

هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة؟

علام محمد موسى حمدان*

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في مدى لجوء الشركات المدرجة في بورصة البحرين لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف؛ وظفت الدراسة نموذج الانحدار الطولي بمقدرات التأثيرات العشوائية لبيانات واحد وثلاثون (31) شركة بحرينية، ولمدة ثلاثة عشر (13) عاماً تمتد من (2002-2014). وكما في الأسواق الناشئة؛ فإنه في ظل انخفاض مستوى حوكمة الشركات وحماية المستثمرين، تلجأ الشركات البحرينية لاستخدام سياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض التدفقات النقدية الحرة، وبالتالي تكاليف الوكالة. كما بينت الدراسة أن للقيمة السوقية تأثيراً إيجابياً في تخفيض تكاليف الوكالة، بينما كان لحجم الشركة وعمرها تأثيراً سلبياً في تخفيض تكاليف الوكالة، إذ تبين أن الشركات البحرينية كبيرة الحجم والأقدم تفقد للأدوات الرقابية الملائمة على تصرفات الإدارة. أما عن علاقة المديونية بتكاليف الوكالة؛ فقد كان للمقرضين دوراً إيجابياً - لكنه غير فعال - في مراقبة الإدارة ودفعها نحو الاستغلال الأمثل للأصول مما يخفض من تكاليف الوكالة.

الكلمات الدالة: سياسة توزيع الأرباح؛ نظرية الوكالة؛ تكاليف الوكالة؛ بورصة البحرين.

المقدمة

الوكالة؛ من أجل فهم أعمق للآليات الداخلية التي تتبعها الشركات البحرينية في تنظيم علاقاتها المختلفة بين حملة الأسهم والمدراء. لذا؛ كان البحث في آلية سياسة توزيع الأرباح كأحد الآليات التي ربما قد تكون لجأت إليها الشركات البحرينية لتسكين نزاعات الوكالة وتخفيض تكاليفها.

إن أحد الآليات المهمة التي يلجأ إليها ملاك الشركة لتخفيض تكاليف الوكالة هو تخفيض ما لدى المدراء من تدفقات نقدية حرة؛ عبر تصويتهم بتوزيع الأرباح لنقادي استغلالاً للإدارة لها في تحقيق مصالحها الشخصية (Belden et al., 2005). وبشكل آخر؛ فإن الملاك هم من سيقدر كم من العوائد سوف تستثمر، وكم سيبقى منها للاستغلال التشغيلي للشركة. كما أن دفع التوزيعات النقدية سوف يضع الشركات ذات النمو والتدفقات النقدية المرتفعة تحت مزيد من الرقابة من قبل أسواق المال (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). وقد أشار Jensen, (1986) إلى أن التوزيعات يمكنها أن تقلل من فرص الإدارة في استثمار سيولة الشركة في مشروعات تعود بالنفع على المدراء لا على حملة الأسهم. هذا؛ فضلاً عما يمكن أن يعطية الاعلان عن التوزيعات من مؤشرات إيجابية حول استثمارات

يُثير موضوع توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة في الشركات البحرينية، عدداً من القضايا المهمة، التي يُمكن فهمها باعتبارها تتعلق بطبيعة البيئة الاقتصادية للبحرين؛ اصيلة النشأة، صغيرة الحجم، وسريعة النمو. فالتطوّر النفطي-الاقتصادية التي شهدها هذا الاقتصاد، وتسارع وتيرة تأسيس الشركات العامة منذ منتصف القرن الماضي، وما لذلك من آثار اقتصادية واجتماعية متعددة، دعى إلى وجود آليات لمراقبة تصرفات إدارة الشركة في ظل غياب مراقبة الملاكات العائلية، ودور غير فاعل لهيكل الملكية في مراقبة الإدارة، وتخفيض نزاعات وتكاليف الوكالة. هذه الفجوة في الدراسات التطبيقية في البيئة البحرينية دعنا للبحث عن العوامل الأخرى التي قد يكون لها تأثيراً في تخفيض تكاليف

*أستاذ مشارك، رئيس قسم المحاسبة والاقتصاد، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية - مملكة البحرين.

allamh3@hotmail.com

تاريخ استلام البحث 2015/9/13 وتاريخ قبوله 2016/1/4.

