفقات ودفع التدفقات النقدية الحرة.
- وأوضح (Jensen) أن المنافع المكتسبة من هذه الأدوات أكبر في الشركات بطيئة النمو، وتمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة من الممكن أن تهدرها في مشاريع غير اقتصادية.

2-4-6-الأداء المالي وتكلفة الوكالة:

قبل الحديث عن العلاقة بين الأداء المالي وتكلفة الوكالة يجب توضيح مفهومي الأداء المالي وتكلفة الوكالة.

1- مفهوم الأداء المالي:

يعرف الأداء المالي إنه مدى مساهمة الأنشطة التي تقوم بها الشركات في خلق القيمة أو الفاعلية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية، ويعبر عنه بتحويل كم هائل من البيانات المالية إلى كم أقل من المعلومات أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرار (محمود، محمد الخطيب، 2010، ص45).

ويرتبط مفهوم الأداء المالي ارتباطاً وثيقاً بالإدارة الإستراتيجية لأنه يعمل على تقييم أداء إدارة الشركة باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية و غير المالية قصيرة و طويلة الأجل (القالي، 2018، ص 18).

2- أداء الشركة (Firm Performance):

أشار Jensen إلى أن التدفقات النقدية الحرة تؤثر سلباً في الأداء، وفسر ذلك من خلال نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة التي تعد التدفقات النقدية الحرة أحد أشكال تعطيل الرقابة الداخلية ويمكن للمديرين استغلالها لمنافع ذاتية (Jensen,1986). في حين تعد التدفقات النقدية الحرة مؤشراً مهماً لتقييم أداء الشركة، وتعكس قدرة الشركة على تسديد ديونها.

3- الأداء المالي وتكلفة الوكالة:

قد تؤدي التدفقات النقدية الحرة إلى زيادة تكاليف الوكالة في الشركات، ولمعرفة أثر التدفقات النقدية الحرة وتكلفة الوكالة في الأداء المالي للشركات وفق المقاييس المحاسبية التقليدية فقد تم استخدام العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية(ROE) للشركات المساهمة المدرجة في بورصة دمشق وذلك كما يلي:

- العائد على الأصول(ROA):

يعد من المؤشرات التي تهتم بقياس مستوى استخدام الأصول في توليد الأرباح للشركة، ويعد العائد على الأصول مؤشراً لقياس مدى ربح الشركة بالنسبة لمجموعة الأصول ويعتمد على حجم الصناعة والأصول المستخدمة في الإنتاج وسهولة إجراء المقارنات بين الشركات (القالي، 2018، ص 34).

- العائد على حقوق الملكية (ROE):

من الأهداف الرئيسة للشركات تحقيق الدخل لحملة الأسهم العادية والمستثمرين، ويعد أحد أهم مقاييس نجاح الشركة، فهذا المؤشر يعمل على قياس كفاءة إدارة الشركة في توظيف أموال المساهمين والمستثمرين، وفعالية تشغيل موجوداتها، والتحكم في التكاليف لتحقيق الأرباح على نحو أمثل، وتعظيم أسعار الأسهم في السوق، وإيجاد قيمة حقيقية عالية للأسهم ويعكس هذا المؤشر للمستثمر قدرة هذه الشركة على توليد الأرباح من أمواله المستثمرة في الشركة (القالي، 2018، ص 34).

2-4-7-الخاتمة

تقييم الشركة يتوقف على التدفقات النقدية المتوقعة التي يمكن توزيعها على المقترضين لتفادي مخاطر التعثر المالي مستقبلا وللمساهمين على شكل توزيعات أرباح، حيث تعد التدفقات النقدية الحرة من المؤشرات المهمة نسبياً لمستخدميها فيما يتعلق بأداء الشركات، و الفكرة الأساسية تتركز حول التدفق النقدي المتولد من الأنشطة خلال مدة زمنية و التي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو الحالي للشركة.

الفصل الثالث

الإطار العملي للدراسة

المبحث الأول

تحليل البيانات

مقدمه.

3-1-1-الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

3-1-2-اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

3-1-3-نتائج اختبار التكامل المشترك

المبحث الأول: تحليل البيانات

تمهيد

عرض الفصل السابق الإطار النظري للدراسة، أما في هذا الفصل فسوف يتم تحليل البيانات واختبارها إحصائياً من خلال تحليل الانحدار المتعدد.

3-1-1 الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

سيتم اختبار فرضيات الدراسة من خلال معادلات الانحدار المتعددة التالية، مرتبة بحسب فرضيات الدراسة

عند اختبار تأثير التدفق النقدي الحر في أداء الشركة، فإن التدفق النقدي الحر متغير المستقل، بينما الأداء المالي هو المتغير التابع.

نموذج الانحدار للفرضية H1 كما يلي:

$$Q_{it} = a + \beta FCF_{it-1} + \epsilon$$

Q = الأداء المالي

it تشير i إلى الشركة، و t تشير إلى الفترة الزمنية.

β يشير إلى معامل بيتا.

FCF_{it-1} يشير إلى التدفقات النقدية الحرة للشركة t في الفترة الزمنية $t-1$ أي الفترة الزمنية السابقة.

التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة والأداء المالي

في تحليل الفرضية H 2، المتغيرات ذات الصلة هي التدفق النقدي الحر (متغير مستقل)، وتكاليف الوكالة (المتغير الوسيط) والأداء المالي (المتغير التابع). تم اختبار تأثيرات الوسيط باستخدام تحليل الانحدار المتعدد الهرمي التدريجي(Stepwise). فقد ذكر Baron and Kenny (1986)، أن المفهوم الأساسي للمتغير الوسيط هو أنه يتدخل بطريقة ما في عملية التحول بين الاستجابة والمحفز. وتتضمن بعض السمات الأساسية للمتغير الوسيط حقيقة أن المتغير المستقل يجب أن يؤثر في المتغير الوسيط

(المسارِ a)، ويجب أن يؤثر المتغير الوسيط في المتغير التابع (المسار b)، ويجب أن يؤثر المتغير المستقل في المتغير التابع (المسار c) وعند التحكم بالمسارين a و b يصبح المسار c غير مهم أي غير دال إحصائياً.

تم اختبار الوساطة من خلال الخطوات الثلاث التالية: الخطوة الأولى اختبار أن المتغير المستقل (التدفق النقدي الحر) مؤشر مهم للمتغير التابع (الأداء المالي). وفي الخطوة الثانية، التأكد من أن التدفق النقدي الحر المتغير المستقل مؤشر مهم للمتغير الوسيط (تكاليف الوكالة). وفي الخطوة الثالثة، يتم إدخال كل من تكاليف الوكالة والتدفق النقدي الحر والتأكد أن المتغير الوسيط (تكاليف الوكالة) مؤشر مهم للمتغير التابع (الأداء المالي)، والعلاقة المباشرة للمتغير المستقل (التدفق النقدي الحر) بالمتغير التابع (الأداء المالي) أصبحت أقل أهمية مما كانت عليه في الخطوة الأولى. وفي كل خطوة تم اختبار معامل الارتباط لتحديد حجم الارتباط واتجاهه. إذا كانت العلاقة موجودة وكانت مهمة.

ويكون نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$Q_{it} = a + \beta_1 FCF_{it-1} + \epsilon_{it}$$
$$AC_{it} = a + \beta_1 FCF_{it-1} + \epsilon_{it}$$
$$Q_{it} = a + \beta_1 AC_{it} + \beta_2 FCF_{it-1} + \epsilon_{it}$$

حيث تكلفة الوكالة (it) هي مجموع نسبة الانتفاع من الأصول (it) ونسبة مصاريف التشغيل إلى المبيعات (it) مقسومة على 2 أي المتوسط.

وبعد الاطلاع على الأدبيات والدراسات السابقة، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

تفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلسلة زمنية أنها مستقرة، وصفة الاستقرار تتحدد ببعض الخصائص الإحصائية التي سوف نعرضها فيما بعد، وعند غياب صفة الاستقرار، فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية يكون في الأغلب زائفاً، ويرجع هذا إلى أن البيانات

الزمنية غالبا يوجد فيها عامل الاتجاه العام الذي يعكس ظروفاً معينة تؤثر في جميع المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو في اتجاهات معاكسة.

وتكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا تذبذبت حول وسط ثابت، مع تباين ليس له علاقة بالزمن، وتباينات مشتركة ليس لها علاقة بالزمن هي الأخرى.

وقبل الشروع في المعالجة القياسية يجب دراسة استقرارية المتغيرات المستخدمة في الدراسة لتجنّب التقدير الزائف، وسنتبع الخطوات التالية من أجل تحليل استقرار السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكاملها:

1- التحليل البياني: قبل إخضاع السلسلة الزمنية المدروسة لأي اختبار، يستحسن تمثيلها بيانياً بدلالة الزمن، إذ إن المنحنى البياني الناتج عن هذه العملية يعد إشارة أولية إلى الطبيعة المحتملة للسلسلة الزمنية، ويتم الكشف عن استقرارية السلسلة الزمنية من خلال رسم المتغير X(t) ، فإذا كانت مشاهدات ذلك المتغير تأخذ اتجاه الزيادة مع الزمن أو الانخفاض مع الزمن، فهذا يعني أن السلسلة غير مستقرة، أما إذا كان رسم المشاهدات يتوزع حول متوسطها حيث يمكن حصرها بين قيمتين حد أعلى وحد أدنى فتكون السلسلة مستقرة (Baltagi and Kao, 2000).

2- ملاحظة التمثيل البياني لدوال الارتباط الذاتي (Correlogram): ملاحظة شكل دوال الارتباط يعطي صورة أولية عن وجود اتجاه عام في السلسلة فإذا كانت النتوءات خارج مجال الثقة في إحدى دالتي الارتباط الذاتي فهذا يدل على وجود ارتباط تسلسلي بين مشاهدات السلسلة.

3- اختبارات جذر الوحدة: بالموازاة مع التحاليل البيانية السابقة نكون بحاجة إلى اختبارات أكثر صرامة، للفصل في موضوع استقرارية المتغيرات المدروسة، وهو مايمكن أن تقدمه لنا اختبارات جذر الوحدة، التي تسمح لنا بتأكيد استقرارية السلسلة من عدمها، وتحديد نوع عدم الاستقرارية إن وجدت.

يتم التحقق من سكون السلاسل الزمنية أو عدمه من خلال اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، والذي يُعَد اختباراً أساسياً لمعرفة سكون السلسلة الزمنية، وتحديد درجة تكاملها لأهميتها قصوى في الوصول إلى نتائج سليمة وتجنباً لظاهرة الانحدار الزائف. ويُعَد اختبار السكون وعلاقات التكامل المشترك على (Panel) Data إحدى أهم مراحل بناء نموذج الاقتصاد القياسي. فاختبارات الجذور الأُحادية والتكامل المشترك لهذا النوع من البيانات، تُعطي نتائج أفضل من السلاسل الزمنية الفردية، لأن قوة الاختبار تزداد مع تزايد حجم العينة، ويعد إضافة البعد الفردي إلى البعد الزمني ذا أهمية في تحليل السلاسل الزمنية غير الساكنة.

ويُعَد كل من (Levin. Lin and Chu: LLC) أول من اقترح هذا الاختبار على (Panel Data) لقياس مدى سكون السلاسل بدقيق من خلال سلسلة الأعمال التي قاما بها (1992. 1993. 2000)، ويأخذ هذا الاختبار في الحسبان الآثار الثابتة المقطعية والزمنية، وقد كانت انطلاقاتهما مأخوذة مباشرة من اختبارات جذر الوحدة في السلاسل الزمنية من نوع (Levin. et al. 2002).(ADF) ، ويجمع بين فرضيتي جذر الوحدة وانعدام الآثار الفردية، والاختبار من أحدث الأساليب المطورة لاختبار سكون بيانات البانل. وبناءً على هذا الاختبار تُعَد المُتغيرات ساكنه إذا كانت (t-statistic > t-critical) حيثُ. (P-value<0.05) وفي هذه الحالة تُرفض فرضية العدم (H0) القائلة بعدم سكون المُتغيرات في المُستوى، وتُقبل الفرضية البديلة (H1) التي تُشير إلى سكون المُتغيرات في المُستوى، أما إذا لم تكن المُتغيرات ساكنه في المُستوى، فيتم إعادة اختبار السكون عند الفرق الأول، (Im et al. 2003).

2- اختبار التكامل المشترك Co-integration Test:

يهدف هذا الاختبار إلى معرفة وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات، ومحاولة التنبؤ بطبيعة العلاقة القائمة بين تلك المُتغيرات في الأجل الطويل، وثمة اختبارات مطورة وحديثة لاختبار التكامل المشترك لبيانات البانل، أهمها اختبار (Pedroni) الذي اقترحه سنة 1999 وطوره سنة 2004. وهذا الاختبار

يسمح بحالة عدم التجانس (heterogeneity) بين الأفراد أو القطاعات أو الدول، وقد اقترح سبع إحصائيات مختلفة ضمن نوعين من الاختبارات لاختبار فرضية العدم (عدم وجود تكامل مشترك: H0)لبيانات البانل. النوع الأول يعتمد على أساس ومنهجية (within-dimension) ويصطلح عليها Pedroni اختبار البعد الداخلي. ويشمل هذا الاختبار أربع إحصائيات خاصة (Panel Statistics)، تختبر الفرضية البديلة المُتجانسة، وتتضمن احتساب أربع إحصائيات هي: Panel v-Statistic شبه المعلمية التي تُعَد توسيعاً لإحصائية نسبة التباين المُستخدمة من قبل (Phillips-Ouliaris 1990) ، وPanel rho-Statistic شبه المعلمية التي تتبع منهج (Phillips-Peron 1988)، و Panel PP-Statistic شبه المعلمية وتُعَد تعديلاً لإحصائية (Phillips-Peron 1988)، و-Panel ADF Statistic المعلمية التي تُعَد توسيعاً لإحصائية (ADF). والنوع الثاني يعتمد على أساس (between-dimension) ويصطلح عليها Pedroni اختبار البعد البيني، وتُعَد توسيعاً لمتوسط المجموعة التي استخدمت تقدير (within)، وتتضمن احتساب ثلاث إحصائيات هي: Group rho-Statistic. Group PP-Statistic، Group ADF-Statistic. وهذه الإحصائيات تستند إلى تقدير متوسطات المعاملات المُقدرة لكل فرد أو قطاع أو دولة في العينة على حدة. ويُعَد اختبار Pedroniاختباراً موسعاً لاختبار إنجل–جرانجر للتكامل المشترك، وفي حال كانت (P-value < 0.05) لنتائج أغلبية الاختبارات تُرفض فرضية العدم (H0)، أي يوجد علاقة تكاملية بين المُتغيرات طويلة الأجل. وفي حال كانت القيمة الاحتمالية (P-value > 0.05) لنتائج أغلبية الاختبارات لا تقبل فرضية العدم (H0) القائلة بعدم وجود علاقة تكاملية على المدى الطويل بين المُتغيرات، (Pedroni. 2004) او(Asafu-Adjaye. 2000). وإن كانت مُتغيرات الدراسة مرتبطة بعلاقة توازنيه طويلة الأجل ولها نفس درجة التكامل، يستخدم نموذج ARDLلبيانات السلاسل الزمنية المقطعية لقياس ديناميكية العلاقة وتحديد الآثار القصيرة وطويلة الأجل بين مُتغيرات الدراسة.

3-نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL (Autoregressive Distributed Lag):

لاختبار فرضيات البحث ستُعتمد نماذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة، وتعد نماذج ARDL من أهم أدوات تحليل السلاسل الزمنية لدراسة العلاقة بين المتغيرات، ويتم من خلالها دراسة العلاقة بين المتغيرات في الوقت نفسه، وعبر قيم تاريخية Lag خاصة بكل متغير من المتغيرات التفسيرية، وقيم تاريخية للمتغير التابع، وقد جاءت نماذج ADRL تطويراً لاختبارات التكامل المشترك المستندة إلى أعمال.

Engle and Granger (1987) و Johansen (1988) و(Johasen and Juselius (1990) التي تشترط أن تكون المتغيرات المستخدمة في معادلة التكامل المشترك متكاملة من الدرجة نفسها، وهذه الاختبارات لن تكون صالحة في حال وجود بعض المتغيرات المتكاملة من الدرجة صفر I(0) كما في دراستنا مثلا، هذه المحدودية في استخدام نماذج التكامل المشترك قادت كلاً من Pesaran and Shin (1998) وبعد ذلك Pesaran. (2003) إلى إدخال نماذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة المسماة نماذج ARDL اختصاراً ل Autoregressive Distributed Lag Model . هذا النموذج الذي لا يحتاج لأن تكون السلاسل الزمنية المستخدمة متكاملة من نفس الدرجة، ويمكن تطبيقه إذا كانت السلاسل الزمنية مستقرة من الدرجة صفر أو متكاملة من الدرجة الأولى أو خليطاً بينهما، لكن الشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار أن لا تكون المتغيرات متكاملة من الدرجة الثانية I(2)، كما يمكن تطبيقه عندما يكون عدد المشاهدات محدودا، ويعطي نتائج ومعلومات كفؤة في حالة العينات الصغيرة، ونستطيع من خلاله تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في الأجلين القصير والطويل في معادلة واحدة بدلا من معادلتين اثنتين (Narayan,2005)، كما يمكن تحديد فترات إبطاء زمني مختلف للمتغيرات، وهذا يعد أمراً غير ممكن في اختبارات التكامل المشترك.

يتم استخدام نموذج ARDLعلى ثلاث مراحل:

المرحلة الأولى: اختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات في إطار نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد Unrestricted Error Correction Model الذي يعطى بالصيغة الآتية باعتبار Y متغيراً تابعاً وX متغيراً مستقلاً:

$$\Delta(Y_t) = a_0 + \sum_{i=1}^{m} \beta_i \Delta(Y_{i-1}) + \sum_{i=0}^{n} \Theta_i \Delta(X_{t-i}) + \lambda_1(Y_{i-1}) + \lambda_2(X_{i-1}) + \varepsilon_t$$

حيث λ_2 ,λ_1 معاملات العلاقة طويلة الأجل و β_i Θ_i معاملات العلاقة قصيرة الأجل، وΔ الفرق الأول للمتغيرات، و m,n فترات الإبطاء الزمني للمتغيرات، وε_t حد الخطأ العشوائي الذي له وسط حسابي معدوم وتباين ثابت وليس له ارتباطات ذاتية فيما بين حدوده.

ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات على المدى الطويل من خلال اختبار (Bound Test) حسب (Pesaran et al.,2000)، المستند إلى مؤشر الاختبار F (Wald-test) ويمكن صياغة فرضيتي العدم والبديلة على النحو الآتي:

فرضية العدم: لا يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات $H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = 0$

الفرضية البديلة: يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات $H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq 0$

ويتم رفض الفرضية العدم أو قبولها اعتماداً على مقارنة قيمة F المحسوبة بقيم حرجة طورها كل من (Pesaran, Shin, Smith) (2000)، ويتكون الجدول من حدين قيمة الحد الأدنى التي تفترض أن المتغيرات مستقرة عند المستوى I(0)، وقيمة الحد الأعلى التي تفترض أنَ المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول I(1)، فإذا كانت قيمة F أقل من قيمة الحد الأدنى لا نستطيع رفض الفرضية العدم ولا توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، أما إ ذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى فقد نرفض الفرضية العدم ويوجد تكامل مشترك بين المتغيرات، أما إذا وقعت قيمة F بين الحدين فتكون النتيجة في هذه الحالة غير محسومة، مع العلم أن اختبار الحدود يرتبط بمجموعة من العوامل منها:

- درجة تكامل المتغيرات المدرجة في نموذج ARDL، I(0) أو I(1).
- عدد المتغيرات المستقلة في النموذج.
- احتواء نموذج على ثابت أو مركبة اتجاه عام.
- حجم العينة.

وقبل تقدير نموذج تصحيح الخطأ السابق يتم اختيار فترات إبطاء زمني Lag خاصة بكل متغير وفق معيار Akaike،Shwarz ، الذي من خلاله يمكننا تقدير النموذج الذي تكون قيم الخطأ العشوائي فيه أقل ما يمكن (انحراف قيم النموذج عن القيم الحقيقية) ، وقد أوصى Pesaran and Shin (1998) باختيار فترتي إبطاء حداً أقصى للبيانات السنوية.

المرحلة الثانية: في حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، فإن المرحلة الثانية تتضمن تقدير معادلة الأجل الطويل باستخدام الصيغة الاتية:

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^{p} \vartheta\, Y_{i-1} + \sum_{i=0}^{q} \delta\, X_{i-1} + \varepsilon_t$$

حيث ϑ و δ معلمان يجب تقديرهما، p و q فترات الإبطاء المستخدمة، ε_t حد الخطأ العشوائي.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة يتم قياس التأثيرات الديناميكية قصيرة الأجل من خلال بناء نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model,ECM) الذي يعطى بالعلاقة:

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^{p} \vartheta\, \Delta Y_{i-1} + \sum_{i=0}^{q} \delta\, \Delta X_{i-1} + \psi ECT_{i-1} + v_t$$

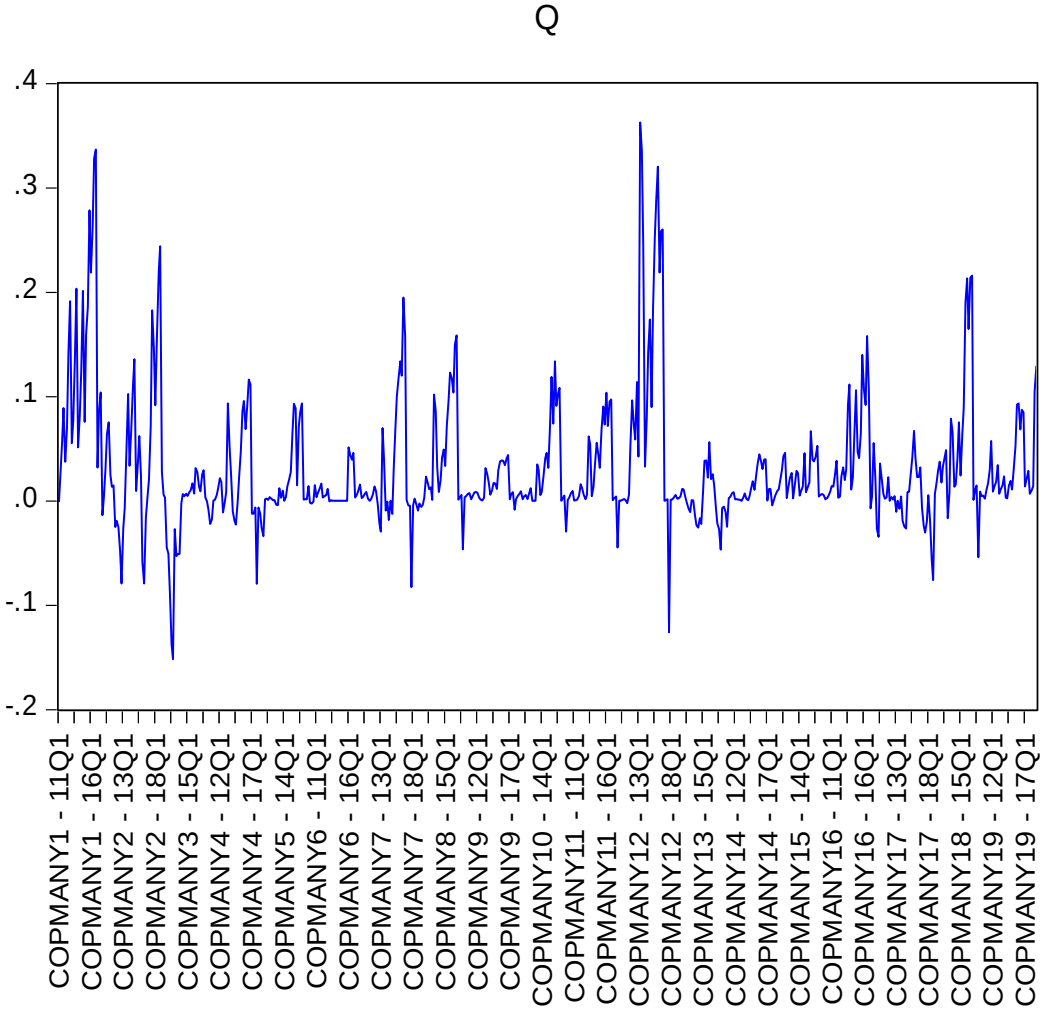
وتشير ECT_{i-1} إلى حد تصحيح الخطأ، ويعبر عن الخطأ العشوائي الناتج عن معادلة التكامل المشترك، وتشير ψ إلى معامل سرعة التصحيح الذي يقيس سرعة تكييف الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل، v_t تشير إلى بواقي الدالة.

لاختبار الفرضيات ستُطبّق الخطوات المذكورة سابقاً للوصول إلى نموذج ممثل للعلاقات المطلوبة في فرضيات الدراسة ثم تقييم جودة النماذج المقترحة وفق اختبارات خاصة للوصول إلى أفضل نموذج ممكن يمثل العلاقات المطلوبة.

3-1-2 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

1-متغير الأداء المالي (Q):

- التمثيل البياني:



الشكل (3-1) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير الأداء المالي

نجد من المنحنى أن السلسلة Q لا تتذبذب في وسط حسابي ثابت، وهذا يوحي لنا مبدئيا بوجود تغير منتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن أي إن السلسلة غير مستقرة، ولإثبات ذلك أو نفيه نقوم بإجراء الاختبارات الإحصائية.

- دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي:

عند حساب قيم Ljung–Box (Q) اعتُمد على 16 فترة إبطاء، ويبين الجدول الآتي نتائج اختبار الارتباط الذاتي على سلسلة الناتج المحلي الإجمالي، ويظهر في الجدول قيم معاملات الارتباط الذاتي AC، ومعاملات الارتباط الذاتي الجزئي PAC، وقيم Q–Stat و p–value لكل منها.

الجدول (3–1) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأداء المالي

Date: 03/01/21 Time: 19:36
Sample: 2011Q1 2018Q4
Included observations: 608

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.753	0.753	346.25	0.000
		2	0.565	-0.00...	541.56	0.000
		3	0.485	0.142	686.03	0.000
		4	0.403	-0.02...	785.65	0.000
		5	0.244	-0.18...	822.30	0.000
		6	0.129	-0.03...	832.48	0.000
		7	0.076	0.009	836.09	0.000
		8	0.114	0.196	844.07	0.000
		9	0.082	-0.05...	848.26	0.000
		1...	0.087	0.100	853.01	0.000
		1...	0.143	0.074	865.63	0.000
		1...	0.184	0.002	886.62	0.000
		1...	0.155	-0.05...	901.54	0.000
		1...	0.101	-0.10...	907.97	0.000
		1...	0.075	-0.00...	911.45	0.000
		1...	0.079	0.040	915.38	0.000

من الجدول السابق نجد أن قيم Prob تساوي الصفر عند كل درجات الإبطاء وهي ذات دلالة معنوية لذلك نرفض فرضية العدم، أي ثمة ارتباط ذاتي في السلاسل المدروسة، ومعاملات الارتباط لا تساوي الصفر، والعوائد غير مستقلة ذاتياً.

كما نجد معاملات الارتباط الذاتي(AC) خارج مجال الثقة في أغلب الإبطاءات، كذلك الأمر لمعامل الارتباط الجزئي (PAC) فهي تقع خارج مجال الثقة عند أغلب الإبطاءات وهذا يشير إلى عدم توافر صفة الاستقرار في هذه السلسلة، ولتأكيد ذلك نقوم باختبار جذر الوحدة.

- اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة:

الجدول (3-2) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير الأداء المالي

Method				Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)							
Q	exogenous variable	NOtrend&Nointercept	Levin, Lin & Chu t*	0.39479	0.6535	19	570
			Breitung t-stat	-2.60535	0.0046	19	551
			Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.0132	0.4947	19	570
			ADF - Fisher Chi-square	30.8727	0.7874	19	570
			PP - Fisher Chi-square	37.5186	0.4915	19	589
		intercept	Levin, Lin & Chu t*	-0.90592	0.1825	19	570
			Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.8163	0.0024	19	570
			ADF - Fisher Chi-square	57.6342	0.0215	19	570
			PP - Fisher Chi-square	68.1289	0.0019	19	589

المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على برنامج ايفيوز 11

يبين الجدول السابق نتائج اختبارات سكون السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية الخاصة بمتغير (الأداء المالي).

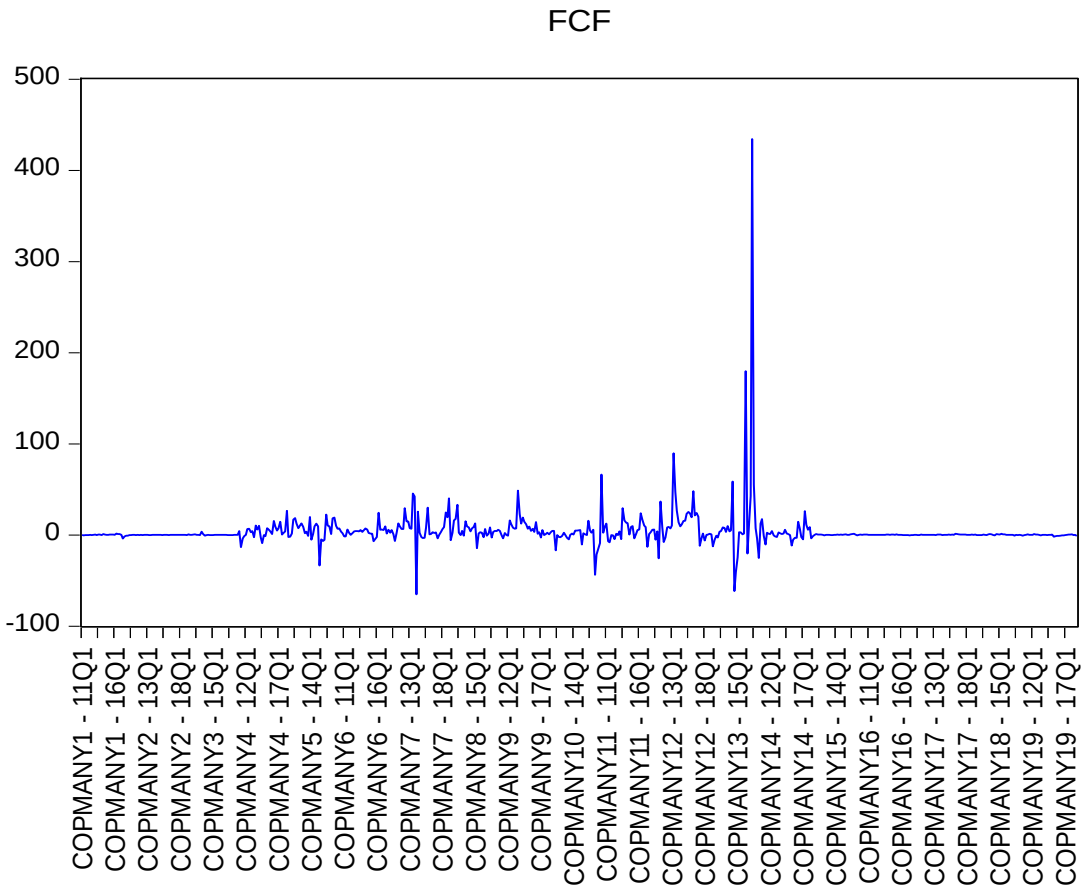
في الحالة الأولى (دون قاطع واتجاه عام) نجد أن 4 اختبارات من أصل الاختبارات الخمسة المستخدمة فيها قيمة PROB أكبر من 0.05 فالسلسلة غير ساكنة عند المستوى بلا قاطع واتجاه عام.

في الحالة الثانية (بوجود قاطع فقط) نجد أن 3 اختبارات من أصل أربعة اختبارات مستخدمة. فيها قيمة PROB اقل من 0.05 فالسلسة ساكنة بوجود قاطع

وهكذا نستنتج أن السلسلة مستقرة عند المستوى بوجود قاطع وهي من النوع I(0)

2-التدفقات النقدية الحرة (FCF):

- التمثيل البياني:



الشكل (3-2) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير التدفقات النقدية الحرة

يبّين المنحنى أن السلسلة FCF لا تتذبذب حول وسط حسابي ثابت، وهذا يوحي لنا مبدئيا بوجود تغير منتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن أي إن السلسلة غير مستقرة، ولإثبات ذلك أو نفيه نقوم بإجراء الاختبارات الإحصائية.

- دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي:

عند حساب قيم Ljung-Box (Q) تم الاعتماد على 16 فترة إبطاء، ويبين الجدول الآتي نتائج اختبار الارتباط الذاتي على سلسلة الناتج المحلي الإجمالي؛ إذ يظهر في الجدول قيم معاملات الارتباط الذاتي AC، ومعاملات الارتباط الذاتي الجزئي PAC، و قيم Q-Stat و p-value لكل منها.

الجدول (3-3) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمتغير التدفقات النقدية الحرة

Date: 03/01/21 Time: 20:13
Sample: 2011Q1 2018Q4
Included observations: 608

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.178	0.178	19.459	0.000
		2	0.052	0.021	21.100	0.000
		3	0.006	-0.00...	21.122	0.000
		4	0.230	0.237	53.573	0.000
		5	0.052	-0.03...	55.268	0.000
		6	0.008	-0.01...	55.305	0.000
		7	-0.03...	-0.02...	55.992	0.000
		8	0.053	0.012	57.715	0.000
		9	-0.03...	-0.05...	58.498	0.000
		1...	-0.05...	-0.04...	60.137	0.000
		1...	-0.07...	-0.03...	63.280	0.000
		1...	0.093	0.108	68.700	0.000
		1...	0.040	0.028	69.675	0.000
		1...	0.025	0.028	70.078	0.000
		1...	0.018	0.046	70.271	0.000
		1...	-0.00...	-0.07...	70.299	0.000

من الجدول السابق يتبيّن أن قيم Prob تساوي الصفر عند كل درجات الإبطاء وهي ذات دلالة معنوية لذلك نرفض فرضية العدم، أي هناك ارتباط ذاتي في السلاسل المدروسة، ومعاملات الارتباط لا تساوي الصفر، والعوائد غير مستقلة ذاتياً.

كما نجد أن معاملات الارتباط الذاتي(AC) كانت خارج مجال الثقة في الإبطاء الأول والرابع، كذلك الأمر لمعاملة الارتباط الجزئي (PAC) إذ تقع خارج مجال الثقة عند الإبطاء الأول والرابع، وهذا يشير إلى عدم توافر صفة الاستقرار في هذه السلسلة، ولتأكيد ذلك نقوم باختبار جذر الوحدة

- اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة:

الجدول (3-4) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير

Method				Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)							
FCF	exogenous variable	NOtrend& Nointercept	Levin, Lin & Chu t*	-4.93707	0	19	570
			Breitung t-stat	-5.84177	0	19	551
			Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.7717	0	19	570
			ADF - Fisher Chi-square	100.067	0	19	570
			PP - Fisher Chi-square	200.324	0	19	589

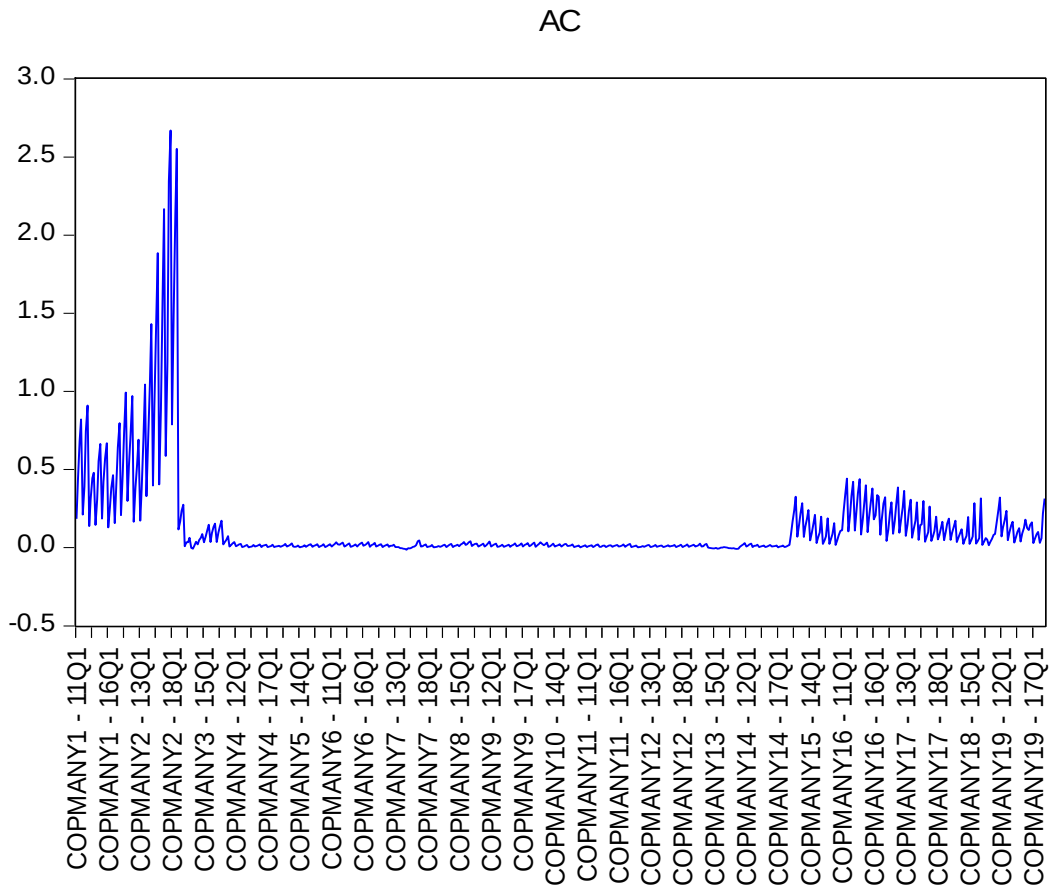
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على برنامج إيفيوز 11

يبين الجدول السابق نتائج اختبارات سكون السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية الخاصة بمتغير (التدفقات النقدية الحرة).

في الحالة الأولى (دون قاطع واتجاه عام) نجد أن كل الاختبارات الخمسة المستخدمة فيها قيمة PROB أقل من 0.05 فالسلسلة غير ساكنة عند المستوى بلا قاطع واتجاه عام. ونستنتج أن السلسلة مستقرة عند المستوى دون وجود قاطع أو اتجاه العام وهي من النوع I(0).

3- تكاليف الوكالة (AC): وفق طريقة الحساب الأولى

- التمثيل البياني:



الشكل (3-3) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير تكاليف الوكالة

يتبيّن من المنحنى أن السلسلة AC لا تتذبذب حول وسط حسابي ثابت، وهذا يوحي إلينا مبدئياً بوجود تغير منتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن أي إن السلسلة غير مستقرة، ولإثبات ذلك أو نفيه نقوم بإجراء الاختبارات الإحصائية.

- دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي:

عند حساب قيم Ljung-Box (Q) اعتُمد على 16 فترة إبطاء، ويبين الجدول الآتي نتائج اختبار الارتباط الذاتي على سلسلة الناتج المحلي الإجمالي، إذْ يظهر في الجدول قيم معاملات الارتباط الذاتي AC، ومعاملات الارتباط الذاتي الجزئي PAC، و قيم Q-Stat و p-value لكل منها.

الجدول (3-5) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمتغير تكاليف الوكالة

Date: 03/01/21 Time: 20:43
Sample: 2011Q1 2018Q4
Included observations: 608

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.740	0.740	334.22	0.000
		2	0.588	0.090	545.54	0.000
		3	0.640	0.397	796.87	0.000
		4	0.812	0.566	1201.7	0.000
		5	0.584	-0.55...	1411.7	0.000
		6	0.447	0.086	1535.0	0.000
		7	0.487	0.030	1681.7	0.000
		8	0.624	-0.01...	1922.6	0.000
		9	0.446	0.020	2045.8	0.000
		1...	0.355	0.113	2123.9	0.000
		1...	0.387	-0.08...	2216.9	0.000
		1...	0.497	0.038	2370.9	0.000
		1...	0.353	-0.01...	2448.5	0.000
		1...	0.274	-0.09...	2495.3	0.000
		1...	0.282	-0.03...	2544.8	0.000
		1...	0.355	-0.03...	2624.0	0.000

من الجدول السابق نجد أن قيم Prob تساوي الصفر عند كل درجات الإبطاء، وهي ذات دلالة معنوية، لذلك نرفض فرضية العدم، أي هناك ارتباط ذاتي في السلاسل المدروسة، ومعاملات الارتباط لا تساوي الصفر، والعوائد غير مستقلة ذاتياً.

كما نجد أنّ معاملات الارتباط الذاتي(AC) كانت خارج مجال الثقة في الإبطاء الأول وحتى الرابع، كذلك الأمر لمعاملات الارتباط الجزئي (PAC) إذ تقع خارج مجال الثقة عند أغلب فترات الإبطاء، وهذا يشير إلى عدم توافر صفة الاستقرار في هذه السلسلة، ولتأكيد ذلك نقوم باختبار جذر الوحدة.

- اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة:

الجدول (3-6) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير تكاليف الوكالة

			Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
			Null: Unit root (assumes common unit root process)				
AC	exogenous variable	NOtrend&Nointercept	Levin, Lin & Chu t*	-13.0781	0	19	570
			Breitung t-stat	-8.39297	0	19	551
			Im, Pesaran and Shin W-stat	-16.6704	0	19	570
			ADF - Fisher Chi-square	295.08	0	19	570
			PP - Fisher Chi-square	483.007	0	19	589

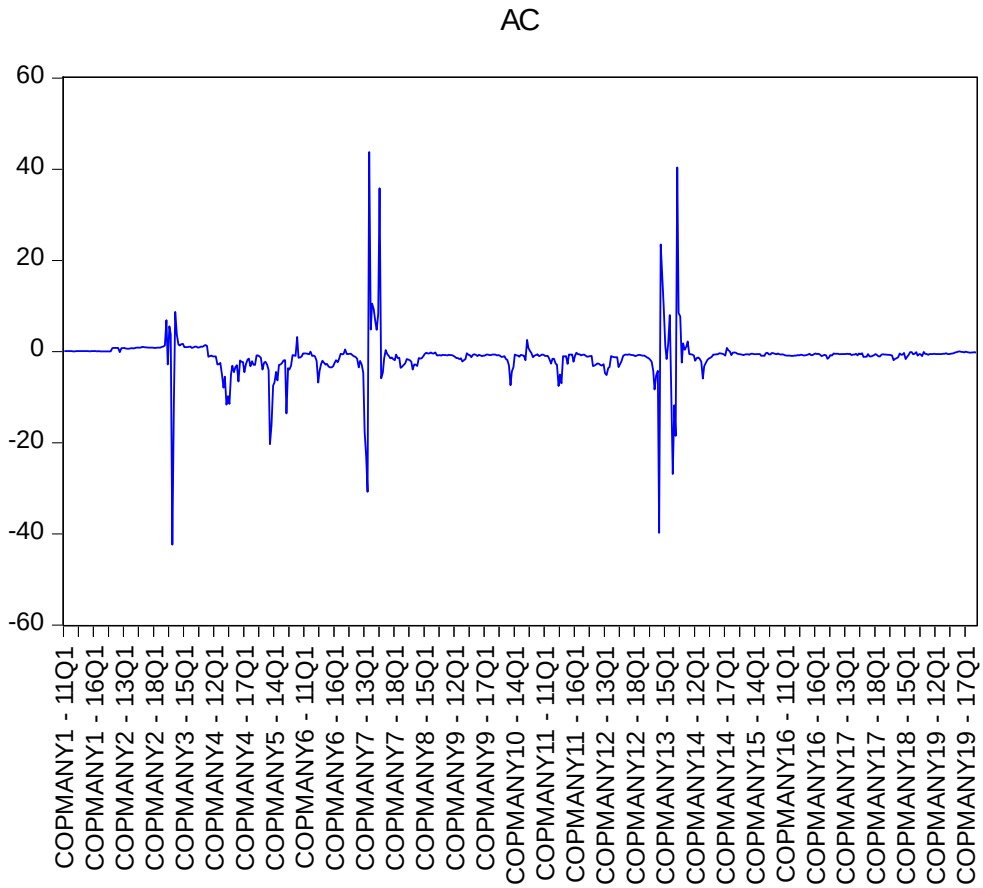
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على برنامج إيفيوز11

يبين الجدول السابق نتائج اختبارات سكون السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية الخاصة بمتغير (تكاليف الوكالة).

في الحالة الأولى (دون قاطع واتجاه عام) نجد أن الاختبارات الخمسة المستخدمة فيها قيمة PROB أقل من 0.05 فالسلسلة غير ساكنة عند المستوى بلا قاطع واتجاه عام. ونستنتج أن السلسلة مستقرة عند المستوى دون قاطع أو اتجاه العام وهي من النوع I(0).

4- تكاليف الوكالة (AC): وفق طريقة الحساب الثانية

- التمثيل البياني:



الشكل (3-4) اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغير تكاليف الوكالة طريقة ثانية

يتبيّن من المنحنى أن السلسلة AC لا تتذبذب حول وسط حسابي ثابت، وهذا يوحي إليه مبدئيا بوجود تغير منتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن، أي إن السلسلة غير مستقرة، ولإثبات ذلك أو نفيه نقوم بإجراء الاختبارات الإحصائية.

- دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي:

عند حساب قيم Ljung-Box (Q) تم الاعتماد على 16 فترة إبطاء، ويبين الجدول الآتي نتائج اختبار الارتباط الذاتي على سلسلة الناتج المحلي الإجمالي، ويظهر في الجدول قيم معاملات الارتباط الذاتي AC، ومعاملات الارتباط الذاتي الجزئي PAC، و قيم Q-Stat و p-value لكل منها.

الجدول (3-7) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمتغير تكاليف الوكالة طريقة ثانية

Date: 03/01/21 Time: 21:14
Sample: 2011Q1 2018Q4
Included observations: 608

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.169	0.169	17.525	0.000
		2	0.047	0.019	18.883	0.000
		3	-0.04...	-0.05...	20.178	0.000
		4	0.006	0.023	20.200	0.000
		5	0.046	0.047	21.510	0.001
		6	0.033	0.014	22.194	0.001
		7	0.018	0.008	22.405	0.002
		8	-0.13...	-0.13...	33.350	0.000
		9	0.012	0.061	33.445	0.000
		1...	0.054	0.056	35.236	0.000
		1...	0.176	0.146	54.448	0.000
		1...	-0.04...	-0.10...	55.429	0.000
		1...	0.010	0.037	55.493	0.000
		1...	-0.01...	-0.00...	55.649	0.000
		1...	0.000	-0.00...	55.649	0.000
		1...	-0.00...	-0.04...	55.663	0.000

من الجدول السابق نجد أن قيم Prob تساوي الصفر عند كل درجات الإبطاء، وهي ذات دلالة معنوية، لذلك نرفض فرضية العدم، أي أن هناك ارتباط الذاتي في السلاسل المدروسة، ومعاملات الارتباط لا تساوي الصفر، والعوائد غير مستقلة ذاتياً.

كما نجد معاملات الارتباط الذاتي(AC) خارج مجال الثقة في الإبطاء الأول، كذلك الأمر لمعاملات الارتباط الجزئي (PAC) فهي تقع خارج مجال الثقة في الإبطاء الأول، وتشير إلى عدم توافر صفة الاستقرار في هذه السلسلة، ولتأكيد ذلك نقوم باختبار جذر الوحدة.

- اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة:

الجدول (3-8) اختبار استقرارية السلسلة من خلال اختبار جذر الوحدة لمتغير تكاليف الوكالة

Method				Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)							
FCF	exogenous variable	NOtrend& Nointercept	Levin, Lin & Chu t*	-4.37408	0	19	570
			Breitung t-stat	-6.15947	0	19	551
			Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.76525	0.0001	19	570
			ADF - Fisher Chi-square	75.2383	0.0003	19	570
			PP - Fisher Chi-square	127.219	0	19	589

المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على برنامج ايفيوز 11

يبين الجدول السابق نتائج اختبارات سكون السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية الخاصة بمتغير (تكاليف الوكالة).

في الحالة الأولى (دون قاطع واتجاه عام) نجد أن الاختبارات الخمسة المستخدمة فيها قيمة PROB أقل من 0.05 فالسلسلة غير ساكنة عند المستوى بلا قاطع واتجاه عام. ونستنتج أن السلسلة مستقرة عند المستوى دون وجود قاطع أو اتجاه العام وهي من النوع I(0).

بعد اختبار سكون السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات البحث سيتم اختبار وجود علاقات تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة وفق النماذج المطلوب اختبارها للتوصل إلى معرفة إن كانت هناك علاقات قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين المتغير المستقل والتابع، بوجود المتغير الوسيط او بغيابه.

3-1-3-نتائج اختبار التكامل المشترك Co-integration Test:

- اختبار وجود تكامل مشترك بين الأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF):

الجدول (3-9) اختبار التكامل مشترك بين الأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-1.328477	0.9080	-2.328685	0.9901
Panel rho-Statistic	-4.641497	0.0000	-3.898697	0.0000
Panel PP-Statistic	-5.830645	0.0000	-5.262767	0.0000
Panel ADF-Statistic	-2.885828	0.0020	-2.377384	0.0087

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-0.776258	0.2188
Group PP-Statistic	-2.728627	0.0032
Group ADF-Statistic	-0.543643	0.2933

طبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق ويبيّن أن ثمة سبعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الأداء المالي (Q) و التدفقات النقدية الحرة (FCF) حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقدير العلاقة وفق نموذج ARDL لتعرُّف الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين الأداء المالي والتدفقات النقدية الحرة لأن المُتغيرات ساكنة عند المستوى ويوجد تكامل مشترك من نفس الدرجة نفسها.

- اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والتدفقات النقدية الحرة (FCF):

الجدول (3-10) اختبار التكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-4.421315	1.0000	-4.559740	1.0000
Panel rho-Statistic	-8.871929	0.0000	-8.505314	0.0000
Panel PP-Statistic	-16.89786	0.0000	-12.78655	0.0000
Panel ADF-Statistic	-10.21295	0.0000	-7.078036	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-5.726060	0.0000
Group PP-Statistic	-13.63217	0.0000
Group ADF-Statistic	-6.318380	0.0000

طُبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق، ويبيّن أن هناك تسعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنيه طويلة الأجل بين تكلفة الوكالة (AC) و التدفقات النقدية الحرة (FCF) حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقـدير العلاقة، وفق نموذج ARDL لتعرّف الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين تكلفة الأداء والتدفقات النقدية الحرة لأن المُتغيرات ساكنة عند المستوى، ويوجد تكامل مشترك من نفس الدرجة.

-اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة(AC) المحسوبة بالحالة الأولى والأداء المالي (Q):

الجدول (3-11) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والأداء المالي (Q)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-3.390920	0.9997	-3.326858	0.9996
Panel rho-Statistic	-5.905413	0.0000	-8.311598	0.0000
Panel PP-Statistic	-17.80764	0.0000	-14.58757	0.0000
Panel ADF-Statistic	-16.83353	0.0000	-13.82454	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-6.052814	0.0000
Group PP-Statistic	-19.52802	0.0000
Group ADF-Statistic	-15.52850	0.0000

طبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق ويبيّن أن هناك تسعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنيه طويلة الأجل بين تكلفة الوكالة (AC) والأداء المالي (Q) حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقـدير العلاقة، وفق نموذج ARDL لتعرّف

الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل، بين تكلفة الأداء والتدفقات النقدية الحرة، لأن المُتغيرات ساكنة عند المستوى، ويوجد تكامل مشترك من الدرجة نفسها.

- اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF):

الجدول (3-12) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الأولى والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-3.722164	0.9999	-3.736933	0.9999
Panel rho-Statistic	-3.122730	0.0009	-4.698425	0.0000
Panel PP-Statistic	-14.58671	0.0000	-13.54893	0.0000
Panel ADF-Statistic	-14.84136	0.0000	-12.15744	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-3.302265	0.0005
Group PP-Statistic	-18.92010	0.0000
Group ADF-Statistic	-14.10894	0.0000

طبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق، ويبيّن أن هناك تسعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين تكلفة الوكالة(AC) والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقـدير العلاقة، وفق نموذج ARDL لتعرّف الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل، بين تكلفة الأداء والتدفقات النقدية الحرة، لأن المُتغيرات ساكنة عند المستوى ويوجد تكامل مشترك من نفس الدرجة.

- اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والتدفقات النقدية الحرة (FCF):

الجدول (3-13) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-4.388280	1.0000	-4.808228	1.0000
Panel rho-Statistic	-10.18002	0.0000	-9.858815	0.0000
Panel PP-Statistic	-16.05506	0.0000	-13.34417	0.0000
Panel ADF-Statistic	-9.555056	0.0000	-6.904600	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-6.766235	0.0000
Group PP-Statistic	-14.42150	0.0000
Group ADF-Statistic	-6.540154	0.0000

طبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق ويبيّن أن هناك تسعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنيه طويلة الأجل بين تكلفة الوكالة(AC) والتدفقات النقدية الحرة (FCF) حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقدير العلاقة، وفق نموذج ARDL لتعرّف الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين تكلفة الأداء والتدفقات النقدية الحرة، لأن المُتغيرات ساكنه عند المستوى، ويوجد تكامل مشترك من الدرجة نفسها.

- اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q):

الجدول (3-14) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-3.606830	0.9998	-4.891864	1.0000
Panel rho-Statistic	-8.607985	0.0000	-4.171540	0.0000
Panel PP-Statistic	-15.29786	0.0000	-8.071680	0.0000
Panel ADF-Statistic	-8.576770	0.0000	-5.626658	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-1.731045	0.0417
Group PP-Statistic	-8.327232	0.0000
Group ADF-Statistic	-4.684464	0.0000

طبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق ويبيّن أن هناك تسعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين تكلفة الوكالة(AC) والأداء المالي (Q) حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقدير العلاقة وفق نموذج ARDL لتعرّف الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين تكلفة الأداء والتدفقات النقدية الحرة، لأن المُتغيرات ساكنة عند المستوى، ويوجد تكامل مشترك من الدرجة نفسها.

- اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF):

الجدول (3-15) اختبار وجود تكامل مشترك بين تكلفة الوكالة (AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-4.164163	1.0000	-4.883244	1.0000
Panel rho-Statistic	-5.255506	0.0000	-2.266371	0.0117
Panel PP-Statistic	-13.63377	0.0000	-7.055344	0.0000
Panel ADF-Statistic	-6.697435	0.0000	-3.191525	0.0007

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-0.355696	0.3610
Group PP-Statistic	-7.562779	0.0000
Group ADF-Statistic	-2.833211	0.0023

طبّق اختبار (Pedroni) الموضح في الجدول السابق، ويبيّن أن هنالك تسعة إحصاءات معنوية للمُتغيرات تُشير إلى وجود تكامل مشترك بين المُتغيرات من بين إحدى عشرة إحصائية معنوية، وبذلك تُرفض فرضية العدم (H0)، أي توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين بين تكلفة الوكالة(AC) المحسوبة بالحالة الثانية والأداء المالي (Q) والتدفقات النقدية الحرة (FCF)

حيثُ (P-value < 0.05) لأغلب الاختبارات. ويمكن تقـدير العلاقة، وفق نموذج ARDL لتعرّف الانحرافات قصيرة الأجل في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين تكلفة الأداء والتدفقات النقدية الحرة، لأن المُتغيرات ساكنة عند المستوى، ويوجد تكامل مشترك من نفس الدرجة.

المبحث الثاني

نتائج اختبار الفرضيات

تمهيد.