توزيع الأرباح وتخفيض تكلفة الوكالة تستندان بشكل كبير على تقييد أعمال الإدارة (حمدان، 2014)؛ ففي وضع تتعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المدراء على استغلال النقدية في استثمارات غير كفوة، أو استغلالها كعلاوات، أو انفاقها على الكماليات غير الضرورية للشركة. لذا؛ يلجأ ملاك الشركة للتصويت لصالح القيام بتوزيع الأرباح في سبيل قطع الطريق أمام الإدارة لإستغلالها في تحقيق مصالحها الشخصية. بينما في الشركات ذات الحوكمة المرتفعة تزداد فيها الرقابة على تصرفات الإدارة وبالتالي تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفوة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين. وعليه؛ فإن فرضية الدراسة تدعو الى علاقة عكسية بين توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة. فالشركات التي تعتمد إلى توزيع الجزء الأكبر من ارباحها في بورصة البحرين فانها ستواجه تكاليف وكالة أقل. ويمكن صياغة هذه الفرضية بكلمات محددة؛ كما يأتي: "هناك علاقة عكسية بين توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين". ففي ظل انخفاض مستوحوكمة الشركات في البحرين (كما أشارت دراسة Ahmed and Hamdan, 2015)، يلجأ حملة الأسهم لسياسة توزيع الأرباح، لإستخدامها لتسكين النزاعات بين الملاك والمدراء، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة. (La Porta et al, 2000; John and Knyazeva, 2006; Adjaoud and Ben-Amar, 2010. إن تبني هذه الفرضية في بورصة البحرين له ما يبرره من الدراسات السابقة؛ فقد أشارت العديد من الدراسات إلى انخفاض دور آليات هيكل الملكية في الحد من تكاليف الوكالة في الشركات البحرينية (حمدان والسريع، 2015)، مع شكوك حول دوره في أداء الشركات البحرينية (Khamis et al., 2015a) وبشكل عام انخفاض مؤشرات حوكمة الشركات في بورصة البحرين (Hussain and Mallin, 2003; Al-Mannaie and Hamdan, 2015).

إن توزيعات الأرباح لها تأثير واضح في تخفيض تكاليف الوكالة، من خلال تخفيض التدفقات النقدية التي يمكن للإدارة استغلالها في مشاريع غير كفوة (Belden et al., 2005). فقد قدم Jensen, (1986) دليلاً على ان المدراء لا يميلون لتوزيعات الأرباح خوفاً من فقدان السيطرة على العوائد. وفي ورقة لاحقة لـ Jensen, (1993) أشار إلى أنه للتخلص من القرارات غير

الشركة المستقبلية، إذ أن الاعلان عن التوزيعات من شأنه أن يعطي دلالات حول فرص الشركة في النمو المستقبلي والتي ستعطيها القدرة على مواصلة تلك التوزيعات (الميداني، 2010؛ Bhattacharya, 1979; John and Williams, 1985).

هذا ما تسعى هذه الورقة العلمية إلى التحقق منه عبر دراسة تطبيقية استندت فيها لعينة ممثلة من الشركات البحرينية خلال فترة ثلاثة عشر عاماً؛ من أجل الوصول إلى تصور واضح حول طبيعة هذه الآلية ومدى نجاعتها في تحقيق ما يصبوا اليه ملاك الشركات البحرينية من تخفيض لتكاليف الوكالة، وبما يسهل علينا فهم المسار الذي اتبعته هذه الشركات للحفاظ على تماسكها وتطورها خلال الفترة الماضية.

أطرت السطور السابقة لإشكالية الدراسة، وأهميتها وجديدها. أما ما تبقى من هذه الورقة العلمية، فقد تم تنظيمه على النحو الآتي: في القسم التالي تم التعرض لأدبيات موضوع الدراسة - بشيء من الاختصار - من أجل تدعيم فرضية الدراسة، أما القسم الثالث فقد تعرض للملاحظات المنهجية للدراسة عبر تحديد مجتمع الدراسة وعينتها، واسلوب قياس المتغيرات ونموذجها القياسي. أما عرض نتائج الدراسة واختبار الفرضية فكان في القسم الرابع، ليناقدش القسم الأخير استنتاجات الدراسة، ومحدداتها ويقترح مزيداً من الدراسات المستقبلية.

الإطار المفاهيمي والدراسات السابقة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح بتكاليف الوكالة، وفرضية البحث:

يزخر الأدب المالي في الدراسات التي تبحث في سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها المختلفة بقيمة الشركة، وحوكمة الشركات وغيرهما من العوامل. أما علاقة توزيعات الأرباح بتكاليف الوكالة فلا يمكن دراستهما بمعزل عن حوكمة الشركات، والتي تعتبر المُفسّر، والمؤطر لهذه العلاقة. وفقاً لفرضية التدفق النقدي الحر فإن المدراء في الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المنخفضة يميلون للاحتفاظ بالنقدية دون توزيعها من أجل استغلالها في تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال توزيعها كعلاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليهم دون اعتبار لمصالح حملة الأسهم (Jirapom et al, 2011). واستناداً لنظرية البديل (substitution hypothesis) فإن سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات حل النزاع بين حملة الأسهم والمدراء. وحسب وجهة نظر مؤيدي هذه النظرية فإن سياسة

إن توزيعات الأرباح وعلاقتها بالتكاليف الوكالة يمكن أن تلعب دروا مهماً في موضوع الرقابة والسيطرة على الشركة. إذ أن من شأن القيام بالتوزيعات يمكن أن يحرم المدراء من استغلال الفوائض المالية في تحقيق مصالحهم الخاصة، كما يدفع بالشركة نحو الاعتماد على التمويل الخارجي مما يساهم في زيادة رقابة المقرضين والسوق المالية للشركة (Easterbrook, 1984).