3-2-1-اختبار الفرضيات

3-2-2-النتائج

3-2-3-التوصيات

المبحث الثاني: نتائج اختبار الفرضيات

تمهيد

في ضوء النتائج الواردة في تحليل نماذج الانحدار المتعدد سيتم اختبار فرضيات الدراسة بحسب تسلسلها الوارد في الفصل الأول:

3-2-1-اختبار الفرضيات:

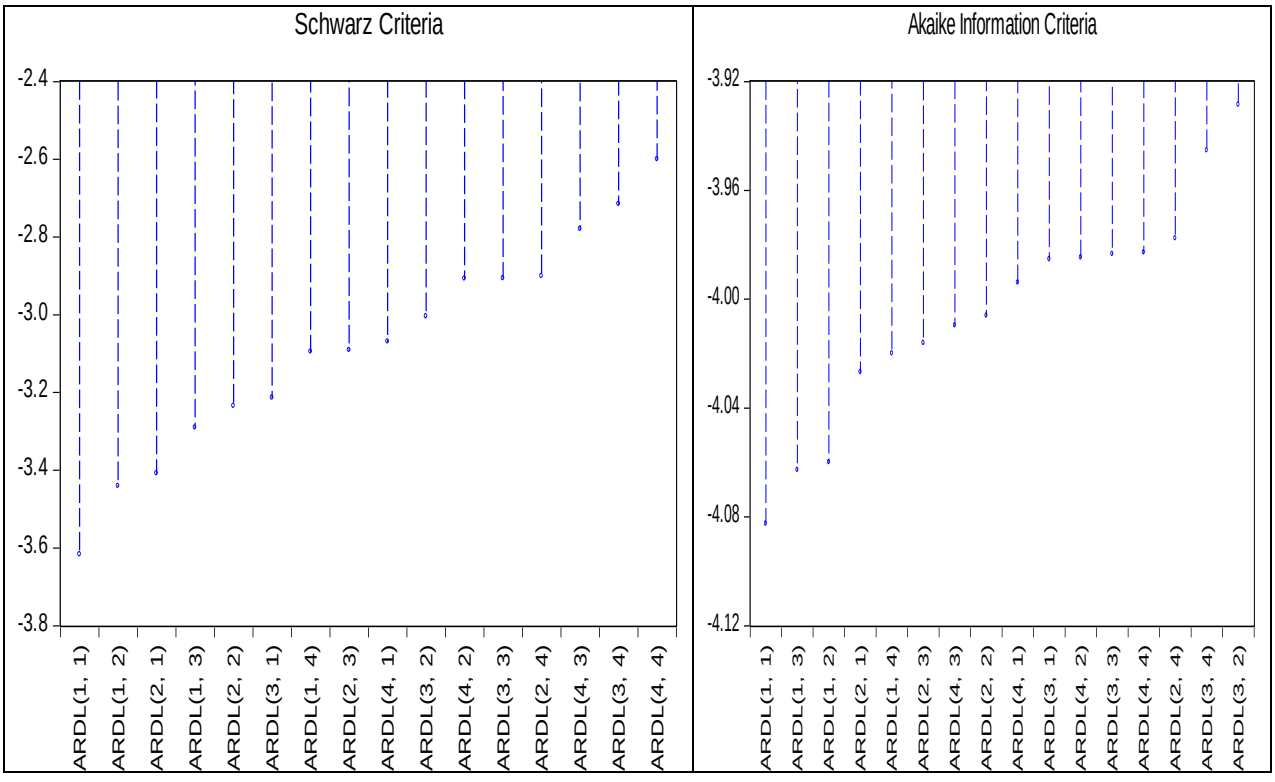
الفرضية الأولى H1:

تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلاله معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

لدراسة أثر التدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي اعتمد منهجية ARDL المبينة في الآتي:

الخطوة الأولى-تحديد درجات الإبطاء الأمثل:

لهذه الغاية تم الاعتماد على معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz كما هو مبين في الآتي:



الشكل (3-5) معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz للفرضية الأولى

من الشكلين السابقين نجد أن أقل قيمة عند معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz هي عند نموذج (1,1) لذا اختير نموذج ARDL(1,1) ، وهذا يعني اختيار درجة إبطاء واحدة لمتغير الأداء المالي، ودرجة إبطاء لمتغير التدفقات النقدية الحرة، أن هذا النموذج يحقق أدنى قيمة بالنسبة لمعياري Akaike و Schwarz.

الخطوة الثانية: تقدير النموذج

يتمّ بإعادة تقدير النموذج للحصول على المعلومات الخاصة بحركتي التوازن قصيرة وطويلة الأجل ثم اشتقاق معادلة التكامل المشترك أي معادلة التوازن طويلة الأجل، ونتائج التقدير معروضة في الجدول الآتي:

الجدول (3-16) اشتقاق معادلة التكامل المشترك للفرضية الأولى

Dependent Variable: D(Q)
Method: ARDL
Date: 03/02/21 Time: 20:14
Sample: 2011Q2 2018Q4
Included observations: 589
Dependent lags: 1 (Fixed)
Dynamic regressors (1 lag, fixed): FCF
Fixed regressors:

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
		Long Run Equation		
0.0066	1.937	0.000570	0.001047	FCF
		Short Run Equation		
0.0000	-8.593547	0.020544	-0.176542	COINTEQ01
0.0421	1.805124	0.006989	0.005627	D(FCF)

0.043171	S.D. dependent var	0.000453	Mean dependent var
-4.031767	Akaike info criterion	0.040936	S.E. of regression
-3.748877	Schwarz criterion	0.953520	Sum squared resid
-3.921709	Hannan-Quinn criter.	1264.657	Log likelihood

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection.

يقسم الجدول السابق إلى قسمين الأول يمثل معلمات التوازن طويلة الأجل، والقسم الثاني يمثل معلمات التوازن قصيرة الأجل حيث نجد الآتي:

في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً معنوياً وإيجابياً في (الأداء المالي) فقيمة المعلمة تساوي 0.0056 وهي قيمة موجبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0421 وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي، لذا نقول هناك تأثير معنوي وإيجابي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل القصير.

في الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (الأداء المالي) تأثير ايجابي ومعنوي أيضا فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.001، وهي قيمة موجبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0066 وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي لذا نقول هناك تأثير معنوي وإيجابي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل الطويل.

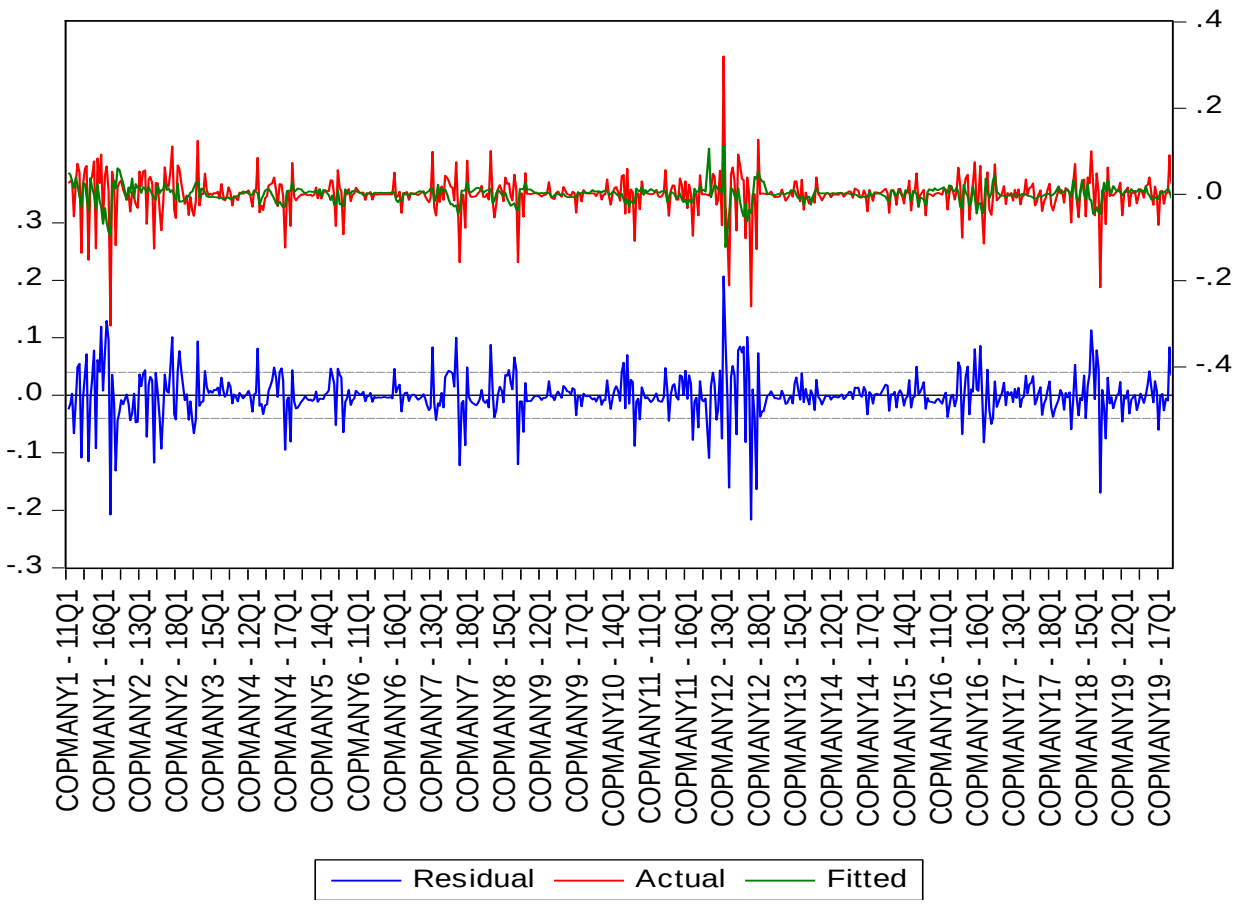
كما نشير إلى القيمة السالبة لمعامل التصحيح (−0.17) وهي قيمة معنوية أي إن 0.17% من الاختلالات في قيم الأداء المالي سيتم تصحيحها خلال وحدة الزمن أي خلال عام بدلالة التدفقات النقدية الحرة. أي إن الاختلافات بين القيم الفعلية للأداء المالي والقيم التي سيتم تقديرها وفق النموذج ستصحح بمقدار 0.17% في كل عام.

الخطوة الثالثة: تقدير جودة النموذج

بعد تقدير النموذج والتوصل إلى النتيجة لا بد من التحقق من أن النموذج المقترح للعلاقة يخلو من المشكلات القياسية. وفيما يأتي اختبارات هذه المشكلات:

أولاً–مقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة وفق النموذج:

أعيد حساب قيمة الأداء المالي للشركات المدروسة وفق النموذج المقترح ومقارنتها بالقيم الفعلية للوقوف على مقارّ الفروق والتمايز بين هذه القيم وهي مبينة في الشكل التالي:

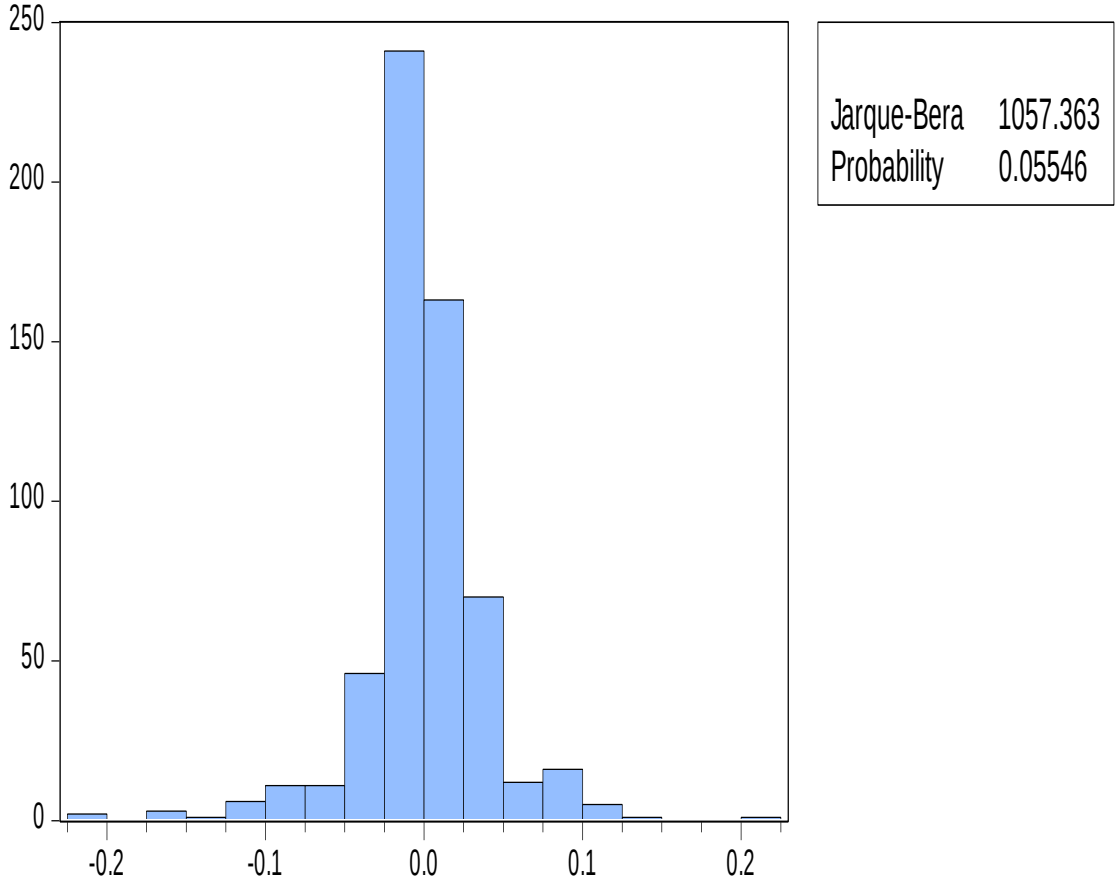


الشكل (3-6) مقارنة القيم الفعلية مع القيم المقدرة وفق النموذج

يبيّن الشكل السابق أن القيم الفعلية قريبة جداً من القيم المقدرة وفق النموذج، كما أنّ الفروق في أغلبها ضمن حدود مجال الثقة أي إنّ النموذج المقترح يمثل تمثيلاً جيداً العلاقة بين الأداء المالي والتدفقات النقدية الحرة.

ثانيا-اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الشكل السابق يعطي صورة مبدئية عن جودة تمثيل النموذج، ولكن لابد من اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي والتأكد من أن البواقي تتوزع عشوائيا وأن جودة تمثيل النموذج جيدة، والشكل الآتي يبين اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:



الشكل (3-7) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

نجد أن قيمة الاحصائية 1057.363 بقيمة احتمالية 0.05546 وهي أكبر من 0.05 وهذا يعني أن توزيع البواقي توزيع طبيعي.

بعد التأكد من خلو النموذج من المشكلات القياسية يمكن قبول الفرضية " تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلاله معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

الفرضية الثانية 2H:

تتوسط تكلفة الوكالة علاقة تأثير التدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وتنقسم إلى فرضيات فرعية بناء على الطريقة المعيارية لمراحل اختبار المتغير الوسيط:

H(2-1) تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

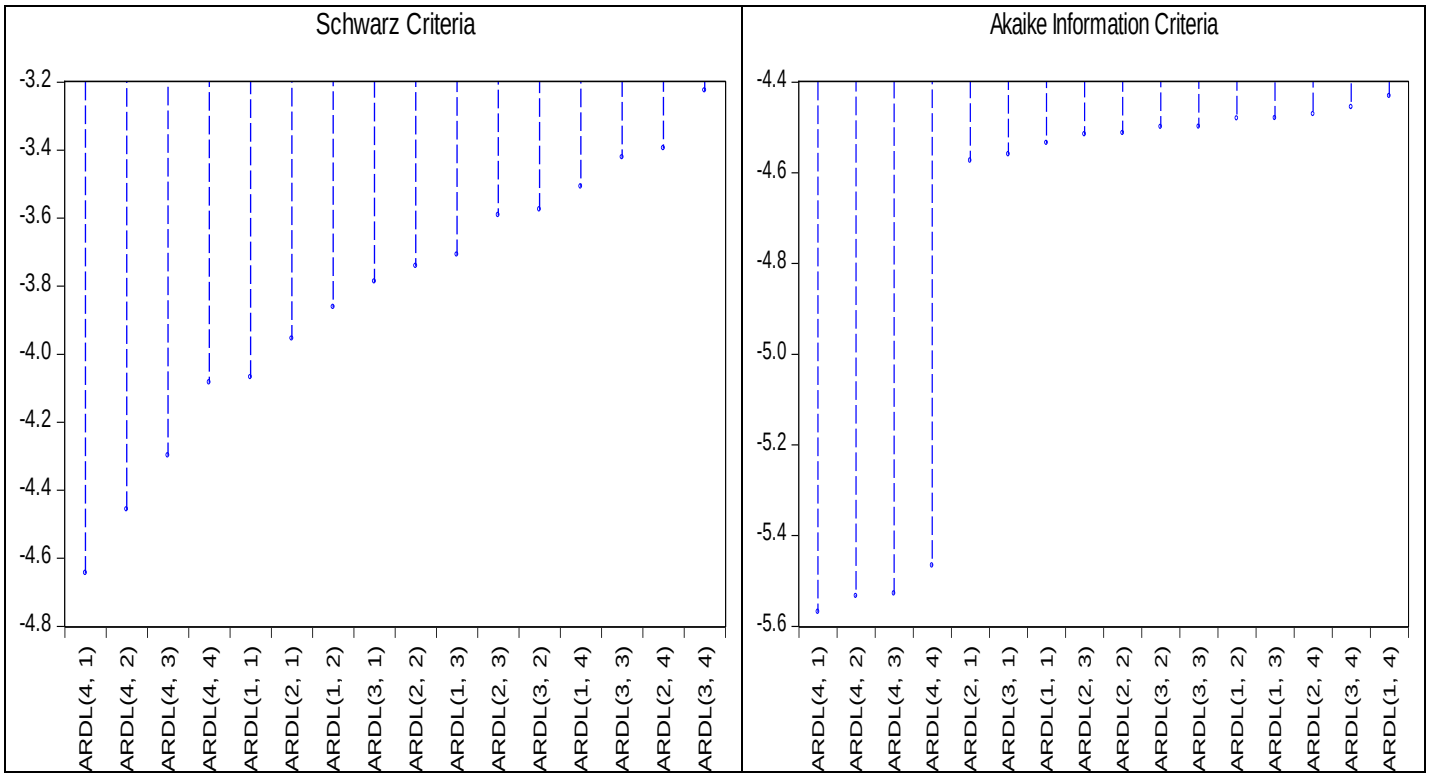
H(2-2) تؤثر التدفقات النقدية الحرة بوجود تكاليف الوكالة بوصفه متغيراً وسيطاً تأثيراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

اختبار الفرضية الفرعية الأولى "H (2-1) تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

لدراسة أثر التدفقات النقدية الحرة في تكاليف الوكالة اعتمدت منهجية ARDL المبينة في الاتي:

الخطوة الأولى-تحديد درجات الإبطاء الأمثل:

لهذه الغاية اعتُمد على معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz كما هو مبين في الآتي:



الشكل (3-8) معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz للفرضية الفرعية الأولى

من الشكلين السابقين نجد أن أقل قيمة عند معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz هي عند نموذج (1,4) لذا اختير نموذج ARDL(4,1)، وهذا يعني اختيار 4 درجات إبطاء لمتغير تكاليف الوكالة، ودرجة إبطاء لمتغير التدفقات النقدية الحرة، فهذا النموذج يحقق أدنى قيمة بالنسبة لمعياري Akaike و Schwarz.

الخطوة الثانية: تقدير النموذج

يُعاد تقدير النموذج للحصول على المعلومات الخاصة بحركتي التوازن قصيرة وطويلة الأجل ثم تشتق معادلة التكامل المشترك أي معادلة التوازن طويلة الأجل، ونتائج التقدير معروضة في الجدول الاتي:

الجدول (3-17) اشتقاق معادلة التكامل المشترك للفرضية الفرعية الأولى

Dependent Variable: D(AC)
Method: ARDL
Date: 03/02/21 Time: 21:03
Sample: 2012Q1 2018Q4
Included observations: 532
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Schwarz criterion (SIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): FCF
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 16
Selected Model: ARDL(4, 1)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
		Long Run Equation		
0.0000	-5.196603	7.63E-05	-0.000396	FCF
		Short Run Equation		
0.0000	-4.670861	0.068762	-0.321177	COINTEQ01
0.0000	-7.989368	0.070441	-0.562778	D(AC(-1))
0.0000	-11.79006	0.055379	-0.652924	D(AC(-2))
0.0000	-13.09390	0.052488	-0.687276	D(AC(-3))
0.0339	-0.956218	0.040753	-0.038968	D(FCF)
0.0800	1.754076	0.010543	0.018492	C

0.201099	S.D. dependent var	0.001450	Mean dependent var
-4.872446	Akaike info criterion	0.068287	S.E. of regression
-4.038284	Schwarz criterion	2.298916	Sum squared resid
-4.547916	Hannan-Quinn criter.	1596.223	Log likelihood

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection.

يقسم الجدول السابق إلى قسمين الأول يمثل معلمات التوازن طويلة الأجل، والقسم الثاني يمثل معلمات التوازن قصيرة الأجل حيث نجد الآتي:

في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً معنوياً وسلبياً في (تكلفة الوكالة) فقيمة المعلمة تساوي 0.038، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0339 وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي ولذا نقول هناك تأثير معنوي وسلبي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل القصير.

في الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (تكلفة الوكالة) تأثير سلبي ومعنوي أيضا فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.0003، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0000، وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي لذا نقول هناك تأثير معنوي وسلبي للتدفقات النقدية الحرة في تكلفة الوكالة في الأجل الطويل.

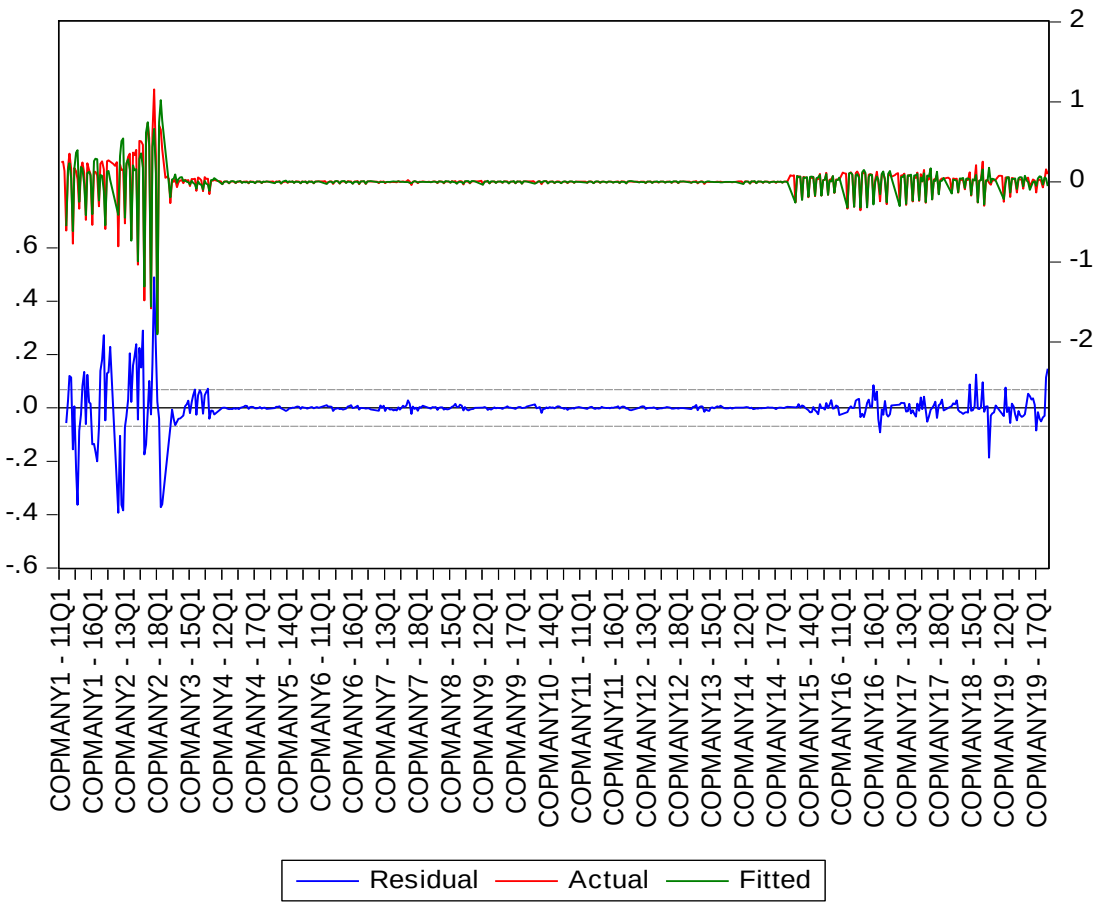
ولابد من الإشارة إلى القيمة السالبة لمعامل التصحيح (−0.32) وهي قيمة معنوية، أي إن 0.32% من الاختلالات في قيم تكاليف الوكالة سيتم تصحيحها خلال وحدة الزمن، أي خلال عام بدلالة التدفقات النقدية الحرة. أي إن الاختلافات بين القيم الفعلية لتكاليف الوكالة والقيم التي سيتم تقديرها وفق النموذج ستصحح بمقدار 0.32% في كل عام.

الخطوة الثالثة: تقدير جودة تمثيل النموذج

بعد تقدير النموذج والتوصل إلى النتيجة لا بد من التحقق من أن النموذج المقترح للعلاقة يخلو من المشكلات القياسية، وفيما يأتي اختبارات هذه المشكلات:

أولاً–مقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة وفق النموذج:

أعيد حساب قيمة الأداء المالي للشركات المدروسة وفق النموذج المقترح ومقارنتها بالقيم الفعلية للوقوف على مقار الفروق والتمايز بين هذه القيم، وهي مبينة في الشكل التالي:

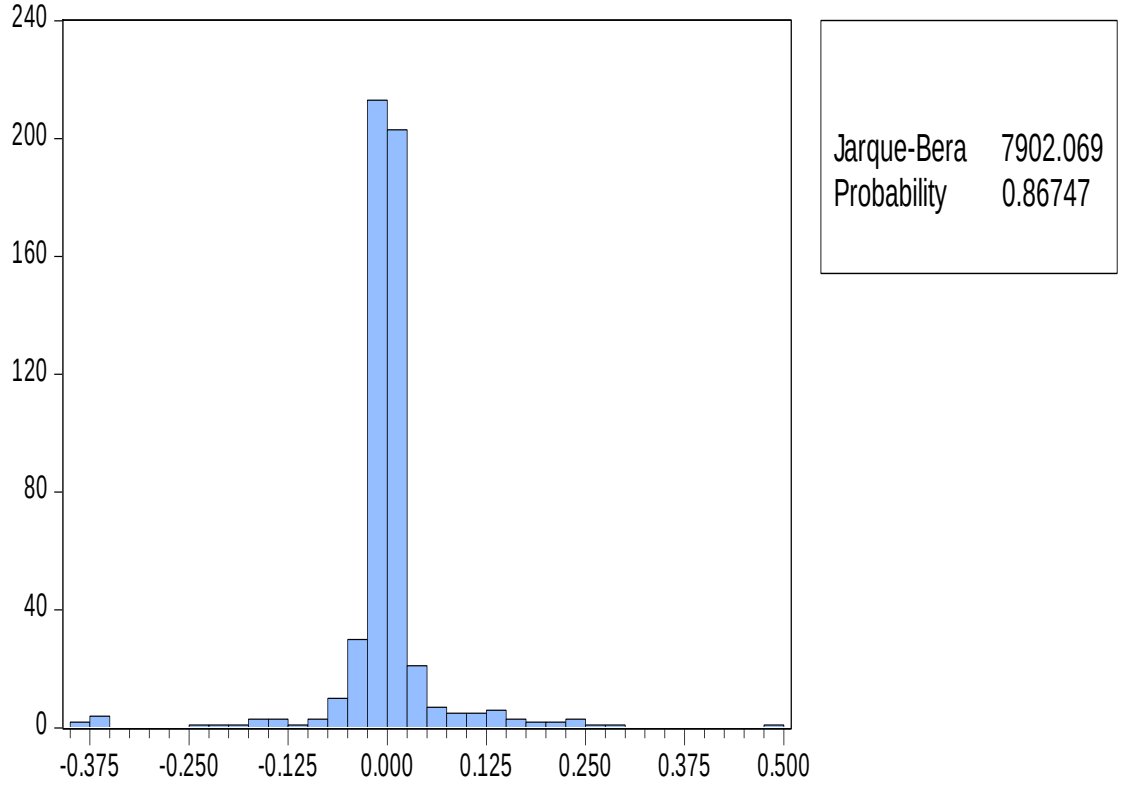


الشكل (3-9) مقارنة القيم الفعلية مع القيم المقدرة وفق النموذج

من الشكل السابق نجد أن القيم الفعلية قريبة جدا من القيم المقدرة وفق النموذج، والفروق في أغلبها ضمن حدود مجال الثقة، فالنموذج المقترح يمثل تمثيلا جيداً العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة و تكلفة الوكالة.

ثانيا-اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الشكل السابق يعطي صورة مبدئية عن جودة تمثيل النموذج، ولكن لابد من اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي والتأكد من أن البواقي تتوزع عشوائياً ولتكون جودة تمثيل النموذج جيدة، والشكل الآتي يبين اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:



الشكل (3-10) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

نجد أن قيمة الإحصائية 7902.069 بقيمة احتمالية 0.86747 وهي أكبر من 0.05 وهذا يعني أن توزيع البواقي توزيع طبيعي.

بعد التأكد من خلو النموذج من المشكلات القياسية يمكن قبول الفرضية " تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

H(2-2) تؤثر التدفقات النقدية الحرة بوجود تكاليف الوكالة بوصفه متغيراً وسيطاً تأثيراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

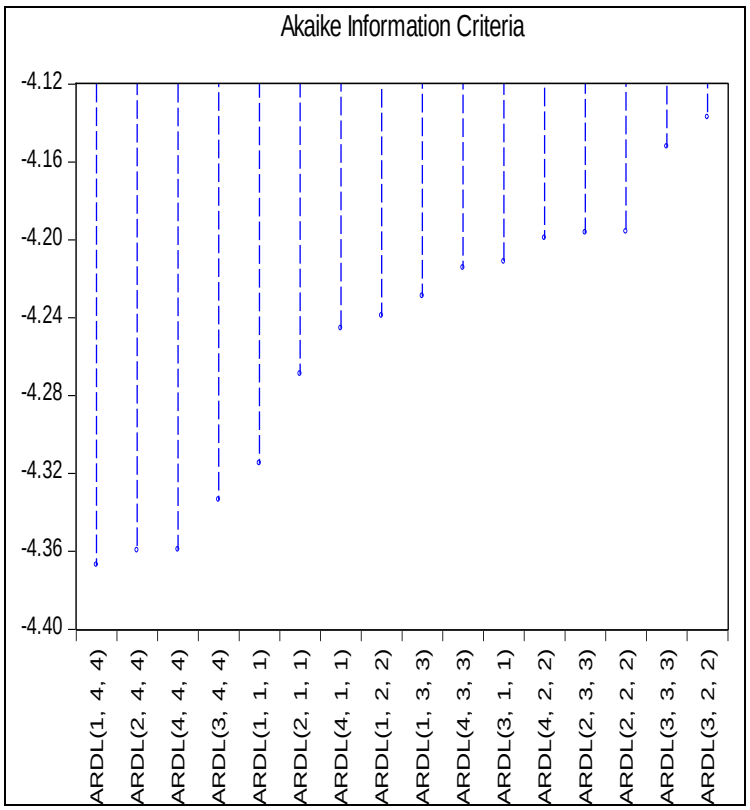
دراسة الأثر الوسيط لتكلفة الوكالة (محسوب بالطريقة الأولى) في العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات:

وجدنا فيما سبق علاقة إيجابية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات وفي هذه الفقرة ستُدرس العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات بوجود المتغير الوسيط (تكاليف الوكالة) والنتائج مبينة فيما يأتي:

لدراسة أثر التدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي بوجود تكاليف الوكالة اعتُمدت منهجية ARDL المبينة في الآتي:

الخطوة الأولى–تحديد درجات الإبطاء الأمثل:

لهذه الغاية تم الاعتماد على معيار معلومات Akaike كما هو مبين في الآتي:



الشكل (3–11) معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz للفرضية الفرعية الثانية

من الشكلين السابقين نجد أن أقل قيمة عند معيار معلومات Akaike ومعيار Schwarz هي عند نموذج (4,4,1)؛ ولذا اختير نموذج ARDL(1,4,4) ، وهذا يعني اختيار درجة إبطاء واحدة لمتغير الأداء المالي، و4 درجات إبطاء لمتغيري التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، وهذا النموذج يحقق أدنى قيمة بالنسبة لمعياري Akaike.

الخطوة الثانية: تقدير النموذج

يُعاد تقدير النموذج للحصول على المعلومات الخاصة بحركتي التوازن قصيرة وطويلة الأجل ثم اشتقاق معادلة التكامل المشترك أي معادلة التوازن طويلة الأجل، ونتائج التقدير معروضة في الجدول الاتي:

الجدول (3-18) اشتقاق معادلة التكامل المشترك للفرضية الفرعية الثانية

Dependent Variable: D(Q)
Method: ARDL
Date: 03/02/21 Time: 21:39
Sample: 2012Q1 2018Q4
Included observations: 532
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): FCF AC
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 16
Selected Model: ARDL(1, 4, 4)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
		Long Run Equation		
0.0001	-4.005332	0.000716	-0.002868	FCF
0.0247	2.254010	0.066941	0.150885	AC
		Short Run Equation		
0.0000	-7.071605	0.041396	-0.292738	COINTEQ01
0.6176	0.499593	0.002146	0.001072	D(FCF)
0.3775	0.883509	0.003576	0.003159	D(FCF(-1))
0.0595	1.890012	0.004754	0.008985	D(FCF(-2))
0.2591	-1.130118	0.008486	-0.009591	D(FCF(-3))
0.0017	3.152051	0.277523	0.874767	D(AC)
0.3271	0.981095	0.247484	0.242805	D(AC(-1))
0.2638	1.119048	0.251465	0.281402	D(AC(-2))
0.0012	3.251934	0.207004	0.673165	D(AC(-3))
0.0019	3.121088	0.003046	0.009506	C

0.045178	S.D. dependent var	7.18E-05	Mean dependent var
-3.821144	Akaike info criterion	0.031175	S.E. of regression
-2.428457	Schwarz criterion	0.404310	Sum squared resid
-3.279321	Hannan-Quinn criter.	1353.628	Log likelihood

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection.

يقسم الجدول السابق إلى قسمين الأول يمثل معلمات التوازن طويلة الأجل، والثاني يمثل معلمات التوازن قصيرة الأجل. ونجد الاتي:

في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً غير معنوي في (الأداء المالي) فقيمةُ المعلمة تساوي 0.001072 وهي قيمة موجبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.6176، وهي أكبر من 0.05 فالتأثير غير معنوي لذا نقول في الأجل القصير بوجود تكاليف الوكالة يصبح التدفق النقدي الحر غير مؤثر في الأداء المالي، وقد يعود ذلك إلى العلاقة السلبية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة.

في الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (الأداء المالي) يتحول إلى تأثير سلبي ومعنوي أيضاً، فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.0026 وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0001، وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي، لذا نقول هناك تأثير معنوي وسلبي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل الطويل بوجود تكاليف الوكالة.

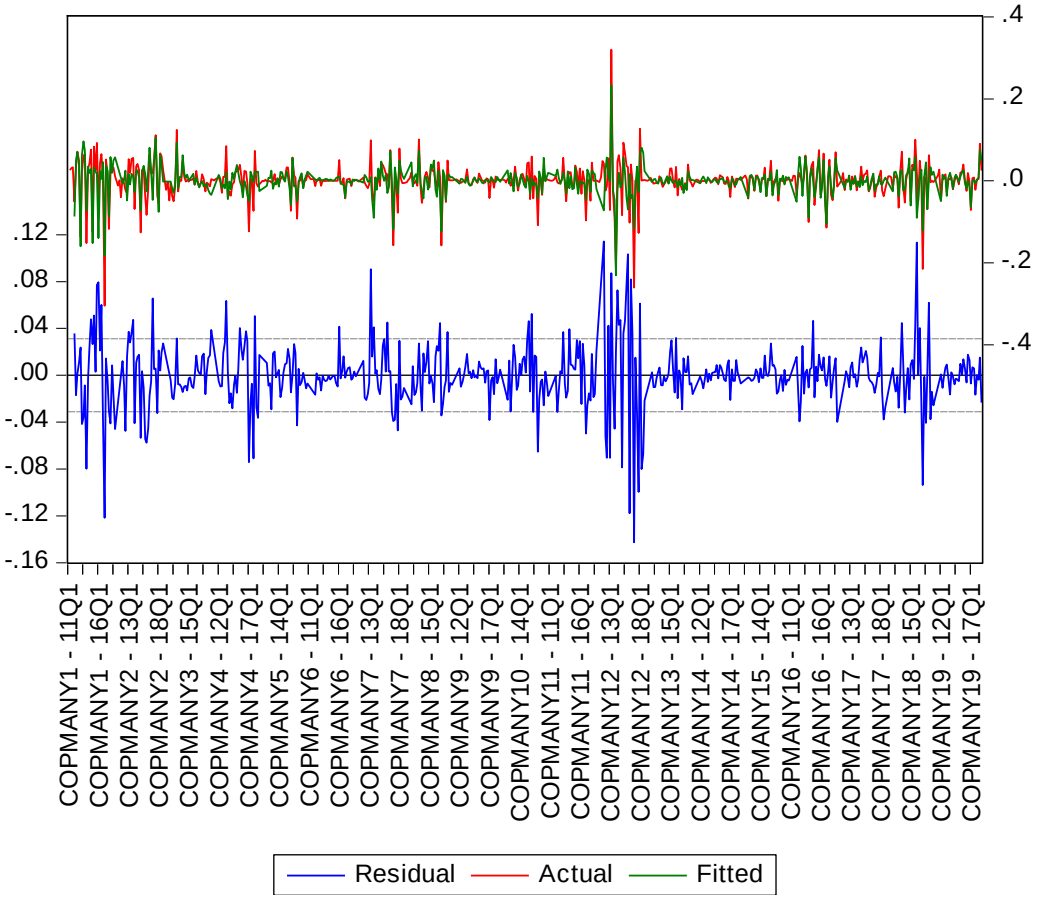
ولا بد من الإشارة إلى القيمة السالبة لمعامل التصحيح (−0.29)، وهي قيمة معنوية، أي إن 0.29% من الاختلالات في قيم الأداء المالي سيتم تصحيحها خلال وحدة الزمن، أي خلال عام بدلالة التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة. أي إن الاختلافات بين القيم الفعلية للأداء المالي والقيم التي سيتم تقديرها وفق النموذج ستصحح بمقدار 0.29% كل عام.

الخطوة الثالثة: تقدير جودة تمثيل النموذج

بعد تقدير النموذج والتوصل إلى النتيجة لا بد من التحقق من أن النموذج المقترح للعلاقة يخلو من المشكلات القياسية. وفيما يأتي اختبارات هذه المشكلات:

اولا–مقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة وفق النموذج:

أُعيد حساب قيمة الأداء المالي للشركات المدروسة وفق النموذج المقترح ومقارنتها بالقيم الفعلية للوقوف على مقار الفروق والتمايز بين هذه القيم، وهي مبينة في الشكل التالي:

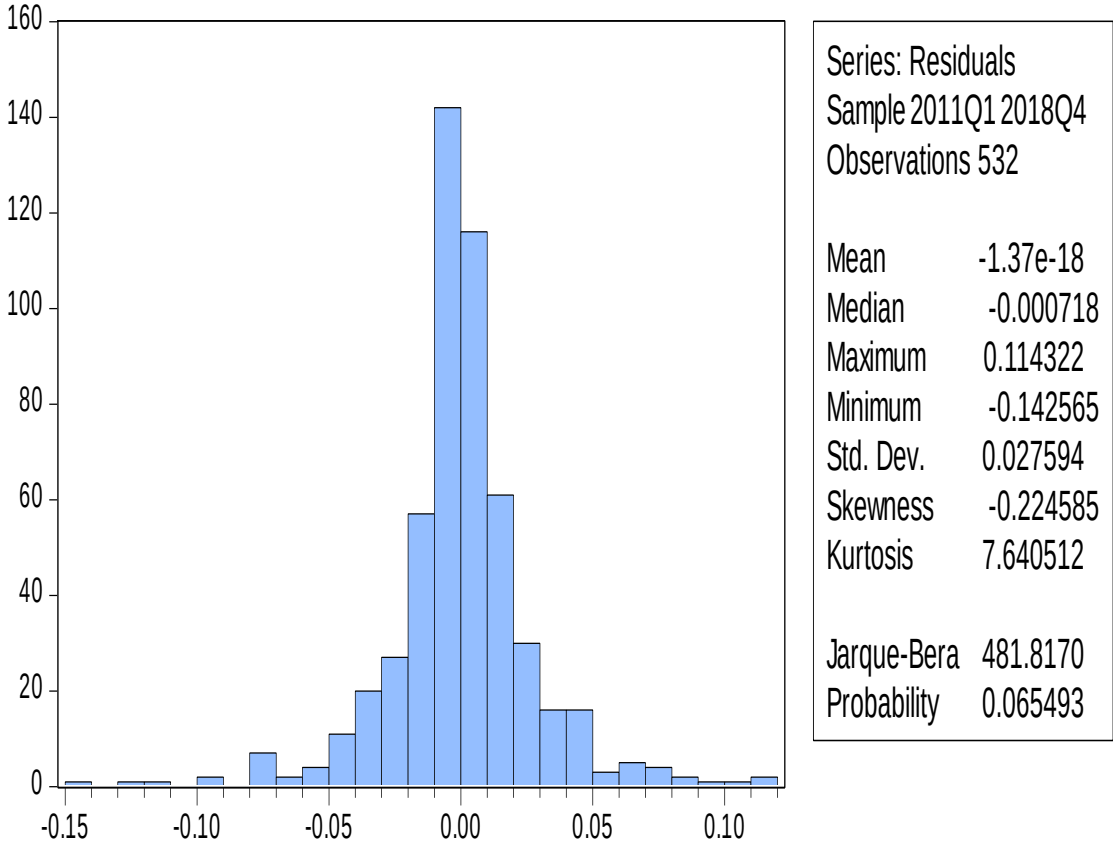


الشكل (3-12) مقارنة القيم الفعلية مع القيم المقدرة وفق النموذج

من الشكل السابق نجد أن القيم الفعلية قريبة جداً من القيم المقدرة وفق النموذج، كما أن الفروق في أغلبها في حدود مجال الثقة، فالنموذج المقترح يمثل تمثيلا جيدا العلاقة بين الأداء المالي والتدفقات النقدية الحرة بوجود تكاليف الوكالة.

ثانيا-اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الشكل السابق يعطي صورة مبدئية عن جودة تمثيل النموذج، ولكن لابد من اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي والتأكد من أن البواقي تتوزع عشوائياً وأن جودة تمثيل النموذج جيدة. والشكل الآتي يبين اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:



الشكل (3-13) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

نجد أن قيمة الإحصائية 481.8170 بقيمة احتمالية 0.065 وهي أكبر من 0.05. أي إن توزيع البواقي توزيع طبيعي.

بعد التأكد من خلو النموذج من المشكلات القياسية يمكن قبول الفرضية " تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً ذا دلالة معنوية في الأداء المالي بوجود متغير تكاليف الوكالة على المدى الطويل فقط للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

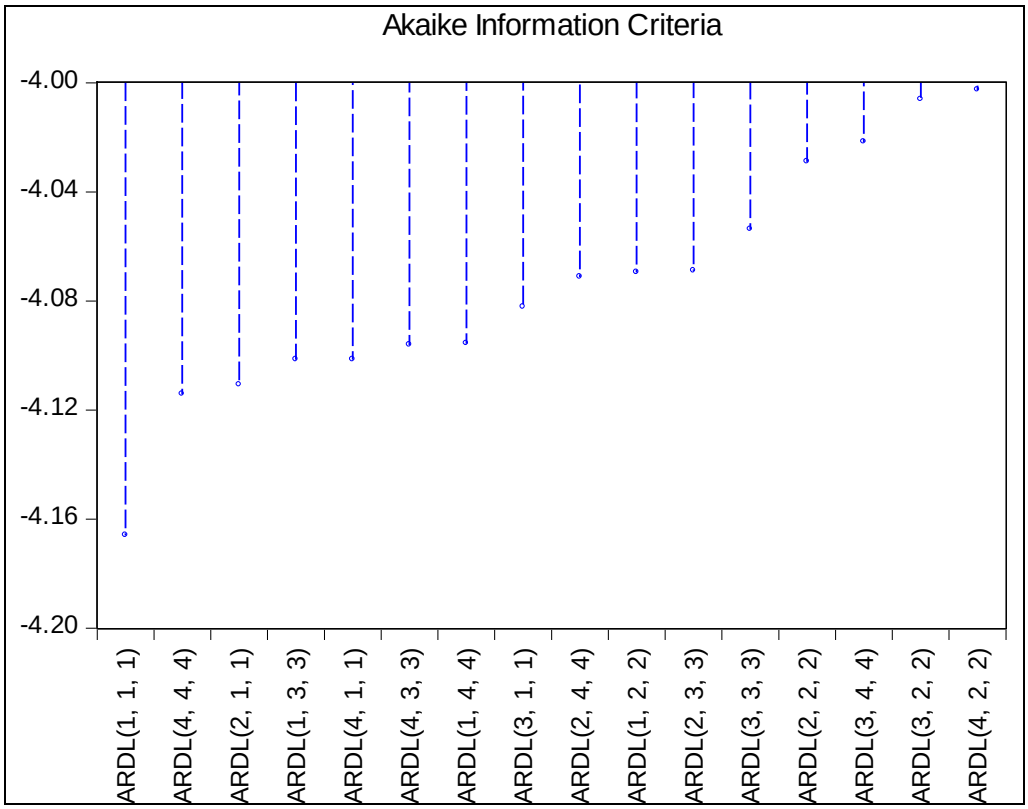
- **دراسة الأثر الوسيط لتكلفة الوكالة (المحسوبة بالطريقة الثانية) في العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات:**

وجدنا فيما سبق علاقة إيجابية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات وفي هذه الفقرة ستُدرس العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات بوجود المتغير (تكاليف الوكالة). والنتائج مبينة فيما يأتي:

لدراسة أثر التدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي بوجود تكاليف الوكالة اعتُمدت منهجية ARDL المبينة في الآتي:

الخطوة الأولى–تحديد درجات الإبطاء الأمثل:

لهذه الغاية تم الاعتماد على معيار معلومات Akaike كما هو مبين في الآتي:



الشكل (3–14) معيار معلومات Akaike

من الشكلين السابقين نجد أن أقل قيمة عند معيار معلومات Akaike هي عند نموذج (1,1,1) ولذا تم اختيار نموذج ARDL(1,1,14) وهذا يعني اختيار درجة إبطاء واحدة لمتغير الأداء المالي،

ودرجة إبطاء واحدة لمتغيري التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، لأن هذا النموذج يحقق أدنى قيمة لمعياري Akaike.

الخطوة الثانية: تقدير النموذج

يُعاد تقدير النموذج للحصول على المعلومات الخاصة بحركتي التوازن قصيرة وطويلة الأجل ومن ثم اشتقاق معادلة التكامل المشترك أي معادلة التوازن طويلة الأجل، ونتائج التقدير معروضة في الجدول الآتي:

الجدول (3-19) اشتقاق معادلة التكامل المشترك

Dependent Variable: D(Q)
Method: ARDL
Date: 03/02/21 Time: 21:53
Sample: 2011Q2 2018Q4
Included observations: 589
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): FCF AC
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 16
Selected Model: ARDL(1, 1, 1)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
		Long Run Equation		
0.1324	-1.507124	0.000222	-0.000335	FCF
0.8538	0.184376	0.000954	0.000176	AC
		Short Run Equation		
0.0000	-8.566734	0.030120	-0.258026	COINTEQ01
0.2793	1.083067	0.009569	0.010364	D(FCF)
0.2374	1.182859	0.072178	0.085376	D(AC)
0.0004	3.574975	0.002989	0.010685	C

0.043171	S.D. dependent var	0.000453	Mean dependent var
-4.123644	Akaike info criterion	0.038978	S.E. of regression
-3.557865	Schwarz criterion	0.805232	Sum squared resid
-3.903529	Hannan-Quinn criter.	1331.588	Log likelihood

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection.

يقسم الجدول السابق إلى قسمين الأول يمثل معلمات التوازن طويلة الأجل، والثاني يمثل معلمات التوازن قصيرة الأجل ونجد الآتي:

من الجدول (3-16) في الأجل القصير تؤثر(التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً معنوياً وإيجابياً في (الأداء المالي) فقيمة المعلمة تساوي 0.0056، وهي قيمة موجبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0421 وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي، ولذا نقول هناك تأثير معنوي وإيجابي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل القصير.

في الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (الأداء المالي) تأثير إيجابي ومعنوي أيضا فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.001، وهي قيمة موجبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0066 وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي، لذا نقول هناك تأثير معنوي، وإيجابي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل الطويل، لذا"" نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة (h1-1) أي وجود أثر ذي دلالة معنوية للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي للشركات دون وجود تكاليف الوكالة بوصفه متغيراً وسيطاً "".

و من الجدول (3-17) في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً معنوياً وسلبياً في (تكلفة الوكالة)، فقيمة المعلمة تساوي 0.038، وهي قيمة سالبة كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0339، وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي ولذا نقول هناك تأثير معنوي وسلبي للتدفقات النقدية الحرة في تكلفة الوكالة في الأجل القصير.

في الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (تكلفة الوكالة) تأثيرٌ سلبيٌّ ومعنويٌّ أيضاً فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.0003 وهي قيمة سالبة كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05 فالتأثير معنوي. ولذا نقول هناك تأثير معنوي وسلبي للتدفقات النقدية الحرة في تكلفة الوكالة في الأجل الطويل.

من الجدول (3-19) في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً غير معنوي في (الأداء المالي) فقيمة المعلمة تساوي 0.0103، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.279، وهي أكبر من 0.05 فالتأثير غير معنوي ولذا نقول في الأجل القصير بوجود تكاليف الوكالة يصبح التدفق النقدي الحر غير مؤثر في الأداء المالي وقد يعود ذلك إلى العلاقة السلبية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة.

وفي الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (الأداء المالي) يتحول إلى تأثير سلبي وغير معنوي أيضا فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.00033، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.1324، وهي أكبر من 0.05، فالتأثير غير معنوي؛ ولذا نقول هناك تأثير سلبي، ولكن غير معنوي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل الطويل بوجود تكاليف الوكالة، ولذا ""**تقبل فرضية العدم (H2-0) عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي بوجود متغير تكاليف الوكالة بوصفه متغيراً وسيطاً على المديين القصير و الطويل للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية**"".

3-2-2-النتائج:

- حالة حساب تكاليف الوكالة بالطريقة الأولى:

في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً غير معنوي في (الأداء المالي) فقيمةُ المعلمة تساوي 0.012، وهي قيمة موجبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.6169، وهي أكبر من 0.05، فالتأثير غير معنوي، لذا نقول في الأجل القصير بوجود تكاليف الوكالة يصبح التدفق النقدي الحر غير مؤثر في الأداء المالي، وقد يعود ذلك إلى العلاقة السلبية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة، وهذا يتعارض مع نظرية التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة ويتفق مع دراسة (صقر، منال،

الجاسم، مروان، 2019) ومع دراسة (Nobanee, Abraham, 2017) وكلا الدراستين بحثتا الأثر على المدى القصير والمتوسط.

في الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (الأداء المالي) يتحول إلى تأثير سلبي ومعنوي أيضاً، فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.0026، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.0001، وهي أقل من 0.05، فالتأثير معنوي لذا نقول هناك تأثير معنوي وسلبي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل الطويل بوجود تكاليف الوكالة، وهذا خلاف ما توصلت إليه دراسة (Lin et al, 2014) إذ تبين أن تكلفة الوكالة في حال وجود تدفق نقدي حر كبير توثر إيجاباً في الأداء المالي للشركات على المدى الطويل، في حين تشابهت نتائج هذه الدراسة مع ما توصلت إليه دراسة (Nekhili et al, 2014).

- في حالة حساب تكاليف الوكالة بالطريقة الثانية:

في الأجل القصير تؤثر (التدفقات النقدية الحرة) تأثيراً غير معنوي في (الأداء المالي) فقيمة المعلمة تساوي 0.0103، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.279، وهي أكبر من 0.05، فالتأثير غير معنوي، لذا نقول في الأجل القصير بوجود تكاليف الوكالة يصبح التدفق النقدي الحر غير مؤثر في الأداء المالي، وقد يعود ذلك إلى العلاقة السلبية بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة.

وفي الأجل الطويل نجد أن تأثير (التدفقات النقدية الحرة) في (الأداء المالي) يتحول إلى تأثير سلبي وغير معنوي أيضا فقيمة المعلمة الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة في الأجل الطويل تساوي 0.00033، وهي قيمة سالبة، كما أن قيمة PROB الخاصة بها تساوي 0.1324، وهي أكبر من 0.05 فالتأثير معنوي، لذا نقول هناك تأثير سلبي ولكن غير معنوي للتدفقات النقدية الحرة في الأداء المالي في الأجل الطويل بوجود تكاليف الوكالة.

الطريقة الثانية في حساب تكلفة الوكالة تظهر هذه التكلفة غير مؤثرة معنوياً في العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات على المديين الطويل والقصير مخالفة النتائج التي تم تسجيلها بواسطة Brush et al. (2000)، Wang (2010)، Nekhili et al. (2014).

3-2-3-التوصيات:

- أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي على المدى القصير والطويل الأجل، لذا ينبغي على الشركات المساهمة أن تقوم بتعزيز التدفقات النقدية الحرة لأن الأمر يفيد في تعزيز الأداء المالي، والتركيز على التدفق النقدي من العمليات التشغيلية لأنه يمثل أساس التدفقات النقدية الحرة.
- وجوب قيام الشركات المساهمة بزيادة التدفقات النقدية الحرة لما لها من تأثير سلبي في تكلفة الوكالة، إذ أظهرت النتائج أن زيادة التدفقات النقدية الحرة تؤدي إلى انخفاض تكاليف الوكالة.
- على الشركات المساهمة تخفيض تكاليف الوكالة قدر الإمكان وذلك لآثارها السلبية في العلاقة الإيجابية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي، إذ تصبح هذه العلاقة غير معنوية في الأجل القصير وتنقلب لتصبح سلبية في المدى الطويل، لذلك لابد من تخفيض تكاليف الوكالة وفق الوسائل المتاحة لاسيما تكلفة الفساد الإداري والمالي.

3-2-4-الدراسات المستقبلية:

إن البحث العلمي يجب أن يكون محرضاً ودافعاً لأبحاث مستقبلية تتناول الظاهرة المدروسة ليتم تطويرها بصورة دائمة، وانطلاقاً من هذا البحث فإن ثمة أبحاث مستقبلية ممكنة وضرورية ليس من أجل تأكيد نتائجه أو نفيها فحسب، بل يمكن لهذا البحث أيضاً أن يشكل ركيزة أساسية لأبحاث مستقبلية يمكن القيام بها، ويمكن ذكر أهم التوصيات المتعلقة بهذا الخصوص وفق الآتي:

- تشجيع الشركات المساهمة العاملة في سورية أو الباحثين الأكاديميين على دراسة مؤشرات جديدة لتكلفة الوكالة ولأداء الشركات مثل التقلبات في صافي الدخل والعائد السوقي للسهم.
- إعادة إجراء هذا البحث على الشركات المساهمة العاملة في سورية في ظروف مغايرة للظروف والأوضاع التي شهدتها سورية خلال فترة هذه الدراسة.