وقد قدمت دراسة (La Porta et al., 2000) دليلاً من حول العالم يؤكد على أهمية تكاليف الوكالة في فهم توزيعات الأرباح، فالشركات التي تعمل في بلدان تتوفر الحماية للأقلية من حملة الأسهم تلجأ إلى القيام بتوزيعات كبيرة من أجل تسكين نزاعات الوكالة. ولكن في تلك البلدان ذات القوانين الحامية للمساهمين فإن الشركات ذات النمو السريع تقوم بتوزيعات أرباح أقل من الشركات الأخرى، حيث يرغب المستثمرون في الإبقاء على استثماراتهم في الشركة طالما أنهم محميون بمنظومة من القوانين وطالما هناك فرص استثمارية جيدة. وعلى النقيض من ذلك فإن الشركات التي تعمل في بيئات اقتصادية لا تقدم الحماية الكافية للمساهمين فإنها تلجأ إلى توزيعات أرباح أكبر بغض النظر عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وذلك بهدف تسكين نزاعات الوكالة.

البيانات والمنهج:

من أجل التعرف على طبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركات البحرينية، ودورها في تخفيض تكاليف الوكالة؛ سيتم الاستناد إلى ما يلي:

عينة الشركات والسلسلة الزمنية:

تستند هذه الورقة العلمية إلى البيانات الطولية، وقد شملت واحد وثلاثون (31) شركة من الشركات الإثنيتنواالاربعين (42) شركة المدرجة في بورصة البحرين من سنة قطاعات مختلفة. عبر سلسلة زمنية تمتد لثلاثة عشر (13) عاماً من 2002-2014).

نموذج الدراسة وأساليب قياس المتغيرات:

تتلخص فكرة هذه الورقة في البحث عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح في الشركات البحرينية، ودورها في الحد من تكاليف الوكالة. لذا؛ قمنا بتوظيف تحليل الإنحدار (Regression Analysis). وفق النموذج الآتي:

الصائية للإدارة في اختيار المشروعات ذات العوائد السلبية لا بد من اتخاذ قرار بتوزيع النقدية، وهذا ما أوصت به دراسة Brush et al., (2000) أن من الحكمة توزيع التدفقات النقدية لمنع استغلالها من قبل المدراء، بعد أن بينت أن الشركات التي تتميز بمستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة تعاني من انخفاض في نسب نمو المبيعات. إن دفع التوزيعات النقدية يخفض من الاستثمارات غير الضرورية، كما ويخضع الشركات لرقابة اسواق رأس المال، ويخفض من تكاليف الوكالة من خلال رد التدفقات الحرة لحملة الأسهم، وهذا من شأنه أن يخفض من مشكلات الوكالة من خلال إزالة دور الوكيل المتصرف (الإدارة) والسماح للملاك التقرير بأنفسهم أين يجب أن تتفق أموالهم (Belden et al., 2005). وقد أكدت دراسة (Borokhovich et al., 2005) الدور الإيجابي للتوزيعات في تخفيض تكاليف الوكالة في بيئة الشركات الأمريكية. وبشكل عام؛ فإن هناك اتفاق واسع في أدبيات الإدارة المالية حول الدور المهم للتوزيعات في تخفيض تكاليف الوكالة.

وفقاً لنظرية الوكالة فإن التوزيعات المرتفعة للأرباح ترتبط بنمو التمويل الخارجي ذو التكاليف المنخفضة. فالشركات تقارن بين تكلفة التمويل الداخلي والخارجي وتلجأ إلى توزيع أرباحها والاستعانة بالتمويل الخارجي ذو التكلفة المنخفضة. وقد وجدت دراسة (Le Sun, 2014) أن توزيعات الأرباح تساهم كذلك في تخفيض تكاليف الوكالة ومن ثم تسهيل الحصول على التمويل الخارجي عبر تسكين نزاعات الوكالة وتحسين عملية الإفصاح عن المعلومات. أما دراسة (Mollah et al., 2007) فقد وجدت أنه في ظل تركيز الملكية العائلية فإن توزيعات الأرباح تفقد دورها في الحد من الحد من تكاليف الوكالة. كما يؤدي النقص في الملكية الإدارية وتشتت الملكيات إلى تفاقم تكاليف الوكالة. كما بينت دراسة (Rozeff, 1982) أن توزيعات الأرباح تساهم في تسكين نزاعات الوكالة بين المدراء وحملة الأسهم، وعلى غرارها سارت العديد من الدراسات مثل (Saxena, 1999; Holder et al., 1998). وبالمحصلة؛ فإن توزيعات الأرباح تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة من خلال إعادة اموال المساهمين اليهم ومنع المدراء من استغلالها لمصالحهم الخاصة (Belden et al., 2005).

الشركة (i) في السنة (t).

$Industry_{i,t}$: متغير وهمي: نوع القطاع الذي تنتمي له الشركة، ويعطى الرقم (1) إذا كانت الشركة تنتمي لقطاع معين، والرقم (صفر) لغير ذلك.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

أما طريقة قياس متغيرات الدراسة فإنها تظهر في الجدول رقم (1) والذي يبين كذلك بعض المقاييس التوصيفية لعينة الدراسة؛ كالوسط الحسابي، والانحراف المعياري، واختبار (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي، فضلاً عن العلاقة المتوقعة لكل متغير من المتغيرات المستقلة والضابطة مع المتغير التابع "تكاليف الوكالة".

تنص الفرضية العدمية لإختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. رمز النجمة * يعني أن بيانات المتغير موزعة طبيعياً عند مستوى 5%. بمعنى ان احتمال اختبار Jarque-Bera سوف يكون أكبر من 5% وبالتالي قبول الفرضية العدمية التي تُشير إلى أن بيانات المتغير المعني تتبع التوزيع الطبيعي. تم معالجة المتغيرات التي لا تقترب من توزيعها الطبيعي بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لها. عدد المشاهدات في كل متغير هي 403 مشاهدة (31 شركة × 13 عاماً). القيمة السوقية وحجم الشركة تم عرضهما بملايين الدنانير البحرينية.

$$Agency\ Costs_{it} = \beta_0 + \beta_1 DivYd_{it} + \beta_2 MarkCap_{it} + \beta_3 CorpGov_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

$Agency\ Costs_{it}$: متغير متصل؛ وهو المتغير التابع، تكاليف الوكالة للشركة (i) خلال الفترة (t).

β_0 : قيمة الثابت في النموذج، وهي مستوى تكاليف الوكالة دون أخذ أثر عامل التوزيعات والمتغيرات الضابطة الأخرى.

$\beta_{1..17}$: الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.

$DinYd_{it}$: متغير متصل؛ وهو المتغير المستقل، سياسة توزيع الأرباح للشركة (i) في السنة (t).

$MarkCap_{it}$: متغير متصل؛ وهو من المتغيرات الضابطة، اللوغاريتم الطبيعي لقيمة الشركة (i) السوقية في السنة (t).

$CorpGov_{it}$: متغير متصل؛ وهو من المتغيرات الضابطة، الحوكمة في الشركة (i) في السنة (t).

$Size_{it}$: متغير متصل؛ وهو من المتغيرات الضابطة، اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركة (i) في السنة (t).

$Leverage_{it}$: متغير متصل؛ وهو من المتغيرات الضابطة، الرافعة المالية للشركة (i) في السنة (t).

Age_{it} : متغير متصل؛ وهو من المتغيرات الضابطة، عمر

جدول (1)

تلخيص قياس متغيرات الدراسة والمؤشرات التوصيفية للفترة 2002-2014:

المؤشرات التوصيفية			العلاقة المتوقعة	التعريف واسلوب القياس	المتغير
التوزيع الطبيعي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي			
434.560	37.081	30.137		تم استخدام "نسبة الانتفاع من الأصول" كمؤشر على تكاليف الوكالة (Davidson&Singh, 2003; McKnightWeir, &Florackis, 2008; Henry, 2010; 2009) والتي تحسب من خلال قسمة المبيعات/الإيرادات السنوية على مجموع أصول الشركة. حيث تهدف هذه النسبة إلى قياس فاعلية القرارات الاستثمارية المتخذة من قبل الشركة، ومدى قدرتها على استغلال أصولها بالشكل الأمثل. وقد أشار Gitman, (2009) إلى أن ارتفاع معدل دوران الأصول يشير إلى أن الشركة تقوم بإدارة أصولها بشكل كفؤ وفعال وهو ما سينتج عنه انخفاض في تكلفة الوكالة نظراً للاستغلال الأمثل لموارد الشركة، وعلى العكس من ذلك؛ فإن انخفاض معدل دوران الأصول يشير إلى اتخاذ قرارات استثمارية غير كفؤة أو أنها تتفق أموالها على شراء أصول غير منتجة بشكل تزيد معه تكاليف الوكالة.	تكاليف الوكالة
40.734	3.139	4.505	عكسية	لقد اتبعنا دراسة Belden et al., 2005 في قياس سياسة توزيع الأرباح عبر استخدام نسبة "ربع السهم" والتي يتم قياسها من خلال قسمة التوزيعات السنوية للسهم على سعر السهم السوقي.	سياسة توزيع الأرباح
108.423	211	124	عكسية	هي عبارة عن القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة. إن زيادة القيمة السوقية للشركة يؤثر إلى نجاحها ومن المتوقع في مثل هذه الحالة أن تؤثر إيجابياً على الحد من تكاليف الوكالة.	القيمة السوقية
28.413	27.179	54.813	عكسية	يعتبر هيكل الملكية أحد الآليات الداخلية للحكومة، إذ تؤدي بعض الملكيات دوراً فاعلاً في مراقبة تصرفات الإدارة. ومنها الملكية المؤسسية التي أشارت دراسة (Hamdan and Sartawi, 2013) أن لها علاقة كبيرة بحكومة الشركات. وقد تم قياس هذا المتغير بنسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات.	حوكمة الشركات
853.382	1846	618	عكسية/ طردية	تباينت الدراسات السابقة حول تأثير حجم الشركة في تكاليف الوكالة، وهو ما سيأتي على ذكره لاحقاً. هذا؛ وقد تم قياس متغير "حجم الشركة" من خلال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.	حجم الشركة
32.959	31.675	42.265	عكسية	أشار كل من (Grossman and Hart, 1982) أن وجود الدين يدفع المدراء نحو استهلاك علاوات أقل، مع تحسين أدائهم في قيادة الشركة نحو تحقيق أفضل النتائج لتلافي خطر الإفلاس وفقدان مناصبهم. وقد تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة الالتزامات على الأصول.	الرافعة المالية
2.967*	9.599	26.288	عكسية	تم قياس هذا المتغير بعدد السنوات منذ تأسيس الشركة.	عمر الشركة