المراجع

المراجع العربية:

1- أحمد، عبدالناصر، الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة وجودة الأرباح وذلك من وجهة نظر محللي الائتمان في البنوك التجارية الأردنية ومحللي الأوراق المالية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2008.

2- أوصيف، لخضر، فرحات، عباس، دور حوكمة الشركات في معالجة مشكلات نظرية الوكالة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد24، 2018.

3- بركرومة، كريمة، عبيدات، عبادة، أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد13، العدد2، 2019.

4- بعيو، مفتاح محجوب، رجب، طاهر عبد السلام علي، الجبو، إسراء رمضان علي. (2020). أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات. مجلة البحوث الأكاديمية(العلوم التطبيقية)، (16)، 36-45.

5- بن عزيزة، صورية، زعيبط، نور الدين، أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة- حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد7، العدد11، 2019.

6- التميمي، عباس، 2008، أثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحوكمة في الشركات المملوكة للدولة- دراسة ميدانية في عينة من الشركات العراقية، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

7- الجبوري، نصيف جاسم، " مفاهيم نظرية الوكالة وانعكاساتها على نظم قياس الاداء والحوافز في بعض الشركات المساهمة العراقية "، اطروحة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد بجامعة بغداد ، كجزء من متطلبات شهادة الدكتوراه فلسفة في المحاسبة، 1999.

8- حفيضة، نسرين محمد،(2019). القدرة التفسيرية المتبادلة بين التدفقات النقدية و الربحية في شركات مؤشر البورصة المصرية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، (3)، 148-181.

9- حليمي، نبيل، جميلة، بلعشي، حفصي، رشيد، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم- دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 9، العدد3 مكرر، 2019.

10- الزيادات، صفوان عبد الكريم (2014). تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة و أثرها على أداء و قيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير في المحاسبة بجامعة اليرموك، الأردن.

11- سالم، عبد الرزاق و الخشارمة، حسين،(2007)،"المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 2،ص ص 348-362.

12- سمور، محمد، درغام، ماهر، أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد28، العدد3، 2020.

13- صقر، منال، الجاسم، مروان، (2019).العلاقة بين التدفق النقدي الحر و تكاليف الوكالة،دراسة مسحية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة حماه، 2(11)، 108-124.

14- عبد الرحيم، علي واخرون،" أساسيات التكاليف والمحاسبة الادارية "، ذات السلاسل للطباعة والنشر الكويت، 1990 .

15- عبد الوهاب، دادن، رشيد، حفصي، 2014، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي خلال الفترة 2006-2011، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد2

16- القالي، سميرة، 2018، استخدام النسب المالية في تقييم الأداء المالي في البنوك التجارية- دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري 2014-2016، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر.

17- قشطة، أحمد، تفسير العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والهيكل التمويلي- دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2020.

18- لصنوني، حفيظة، ميمون، إيمان، دور المبادئ الدولية لحوكمة الشركات حسب المنظمة الدولية للتعاون الاقتصادي والتنمية OCED في تخفيض الممارسات المحاسبية الاحتيالية " مشكلات

الوكالة"– دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد2، 2017.

19–محمود، محمد الخطيب. (2010). **الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات. ط:1**، الأردن. دار الحامد للنشر و التوزيع. ص45.

المراجع الأجنبية:

1. Abdulrahman, s(2014)"The Relationship Between Agency Cost And Financial Performance Of Firms Listed In Nairobi Securities Exchange" Master, University Of Nairobi, Kenya
2. Agala, Evans. (2018). Free Cash Flows, Agency Costs, Firm Characteristics and performance of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. Unpublished PHD Thesis, University of Nairobi, Kenya.
3. Agrawal A, and Knoeber C.R,(1996),"Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem Between Managers and Shareholders", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31Issue 3,pp.377-397.
4. Agrawal A., and Jayaraman N.,(1994),"The Dividend Policies of All-equity Firms: a Direct Test of the Free Cash Flow Theory".Managirial and Decision Economics ,Vol15 Issue 2, pp.13-148.
5. Asafu-Adjaye, John, 2000. "The relationship between energy consumption, energy prices and economic growth: time series evidence from Asian developing countries," Energy Economics, Elsevier, vol. 22(6), pages 615-625, December.
6. Auronen, Lauri, "Asymmetric Information: Theory and Applications", Tu-91.167 Seminar in Strategy and International Business, 2003.
7. Baltagi, B.H. and Kao, C. (2000), "Nonstationary Panels, Cointegration in Panels and Dynamic Panels: a Survey", Advances in Econometrics, 15, Elsevier Science, 7-51.
8. Baron, R. M. & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic and statistical considerations. Journal of Personality and Social Psychology, 51(6), 1173-1182.
9. Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property. McMillan: New York.
10. Bhattacharya, Nilabhra, Black Ervin L, Christensen Theodore E,(2003),"Assessing The Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings", Journal of Accounting and Economics. Vol. 36 Issues 1-3, pp.285-319.
11. Bhundia, A., 2012, A comparative study between free cash flows and earnings management, business intelligence journal, v5,no1.
12. Brigham , Eugene F., Ehrhardt, Michael C.(2008),"Financial Management : Theory and Practice ",12th, Published Mason, Oh: Thomson South Western.
13. Brush, H. Bromiley, p. & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. Strategic Management Journal, 21, 455-472.

14. Caplan, Robert S. and Atkinson, A., "Advanced Management Accounting", 2nd ed., Prentice Hall, USA, 1989.
15. Carson, D., Gilmore, A., Perry, C.& Gronhaug, K.(2001). Qualitative marketing research. SAGE publications: London.
16. Chang Shao-Chi, Chen Sheng-Syan, Hsing Ailing, Huang Chia Wei,(2007)."Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects Of Secured Debt Offerings", Review of Quantitative Finance and Accounting. Vol 28 Issue 2,pp.123-145.
17. Chen, pei-Chen and Shih- Chieh Fang. (2011). Can Agency Theory Disclose Organizational Commitment? Exploring Employees and Agency Workers, First International Technology Management Conference, Provider: IEEE.
18. Davis, J, Donaldson, L. & Schoorman, D. (1997). Towards a stewards a stewardship theory of management. Academy of Management Review,22(1), 3-47.
19. Dobbin, Frank; Jiwook Jung, (2010), "The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought Down The Economy and why it Might Again", Research in the Sociology of Organizations, Vol.30B,pp.29-64.
20. Easterbrook, F. H. (1984) "Two agency-cost explanations of dividends" American Economic Review 74, 650-659.
21. Eisenhardt, M.K., "Agency Theory: An Assessment and Review ", Academy of Management Review, Vol. (14), No. (1), 1989.
22. Engle, Robert F & Granger, Clive W J, 1987. "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing," Econometrica, Econometric Society, vol. 55(2), pages 251-276, March.
23. Eng,L.L.Mak, Y. T.,(2003),"Corporate Governance and Voluntary Disclosure ", Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 22, Issue 4,pp.325-345.
24. Fama, Eugene F.,(1980)"Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, Vol. 88, Issue 2, pp.288-307.
25. Florackis, Chrisostomos, (2008), "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms". International Journal of Managerial Finance. Vol.1 Issue 1,pp.37-59.
26. Gregory, A. (2005). The long-run abnormal performance of UK acquirers and the free cash flow hypothesis. Journal of Business Finance and Accounting, 32(5), 777-814.
27. Gul F.A.,(2001),"Free Cash Flow, Debt-Monitoring and Managers' LIFO/FIFO Policy Choice ", Journal of Corporate Finance, Vol.7 Issue 4,pp.475-492.
28. Hackel Kenneth S., Livnat Joshua , (1996), "Cash Flow and Security Analysis", 2nth edition, Chicago, LL Irwin Professional Publishing.
29. Hau, Le(2017).Free Cash Flow and Firm Performance: Evidence From Sectoral Levels for Vietnamese Listed Firms. International Journal of

Advanced Engineering, Management And Science, Vol.3, No.4, pp296-300.
30. Hermalin, Benjamin E; Weisbach, Michael S. Fm, (1991),"The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance ", Financial Management , Vol. 20Issue 4, pp.101-112.
31. Hong, zhou, Yang Shuting and Zhang Meng (2012). Relationship Between Free Cash Flow and Financial Performance: Evidence From the Listed Real Estate Companies in China, International Conference on Innovation and Information Management, Vol.36.
32. Howton, Shawn D., Howton, Shelly W.; Perfect, Steven B.,(1998),"The Market Reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash, Flow". Journal of Financial Research. Vol. 21Issue 2,pp.219-228.
33. Im, K.S., Pesaran, M.H., and Shin, Y. (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", Journal of Econometrics, 115, 1, 53-74.
34. Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, Corporate finance and takeovers. American Economic Review, 76(2). 323-329.
35. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, (e), 305-360.
36. Johansen, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", Journal of Economic Dynamics and Control, 12, 231-254.
37. Johansen, S. and K. Juselius (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to Demand for Money" Oxford Bulletin of Economics and Statistics 52, 169-210
38. Jones, Stewart, et al., "Accounting Theory: A Contemporary-Review", Harcourt Brace and Company, Australia, 1995.
39. Junhong, Chu,(2011),"Agency Cost under the Restriction of Free Cash Flow", Journal of Service Science & Management, Vol. 4 Issue1,pp.79-85.
40. Khan, A & Kaleem, A & Nazir, M(2012)"Impact Of Financial Leverage On Agency Cost Of Free Cash Flow: Evidence From The Manufacturing sector Of Pakistan " Journal Of Basic And Applied Scientific Research, Vol.2 Nol.7, pp6694-6700.
41. Khidmat, W & Rehman, M. (2014). The impact of free cash flows and agency costs on firm performance-An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan. Journal of Financial Engineering, 1(3).pp1-25.
42. Lachheb, a, & slim, c. (2017). The impact of free cash flow and agency costs on firm performance. International Journal of Management and Applied Science, 7(3), pp.94-101.
43. Lan, Luh Luh, Heracleous, Loizos, (2010),"Rethinking Agency Theory: The View from Law" Academy of Management Review, VoI.35 Issue2,pp.294-314.
44. Lang, Larry H. P; Stulz, Rene M; Walkling, Ralph A.,(1991),"A Test of The Free cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns", Journal of Financial Economics, Vol.29 Issue 2,pp.315-336.

45. Lehan A,and Poulsen A,(1989),"Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", The Journal of Finance, Vol.44 Issue 3,pp.771-787.
46. Levin, A., Lin, C.F., and Chu., C.S.J. (2002), "Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties", Journal of Econometrics, 108, 1-24
47. Lin, L. & Lin, D. (2014). Agency cost of free cash flow and Bidders` long-run takeover performance. Universal Journal of Accounting and Finance, 2(1), 1-8.
48. Mills, John, Bible, Lynn, Mason, Richard,(2002),"Defining Free Cash Flow", CPA Journal , Vol.72 Issue 1,pp.36-41.
49. Min, J. H., and Prather, L. J.,(2001),"Tobin's Q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures". Global Finance Journal, Vol 12Issue 2, pp.267-283.
50. Modiglian, Franco, Merton H. Miller,(1958),"The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment". American Economic Review, Vol. Issue, 48, pp,261-297.
51. Modiglian, Franco, Merton H. Miller, (1961),"Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, Vol.34 Issue 4,pp.411-433.
52. Myers, Stewart C, (1977),"Determinants of Corporate Borrowing". Journal of Financial Economics, Vol5 Issue 2,pp.147-175.
53. Narayan, P. K. (2005)." The saving and investment nexus for China: evidence from cointegration tests". Applied Economics 37, pp. 1979-1990.
54. Nekhili, M. Amar, I. F. B.Chtioui, T. & Lakhal, F. (2014). Free cash flow and earnings management: the moderating role of governance and ownership. Journal of Financial Economics, 11(13), 847-875.

55. Nobanee, H, & Abraham, J.(2017). The impact of free cash flow, equity concentration and agency costs on firm`s profitability. Investment Management and Financial Innovations, 2, pp. 19-26.
56. Padilla, Alexander, "Agency Theory, Evolution, and Austrian Economics", 2006. www.mises.org/journals/scholar/padilla6.pdf
57. Padilla, Alexander, "Property Economics of Agency Problems", 2003. www.mises.org/journals/scholar/padilla3 .
58. Pedroni, P. (2004) "Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the Ppp Hypothesis". Econometric Theory, 20, 597-625.
59. Pesaran, H.M. (2003), "A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence", Mimeo, University of Southern California.
60. Pesaran, M. H. & Shin, Y. (1998), 'Generalized impulse response analysis in linear multivariate models', Economics Letters 58(1), 17–29

61. Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith, R. J. (2000), 'Structural analysis of vector error correction models with exogenous I(1) variables', Journal of Econometrics 97(2), 293–343.
62. Phillips, P.C.B. and Ouliaris, S. (1990) "Asymptotic Properties of Residual Based Tests for Cointegration". Econometrica, 58, 165-193
63. Phillips, P. C. B., and P. Perron. 1988." Testing for a unit root in time series regression". Biometrika 75: 335–346
64. Prinsloo, Frans; Rosenberg, David,(2004),"Free Cash Flow: A Panacea of Financial Analysis?", Accountancy SA, Financial Analysis. Pp.12-70.
65. Proctor, S.(1998). Philosophy and methods of research process: the case of realism. Nurse Researcher,5(4),73-90.
66. Rose, C.,(2007),"Can Institutional Investors Fix the Corporate Governance Problem? Some Danish Evidence." Journal of Management and Governance , Vol.11Issue 4 , pp.405-428.
67. Shankman, Neil A., "Reframing The Debate between Agency and Stakeholder Theories of The Firm", Journal of Business Ethics, May, 1999.
68. Smith, C.W.& Warner, J. B.(1979). On financial contracting : an analysis of bond covenants. Journal of Financial Economics, 7(79), 1-161.
69. Spence, M., "Job Market Signaling", The quarterly Journal of Economic, Vol. (87), No. (3), 1973.
70. Stulz, Rene M,(1990),"Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics, Vol. 26 Issue 1,pp.3-27.
71. Stulz, R, and H. Johnson,(1985), An analysis of secured debt, Journal of Financial Economics, Vol.14 Issue 4, pp.501-521.
72. Sunders, M., Lewis, p. & Thornhill, A.(2007). Research methods for business students (4^{th} ed). Prentice Hall Financial Times: Harlow.
73. Titman, Sheridan, Wessels, Roberto,(1988),"The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, Vol.43 Issue.1,pp.1-19.
74. Villalonga, Belen, " Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational and dynamic Effects", Journal of Economics Behavior and Organization, Vol. (42), 2000.
75. Vo, D.H & Nguyen, V.T.Y (2014)"Managerial Ownership Leverage And Dividend Policies : Empirical Evidence Form Vietnam'S Listed Firms" International Journal Of Economics And Finances, VoI6, No5, pp274-284.
76. Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. Journal of Service Science and Management, 3, 408-418.
77. Weiss, Neil S,; Yang, James G.S.,(2007),"The Cash Flow Statement: Problems with the Current Rules", CPA Journal, Vol.77 Issue 3,pp.26-31.
78. Wong, Jilnaught, "Agency Theory and Accounting Choices: a Contemporary Review ", edited by Jones et.al, Harcourt Brace Company, Australia, 1995.

79. Zurigat, Ziad, (2009),"Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure : Empirical Evidence from Jordan", Doctoral Theses, Heriot-Watt University.

المواقع الالكترونية:

1. **WWW .dse.com(موقع سوق دمشق للأوراق المالية)**
2. Encyclopedia of Business, "Agency Theory", 2006. www.referenceforbusiness.comlencyclopediallA-Ar/Agency-Theory.html

الملاحق:

ملحق رقم (1)

		الحالة 1 حسب طريقة قياس المتغير الوسيط " تكلفة الوكالة "				
		المتغير المستقل	مقياس التدفقات النقدية الحرة	(التدفق النقدي التشغيلي - ضريبة الدخل - الفوائد - التوزيعات النقدية للأسهم العادية والممتازة) / المبيعات		
		المتغير الوسيط	مقياس تكلفة الوكالة	معدل دوران الاصول طويلة الاجل = صافي المبيعات / الاصول طويلة الاجل		
		المتغير التابع	مقياس أداء الشركات المساهمة	معدل العائد على الاصول = صافي الدخل / متوسط الاصول طويلة الاجل		
				المتغير المستقل	المتغير الوسيط	المتغير التابع
	تسلسل المشاهدات	التسلسل	السنة المالية	مقياس التدفقات النقدية الحرة	مقياس تكلفة الوكالة	مقياس أداء الشركات المساهمة
شركة الأهلية للزيوت النباتية المساهمة المغفلة	1	1	31/03/2011	0.1513755	0.1851021	0.0009676 -
	2	2	30/06/2011	0.5375340 -	0.4294606	0.0250976
	3	3	30/09/2011	0.1738034 -	0.6822733	0.0556193
	4	4	31/12/2011	0.0707478 -	0.8210729	0.0890586
	5	5	31/03/2012	0.1783416 -	0.2114063	0.0376885
	6	6	30/06/2012	0.0641453	0.3907642	0.0700521
	7	7	30/09/2012	0.2457727 -	0.7461139	0.1411565
	8	8	31/12/2012	0.1597412	0.9092185	0.1912883
	9	9	31/03/2013	0.3226788	0.1382276	0.0553046
	10	10	30/06/2013	0.1515712 -	0.3109109	0.0770663
	11	11	30/09/2013	0.4256459	0.4464663	0.1372690
	12	12	31/12/2013	0.4435993	0.4801172	0.2032900
	13	13	31/03/2014	0.1300014 -	0.1458298	0.0513833
	14	14	30/06/2014	0.9096072	0.3087119	0.0830400
	15	15	30/09/2014	0.4379679	0.5536857	0.1248371
	16	16	31/12/2014	0.2098685	0.6632674	0.2013469
	17	17	31/03/2015	0.1460729	0.1870955	0.0760089
	18	18	30/06/2015	0.3757809	0.4222601	0.1596127
	19	19	30/09/2015	0.4421629	0.5714057	0.1859645
	20	20	31/12/2015	0.3907554	0.6690160	0.2786350
	21	21	31/03/2016	0.1064921	0.1296245	0.2187319
	22	22	30/06/2016	1.7179372	0.2558441	0.2632500
	23	23	30/09/2016	0.9344507	0.3822678	0.3282972
	24	24	31/12/2016	1.0955981	0.4641869	0.3365630
	25	25	31/03/2017	0.1659119	0.1578990	0.0320500
	26	26	30/06/2017	4.0159548 -	0.3839588	0.0844440
	27	27	30/09/2017	1.5816482 -	0.6410925	0.1039849
	28	28	31/12/2017	0.8407318 -	0.7978224	0.0135844 -
	29	29	31/03/2018	0.7217658 -	0.2085824	0.0031006
	30	30	30/06/2018	0.0519092 -	0.4690331	0.0313593
	31	31	30/09/2018	0.0101993 -	0.7412275	0.0639677
	32	32	31/12/2018	0.0933462	0.9940172	0.0754174
شركة الأهلية للنقل	33	1	31/03/2011	0.16927354	0.299008278	0.024981576
	34	2	30/06/2011	-0.002497361	0.524077181	0.013625186

0.014823228	0.724637481	0.045902449	30/09/2011	3	35	
-0.024976637	0.971593664	-0.003946893	31/12/2011	4	36	
-0.019038038	0.165371877	0.177464963	31/03/2012	5	37	
-0.025358862	0.383977573	-0.003387515	30/06/2012	6	38	
-0.047993358	0.532707439	0.076195272	30/09/2012	7	39	
-0.079132377	0.691156299	0.060154064	31/12/2012	8	40	
-0.026060719	0.17204721	0.033355257	31/03/2013	9	41	
-0.007073333	0.373827206	-0.056341472	30/06/2013	10	42	
0.046540606	0.688706289	-0.023372895	30/09/2013	11	43	
0.102416316	1.043691589	0.022712019	31/12/2013	12	44	
0.033759564	0.329692545	0.049882096	31/03/2014	13	45	
0.068840308	0.697630633	0.12587036	30/06/2014	14	46	
0.109817796	1.032164933	0.163340714	30/09/2014	15	47	
0.135700655	1.431197495	0.16813348	31/12/2014	16	48	
0.009632683	0.397992861	0.12466921	31/03/2015	17	49	
0.036099919	0.91224591	-0.05882597	30/06/2015	18	50	
0.062237628	1.420966942	0.054695183	30/09/2015	19	51	
0.024289655	1.885684026	0.037503634	31/12/2015	20	52	
-0.058672362	0.404226638	0.046474053	31/03/2016	21	53	
-0.079065999	0.882712439	-0.010477309	30/06/2016	22	54	
-0.015889832	1.618840162	0.041842814	30/09/2016	23	55	
0.001561412	2.167543772	0.014813432	31/12/2016	24	56	
0.020690601	0.587269275	0.040627677	31/03/2017	25	57	
0.071358165	1.188081443	0.008728371	30/06/2017	26	58	
0.182679649	2.343399898	0.059916893	30/09/2017	27	59	
0.146479218	2.669789058	0.105892413	31/12/2017	28	60	
0.091678089	0.789087152	0.040864532	31/03/2018	29	61	
0.158986223	1.492135932	0.226673166	30/06/2018	30	62	
0.2187722	2.144904638	0.137730956	30/09/2018	31	63	
0.244099282	2.551655056	0.110540508	31/12/2018	32	64	
0.027987886	0.116324927	-0.050623816	31/03/2011	1	65	شركة المجموعة المتحدة للدعاية و الاعلان
0.005995504	0.167800664	0.763357275	30/06/2011	2	66	
0.003452012	0.23550468	0.069755555	30/09/2011	3	67	
-0.044612002	0.274827561	0.062482372	31/12/2011	4	68	
-0.05052983	0.009710943	0.472026909	31/03/2012	5	69	
-0.08787666	0.035052989	0.632923294	30/06/2012	6	70	
-0.137651932	0.034498529	0.268834594	30/09/2012	7	71	
-0.151696805	0.06432194	0.136965519	31/12/2012	8	72	
-0.0271881	-0.000841687	-0.002174824	31/03/2013	9	73	
-0.05271882	-0.006479481	3.729247041	30/06/2013	10	74	
-0.051022893	0.011912057	0.958817013	30/09/2013	11	75	
-0.050834692	0.037645023	-0.722926049	31/12/2013	12	76	
-0.002541724	0.021000377	-0.262318098	31/03/2014	13	77	
0.006486612	0.048032606	0.020482571	30/06/2014	14	78	
0.004442602	0.063862557	-0.059423442	30/09/2014	15	79	
0.006736038	0.087670545	-0.044799138	31/12/2014	16	80	
0.004825932	0.034871793	-0.090743021	31/03/2015	17	81	

0.008204274	0.071366989	0.050618748	30/06/2015	18	82	
0.010307862	0.106427762	0.070194597	30/09/2015	19	83	
0.016748419	0.148025857	0.04645191	31/12/2015	20	84	
0.007062057	0.036782775	0.068833491	31/03/2016	21	85	
0.031447033	0.093731906	0.122445765	30/06/2016	22	86	
0.027722244	0.133064553	0.048962723	30/09/2016	23	87	
0.013775776	0.153437274	0.036751065	31/12/2016	24	88	
0.009091076	0.03631929	0.054378831	31/03/2017	25	89	
0.02515425	0.096396623	-0.198764832	30/06/2017	26	90	
0.029383278	0.133072574	-0.083356105	30/09/2017	27	91	
0.00350159	0.173290511	-0.025550328	31/12/2017	28	92	
-0.000544968	0.020663025	-0.028833284	31/03/2018	29	93	
-0.00836822	0.035310584	0.012496995	30/06/2018	30	94	
-0.02193579	0.050334934	0.032287103	30/09/2018	31	95	
-0.017644366	0.07419071	0.07706187	31/12/2018	32	96	
0.000139991	0.007464916	4.262920841	31/03/2011	1	97	المصرف العربي - سورية
0.001297097	0.018120698	-13.35620067	30/06/2011	2	98	
0.00580938	0.02834337	-4.082853966	30/09/2011	3	99	
0.012337547	0.037102532	-1.26925265	31/12/2011	4	100	
0.021846208	0.009172716	0.025457247	31/03/2012	5	101	
0.017901312	0.014753035	6.654482825	30/06/2012	6	102	
-0.010900792	0.020952392	6.95385595	30/09/2012	7	103	
-0.001187202	0.024844391	3.045825711	31/12/2012	8	104	
0.008750215	0.00453911	4.265103855	31/03/2013	9	105	
0.093390606	0.007434349	-2.379603233	30/06/2013	10	106	
0.051320444	0.012284978	10.31524885	30/09/2013	11	107	
0.025844486	0.017830984	5.905740219	31/12/2013	12	108	
-0.010117612	0.001839347	10.05054677	31/03/2014	13	109	
-0.018737903	0.005110492	-2.37996319	30/06/2014	14	110	
-0.022710374	0.00705587	-9.039230573	30/09/2014	15	111	
-0.001911565	0.017295102	-0.26005234	31/12/2014	16	112	
0.021672075	0.006957113	-1.226264957	31/03/2015	17	113	
0.046984688	0.011012395	7.573562037	30/06/2015	18	114	
0.086188457	0.015304434	5.678302319	30/09/2015	19	115	
0.095783294	0.021344798	3.923756639	31/12/2015	20	116	
0.06894768	0.003709821	1.030436349	31/03/2016	21	117	
0.093086157	0.012354093	15.34584829	30/06/2016	22	118	
0.116263097	0.015832787	9.259205134	30/09/2016	23	119	
0.111541398	0.019342111	4.956368108	31/12/2016	24	120	
-0.012043621	0.003539669	7.216666606	31/03/2017	25	121	
-0.012068724	0.007842609	14.34969342	30/06/2017	26	122	
-0.006396377	0.011239732	0.441028662	30/09/2017	27	123	
-0.079428414	0.019435553	2.314772908	31/12/2017	28	124	
-0.006345093	0.003298576	4.071321337	31/03/2018	29	125	
-0.012068199	0.007686129	26.53265623	30/06/2018	30	126	
-0.0258502	0.008506302	-2.156139287	30/09/2018	31	127	
-0.033890218	0.012711957	-1.949311026	31/12/2018	32	128	
0.001727887	0.005650434	1.699349766	31/03/2011	1	129	بنك بيبلوس سورية