و سياسة توزيع الأرباح والمتغيرات الضابطة من جهة أخرى؛ فإننا لجئنا إلى أسلوب تحليل المسار، بحيث تم تقسيم المتغيرات المستقلة الضابطة إلى قسمين بناء على قيمة الوسيط لكل متغير، وفي كل قسم قمنا بحساب متوسط تكاليف الوكالة (نسبة الانتفاع من الأصول) والانحراف المعياري. ثم عمدنا إلى اختبار الفرق بين المجتمعين؛ وقد ظهرت النتائج في الجدول رقم (2). في اختبارات الفروق؛ تم استخدام اختبار "العينتين المستقلتين" (Two-Independent Sample T-Test) وهو من الاختبارات المعلمية (parametric tests)، واختبار "كولموغوف-سمرنوف" (Kolmogorov-Smirnov Z) غير المعلمي (non-parametric tests). ذات دلالة احصائية عند: $1***$ ، $5**$ ، $10*$ الفرق الموجب في المستوى يُشير إلى أن الشركات التي ترتفع فيها قيم المتغير المستقل والمتغيرات الوسيط هي الأفضل في نسبة الانتفاع من الأصول، وبالتالي انخفاض تكاليف الوكالة، والعكس قيمة الفرق السالب يُشير إلى أن الشركات الصغيرة هي الأفضل.

من الجدول رقم (1) يُلاحظ أن نسبة الانتفاع من الأصول في الشركات البحرينية تزيد عن (30%) بشيء قليل، مع انحراف معياري مرتفع، مما يؤثر إلى ارتفاع تكاليف الوكالة داخل الشركات البحرينية. أما نسبة "ريع السهم" فقد تبين أنها (4.5%). أما القيمة السوقية للشركات البحرينية فقد تبين أنها نقلت عن قيمتها الدفترية (حجم الشركة الذي تم قياسه بمجموع الأصول)، وقد يعود ذلك للعديد من العوامل الاقتصادية والمالية التي تؤثر في الاقتصاد البحريني. أما نسبة الملكية المؤسسية، وهي المؤشر على حوكمة الشركة؛ فقد تجاوزت نسبة (54%) ومعها يتوقع تأثيراً عكسياً على تكاليف الوكالة. كذلك يعرض الجدول متوسط نسبة الرافعة المالية وعمر الشركة كمتغيرات ضابطة أخرى، مع توقع علاقة عكسية مع تكاليف الوكالة. ويلاحظ أن جميع المتغيرات -باستثناء متغير عمر الشركة- لم تقترب من توزيعها الطبيعي. لذا؛ سيتم معالجة هذا الأمر بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لتلك المتغيرات قبل تقدير نموذج الدراسة.

تحليل العلاقة بين تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح والمتغيرات الأخرى:

من أجل تحليل العلاقة المبدئية بين تكاليف الوكالة من جهة

جدول (2)

تحليل العلاقة بين تكاليف الوكالة ومتغيرات الدراسة الأخرى:

إختبارات الفروق		المتغير التابع: تكاليف الوكالة			المستوى	المتغيرات المستقلة والضابطة
Z-Test (p-value)	t-Test (p-value)	الفرق في المستوى	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي		
2.976*** (0.000)	4.691*** (0.000)	0.173	0.413	0.377	مرتفعة	شركات ذات توزيعات أرباح:
			0.289	0.204	منخفضة	
3.973*** (0.000)	3.515*** (0.000)	0.127	0.360	0.345	مرتفعة	شركات ذات قيمة سوقية:
			0.356	0.218	منخفضة	
3.245*** (0.000)	-6.909*** (0.000)	-0.243	0.182	0.162	مرتفعة	شركات ذات ملكية مؤسسية:
			0.451	0.405	منخفضة	
6.092*** (0.000)	-9.535*** (0.000)	-0.317	0.211	0.125	كبير	شركات ذات حجم:
			0.412	0.442	صغير	
4.712*** (0.000)	-7.108*** (0.000)	-0.243	0.233	0.155	مرتفعة	شركات ذات رافعة مالية:
			0.422	0.398	منخفضة	

إختبارات الفروق		المتغير التابع: تكاليف الوكالة			المستوى	المتغيرات المستقلة والضابطة
Z-Test (p-value)	t-Test (p-value)	الفرق في المستوى	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي		
1.735***	-1.119	-0.041	0.295	0.258	الأطول	شركات ذات العمر:
(0.005)	(0.264)		0.423	0.298	الأقصر	

ينظر لرقابة المقرضين في الأدب المالي على أنها أحد الأدوات المهمة في مراقبة تصرفات الإدارة وتخفيض تكاليف الوكالة في الشركات، إلا أن المقرضين في البحرين لم يستطيعوا مراقبة تصرفات الإدارة في الشركات ودفعها نحو الاستغلال الأمثل لأصول الشركات؛ قد يكون ذلك نتيجة لنقص ما لدى القطاع المصرفي من خبرة في هذا المجال، أو نتيجة للعلاقات المتبادلة والشخصية بين المؤسسات.

تقدير نموذج الانحدار الطولي:

عندما يتم المزج بين بيانات السلاسل الزمنية (2002-2014)، والبيانات المقطعية (31 شركة)، نحصل على البيانات الطولية، وهي تعطي معلومات أكثر عن البيانات بتباين أكثر وأقل ارتباط تداخلي بين المتغيرات، ودرجات حرية أكثر، وكفاءة أكثر (جوجارات، 2015). وعلى الرغم من ذلك؛ فمن المحتمل وجود عدم تجانس (heterogeneity) بين هذه الوحدات، بالإضافة إلى وجود مشكلة "الأئية" (simultaneity problem)، والسببية العكسية (reverse causality). (Adams et al., 2010; Wintoki et al., 2012; Liu et al., 2015). وتظهر مشكلة عدم التجانس غير الملحوظ (unobserved heterogeneity) عندما تكون هناك مجموعة من المتغيرات المستترة التي تقود العلاقة الظاهرة بين التوزيعات وتكاليف الوكالة. للوصول إلى نتائج دقيقة حول مدى لجوء الشركات البحرينية لتوزيعات الأرباح لتخفيض تكاليف الوكالة، فقد وظفت الدراسة نموذج البيانات الطولية (panel regression) ويسعى هذا النموذج لتفادي مشكلات القياس المختلفة.

تنص الفرضية العدمية على عدم وجود أثر للمتغير المستقل والمتغيرات الضابطة في تكاليف الوكالة. إن ظهور العلاقة سلبية بين المتغيرات المستقلة أو الضابطة والمتغير

تشير النتائج الظاهرة في الجدول رقم (2) إلى أن الشركات البحرينية ذات التوزيعات المرتفعة خلال فترة الدراسة قد واجهت تكاليف وكالة أقل من تلك الشركات التي تميزت بمستوى منخفض من التوزيعات. فقد بين الجدول رقم (2) أن نسبة الانتفاع من الأصول في الشركات ذات التوزيعات المرتفعة هي أكبر منها في الشركات ذات التوزيعات المنخفضة، وبالتالي علاقة عكسية مع تكاليف الوكالة، وقد كان هذا الفرق مهما احصائياً عند أقل من (1%) وفقاً للاختبار المعلمي (t-Test) والاختبار غير المعلمي (Z-Test).

أما ما يتعلق بالعلاقة بين القيمة السوقية للشركة وتكاليف الوكالة؛ فقد اتضح أنها علاقة عكسية؛ بمعنى أن الشركات التي تميزت بقيمة سوقية مرتفعة ظهرت فيها تكاليف الوكالة بشكل أقل (كانت نسبة الانتفاع من الأصول فيها مرتفعة)، وقد كانت هذه العلاقة مهمة احصائياً عند أقل من (1%). وتتفق هذه النتيجة مع النظرية، والتي تُبين أن الشركات الناجحة (ذات القيمة السوقية المرتفعة) قد تزول فيها نزاعات وتكاليف الوكالة. أما بالنسبة لعلاقة الملكية المؤسسية -التي تؤثر لحوكمة الشركات- إذ بين التحليل في الجدول رقم (2) أن للملكية المؤسسية علاقة طردية بتكاليف الوكالة، فالشركات البحرينية التي تسيطر عليها الملكية المؤسسية تزيد فيها تكاليف الوكالة. إلا أن هذا التحليل يبقى أولياً، وهو يوضح الوضع الحالي للشركات البحرينية لا الأثر المتوقع من القيمة السوقية في تكاليف الوكالة، وهو ما سنثبت اتجاه علاقته بشكل موثوق عند تطبيق نموذج الانحدار في الخطوة التالية. تميزت الشركات البحرينية الأكبر حجماً وعمراً بتكاليف وكالة مرتفعة؛ قد يكون ذلك جراء كبر حجمها أو تقادمها وبالتالي عدم قدرة الملاك على مراقبة تصرفات الإدارة، والاستغلال غير الأمثل لموارد وأصول هذه الشركات. وأخيراً؛ فإنه يتبين لنا غياب رقابة المقرضين على الشركات البحرينية، إذ

(395)، ودرجات حرية عند البسط ($\beta = 7$)، ومستوى ثقة 90%، 95%، 99% هي: 1.77، و 2.10، و 2.80 على التوالي. ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%. الفرضية العدمية لإختبار "هاوسمان كاي تربيع" تنص على أن مقدرات نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

التابع "نسبة الانتفاع من الأصول" يُشير إلى وجود علاقة طردية بين تلك المتغيرات وتكاليف الوكالة. قيمة (T) الدرجة عند درجات حرية (402)، ومستوى ثقة 90%، 95%، 99% هي: 1.282 و 1.645 و 2.326 على التوالي. قيمة (F) الدرجة، عند درجات حرية في المقام $n-\beta-1 = 403-7-1 =$