0.002205168	0.010627896	16.75654035	30/06/2011	2	130	
0.001002275	0.016385152	18.56889041	30/09/2011	3	131	
0.003644296	0.023706715	12.5592544	31/12/2011	4	132	
0.002240413	0.006713981	7.359908343	31/03/2012	5	133	
0.00085288	0.012824794	10.44037131	30/06/2012	6	134	
0.000713853	0.017804213	12.79587097	30/09/2012	7	135	
-0.003613681	0.028069503	9.023546254	31/12/2012	8	136	
-0.003972866	0.007073291	2.006111513	31/03/2013	9	137	
0.012206928	0.005120649	3.548739309	30/06/2013	10	138	
0.003210957	0.007264013	-1.021126504	30/09/2013	11	139	
0.009676892	0.014653181	19.74883706	31/12/2013	12	140	
0.000118038	0.001603673	-5.088136738	31/03/2014	13	141	
0.00351405	0.006525051	0.940375625	30/06/2014	14	142	
0.013825837	0.007382565	9.405389544	30/09/2014	15	143	
0.02022583	0.016104881	12.55238515	31/12/2014	16	144	
0.027769643	0.005069503	9.480106737	31/03/2015	17	145	
0.060760588	0.011840496	-33.48996413	30/06/2015	18	146	
0.093233281	0.018832866	-4.815822882	30/09/2015	19	147	
0.088599888	0.02311131	-6.573205343	31/12/2015	20	148	
0.015164859	0.005613556	-5.357340367	31/03/2016	21	149	
0.071799072	0.013370051	22.35745402	30/06/2016	22	150	
0.085280609	0.015841344	10.29908639	30/09/2016	23	151	
0.093401491	0.021989843	9.437412272	31/12/2016	24	152	
0.001226293	0.004502948	0.913241129	31/03/2017	25	153	
0.001576814	0.009930775	18.41662568	30/06/2017	26	154	
0.001650571	0.014120977	19.14887985	30/09/2017	27	155	
0.01427325	0.022692775	9.982008365	31/12/2017	28	156	
-0.001724002	0.004756814	6.743286947	31/03/2018	29	157	
-0.002613591	0.009210054	7.166739882	30/06/2018	30	158	
-0.000633856	0.016155702	3.51913762	30/09/2018	31	159	
0.015050737	0.023380883	1.82917065	31/12/2018	32	160	
0.003578983	0.006716458	-1.561810098	31/03/2011	1	161	المصرف الدولي للتجارة و التمويل
0.007623603	0.015568908	-1.642007944	30/06/2011	2	162	
0.011758031	0.024491925	6.048905837	30/09/2011	3	163	
0.016415657	0.034568991	2.231430459	31/12/2011	4	164	
0.003500084	0.020361976	0.153382807	31/03/2012	5	165	
0.004549646	0.018758697	1.874682231	30/06/2012	6	166	
0.005732129	0.026464706	4.04421932	30/09/2012	7	167	
0.011565308	0.033234085	4.152500636	31/12/2012	8	168	
-0.0004644	0.006782404	4.244544822	31/03/2013	9	169	
0.000822364	0.012161047	4.008007604	30/06/2013	10	170	
0.000188657	0.021534544	5.316741579	30/09/2013	11	171	
0.0000405552	0.028269529	3.366736456	31/12/2013	12	172	
0.0000032008	0.005394476	4.975303781	31/03/2014	13	173	
0.0000153227	0.0095656	7.175226973	30/06/2014	14	174	
0.0000489509	0.014618832	5.973492259	30/09/2014	15	175	
0.0000754477	0.021785203	2.167352309	31/12/2014	16	176	
0.0000286292	0.008041271	1.602474891	31/03/2015	17	177	

0.000259759	0.017877638	1.432217994	30/06/2015	18	178	
0.000257049	0.025420271	-6.786999248	30/09/2015	19	179	
0.000237766	0.032965662	-4.166023933	31/12/2015	20	180	
0.051346656	0.011750301	-2.331786813	31/03/2016	21	181	
0.043989543	0.017686403	24.43515414	30/06/2016	22	182	
0.039651468	0.024135225	5.736889608	30/09/2016	23	183	
0.046196837	0.036050727	6.131520266	31/12/2016	24	184	
0.003277392	0.005827466	5.271340102	31/03/2017	25	185	
0.005950747	0.015110084	9.566080837	30/06/2017	26	186	
0.009921793	0.021733302	1.664838985	30/09/2017	27	187	
0.0156395	0.030962204	5.693071401	31/12/2017	28	188	
0.002779054	0.006927582	2.395340213	31/03/2018	29	189	
0.003869018	0.013117106	5.28528039	30/06/2018	30	190	
0.006795426	0.019347456	0.71181006	30/09/2018	31	191	
0.008723992	0.022668331	-6.491087688	31/12/2018	32	192	
0.002130345	0.00480733	2.103932757	31/03/2011	1	193	بنك الاردن سورية
0.000227921	0.010520696	12.65256316	30/06/2011	2	194	
0.001789824	0.016068906	9.378600952	30/09/2011	3	195	
0.005863846	0.020815784	6.715345217	31/12/2011	4	196	
0.013776636	0.005139132	6.647521703	31/03/2012	5	197	
0.009578882	0.011992418	29.30186093	30/06/2012	6	198	
-0.002771293	0.01291397	15.15486795	30/09/2012	7	199	
-0.021062401	0.019887162	14.76551266	31/12/2012	8	200	
-0.02930214	0.003717308	7.429893439	31/03/2013	9	201	
0.069773683	0.003563823	6.945880415	30/06/2013	10	202	
0.040330624	0.003931351	45.50170458	30/09/2013	11	203	
-0.009097956	-0.003155854	42.15627728	31/12/2013	12	204	
-0.000618802	-0.00265385	-65.16306983	31/03/2014	13	205	
-0.018373676	-0.005795771	25.7027931	30/06/2014	14	206	
0.000168224	-0.00794775	2.423845303	30/09/2014	15	207	
-0.012330145	-0.012547392	-2.274534897	31/12/2014	16	208	
0.031073482	-0.002597467	-3.485418998	31/03/2015	17	209	
0.069332229	-0.004562344	-3.156061101	30/06/2015	18	210	
0.100125228	-0.001566637	8.174829262	30/09/2015	19	211	
0.118126107	0.006517571	30.08836009	31/12/2015	20	212	
0.133636739	0.007850944	0.639735933	31/03/2016	21	213	
0.119925265	0.016567414	0.989175847	30/06/2016	22	214	
0.194960309	0.041740191	3.172544419	30/09/2016	23	215	
0.158072749	0.045970109	2.310030352	31/12/2016	24	216	
0.000947776	0.006634475	2.70077303	31/03/2017	25	217	
-0.004189647	0.009646404	-3.756821883	30/06/2017	26	218	
-0.004801657	0.015703804	0.346979501	30/09/2017	27	219	
-0.082629864	0.020644219	2.932437378	31/12/2017	28	220	
-0.003860071	0.004523137	6.489643116	31/03/2018	29	221	
0.002210433	0.007298038	8.555900971	30/06/2018	30	222	
-0.003285262	0.009798358	24.62283042	30/09/2018	31	223	
-0.009125458	0.017543215	19.50469195	31/12/2018	32	224	
-0.002345713	0.002014934	40.20891109	31/03/2011	1	225	بنك الشرق

-0.005636583	0.00435542	-5.830094722	30/06/2011	2	226	
-0.003757056	0.005800317	2.361030001	30/09/2011	3	227	
0.003089947	0.010247653	15.95371314	31/12/2011	4	228	
0.02330002	0.005365445	17.63276513	31/03/2012	5	229	
0.017432358	0.008825939	33.17927005	30/06/2012	6	230	
0.011373258	0.015454991	2.41262468	30/09/2012	7	231	
0.013139931	0.019755063	-0.065996357	31/12/2012	8	232	
0.000959811	0.004826642	4.551133453	31/03/2013	9	233	
0.101816803	0.012724689	-0.620980978	30/06/2013	10	234	
0.0861757	0.019109256	15.18594505	30/09/2013	11	235	
0.032620434	0.023753469	9.416064333	31/12/2013	12	236	
0.008602986	0.003749858	8.396073529	31/03/2014	13	237	
0.019650325	0.011678745	4.089818235	30/06/2014	14	238	
0.041280845	0.01461613	7.249897522	30/09/2014	15	239	
0.049207563	0.019230452	8.968968893	31/12/2014	16	240	
0.033379528	0.008858971	12.75084541	31/03/2015	17	241	
0.072558309	0.021395979	-14.49234264	30/06/2015	18	242	
0.096680131	0.026463318	1.726462212	30/09/2015	19	243	
0.123088607	0.036683432	3.071431572	31/12/2015	20	244	
0.117701219	0.017766428	2.413614942	31/03/2016	21	245	
0.103811947	0.022823235	-2.555840759	30/06/2016	22	246	
0.149503985	0.035193397	6.516750166	30/09/2016	23	247	
0.15868987	0.041677913	-0.698753339	31/12/2016	24	248	
0.001192078	0.010412561	1.328264671	31/03/2017	25	249	
0.003217833	0.019373606	8.306162328	30/06/2017	26	250	
0.005615397	0.024593523	-2.743337082	30/09/2017	27	251	
-0.046344458	0.026494808	3.314640448	31/12/2017	28	252	
0.003343107	0.007749846	4.4068777	31/03/2018	29	253	
0.004857415	0.013029846	4.237566337	30/06/2018	30	254	
0.006492651	0.019103496	5.736704729	30/09/2018	31	255	
0.007584194	0.026035899	4.644264108	31/12/2018	32	256	
0.001623594	0.006913525	-0.306385899	31/03/2011	1	257	بنك بيمو السعودي الفرنسي
0.004488407	0.015938299	-3.750422458	30/06/2011	2	258	
0.00793188	0.026616628	2.154179293	30/09/2011	3	259	
0.008718753	0.040102577	-0.018139502	31/12/2011	4	260	
0.007827876	0.007202257	-0.673504303	31/03/2012	5	261	
0.002966539	0.013979854	15.90473089	30/06/2012	6	262	
0.00142084	0.02034874	11.70233008	30/09/2012	7	263	
0.000491182	0.026004708	8.166841321	31/12/2012	8	264	
0.003116874	0.005561289	6.869399685	31/03/2013	9	265	
0.031532557	0.007075154	7.087236902	30/06/2013	10	266	
0.025805576	0.012996654	48.61497685	30/09/2013	11	267	
0.016884365	0.019448982	23.0151454	31/12/2013	12	268	
0.006071397	0.005697605	12.48296951	31/03/2014	13	269	
0.01021031	0.009915059	19.26085079	30/06/2014	14	270	
0.0170418	0.013967191	14.57192498	30/09/2014	15	271	
0.016793178	0.01978467	11.89379742	31/12/2014	16	272	
0.011530242	0.006078779	6.750174209	31/03/2015	17	273	

0.029252864	0.013605382	9.253335277	30/06/2015	18	274	
0.037725962	0.02018301	4.570856478	30/09/2015	19	275	
0.038820381	0.028306741	6.797207611	31/12/2015	20	276	
0.038465986	0.008937428	3.23701939	31/03/2016	21	277	
0.034348229	0.013376608	14.28980004	30/06/2016	22	278	
0.040647306	0.018343814	1.436542986	30/09/2016	23	279	
0.044045815	0.027371235	3.057501085	31/12/2016	24	280	
0.001753761	0.008243793	-2.759408268	31/03/2017	25	281	
0.006511286	0.01700311	5.308432393	30/06/2017	26	282	
0.008224054	0.022777475	-0.112129565	30/09/2017	27	283	
-0.00834434	0.030185021	1.085252075	31/12/2017	28	284	
0.001969934	0.008446034	2.615290175	31/03/2018	29	285	
0.004830345	0.016483091	0.860003524	30/06/2018	30	286	
0.006959961	0.024169282	3.072258332	30/09/2018	31	287	
0.009191013	0.032602527	4.410830022	31/12/2018	32	288	
0.001580972	0.006499211	4.398323606	31/03/2011	1	289	بنك عوده - سورية
0.004407136	0.015205334	-16.8024723	30/06/2011	2	290	
0.005844336	0.024430993	-0.179877017	30/09/2011	3	291	
0.001803459	0.034268797	-2.083448812	31/12/2011	4	292	
0.006686776	0.025261569	-2.551677925	31/03/2012	5	293	
0.012135961	0.015210602	-1.13436716	30/06/2012	6	294	
0.000065974	0.023353345	2.428783956	30/09/2012	7	295	
0.00011247	0.032710637	-0.211338973	31/12/2012	8	296	
0.0000441319	0.005250024	-3.168885594	31/03/2013	9	297	
0.034808576	0.009643215	-4.912443779	30/06/2013	10	298	
0.029560009	0.017321557	0.278955966	30/09/2013	11	299	
0.005818769	0.026637643	1.669637225	31/12/2013	12	300	
0.008711442	0.007553809	0.498281162	31/03/2014	13	301	
0.023756801	0.012345492	4.700380773	30/06/2014	14	302	
0.041103438	0.016643752	4.822041256	30/09/2014	15	303	
0.045960046	0.023073872	5.06126557	31/12/2014	16	304	
0.031608421	0.00805997	5.44391846	31/03/2015	17	305	
0.073747346	0.01383581	-10.48004631	30/06/2015	18	306	
0.118912178	0.02211215	1.837742731	30/09/2015	19	307	
0.07426023	0.024918814	0.753779828	31/12/2015	20	308	
0.133737841	0.010730957	-0.17813264	31/03/2016	21	309	
0.091047706	0.011875534	15.65713695	30/06/2016	22	310	
0.103021846	0.014965478	4.766196129	30/09/2016	23	311	
0.108229218	0.020280462	2.446002027	31/12/2016	24	312	
0.000072118	0.003792276	5.644119823	31/03/2017	25	313	
0.002763247	0.007484353	-43.82424074	30/06/2017	26	314	
0.00516252	0.01098039	-21.36388696	30/09/2017	27	315	
-0.029274292	0.015070224	-15.29201733	31/12/2017	28	316	
0.00090053	0.002985594	-8.873430895	31/03/2018	29	317	
0.003197678	0.006785083	66.2303813	30/06/2018	30	318	
0.007595199	0.010876509	2.473471675	30/09/2018	31	319	
0.009503392	0.015145589	9.57109873	31/12/2018	32	320	
0.000436868	0.004245247	12.33937498	31/03/2011	1	321	فرَنسَبنك - سورية

0.000752531	0.008391511	-6.885139157	30/06/2011	2	322	
0.001376999	0.01179622	-8.074523566	30/09/2011	3	323	
0.004833513	0.015793326	-0.244739434	31/12/2011	4	324	
0.015801868	0.004628817	-0.464322627	31/03/2012	5	325	
0.01220474	0.010212327	-4.472799731	30/06/2012	6	326	
0.005621047	0.016872241	1.202899238	30/09/2012	7	327	
0.001679194	0.021553546	-0.136093709	31/12/2012	8	328	
0.005581022	0.005156884	3.969604968	31/03/2013	9	329	
0.061900958	0.006113126	-4.506756134	30/06/2013	10	330	
0.054537919	0.011724401	29.29807517	30/09/2013	11	331	
0.004654656	0.015001819	16.01448911	31/12/2013	12	332	
0.013943332	0.004090507	13.48421129	31/03/2014	13	333	
0.035108858	0.009212423	12.93911119	30/06/2014	14	334	
0.055836696	0.014299333	0.556261873	30/09/2014	15	335	
0.043931987	0.015891647	9.012099427	31/12/2014	16	336	
0.031801815	0.005354547	9.716672767	31/03/2015	17	337	
0.068900292	0.010267043	-3.658752511	30/06/2015	18	338	
0.090461552	0.013638816	0.927852792	30/09/2015	19	339	
0.073349225	0.016927609	5.524240361	31/12/2015	20	340	
0.10370042	0.007083352	5.979408226	31/03/2016	21	341	
0.071854418	0.008919151	23.78561793	30/06/2016	22	342	
0.095197088	0.01363322	16.48447757	30/09/2016	23	343	
0.097231732	0.021374136	10.51333347	31/12/2016	24	344	
0.00083051	0.005649624	8.639500837	31/03/2017	25	345	
0.002806347	0.012837216	-13.14916891	30/06/2017	26	346	
0.004269373	0.019950891	0.928190788	30/09/2017	27	347	
-0.044577435	0.02429584	2.878458957	31/12/2017	28	348	
0.0000371974	0.003712425	5.722701043	31/03/2018	29	349	
0.000464162	0.007631648	6.100643268	30/06/2018	30	350	
0.000951807	0.011081292	-5.099573512	30/09/2018	31	351	
0.001918894	0.014361596	3.959475522	31/12/2018	32	352	
0.00068994	0.001638412	-25.45457391	31/03/2011	1	353	بنك قطر الوطني سورية
-0.002152915	0.003843828	36.58456151	30/06/2011	2	354	
0.005958572	0.006571915	8.218044914	30/09/2011	3	355	
0.053961798	0.010924252	-7.694007385	31/12/2011	4	356	
0.09643837	0.00552516	-2.88601771	31/03/2012	5	357	
0.072610966	0.010693962	8.331195156	30/06/2012	6	358	
0.059036412	0.015328014	8.966307965	30/09/2012	7	359	
0.113965432	0.01812927	7.065535202	31/12/2012	8	360	
0.042538713	0.003907416	10.47398421	31/03/2013	9	361	
0.362659578	0.006788543	89.58227893	30/06/2013	10	362	
0.336135524	0.011664395	47.1975024	30/09/2013	11	363	
0.244102987	0.017998973	26.87377576	31/12/2013	12	364	
0.032948579	0.005865044	13.93332598	31/03/2014	13	365	
0.079757947	0.009721841	9.430199177	30/06/2014	14	366	
0.142428036	0.012184207	11.67321847	30/09/2014	15	367	
0.173721631	0.014498628	15.46286031	31/12/2014	16	368	
0.089888316	0.004073245	15.70963202	31/03/2015	17	369	

0.182709747	0.007721821	23.3334742	30/06/2015	18	370	
0.250905002	0.011129481	25.1941264	30/09/2015	19	371	
0.286897465	0.015796511	23.77381079	31/12/2015	20	372	
0.320416257	0.006697565	19.5697223	31/03/2016	21	373	
0.218754004	0.010357814	47.99231701	30/06/2016	22	374	
0.258508899	0.013200377	21.62113337	30/09/2016	23	375	
0.260183315	0.017567102	24.03510451	31/12/2016	24	376	
0.000132881	0.004381173	20.00885246	31/03/2017	25	377	
0.000761412	0.008908434	-11.85379979	30/06/2017	26	378	
0.001471275	0.013382859	-3.536086261	30/09/2017	27	379	
-0.125782857	0.01928899	1.505472127	31/12/2017	28	380	
0.000960089	0.004213673	-6.098961787	31/03/2018	29	381	
0.001709814	0.00915781	0.276647744	30/06/2018	30	382	
0.003452387	0.014530111	0.356909266	30/09/2018	31	383	
0.005796498	0.020255038	1.188278069	31/12/2018	32	384	
0.002181291	0.005791105	0.681723573	31/03/2011	1	385	بنك SGB سورية و الخليج
0.002500714	0.010577759	-12.41495184	30/06/2011	2	386	
0.004382286	0.014659268	-5.01847836	30/09/2011	3	387	
0.011535801	0.019740087	-0.60621404	31/12/2011	4	388	
0.010857358	0.007483922	-2.741093902	31/03/2012	5	389	
0.004017391	0.010928215	3.535598643	30/06/2012	6	390	
-0.001345473	0.016665965	4.248287065	30/09/2012	7	391	
-0.007096575	0.026841302	8.305540192	31/12/2012	8	392	
-0.010724471	0.007598715	7.720036379	31/03/2013	9	393	
0.000734483	0.009906024	3.452939095	30/06/2013	10	394	
0.000455824	0.01880807	9.80958347	30/09/2013	11	395	
-0.014104961	0.02514282	3.93207627	31/12/2013	12	396	
-0.023174693	0.000734896	5.004818426	31/03/2014	13	397	
-0.025467858	-0.001525915	58.73495034	30/06/2014	14	398	
-0.016630828	-0.002199129	-61.42005225	30/09/2014	15	399	
-0.022091572	-0.004549378	-40.82648673	31/12/2014	16	400	
0.008285832	-0.003862361	-24.48724439	31/03/2015	17	401	
0.038457386	-0.00194248	3.051137548	30/06/2015	18	402	
0.038758087	-0.005913478	2.71502769	30/09/2015	19	403	
0.022433784	-0.004753081	0.714420372	31/12/2015	20	404	
0.05630403	0.000433677	1.487186969	31/03/2016	21	405	
0.020904554	0.001313816	179.5743136	30/06/2016	22	406	
0.025585851	0.00456997	-20.46726764	30/09/2016	23	407	
0.015311576	0.003104069	10.07100336	31/12/2016	24	408	
-0.006412862	-0.000161572	42.84343875	31/03/2017	25	409	
-0.021381277	-0.002301176	434.3788182	30/06/2017	26	410	
-0.026945901	-0.00316945	55.2449319	30/09/2017	27	411	
-0.046493845	-0.004153944	7.416390451	31/12/2017	28	412	
-0.006960957	-0.0029475	-3.984752639	31/03/2018	29	413	
-0.005292855	-0.006969185	-25.32074518	30/06/2018	30	414	
-0.010784432	-0.007917147	12.32413537	30/09/2018	31	415	
-0.024690722	-0.00641957	17.40491589	31/12/2018	32	416	
0.002500973	0.006105594	-1.126499495	31/03/2011	1	417	بنك سورية و المهجر

0.004328173	0.013599229	-10.49440659	30/06/2011	2	418	
0.007060543	0.021144875	2.619940363	30/09/2011	3	419	
0.008209247	0.029449448	1.315417483	31/12/2011	4	420	
0.001672271	0.006685819	1.168281807	31/03/2012	5	421	
0.001738151	0.012933664	4.381623897	30/06/2012	6	422	
0.001279606	0.021014905	-0.423079857	30/09/2012	7	423	
0.00106906	0.02676318	-1.51206603	31/12/2012	8	424	
0.000275341	0.004688842	-2.101510424	31/03/2013	9	425	
0.003236504	0.012084736	2.767504902	30/06/2013	10	426	
0.007174031	0.013127777	1.782440059	30/09/2013	11	427	
0.001879306	0.019322176	0.931265874	31/12/2013	12	428	
0.000775105	0.003794366	1.746675222	31/03/2014	13	429	
0.005227368	0.007665131	5.70360883	30/06/2014	14	430	
0.012964475	0.011272829	1.503178284	30/09/2014	15	431	
0.018849959	0.015023762	0.986658728	31/12/2014	16	432	
0.010730564	0.003941714	-0.251991047	31/03/2015	17	433	
0.02444056	0.008013744	-11.61397754	30/06/2015	18	434	
0.035903115	0.012336693	-5.065341833	30/09/2015	19	435	
0.044724081	0.017260875	-3.160963487	31/12/2015	20	436	
0.03787152	0.006865208	-3.208120022	31/03/2016	21	437	
0.030563195	0.008615061	14.57471774	30/06/2016	22	438	
0.039750325	0.011634218	6.91951382	30/09/2016	23	439	
0.039964287	0.0148269	-2.074709571	31/12/2016	24	440	
0.000550006	0.003001421	-4.923201928	31/03/2017	25	441	
0.011443487	0.007716039	26.29226836	30/06/2017	26	442	
0.011185662	0.009976046	11.19075313	30/09/2017	27	443	
-0.004210915	0.013522055	5.834862399	31/12/2017	28	444	
0.000951288	0.003316638	8.72014669	31/03/2018	29	445	
0.005473432	0.007068797	-3.692699149	30/06/2018	30	446	
0.009349818	0.012981477	-1.416814778	30/09/2018	31	447	
0.011354376	0.01694842	0.083080828	31/12/2018	32	448	
0.019537901	0.081138611	0.942828265	31/03/2011	1	449	السورية الدولية للتأمين -أروب
0.029638401	0.166687335	0.377655236	30/06/2011	2	450	
0.042751524	0.241418418	0.360396407	30/09/2011	3	451	
0.045919293	0.325926475	0.331237537	31/12/2011	4	452	
0.002827766	0.07101358	0.262162157	31/03/2012	5	453	
0.012182486	0.146648402	-0.334871968	30/06/2012	6	454	
0.022156776	0.217613906	0.255248892	30/09/2012	7	455	
0.026889131	0.2854873	0.116056473	31/12/2012	8	456	
0.00244283	0.068055765	0.183218559	31/03/2013	9	457	
0.0153004	0.133156212	-0.210935305	30/06/2013	10	458	
0.028737163	0.18592953	-0.026807455	30/09/2013	11	459	
0.026888907	0.240976844	0.184638541	31/12/2013	12	460	
0.005218304	0.047286213	0.208620871	31/03/2014	13	461	
0.009447734	0.09408914	0.312351309	30/06/2014	14	462	
0.013796751	0.144795953	0.154719699	30/09/2014	15	463	
0.045808744	0.21005955	0.313171131	31/12/2014	16	464	
0.008411111	0.030330607	0.269548287	31/03/2015	17	465	

0.012594093	0.063025235	0.307164447	30/06/2015	18	466	
0.017584788	0.097021546	0.658923635	30/09/2015	19	467	
0.066707556	0.198269279	0.278207674	31/12/2015	20	468	
0.039586171	0.024520704	0.145701233	31/03/2016	21	469	
0.037726396	0.047365285	0.794611076	30/06/2016	22	470	
0.042203114	0.072830333	0.984457328	30/09/2016	23	471	
0.052923909	0.187807775	1.185862688	31/12/2016	24	472	
0.004154762	0.02412813	0.37296006	31/03/2017	25	473	
0.005868569	0.052860938	-0.313388582	30/06/2017	26	474	
0.006561967	0.087187505	0.069012862	30/09/2017	27	475	
0.005660399	0.157022302	0.312342295	31/12/2017	28	476	
0.001620631	0.0185027	0.1297094	31/03/2018	29	477	
0.002637725	0.048909667	0.491101633	30/06/2018	30	478	
0.005181631	0.078970114	0.34986247	30/09/2018	31	479	
0.008983025	0.107676689	0.375128332	31/12/2018	32	480	
0.014256046	0.111546232	0.164642887	31/03/2011	1	481	الشركة السورية الوطنية للتأمين
0.013854318	0.227706511	0.162362162	30/06/2011	2	482	
0.026498208	0.33662612	0.092718355	30/09/2011	3	483	
0.03832765	0.441575705	0.143803001	31/12/2011	4	484	
0.003113456	0.104681049	0.162571615	31/03/2012	5	485	
0.00437677	0.21036231	0.113251983	30/06/2012	6	486	
0.023519845	0.331279778	0.096778656	30/09/2012	7	487	
0.031916617	0.421876839	0.17622649	31/12/2012	8	488	
0.020062977	0.110074886	0.137226046	31/03/2013	9	489	
0.030298558	0.221669989	0.013639502	30/06/2013	10	490	
0.092346141	0.350948643	0.081876482	30/09/2013	11	491	
0.111480261	0.439009447	0.298778343	31/12/2013	12	492	
0.010937488	0.083479649	0.385314147	31/03/2014	13	493	
0.022066138	0.183914784	0.188464485	30/06/2014	14	494	
0.059789636	0.299788152	0.376178862	30/09/2014	15	495	
0.10585624	0.399737438	0.297451559	31/12/2014	16	496	
0.046925731	0.100054083	0.242196097	31/03/2015	17	497	
0.040982739	0.191488426	0.706163882	30/06/2015	18	498	
0.064907811	0.288138175	0.227180333	30/09/2015	19	499	
0.139859358	0.379046841	0.118207451	31/12/2015	20	500	
0.106219095	0.1810594	0.149727488	31/03/2016	21	501	
0.091833697	0.207517552	-0.019917283	30/06/2016	22	502	
0.158014972	0.336043621	-0.066835552	30/09/2016	23	503	
0.106721706	0.325538914	-0.257311098	31/12/2016	24	504	
-0.007151167	0.082051915	-0.137984914	31/03/2017	25	505	
0.004097558	0.179267374	-0.519125812	30/06/2017	26	506	
0.055451882	0.283224426	-0.147663543	30/09/2017	27	507	
0.020682817	0.322518981	-0.034113894	31/12/2017	28	508	
-0.026422595	0.043817427	0.222665237	31/03/2018	29	509	
-0.034313768	0.112906663	0.253342992	30/06/2018	30	510	
0.035725643	0.225236038	-0.036067778	30/09/2018	31	511	
0.021698937	0.290626572	-0.085599766	31/12/2018	32	512	
0.006454481	0.089494355	0.529626946	31/03/2011	1	513	الاتحاد التعاوني للتأمين