جدول (3)
تقدير نماذج الانحدار الطولي

نماذج الإنحدار الطولي				VIF	المتغيرات	
أسلوب التأثيرات الثابتة		أسلوب التأثيرات العشوائية				
t-Statistic	β	t-Statistic	β			
5.051***	0.940	8.752***	1.364		Constant	قيمة الثابت
2.287**	0.006	5.078***	0.026	1.072	DivYd	توزيعات الأرباح
1.133	0.001	4.023***	0.005	3.465	MarkCap	القيمة السوقية للشركة
-2.873***	-0.006	-8.083***	-0.054	1.247	CorpGov	الملكية المؤسسية
-2.035**	-0.033	-4.932***	-0.085	4.852	Size	حجم الشركة
0.770	0.045	1.536	0.118	2.008	Leverage	الرافعة المالية
-0.158	0.000	-0.900	-0.002	1.098	Age	عمر الشركة
	0.059		0.359		R ²	معامل التحديد
	0.043		0.348		Adjusted R ²	معامل التحديد المعدل
	3.721***		33.000***		F-Statistic	إختبار "فيشر"
	0.001		0.000		p-value (F)	احتمال إختبار "فيشر"
		5.302			Hausman Test (Chi ²)	إختبار "هاوسمان" (كاي تربيع)
		0.380			p-value (Chi ²)	احتمال إختبار "هاوسمان"
	1.871		2.325		Durbin-Watson stat	إختبار "دارين واتسون"

التأثيرات العشوائية يكون أفضل، وإلا فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل. ولتأكيد النتائج يُستخدم إختبار "هاوسمان" (Hausman Test)؛ وفيه الفرض العدمي أن مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة (FE) ومقدرات نموذج التأثيرات العشوائية (RE) غير مختلفة، أما إذا تم رفض الفرض العدمي يكون ذلك دليلاً على أن نموذج التأثيرات العشوائية غير مناسب، ومن الأفضل استخدام نموذج التأثيرات الثابتة. وقد ظهر احتمال "هاوسمان" كاي تربيع" لنموذج الدراسة في الجدول (3) غير مهم إحصائياً؛

تتقسم نماذج الإنحدار الطولي إلى أسلوب التأثيرات الثابتة (firm fixed-effect approach FE)، واسلوب التأثيرات العشوائية (random-effect approach RE). إن المفاضلة بين الاسلوبين السابقين يعتمد على الفروض التي يضعها الباحث عن الإرتباط المحتمل بين الوحدات المقطعية (الشركات)، ومقدار الخطأ ε_i (العوامل الأخرى المؤثرة في تكاليف الوكالة)، والمتغيرات المنحدرة X's (توزيعات الأرباح). فإذا كان الافتراض بأن ε_i و X's غير مرتبطين، فإن نموذج

اتفاقاً مع فرضية "البديل" التي قامت عليها هذه الدراسة؛ والتي تُبين أن التوزيعات تأتي لحل مشكلات الوكالة كبديل في حال انخفاض مستوى حوكمة الشركات، إذ نفترض أن الشركات التي تتخفف فيها الحوكمة ستلجأ إلى استخدام أدوات أخرى ومنها التوزيعات- من أجل تسكين نزاعات الوكالة، وبالتالي تخفيض تكاليفها (John and Knyazeva, 2000; La Porta et al, 2000; Adjaoud and Ben-Amar, 2010). وهذا ما بينته نتائج هذه الدراسة في البحرين؛ فالنتائج في الجدول رقم (3) توضح أن متغير "الملكية المؤسسية" وهو المتغير الوكيل عن حوكمة الشركات له تأثيراً طردياً في تكاليف الوكالة. فالشركات التي امتلكت المؤسسات فيها نسبة كبيرة من أسهمها لم تستطع الرقابة على تصرفات الإدارة مما انعكس على ارتفاع تكاليف الوكالة فيها. وتختلف هذه النتيجة عن نتائج الدراسات السابقة التي بينت وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة (Osagie et al., 2005; Cornett et al., 2007). إن حداثة السوق المالية البحرينية، وعدم اكتمال آليات دعم المساهمين فيها، بالإضافة إلى حداثة القوانين الداعمة لحوكمة الشركات، وعدم الزامية بعضها كلها عوامل يمكن أن تُفسر التأثير العكسي للملكية المؤسسية في تكاليف الوكالة. وقد وجدت دراسة (Khamis et al., 2015a) أن لهذه الملكية دوراً سلبياً كذلك في أداء الشركات البحرينية. وتتعارض نتائج دراستنا مع العديد من نتائج الدراسات السابقة، مثل دراسة (Frith et al., 2008) ودراسة (Henry, 2010) التي أشارت إلى أن الخبرة التي تمتلكها المؤسسات تؤهلها لأن تؤدي دوراً مهماً في مراقبة تصرفات المدراء، والتخفيف من تكاليف الوكالة.

أما علاقة القيمة السوقية بتكاليف الوكالة في الشركات البحرينية؛ فيُلاحظ من الجدول رقم (3) أن للقيمة السوقية للشركة تأثيراً طردياً بنسبة الانتفاع من الأصول، وبالتالي عكسياً بتكاليف الوكالة، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الشركات الناجحة تكون أقدر على حل نزاعاتها الداخلية عبر تخفيض مشكلات تكاليف الوكالة.