0.002170553	0.173767712	0.132529378	30/06/2011	2	514	
0.003410401	0.275765209	0.162028984	30/09/2011	3	515	
0.022662701	0.38529163	0.151967434	31/12/2011	4	516	
0.000186245	0.096920988	0.127319003	31/03/2012	5	517	
0.00371965	0.176198188	0.149451037	30/06/2012	6	518	
0.001240265	0.259872577	0.229188171	30/09/2012	7	519	
0.004408603	0.364722707	0.149310884	31/12/2012	8	520	
-0.010479108	0.076486952	0.186694165	31/03/2013	9	521	
0.000212657	0.149467366	-0.008114911	30/06/2013	10	522	
-0.00757482	0.237956428	0.358673729	30/09/2013	11	523	
0.004181149	0.306859832	0.30967247	31/12/2013	12	524	
-0.019269708	0.062996344	0.31329476	31/03/2014	13	525	
-0.024468801	0.120711616	-0.218558851	30/06/2014	14	526	
-0.026436735	0.1721545	0.10032044	30/09/2014	15	527	
0.008328502	0.289744764	0.150964642	31/12/2014	16	528	
0.00878402	0.049333337	0.067567554	31/03/2015	17	529	
0.023885258	0.145247321	0.376830083	30/06/2015	18	530	
0.04138371	0.14878132	0.157416511	30/09/2015	19	531	
0.067179624	0.299844849	0.344347273	31/12/2015	20	532	
0.041425079	0.038743657	0.191903874	31/03/2016	21	533	
0.022977301	0.06697207	1.172179075	30/06/2016	22	534	
0.022848365	0.099565896	0.918545046	30/09/2016	23	535	
0.032058769	0.262427558	0.799828885	31/12/2016	24	536	
-0.006908253	0.04272891	0.355764977	31/03/2017	25	537	
-0.023850248	0.073237527	0.359445809	30/06/2017	26	538	
-0.030160562	0.107107354	0.527242145	30/09/2017	27	539	
-0.01964714	0.197997272	0.410062774	31/12/2017	28	540	
0.005343388	0.054189692	0.129138298	31/03/2018	29	541	
-0.018662814	0.079425684	0.276049797	30/06/2018	30	542	
-0.056419487	0.12527414	0.277018642	30/09/2018	31	543	
-0.075820921	0.166475555	0.350661926	31/12/2018	32	544	
0.006538295	0.048406431	0.079119732	31/03/2011	1	545	الشركة السورية الكويتية للتأمين
0.017909898	0.100578712	0.413075509	30/06/2011	2	546	
0.028946214	0.153469612	-0.050073162	30/09/2011	3	547	
0.037441673	0.187363576	-0.117996396	31/12/2011	4	548	
0.017810494	0.049700789	-0.044731344	31/03/2012	5	549	
0.032869877	0.094315813	-0.001252063	30/06/2012	6	550	
0.041666364	0.131316788	0.360015137	30/09/2012	7	551	
0.048728326	0.172419091	0.276726556	31/12/2012	8	552	
-0.016515222	0.036293968	-0.169036435	31/03/2013	9	553	
0.008004603	0.066303589	0.619437642	30/06/2013	10	554	
0.078844658	0.090510756	0.930438813	30/09/2013	11	555	
0.066598358	0.117639234	0.787158262	31/12/2013	12	556	
0.013711654	0.024224366	-0.056362276	31/03/2014	13	557	
0.015697922	0.050684361	-0.328543299	30/06/2014	14	558	
0.040663534	0.075847082	0.999059072	30/09/2014	15	559	
0.075218399	0.196508291	0.794840581	31/12/2014	16	560	
0.024420223	0.024298567	0.472290623	31/03/2015	17	561	

0.063901531	0.048823615	1.359734601	30/06/2015	18	562	
0.0896786	0.072743498	0.804482917	30/09/2015	19	563	
0.190140538	0.284705251	0.620287783	31/12/2015	20	564	
0.213318808	0.026253296	0.126765832	31/03/2016	21	565	
0.164793308	0.039877545	0.182040261	30/06/2016	22	566	
0.213856762	0.062573729	0.190060242	30/09/2016	23	567	
0.216002646	0.315524413	0.210360428	31/12/2016	24	568	
0.000917252	0.017088213	0.096076189	31/03/2017	25	569	
0.010656026	0.038155023	-0.722951843	30/06/2017	26	570	
0.014833153	0.061821691	0.157701756	30/09/2017	27	571	
-0.053902547	0.052313792	-0.068585794	31/12/2017	28	572	
0.008802711	0.015623417	0.094248993	31/03/2018	29	573	
0.004786612	0.037121873	-0.040000903	30/06/2018	30	574	
0.005203997	0.056189527	-0.617088998	30/09/2018	31	575	
0.0021735	0.082163955	-0.273298319	31/12/2018	32	576	
0.010202848	0.088098997	0.261722624	31/03/2011	1	577	الشركة المتحدة للتأمين
0.016979392	0.166815354	0.688236693	30/06/2011	2	578	
0.029856543	0.245457155	0.148024483	30/09/2011	3	579	
0.057388049	0.320690185	0.13567473	31/12/2011	4	580	
0.009044871	0.07305868	0.125088106	31/03/2012	5	581	
0.013457374	0.129482582	1.099231911	30/06/2012	6	582	
0.018381575	0.176212986	0.488784302	30/09/2012	7	583	
0.034366962	0.236644861	0.398455697	31/12/2012	8	584	
0.006902241	0.047622049	0.097615759	31/03/2013	9	585	
0.011541541	0.100178879	-0.480038669	30/06/2013	10	586	
0.015057083	0.144692184	0.048848675	30/09/2013	11	587	
0.023469704	0.166347372	0.104502711	31/12/2013	12	588	
0.002942682	0.032599302	0.200512545	31/03/2014	13	589	
0.002350853	0.068162158	-0.104009014	30/06/2014	14	590	
0.014826441	0.101147766	0.2850744	30/09/2014	15	591	
0.019093795	0.125919711	0.008673687	31/12/2014	16	592	
0.011049033	0.039262506	0.424087237	31/03/2015	17	593	
0.031136953	0.091451969	-1.820229809	30/06/2015	18	594	
0.052670882	0.12750766	-1.328722628	30/09/2015	19	595	
0.092179561	0.180273625	-1.047526183	31/12/2015	20	596	
0.093445364	0.126205676	-0.916045342	31/03/2016	21	597	
0.068624541	0.11254383	-0.6971492	30/06/2016	22	598	
0.087375282	0.144779317	-0.557159362	30/09/2016	23	599	
0.084901017	0.162636883	-0.50698859	31/12/2016	24	600	
0.013838066	0.029801618	-0.175015578	31/03/2017	25	601	
0.020808674	0.058986038	0.115700427	30/06/2017	26	602	
0.028900637	0.088327807	0.365441927	30/09/2017	27	603	
0.006778175	0.100705501	0.415498033	31/12/2017	28	604	
0.009934294	0.032139195	0.776957248	31/03/2018	29	605	
0.01412568	0.061010536	-0.193657407	30/06/2018	30	606	
0.104847873	0.218186627	0.046031219	30/09/2018	31	607	
0.129522631	0.314447647	-1.128459582	31/12/2018	32	608	

ملحق رقم (2)

		الحالة 2حسب طريقة قياس المتغير الوسيط " تكلفة الوكالة "				
		(التدفق النقدي التشغيلي - ضريبة الدخل - الفوائد - التوزيعات النقدية للأسهم العادية والممتازة) / المبيعات	مقياس التدفقات النقدية الحرة	المتغير المستقل		
		نسبة المصاريف التشغيلية الى المبيعات = المصاريف التشغيلية / المبيعات	مقياس تكلفة الوكالة	المتغير الوسيط		
		معدل العائد على الاصول = صافي الدخل / متوسط الاصول طويلة الاجل	مقياس أداء الشركات المساهمة	المتغير التابع		
		المتغير المستقل			المتغير الوسيط	المتغير التابع
	تسلسل المشاهدات	التسلسل	السنة المالية	مقياس التدفقات النقدية الحرة	مقياس تكلفة الوكالة	مقياس أداء الشركات المساهمة
شركة الأهلية للزيوت النباتية المساهمة المغفلة	1	1	31/03/2011	0.1513755	0.0946856	0.0009676 -
	2	2	30/06/2011	0.5375340 -	0.0711961	0.0250976
	3	3	30/09/2011	0.1738034 -	0.0600440	0.0556193
	4	4	31/12/2011	0.0707478 -	0.0744417	0.0890586
	5	5	31/03/2012	0.1783416 -	0.0716002	0.0376885
	6	6	30/06/2012	0.0641453	0.0768132	0.0700521
	7	7	30/09/2012	0.2457727 -	0.0546194	0.1411565
	8	8	31/12/2012	0.1597412	0.0561140	0.1912883
	9	9	31/03/2013	0.3226788	0.0693121	0.0553046
	10	10	30/06/2013	0.1515712 -	0.0632945	0.0770663
	11	11	30/09/2013	0.4256459	0.0665189	0.1372690
	12	12	31/12/2013	0.4435993	0.0784213	0.2032900
	13	13	31/03/2014	0.1300014 -	0.0682441	0.0513833
	14	14	30/06/2014	0.9096072	0.0687027	0.0830400
	15	15	30/09/2014	0.4379679	0.0645490	0.1248371
	16	16	31/12/2014	0.2098685	0.0683710	0.2013469
	17	17	31/03/2015	0.1460729	0.0599069	0.0760089
	18	18	30/06/2015	0.3757809	0.0566251	0.1596127
	19	19	30/09/2015	0.4421629	0.0618188	0.1859645
	20	20	31/12/2015	0.3907554	0.0670175	0.2786350
	21	21	31/03/2016	0.1064921	0.0767838	0.2187319
	22	22	30/06/2016	1.7179372	0.0784424	0.2632500
	23	23	30/09/2016	0.9344507	0.0581059	0.3282972
	24	24	31/12/2016	1.0955981	0.0593884	0.3365630
	25	25	31/03/2017	0.1659119	0.0387425	0.0320500
	26	26	30/06/2017	4.0159548 -	0.0315214	0.0844440
	27	27	30/09/2017	1.5816482 -	0.0326496	0.1039849
	28	28	31/12/2017	0.8407318 -	0.0360978	0.0135844 -
	29	29	31/03/2018	0.7217658 -	0.0360587	0.0031006
	30	30	30/06/2018	0.0519092 -	0.0324395	0.0313593
	31	31	30/09/2018	0.0101993 -	0.0316300	0.0639677
	32	32	31/12/2018	0.0933462	0.0339115	0.0754174
شركة الأهلية للنقل	33	1	31/03/2011	0.16927354	0.733317798	0.024981576
	34	2	30/06/2011	-0.002497361	0.774540752	0.013625186
	35	3	30/09/2011	0.045902449	0.767324662	0.014823228
	36	4	31/12/2011	-0.003946893	0.803557044	-0.024976637
	37	5	31/03/2012	0.177464963	0.762131477	-0.019038038

-0.025358862	-0.154916319	-0.003387515	30/06/2012	6	38	
-0.047993358	0.735436131	0.076195272	30/09/2012	7	39	
-0.079132377	0.748485169	0.060154064	31/12/2012	8	40	
-0.026060719	0.773865104	0.033355257	31/03/2013	9	41	
-0.007073333	0.64635485	-0.056341472	30/06/2013	10	42	
0.046540606	0.629547792	-0.023372895	30/09/2013	11	43	
0.102416316	0.6394206	0.022712019	31/12/2013	12	44	
0.033759564	0.686211339	0.049882096	31/03/2014	13	45	
0.068840308	0.702811893	0.12587036	30/06/2014	14	46	
0.109817796	0.698246417	0.163340714	30/09/2014	15	47	
0.135700655	0.717634265	0.16813348	31/12/2014	16	48	
0.009632683	0.846065291	0.12466921	31/03/2015	17	49	
0.036099919	0.83661695	-0.05882597	30/06/2015	18	50	
0.062237628	0.839230128	0.054695183	30/09/2015	19	51	
0.024289655	0.872890335	0.037503634	31/12/2015	20	52	
-0.058672362	1.018680904	0.046474053	31/03/2016	21	53	
-0.079065999	0.970402347	-0.010477309	30/06/2016	22	54	
-0.015889832	0.910426806	0.041842814	30/09/2016	23	55	
0.001561412	0.90231423	0.014813432	31/12/2016	24	56	
0.020690601	0.867055601	0.040627677	31/03/2017	25	57	
0.071358165	0.845094158	0.008728371	30/06/2017	26	58	
0.182679649	0.837340609	0.059916893	30/09/2017	27	59	
0.146479218	0.866842717	0.105892413	31/12/2017	28	60	
0.091678089	0.805127611	0.040864532	31/03/2018	29	61	
0.158986223	0.81622062	0.226673166	30/06/2018	30	62	
0.2187722	0.82434363	0.137730956	30/09/2018	31	63	
0.244099282	0.832929261	0.110540508	31/12/2018	32	64	
0.027987886	0.826855901	-0.050623816	31/03/2011	1	65	شركة المجموعة المتحدة للدعاية و الاعلان
0.005995504	1.045963909	0.763357275	30/06/2011	2	66	
0.003452012	1.088526769	0.069755555	30/09/2011	3	67	
-0.044612002	1.313310884	0.062482372	31/12/2011	4	68	
-0.05052983	6.893570506	0.472026909	31/03/2012	5	69	
-0.08787666	-2.815654523	0.632923294	30/06/2012	6	70	
-0.137651932	5.530121522	0.268834594	30/09/2012	7	71	
-0.151696805	3.778995643	0.136965519	31/12/2012	8	72	
-0.0271881	-42.36270539	-0.002174824	31/03/2013	9	73	
-0.05271882	-11.03056136	3.729247041	30/06/2013	10	74	
-0.051022893	8.709198957	0.958817013	30/09/2013	11	75	
-0.050834692	3.629683527	-0.722926049	31/12/2013	12	76	
-0.002541724	1.47327279	-0.262318098	31/03/2014	13	77	
0.006486612	1.328839506	0.020482571	30/06/2014	14	78	
0.004442602	1.588652288	-0.059423442	30/09/2014	15	79	
0.006736038	1.658786581	-0.044799138	31/12/2014	16	80	
0.004825932	0.941538081	-0.090743021	31/03/2015	17	81	
0.008204274	0.980576316	0.050618748	30/06/2015	18	82	
0.010307862	0.989440294	0.070194597	30/09/2015	19	83	
0.016748419	1.006726376	0.04645191	31/12/2015	20	84	
0.007062057	1.066431679	0.068833491	31/03/2016	21	85	

0.031447033	0.791475195	0.122445765	30/06/2016	22	86	
0.027722244	0.88257441	0.048962723	30/09/2016	23	87	
0.013775776	1.06201793	0.036751065	31/12/2016	24	88	
0.009091076	1.076143648	0.054378831	31/03/2017	25	89	
0.02515425	0.864569081	-0.198764832	30/06/2017	26	90	
0.029383278	0.884014884	-0.083356105	30/09/2017	27	91	
0.00350159	1.082568007	-0.025550328	31/12/2017	28	92	
-0.000544968	0.996869588	-0.028833284	31/03/2018	29	93	
-0.00836822	1.203755956	0.012496995	30/06/2018	30	94	
-0.02193579	1.404550587	0.032287103	30/09/2018	31	95	
-0.017644366	1.211588843	0.07706187	31/12/2018	32	96	
0.000139991	-1.120677832	4.262920841	31/03/2011	1	97	المصرف العربي - سورية
0.001297097	-1.021803125	-13.35620067	30/06/2011	2	98	
0.00580938	-0.928588411	-4.082853966	30/09/2011	3	99	
0.012337547	-1.084063127	-1.26925265	31/12/2011	4	100	
0.021846208	-1.068263449	0.025457247	31/03/2012	5	101	
0.017901312	-1.063389501	6.654482825	30/06/2012	6	102	
-0.010900792	-2.863086124	6.95385595	30/09/2012	7	103	
-0.001187202	-2.777264547	3.045825711	31/12/2012	8	104	
0.008750215	-2.514166499	4.265103855	31/03/2013	9	105	
0.093390606	-5.050943661	-2.379603233	30/06/2013	10	106	
0.051320444	-7.925327665	10.31524885	30/09/2013	11	107	
0.025844486	-5.505266946	5.905740219	31/12/2013	12	108	
-0.010117612	-11.69004132	10.05054677	31/03/2014	13	109	
-0.018737903	-9.796973848	-2.37996319	30/06/2014	14	110	
-0.022710374	-11.50962251	-9.039230573	30/09/2014	15	111	
-0.001911565	-5.082068185	-0.26005234	31/12/2014	16	112	
0.021672075	-3.131390794	-1.226264957	31/03/2015	17	113	
0.046984688	-4.557471757	7.573562037	30/06/2015	18	114	
0.086188457	-3.379631014	5.678302319	30/09/2015	19	115	
0.095783294	-3.036047185	3.923756639	31/12/2015	20	116	
0.06894768	-6.562005898	1.030436349	31/03/2016	21	117	
0.093086157	-1.942329987	15.34584829	30/06/2016	22	118	
0.116263097	-2.254215369	9.259205134	30/09/2016	23	119	
0.111541398	-2.309347244	4.956368108	31/12/2016	24	120	
-0.012043621	-4.524124982	7.216666606	31/03/2017	25	121	
-0.012068724	-2.757636914	14.34969342	30/06/2017	26	122	
-0.006396377	-1.79819704	0.441028662	30/09/2017	27	123	
-0.079428414	-1.545944208	2.314772908	31/12/2017	28	124	
-0.006345093	-3.250622345	4.071321337	31/03/2018	29	125	
-0.012068199	-2.151910695	26.53265623	30/06/2018	30	126	
-0.0258502	-2.889592141	-2.156139287	30/09/2018	31	127	
-0.033890218	-2.951531295	-1.949311026	31/12/2018	32	128	
0.001727887	-0.829433773	1.699349766	31/03/2011	1	129	بنك بيبلوس سورية
0.002205168	-0.853260586	16.75654035	30/06/2011	2	130	
0.001002275	-1.110632305	18.56889041	30/09/2011	3	131	
0.003644296	-1.381856395	12.5592544	31/12/2011	4	132	
0.002240413	-3.976222461	7.359908343	31/03/2012	5	133	

0.00085288	-2.477831139	10.44037131	30/06/2012	6	134	
0.000713853	-2.247387919	12.79587097	30/09/2012	7	135	
-0.003613681	-2.832273697	9.023546254	31/12/2012	8	136	
-0.003972866	-4.082142357	2.006111513	31/03/2013	9	137	
0.012206928	-20.29875068	3.548739309	30/06/2013	10	138	
0.003210957	-16.10679236	-1.021126504	30/09/2013	11	139	
0.009676892	-7.48346196	19.74883706	31/12/2013	12	140	
0.000118038	-6.804873488	-5.088136738	31/03/2014	13	141	
0.00351405	-4.464513342	0.940375625	30/06/2014	14	142	
0.013825837	-6.342810928	9.405389544	30/09/2014	15	143	
0.02022583	-2.928261759	12.55238515	31/12/2014	16	144	
0.027769643	-2.811874456	9.480106737	31/03/2015	17	145	
0.060760588	-2.539280875	-33.48996413	30/06/2015	18	146	
0.093233281	-1.949910622	-4.815822882	30/09/2015	19	147	
0.088599888	-1.906233813	-6.573205343	31/12/2015	20	148	
0.015164859	-13.60964671	-5.357340367	31/03/2016	21	149	
0.071799072	-3.634070764	22.35745402	30/06/2016	22	150	
0.085280609	-3.966006745	10.29908639	30/09/2016	23	151	
0.093401491	-3.107282521	9.437412272	31/12/2016	24	152	
0.001226293	-0.779209473	0.913241129	31/03/2017	25	153	
0.001576814	-0.850938343	18.41662568	30/06/2017	26	154	
0.001650571	-0.941905314	19.14887985	30/09/2017	27	155	
0.01427325	3.199969037	9.982008365	31/12/2017	28	156	
-0.001724002	-1.397976841	6.743286947	31/03/2018	29	157	
-0.002613591	-1.316068847	7.166739882	30/06/2018	30	158	
-0.000633856	-1.065398601	3.51913762	30/09/2018	31	159	
0.015050737	-0.466913981	1.82917065	31/12/2018	32	160	
0.003578983	-0.434587651	-1.561810098	31/03/2011	1	161	المصرف الدولي للتجارة و التمويل
0.007623603	-0.462616458	-1.642007944	30/06/2011	2	162	
0.011758031	-0.489076973	6.048905837	30/09/2011	3	163	
0.016415657	-0.606887123	2.231430459	31/12/2011	4	164	
0.003500084	-0.021561717	0.153382807	31/03/2012	5	165	
0.004549646	-0.978362184	1.874682231	30/06/2012	6	166	
0.005732129	-0.906677212	4.04421932	30/09/2012	7	167	
0.011565308	-1.111056666	4.152500636	31/12/2012	8	168	
-0.0004644	-2.090882416	4.244544822	31/03/2013	9	169	
0.000822364	-6.788553008	4.008007604	30/06/2013	10	170	
0.000188657	-4.249772342	5.316741579	30/09/2013	11	171	
0.0000405552	-2.744742231	3.366736456	31/12/2013	12	172	
0.0000032008	-2.00000018	4.975303781	31/03/2014	13	173	
0.0000153227	-2.511422289	7.175226973	30/06/2014	14	174	
0.0000489509	-2.91578068	5.973492259	30/09/2014	15	175	
0.0000754477	-2.697446411	2.167352309	31/12/2014	16	176	
0.0000286292	-3.280170919	1.602474891	31/03/2015	17	177	
0.000259759	-3.492828857	1.432217994	30/06/2015	18	178	
0.000257049	-3.480861564	-6.786999248	30/09/2015	19	179	
0.000237766	-3.273866141	-4.166023933	31/12/2015	20	180	
0.051346656	-2.544511521	-2.331786813	31/03/2016	21	181	

0.043989543	-1.888100442	24.43515414	30/06/2016	22	182	
0.039651468	-2.361154638	5.736889608	30/09/2016	23	183	
0.046196837	-1.637743312	6.131520266	31/12/2016	24	184	
0.003277392	-0.505216098	5.271340102	31/03/2017	25	185	
0.005950747	-0.585027283	9.566080837	30/06/2017	26	186	
0.009921793	-0.558720523	1.664838985	30/09/2017	27	187	
0.0156395	0.421307295	5.693071401	31/12/2017	28	188	
0.002779054	-0.563260548	2.395340213	31/03/2018	29	189	
0.003869018	-0.562170191	5.28528039	30/06/2018	30	190	
0.006795426	-0.497986054	0.71181006	30/09/2018	31	191	
0.008723992	-0.485453294	-6.491087688	31/12/2018	32	192	
0.002130345	-0.847805904	2.103932757	31/03/2011	1	193	بنك الاردن سورية
0.000227921	-1.107547767	12.65256316	30/06/2011	2	194	
0.001789824	-1.171894489	9.378600952	30/09/2011	3	195	
0.005863846	-1.633013362	6.715345217	31/12/2011	4	196	
0.013776636	-3.504684866	6.647521703	31/03/2012	5	197	
0.009578882	-2.087186244	29.30186093	30/06/2012	6	198	
-0.002771293	-2.91309077	15.15486795	30/09/2012	7	199	
-0.021062401	-4.721405494	14.76551266	31/12/2012	8	200	
-0.02930214	-17.58082272	7.429893439	31/03/2013	9	201	
0.069773683	-23.23347259	6.945880415	30/06/2013	10	202	
0.040330624	-30.80635416	45.50170458	30/09/2013	11	203	
-0.009097956	43.78104114	42.15627728	31/12/2013	12	204	
-0.000618802	4.849278146	-65.16306983	31/03/2014	13	205	
-0.018373676	10.48041135	25.7027931	30/06/2014	14	206	
0.000168224	9.337637825	2.423845303	30/09/2014	15	207	
-0.012330145	6.58127299	-2.274534897	31/12/2014	16	208	
0.031073482	4.768643626	-3.485418998	31/03/2015	17	209	
0.069332229	8.23345269	-3.156061101	30/06/2015	18	210	
0.100125228	35.80576006	8.174829262	30/09/2015	19	211	
0.118126107	-5.892115801	30.08836009	31/12/2015	20	212	
0.133636739	-4.674854884	0.639735933	31/03/2016	21	213	
0.119925265	-1.522689475	0.989175847	30/06/2016	22	214	
0.194960309	0.33309454	3.172544419	30/09/2016	23	215	
0.158072749	-0.612915584	2.310030352	31/12/2016	24	216	
0.000947776	-0.930202137	2.70077303	31/03/2017	25	217	
-0.004189647	-1.475714507	-3.756821883	30/06/2017	26	218	
-0.004801657	-1.33335003	0.346979501	30/09/2017	27	219	
-0.082629864	-1.687222754	2.932437378	31/12/2017	28	220	
-0.003860071	-1.884015733	6.489643116	31/03/2018	29	221	
0.002210433	-0.662571311	8.555900971	30/06/2018	30	222	
-0.003285262	-1.434825362	24.62283042	30/09/2018	31	223	
-0.009125458	-1.368835793	19.50469195	31/12/2018	32	224	
-0.002345713	-3.585311614	40.20891109	31/03/2011	1	225	بنك الشرق
-0.005636583	-3.275826489	-5.830094722	30/06/2011	2	226	
-0.003757056	-2.878255392	2.361030001	30/09/2011	3	227	
0.003089947	-2.586735242	15.95371314	31/12/2011	4	228	
0.02330002	-1.657164818	17.63276513	31/03/2012	5	229	
0.017432358	-1.793089225	33.17927005	30/06/2012	6	230	

0.011373258	-1.924610601	2.41262468	30/09/2012	7	231	
0.013139931	-2.251147414	-0.065996357	31/12/2012	8	232	
0.000959811	-3.969523563	4.551133453	31/03/2013	9	233	
0.101816803	-2.841055702	-0.620980978	30/06/2013	10	234	
0.0861757	-2.875475346	15.18594505	30/09/2013	11	235	
0.032620434	-3.209871621	9.416064333	31/12/2013	12	236	
0.008602986	-1.441064226	8.396073529	31/03/2014	13	237	
0.019650325	-1.559084696	4.089818235	30/06/2014	14	238	
0.041280845	-1.494353524	7.249897522	30/09/2014	15	239	
0.049207563	-1.006857147	8.968968893	31/12/2014	16	240	
0.033379528	-0.574492079	12.75084541	31/03/2015	17	241	
0.072558309	-0.278078128	-14.49234264	30/06/2015	18	242	
0.096680131	-0.418043731	1.726462212	30/09/2015	19	243	
0.123088607	-0.441990429	3.071431572	31/12/2015	20	244	
0.117701219	-0.205942202	2.413614942	31/03/2016	21	245	
0.103811947	-0.416091159	-2.555840759	30/06/2016	22	246	
0.149503985	-0.451091889	6.516750166	30/09/2016	23	247	
0.15868987	-0.182263356	-0.698753339	31/12/2016	24	248	
0.001192078	-0.843226359	1.328264671	31/03/2017	25	249	
0.003217833	-0.829908312	8.306162328	30/06/2017	26	250	
0.005615397	-0.791533707	-2.743337082	30/09/2017	27	251	
-0.046344458	-0.894296369	3.314640448	31/12/2017	28	252	
0.003343107	-0.706418064	4.4068777	31/03/2018	29	253	
0.004857415	-0.816756628	4.237566337	30/06/2018	30	254	
0.006492651	-0.808746142	5.736704729	30/09/2018	31	255	
0.007584194	-0.835465779	4.644264108	31/12/2018	32	256	
0.001623594	-0.757783429	-0.306385899	31/03/2011	1	257	بنك بيمو السعودي الفرنسي
0.004488407	-0.810079184	-3.750422458	30/06/2011	2	258	
0.00793188	-0.818473087	2.154179293	30/09/2011	3	259	
0.008718753	-0.972649853	-0.018139502	31/12/2011	4	260	
0.007827876	-1.154211538	-0.673504303	31/03/2012	5	261	
0.002966539	-1.439200286	15.90473089	30/06/2012	6	262	
0.00142084	-1.424314057	11.70233008	30/09/2012	7	263	
0.000491182	-1.695810932	8.166841321	31/12/2012	8	264	
0.003116874	-1.491811552	6.869399685	31/03/2013	9	265	
0.031532557	-2.190185082	7.087236902	30/06/2013	10	266	
0.025805576	-1.901432483	48.61497685	30/09/2013	11	267	
0.016884365	-1.659859752	23.0151454	31/12/2013	12	268	
0.006071397	-0.360839293	12.48296951	31/03/2014	13	269	
0.01021031	-0.759580985	19.26085079	30/06/2014	14	270	
0.0170418	-0.808922798	14.57192498	30/09/2014	15	271	
0.016793178	-1.245094016	11.89379742	31/12/2014	16	272	
0.011530242	-0.72091066	6.750174209	31/03/2015	17	273	
0.029252864	-0.619267857	9.253335277	30/06/2015	18	274	
0.037725962	-0.743321499	4.570856478	30/09/2015	19	275	
0.038820381	-1.040911273	6.797207611	31/12/2015	20	276	
0.038465986	-0.721943904	3.23701939	31/03/2016	21	277	
0.034348229	-0.842891833	14.28980004	30/06/2016	22	278	

0.040647306	-1.017867433	1.436542986	30/09/2016	23	279	
0.044045815	-0.907848087	3.057501085	31/12/2016	24	280	
0.001753761	-0.877855504	-2.759408268	31/03/2017	25	281	
0.006511286	-0.656747016	5.308432393	30/06/2017	26	282	
0.008224054	-0.67300317	-0.112129565	30/09/2017	27	283	
-0.00834434	-0.805895507	1.085252075	31/12/2017	28	284	
0.001969934	-0.793634147	2.615290175	31/03/2018	29	285	
0.004830345	-0.676354823	0.860003524	30/06/2018	30	286	
0.006959961	-0.682161592	3.072258332	30/09/2018	31	287	
0.009191013	-0.699293919	4.410830022	31/12/2018	32	288	
0.001580972	-0.838359984	4.398323606	31/03/2011	1	289	بنك عوده - سورية
0.004407136	-0.786365647	-16.8024723	30/06/2011	2	290	
0.005844336	-0.898667271	-0.179877017	30/09/2011	3	291	
0.001803459	-1.210100109	-2.083448812	31/12/2011	4	292	
0.006686776	-1.155123195	-2.551677925	31/03/2012	5	293	
0.012135961	-1.016909996	-1.13436716	30/06/2012	6	294	
0.00006597	-1.646401091	2.428783956	30/09/2012	7	295	
0.00011247	-1.821910409	-0.211338973	31/12/2012	8	296	
0.0000441319	-3.05471537	-3.168885594	31/03/2013	9	297	
0.034808576	-7.383744447	-4.912443779	30/06/2013	10	298	
0.029560009	-4.410853139	0.278955966	30/09/2013	11	299	
0.005818769	-3.434948071	1.669637225	31/12/2013	12	300	
0.008711442	-0.648114407	0.498281162	31/03/2014	13	301	
0.023756801	-0.835130625	4.700380773	30/06/2014	14	302	
0.041103438	-0.895846237	4.822041256	30/09/2014	15	303	
0.045960046	-1.121692545	5.06126557	31/12/2014	16	304	
0.031608421	-0.733070375	5.44391846	31/03/2015	17	305	
0.073747346	-0.860295713	-10.48004631	30/06/2015	18	306	
0.118912178	-0.905724862	1.837742731	30/09/2015	19	307	
0.07426023	-1.91909805	0.753779828	31/12/2015	20	308	
0.133737841	2.526657381	-0.17813264	31/03/2016	21	309	
0.091047706	0.800418317	15.65713695	30/06/2016	22	310	
0.103021846	0.096200215	4.766196129	30/09/2016	23	311	
0.108229218	-0.318976818	2.446002027	31/12/2016	24	312	
0.0000721179	-1.228327225	5.644119823	31/03/2017	25	313	
0.002763247	-0.883993314	-43.82424074	30/06/2017	26	314	
0.00516252	-0.765905691	-21.36388696	30/09/2017	27	315	
-0.029274292	-0.588441219	-15.29201733	31/12/2017	28	316	
0.00090053	-1.026945899	-8.873430895	31/03/2018	29	317	
0.003197678	-0.879369088	66.2303813	30/06/2018	30	318	
0.007595199	-0.658538838	2.473471675	30/09/2018	31	319	
0.009503392	-0.753069113	9.57109873	31/12/2018	32	320	
0.000436868	-0.98887337	12.33937498	31/03/2011	1	321	فرَنسَبنك - سورية
0.000752531	-0.946323867	-6.885139157	30/06/2011	2	322	
0.001376999	-0.974749984	-8.074523566	30/09/2011	3	323	
0.004833513	-1.720458552	-0.244739434	31/12/2011	4	324	
0.015801868	-2.681557626	-0.464322627	31/03/2012	5	325	
0.01220474	-1.635609925	-4.472799731	30/06/2012	6	326	
0.005621047	-1.619419211	1.202899238	30/09/2012	7	327	

0.001679194	-2.65658125	-0.136093709	31/12/2012	8	328	
0.005581022	-2.876122877	3.969604968	31/03/2013	9	329	
0.061900958	-7.590632232	-4.506756134	30/06/2013	10	330	
0.054537919	-5.041191218	29.29807517	30/09/2013	11	331	
0.004654656	-7.016303865	16.01448911	31/12/2013	12	332	
0.013943332	-1.040713611	13.48421129	31/03/2014	13	333	
0.035108858	-1.091837059	12.93911119	30/06/2014	14	334	
0.055836696	-1.026113462	0.556261873	30/09/2014	15	335	
0.043931987	-2.705937825	9.012099427	31/12/2014	16	336	
0.031801815	-0.700140603	9.716672767	31/03/2015	17	337	
0.068900292	-0.673957311	-3.658752511	30/06/2015	18	338	
0.090461552	-0.699955786	0.927852792	30/09/2015	19	339	
0.073349225	-2.230709607	5.524240361	31/12/2015	20	340	
0.10370042	-0.905562155	5.979408226	31/03/2016	21	341	
0.071854418	-0.286238274	23.78561793	30/06/2016	22	342	
0.095197088	-0.599382835	16.48447757	30/09/2016	23	343	
0.097231732	-0.634543791	10.51333347	31/12/2016	24	344	
0.00083051	-0.858647656	8.639500837	31/03/2017	25	345	
0.002806347	-0.739320962	-13.14916891	30/06/2017	26	346	
0.004269373	-0.657210144	0.928190788	30/09/2017	27	347	
-0.044577435	-0.882992752	2.878458957	31/12/2017	28	348	
0.000037197	-1.13291785	5.722701043	31/03/2018	29	349	
0.000464162	-1.098597039	6.100643268	30/06/2018	30	350	
0.000951807	-1.042861397	-5.099573512	30/09/2018	31	351	
0.001918894	-0.968692651	3.959475522	31/12/2018	32	352	
0.00068994	-3.201793023	-25.45457391	31/03/2011	1	353	بنك قطر الوطني سورية
-0.002152915	-3.067649902	36.58456151	30/06/2011	2	354	
0.005958572	-2.83392758	8.218044914	30/09/2011	3	355	
0.053961798	-2.585102038	-7.694007385	31/12/2011	4	356	
0.09643837	-2.7077746	-2.88601771	31/03/2012	5	357	
0.072610966	-2.988910504	8.331195156	30/06/2012	6	358	
0.059036412	-3.068741196	8.966307965	30/09/2012	7	359	
0.113965432	-2.755881851	7.065535202	31/12/2012	8	360	
0.042538713	-4.736490588	10.47398421	31/03/2013	9	361	
0.362659578	-5.199540269	89.58227893	30/06/2013	10	362	
0.336135524	-3.630348425	47.1975024	30/09/2013	11	363	
0.244102987	-3.429374869	26.87377576	31/12/2013	12	364	
0.032948579	-0.995098576	13.93332598	31/03/2014	13	365	
0.079757947	-1.154289138	9.430199177	30/06/2014	14	366	
0.142428036	-1.256419694	11.67321847	30/09/2014	15	367	
0.173721631	-1.250165874	15.46286031	31/12/2014	16	368	
0.089888316	-1.256044175	15.70963202	31/03/2015	17	369	
0.182709747	-3.40145158	23.3334742	30/06/2015	18	370	
0.250905002	-2.734122251	25.1941264	30/09/2015	19	371	
0.286897465	-2.155415802	23.77381079	31/12/2015	20	372	
0.320416257	-0.981548695	19.5697223	31/03/2016	21	373	
0.218754004	-0.739843843	47.99231701	30/06/2016	22	374	
0.258508899	-0.690171953	21.62113337	30/09/2016	23	375	

0.260183315	-0.704644895	24.03510451	31/12/2016	24	376	
0.000132881	-0.592550344	20.00885246	31/03/2017	25	377	
0.000761412	-0.753989694	-11.85379979	30/06/2017	26	378	
0.001471275	-0.790220537	-3.536086261	30/09/2017	27	379	
-0.125782857	-0.770843631	1.505472127	31/12/2017	28	380	
0.000960089	-1.024495764	-6.098961787	31/03/2018	29	381	
0.001709814	-0.9265147	0.276647744	30/06/2018	30	382	
0.003452387	-0.81126021	0.356909266	30/09/2018	31	383	
0.005796498	-0.730530986	1.188278069	31/12/2018	32	384	
0.002181291	-0.862309122	0.681723573	31/03/2011	1	385	بنك SGB سورية و الخليج
0.002500714	-0.880265722	-12.41495184	30/06/2011	2	386	
0.004382286	-0.929148123	-5.01847836	30/09/2011	3	387	
0.011535801	-1.05646441	-0.60621404	31/12/2011	4	388	
0.010857358	-1.328631811	-2.741093902	31/03/2012	5	389	
0.004017391	-1.503287176	3.535598643	30/06/2012	6	390	
-0.001345473	-1.769622851	4.248287065	30/09/2012	7	391	
-0.007096575	-2.235585651	8.305540192	31/12/2012	8	392	
-0.010724471	-4.260661667	7.720036379	31/03/2013	9	393	
0.000734483	-8.308392577	3.452939095	30/06/2013	10	394	
0.000455824	-5.22040943	9.80958347	30/09/2013	11	395	
-0.014104961	-4.261081375	3.93207627	31/12/2013	12	396	
-0.023174693	-39.80633438	5.004818426	31/03/2014	13	397	
-0.025467858	23.50500554	58.73495034	30/06/2014	14	398	
-0.016630828	16.19224626	-61.42005225	30/09/2014	15	399	
-0.022091572	10.04801939	-40.82648673	31/12/2014	16	400	
0.008285832	1.181280783	-24.48724439	31/03/2015	17	401	
0.038457386	-1.665992198	3.051137548	30/06/2015	18	402	
0.038758087	1.658136088	2.71502769	30/09/2015	19	403	
0.022433784	7.978416777	0.714420372	31/12/2015	20	404	
0.05630403	-7.484933829	1.487186969	31/03/2016	21	405	
0.020904554	-26.88228098	179.5743136	30/06/2016	22	406	
0.025585851	-11.7696092	-20.46726764	30/09/2016	23	407	
0.015311576	-18.50026701	10.07100336	31/12/2016	24	408	
-0.006412862	40.35775416	42.84343875	31/03/2017	25	409	
-0.021381277	8.455234331	434.3788182	30/06/2017	26	410	
-0.026945901	7.698993434	55.2449319	30/09/2017	27	411	
-0.046493845	-2.444307397	7.416390451	31/12/2017	28	412	
-0.006960957	1.766936625	-3.984752639	31/03/2018	29	413	
-0.005292855	0.368410491	-25.32074518	30/06/2018	30	414	
-0.010784432	1.078171843	12.32413537	30/09/2018	31	415	
-0.024690722	2.182637461	17.40491589	31/12/2018	32	416	
0.002500973	-0.56943236	-1.126499495	31/03/2011	1	417	بنك سورية و المهجر
0.004328173	-0.642928155	-10.49440659	30/06/2011	2	418	
0.007060543	-0.667729776	2.619940363	30/09/2011	3	419	
0.008209247	-0.847481404	1.315417483	31/12/2011	4	420	
0.001672271	-2.044321352	1.168281807	31/03/2012	5	421	
0.001738151	-1.422873023	4.381623897	30/06/2012	6	422	
0.001279606	-1.294028178	-0.423079857	30/09/2012	7	423	

0.00106906	-1.621164454	-1.51206603	31/12/2012	8	424	
0.000275341	-2.240104006	-2.101510424	31/03/2013	9	425	
0.003236504	-5.951945956	2.767504902	30/06/2013	10	426	
0.007174031	-3.247237993	1.782440059	30/09/2013	11	427	
0.001879306	-2.480522956	0.931265874	31/12/2013	12	428	
0.000775105	-1.851085697	1.746675222	31/03/2014	13	429	
0.005227368	-1.521036157	5.70360883	30/06/2014	14	430	
0.012964475	-1.356125465	1.503178284	30/09/2014	15	431	
0.018849959	-1.2029102	0.986658728	31/12/2014	16	432	
0.010730564	-0.656233692	-0.251991047	31/03/2015	17	433	
0.02444056	-0.678607742	-11.61397754	30/06/2015	18	434	
0.035903115	-0.638037372	-5.065341833	30/09/2015	19	435	
0.044724081	-0.62760262	-3.160963487	31/12/2015	20	436	
0.03787152	-0.387420051	-3.208120022	31/03/2016	21	437	
0.030563195	-0.452537933	14.57471774	30/06/2016	22	438	
0.039750325	-0.471274581	6.91951382	30/09/2016	23	439	
0.039964287	-0.590376364	-2.074709571	31/12/2016	24	440	
0.000550006	-0.904876739	-4.923201928	31/03/2017	25	441	
0.011443487	0.793467804	26.29226836	30/06/2017	26	442	
0.011185662	0.32245135	11.19075313	30/09/2017	27	443	
-0.004210915	0.017548553	5.834862399	31/12/2017	28	444	
0.000951288	-0.788752338	8.72014669	31/03/2018	29	445	
0.005473432	-0.279482273	-3.692699149	30/06/2018	30	446	
0.009349818	-0.231900883	-1.416814778	30/09/2018	31	447	
0.011354376	-0.276359083	0.083080828	31/12/2018	32	448	
0.019537901	-0.523375364	0.942828265	31/03/2011	1	449	السورية الدولية للتأمين -أروب
0.029638401	-0.583209135	0.377655236	30/06/2011	2	450	
0.042751524	-0.590797843	0.360396407	30/09/2011	3	451	
0.045919293	-0.644294498	0.331237537	31/12/2011	4	452	
0.002827766	-0.787668306	0.262162157	31/03/2012	5	453	
0.012182486	-0.681741501	-0.334871968	30/06/2012	6	454	
0.022156776	-0.6272785	0.255248892	30/09/2012	7	455	
0.026889131	-0.639384592	0.116056473	31/12/2012	8	456	
0.00244283	-0.706321831	0.183218559	31/03/2013	9	457	
0.0153004	-0.523061993	-0.210935305	30/06/2013	10	458	
0.028737163	-0.481848606	-0.026807455	30/09/2013	11	459	
0.026888907	-0.584718824	0.184638541	31/12/2013	12	460	
0.005218304	-0.587024087	0.208620871	31/03/2014	13	461	
0.009447734	-0.53975592	0.312351309	30/06/2014	14	462	
0.013796751	-0.549837524	0.154719699	30/09/2014	15	463	
0.045808744	-0.544314839	0.313171131	31/12/2014	16	464	
0.008411111	-0.949545567	0.269548287	31/03/2015	17	465	
0.012594093	-0.902711602	0.307164447	30/06/2015	18	466	
0.017584788	-0.939199682	0.658923635	30/09/2015	19	467	
0.066707556	-0.37294175	0.278207674	31/12/2015	20	468	
0.039586171	-0.247300242	0.145701233	31/03/2016	21	469	
0.037726396	-0.613884774	0.794611076	30/06/2016	22	470	
0.042203114	-0.655427995	0.984457328	30/09/2016	23	471	

0.052923909	-0.317672334	1.185862688	31/12/2016	24	472	
0.004154762	-0.398069721	0.37296006	31/03/2017	25	473	
0.005868569	-0.502496933	-0.313388582	30/06/2017	26	474	
0.006561967	-0.604810192	0.069012862	30/09/2017	27	475	
0.005660399	-0.442352803	0.312342295	31/12/2017	28	476	
0.001620631	-0.599540618	0.1297094	31/03/2018	29	477	
0.002637725	-0.654713659	0.491101633	30/06/2018	30	478	
0.005181631	-0.641250769	0.34986247	30/09/2018	31	479	
0.008983025	-0.710736919	0.375128332	31/12/2018	32	480	
0.014256046	-0.84789763	0.164642887	31/03/2011	1	481	الشركة السورية الوطنية للتأمين
0.013854318	-0.926660912	0.162362162	30/06/2011	2	482	
0.026498208	-0.90569138	0.092718355	30/09/2011	3	483	
0.03832765	-0.895883411	0.143803001	31/12/2011	4	484	
0.003113456	-0.963179728	0.162571615	31/03/2012	5	485	
0.00437677	-0.97368612	0.113251983	30/06/2012	6	486	
0.023519845	-0.914355801	0.096778656	30/09/2012	7	487	
0.031916617	-0.907555514	0.17622649	31/12/2012	8	488	
0.020062977	-0.785305394	0.137226046	31/03/2013	9	489	
0.030298558	-0.839857193	0.013639502	30/06/2013	10	490	
0.092346141	-0.717397253	0.081876482	30/09/2013	11	491	
0.111480261	-0.724841255	0.298778343	31/12/2013	12	492	
0.010937488	-0.827752131	0.385314147	31/03/2014	13	493	
0.022066138	-0.86828749	0.188464485	30/06/2014	14	494	
0.059789636	-0.776193833	0.376178862	30/09/2014	15	495	
0.10585624	-0.695878422	0.297451559	31/12/2014	16	496	
0.046925731	-0.488706605	0.242196097	31/03/2015	17	497	
0.040982739	-0.785977982	0.706163882	30/06/2015	18	498	
0.064907811	-0.766219589	0.227180333	30/09/2015	19	499	
0.139859358	-0.607142636	0.118207451	31/12/2015	20	500	
0.106219095	-0.410119507	0.149727488	31/03/2016	21	501	
0.091833697	-0.557260932	-0.019917283	30/06/2016	22	502	
0.158014972	-0.510392389	-0.066835552	30/09/2016	23	503	
0.106721706	-0.65224981	-0.257311098	31/12/2016	24	504	
-0.007151167	-1.025815751	-0.137984914	31/03/2017	25	505	
0.004097558	-0.930930478	-0.519125812	30/06/2017	26	506	
0.055451882	-0.743451014	-0.147663543	30/09/2017	27	507	
0.020682817	-0.872951684	-0.034113894	31/12/2017	28	508	
-0.026422595	-1.60301566	0.222665237	31/03/2018	29	509	
-0.034313768	-1.303912689	0.253342992	30/06/2018	30	510	
0.035725643	-0.807992461	-0.036067778	30/09/2018	31	511	
0.021698937	-0.91036997	-0.085599766	31/12/2018	32	512	
0.006454481	-0.433792705	0.529626946	31/03/2011	1	513	الاتحاد التعاوني للتأمين
0.002170553	-0.503023145	0.132529378	30/06/2011	2	514	
0.003410401	-0.513201771	0.162028984	30/09/2011	3	515	
0.022662701	-0.483155834	0.151967434	31/12/2011	4	516	
0.000186245	-0.626064646	0.127319003	31/03/2012	5	517	
0.00371965	-0.533536624	0.149451037	30/06/2012	6	518	
0.001240265	-0.584403531	0.229188171	30/09/2012	7	519	

0.004408603	-0.557432635	0.149310884	31/12/2012	8	520	
-0.010479108	-0.560394354	0.186694165	31/03/2013	9	521	
0.000212657	-0.502168505	-0.008114911	30/06/2013	10	522	
-0.00757482	-0.544559503	0.358673729	30/09/2013	11	523	
0.004181149	-0.503994242	0.30967247	31/12/2013	12	524	
-0.019269708	-0.775144329	0.31329476	31/03/2014	13	525	
-0.024468801	-0.700423801	-0.218558851	30/06/2014	14	526	
-0.026436735	-0.659494087	0.10032044	30/09/2014	15	527	
0.008328502	-0.520932389	0.150964642	31/12/2014	16	528	
0.00878402	-0.838495152	0.067567554	31/03/2015	17	529	
0.023885258	-0.432401206	0.376830083	30/06/2015	18	530	
0.04138371	-0.590113311	0.157416511	30/09/2015	19	531	
0.067179624	-0.379879959	0.344347273	31/12/2015	20	532	
0.041425079	-1.195078561	0.191903874	31/03/2016	21	533	
0.022977301	-1.1420778	1.172179075	30/06/2016	22	534	
0.022848365	-1.158530537	0.918545046	30/09/2016	23	535	
0.032058769	-0.533808769	0.799828885	31/12/2016	24	536	
-0.006908253	-1.075463392	0.355764977	31/03/2017	25	537	
-0.023850248	-1.072818992	0.359445809	30/06/2017	26	538	
-0.030160562	-0.973101592	0.527242145	30/09/2017	27	539	
-0.01964714	-0.79111749	0.410062774	31/12/2017	28	540	
0.005343388	-0.564353871	0.129138298	31/03/2018	29	541	
-0.018662814	-0.796736142	0.276049797	30/06/2018	30	542	
-0.056419487	-1.084153283	0.277018642	30/09/2018	31	543	
-0.075820921	-1.074641586	0.350661926	31/12/2018	32	544	
0.006538295	-0.667830726	0.079119732	31/03/2011	1	545	الشركة السورية الكويتية للتأمين
0.017909898	-0.629617266	0.413075509	30/06/2011	2	546	
0.028946214	-0.66987209	-0.050073162	30/09/2011	3	547	
0.037441673	-0.661647155	-0.117996396	31/12/2011	4	548	
0.017810494	-0.735328253	-0.044731344	31/03/2012	5	549	
0.032869877	-0.743511435	-0.001252063	30/06/2012	6	550	
0.041666364	-0.800502923	0.360015137	30/09/2012	7	551	
0.048728326	-0.870671675	0.276726556	31/12/2012	8	552	
-0.016515222	-1.885587785	-0.169036435	31/03/2013	9	553	
0.008004603	-1.620366403	0.619437642	30/06/2013	10	554	
0.078844658	-1.476164698	0.930438813	30/09/2013	11	555	
0.066598358	-1.254681067	0.787158262	31/12/2013	12	556	
0.013711654	-0.441392958	-0.056362276	31/03/2014	13	557	
0.015697922	-0.743262234	-0.328543299	30/06/2014	14	558	
0.040663534	-0.684701947	0.999059072	30/09/2014	15	559	
0.075218399	-0.332113688	0.794840581	31/12/2014	16	560	
0.024420223	-1.639280412	0.472290623	31/03/2015	17	561	
0.063901531	-1.140827552	1.359734601	30/06/2015	18	562	
0.0896786	-0.774754263	0.804482917	30/09/2015	19	563	
0.190140538	-0.122644053	0.620287783	31/12/2015	20	564	
0.213318808	-0.118129599	0.126765832	31/03/2016	21	565	
0.164793308	-0.630278372	0.182040261	30/06/2016	22	566	
0.213856762	-0.501582687	0.190060242	30/09/2016	23	567	

0.216002646	-0.128915626	0.210360428	31/12/2016	24	568	
0.000917252	-0.880662549	0.096076189	31/03/2017	25	569	
0.010656026	-0.553329738	-0.722951843	30/06/2017	26	570	
0.014833153	-0.636812695	0.157701756	30/09/2017	27	571	
-0.053902547	-1.050150207	-0.068585794	31/12/2017	28	572	
0.008802711	-0.064397717	0.094248993	31/03/2018	29	573	
0.004786612	-0.489098804	-0.040000903	30/06/2018	30	574	
0.005203997	-0.53357224	-0.617088998	30/09/2018	31	575	
0.0021735	-0.757908361	-0.273298319	31/12/2018	32	576	
0.010202848	-0.531350444	0.261722624	31/03/2011	1	577	الشركة المتحدة للتأمين
0.016979392	-0.568978507	0.688236693	30/06/2011	2	578	
0.029856543	-0.550723535	0.148024483	30/09/2011	3	579	
0.057388049	-0.498579404	0.13567473	31/12/2011	4	580	
0.009044871	-0.529176203	0.125088106	31/03/2012	5	581	
0.013457374	-0.559860654	1.099231911	30/06/2012	6	582	
0.018381575	-0.567162017	0.488784302	30/09/2012	7	583	
0.034366962	-0.545197907	0.398455697	31/12/2012	8	584	
0.006902241	-0.537968372	0.097615759	31/03/2013	9	585	
0.011541541	-0.518252176	-0.480038669	30/06/2013	10	586	
0.015057083	-0.501427301	0.048848675	30/09/2013	11	587	
0.023469704	-0.406670243	0.104502711	31/12/2013	12	588	
0.002942682	-0.53943661	0.200512545	31/03/2014	13	589	
0.002350853	-0.583137918	-0.104009014	30/06/2014	14	590	
0.014826441	-0.493719743	0.2850744	30/09/2014	15	591	
0.019093795	-0.462948169	0.008673687	31/12/2014	16	592	
0.011049033	-0.386110889	0.424087237	31/03/2015	17	593	
0.031136953	-0.227258798	-1.820229809	30/06/2015	18	594	
0.052670882	-0.163808894	-1.328722628	30/09/2015	19	595	
0.092179561	-0.043020416	-1.047526183	31/12/2015	20	596	
0.093445364	0.012814122	-0.916045342	31/03/2016	21	597	
0.068624541	-0.076811198	-0.6971492	30/06/2016	22	598	
0.087375282	-0.104660158	-0.557159362	30/09/2016	23	599	
0.084901017	-0.185928728	-0.50698859	31/12/2016	24	600	
0.013838066	-0.022193731	-0.175015578	31/03/2017	25	601	
0.020808674	-0.127916169	0.115700427	30/06/2017	26	602	
0.028900637	-0.200249127	0.365441927	30/09/2017	27	603	
0.006778175	-0.269399694	0.415498033	31/12/2017	28	604	
0.009934294	-0.181353482	0.776957248	31/03/2018	29	605	
0.01412568	-0.199451229	-0.193657407	30/06/2018	30	606	
0.104847873	-0.156645979	0.046031219	30/09/2018	31	607	
0.129522631	-0.273506882	-1.128459582	31/12/2018	32	608	

Abstract

The aim of the research is to know the mediating role of agency cost in impact relationship of free cash flows in the performance of joint stock companies by applying to companies listed in the Damascus Stock Exchange during the period 2011-2018, in order to bridge the current knowledge gap regarding free cash flow, agency costs and the financial performance of companies listed on the Damascus Market. For securities, the research sample consisted of (11) banks, (5) insurance companies, (2) service companies and (1) industrial company listed on the Damascus Stock Exchange. The researcher relied on the descriptive methodology in building the theoretical framework and positivism. Based on unbiased evaluation and deductive thinking in order to reach specific and clear data about the mediating role of agency cost in impact relationship of free cash flows in the company performance, and the quantitative approach in terms of relying on statistical analyzes and quantitative methods, and relying on the financial data published on the Securities Commission website Syria and the Damascus Stock Exchange website, where data were collected for companies for a period covering 8 years from 2011 to 2018, and the following statistical analyzes were applied: Tuberculosis stability test Time basket, cointegration test, ARDL autoregressive model, By using Eviews and among the most important findings of the research:

- Free cash flows affect the financial performance of companies listed on the Damascus Stock Exchange in a significant way.

- Free cash flows have a significant effect on agency costs for companies listed on the Damascus Stock Exchange.

- Free cash flows affect in a significant way on financial performance with the presence of an intermediate variable, which is agency costs on long term only for companies listed on the Damascus Stock Exchange.

Key words: agency cost, free cash flow, joint stock companies, mediating role.

Damascus University
Faculty of Economics
Business Administration Department

The Mediator Role of Agency Cost between Free Cash Flow and Shareholding Companies Performance

Empirical Study on The Companies Listed in Damascus Securities Exchange for the period from 2011 to 2018

A submitted Research in achieving a master Degree in Business Administration

Submitted By:
Ibrahim Ali slim

Supervised By:

DR. Ghazwan Ali
Chief Supervisor
Ass prof. in Business Administration
Faculty of Economics
Damascus University

Damascus: 2021