من المحتمل ان تواجه الشركات كبيرة الحجم تكاليف وكالة أقل، نظراً لتعرضها للرقابة من أكثر من جهة كونها تشكل تقلاً اقتصادياً (Singh and Davidson, 2003). ولكن من وجهة نظر أخرى؛ رأى العديد من الباحثين أن الشركات كبيرة الحجم

مما يعني أن مقدرات نموذج التأثيرات العشوائية (RE) هو الأفضل لتمثيل العلاقة. وعلى الرغم من أن نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية مقبولاً احصائياً، حيث قيمة الثابت واختبار "فيشر" ذو دلالة معنوية عند أقل من (1%) للنموذجين؛ إلا أن نموذج التأثيرات العشوائية يبدو أكثر تمثيلاً للعلاقة من نموذج التأثيرات الثابتة؛ نظراً لارتفاع معامل التحديد المعدل للنموذج، والذي يستخدم عادة للمفاضلة بين النماذج القياسية. كذلك يبدو أن نموذج التأثيرات العشوائية لا يعاني مشكلة الارتباط الذاتي؛ كون احصائية "دارين واتسون" تقع ضمن المدى الملائم لهذا لها (1.5-2.5). كذلك تتبع صلاحية نموذجي الانحدار الطولي للدراسة من أن احصائية (VIF) لا تزيد عن (5) لجميع المتغيرات المستقلة والضابطة. وعليه؛ لا توجد مشكلة التعدد الخطي للمتغيرات المستقلة والضابطة.

استناداً لمقدرات نموذج التأثيرات العشوائية؛ فإننا نستطيع اثبات فرضية الدراسة بأن توزيعات الأرباح تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين. فقد ظهر المتغير "توزيعات الأرباح" مهماً احصائياً عند أقل من (1%) وبالعلاقة طردية في نموذج التأثير على نسبة الانتفاع من الأصول. فالشركات التي تقوم بسداد توزيعات ارباح مرتفعة انما تسعى إلى التخلص من التدفقات النقدية الحرة، والتي يمكن أن تستغل من قبل الادارة اما لمصالحها الشخصية، أو الدخول في مشروعات غير مجدية لا تعود بالنفع على ملاك الشركة. وتتفق هذه النتيجة مع النظرية والدراسات السابقة التي وجدت دوراً للتوزيعات في تسكين النزاعات بين الملاك والمدراء، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة. (John, 2000; La Porta et al, 2000) and Knyazeva, 2006; Adjaoud and Ben-الخصوص؛ تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إلى دراسة (Belden et al., 2005) في البيئة الأمريكية من أن التوزيعات تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تخفيض التدفقات النقدية التي يمكن للمدراء استغلالها في مشاريع غير كفوءة. فتكاليف الوكالة تمثل دافعاً للملاك لمراقبة تصرفات الادارة ودفعهم للعمل لصالحهم (Borokhovich et al., 2005). وهي نتيجة تجد ما يؤيدها في النتائج التطبيقية للدراسات السابقة في عدة بلدان؛ مثل: (Dempsey and Laber, 1992; Noronha et al., 1996).

تأثيراً طردياً في تحسين الانتفاع من الأصول وبالتالي الحد من تكاليف الوكالة داخل الشركات البحرينية، إلا أن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة احصائية. وعليه؛ قد يكون لرقابة المقرضين دوراً في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات البحرينية ولكنه يبقى دوراً أولياً لم يرق بعد للدور الفعال في تسكين نزاعات الوكالة كما في الأسواق المتقدمة.

الإستنتاجات؛ محددات الدراسة والدراسات المستقبلية:

في الأسواق المالية التي تتخفف فيها حماية المساهمين، نتيجة لإنعدام القوانين والتشريعات، أو عدم تطبيقها بشكل أمثل؛ فإنه يسهل على الإدارة استغلال مهاراتهم في السيطرة على الشركة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية. (LaPorta et al., 2000). لذا؛ يلجأ مُلاك الشركة إلى البحث عن أدوات أخرى يستطيعون من خلالها المحافظة على مصالحهم في الشركة، ومن أهم هذه الأدوات هي أداة توزيعات الأرباح. إذ يعمد المساهمون إلى المبادرة باتخاذ قرارات بأنفسهم من خلال حقهم في التصويت على القيام بتوزيعات نقدية، بهدف تخفيض التدفقات النقدية الحرة، والتي يمكن للإدارة استغلالها في تحقيق مصالحها الخاصة.

في مملكة البحرين؛ ذات البيئة الاقتصادية المتنامية والمنفتحة على الاستثمارات الأجنبية، لم يكن هناك من دليل لحوكمة الشركات قبل عام (2010)، وعلى الرغم من أن بعض مبادئها كان منصوص عليها في قانون الشركات لعام (2001) مثل: متطلبات تشكيل مجلس الإدارة، ومسؤولياتهم، وحقوق التصويت وغيرها (Hussain and Mallin, 2003). إلا أن البحرين سعت إلى إصدار دليل لحوكمة الشركات بالتعاون مع منظمات اقتصادية محلية وعالمية من أجل تحسين ثقة المستثمرين (Bahrain Code of Corporate Governance, 2010; Ramadhan, 2012)، حتى صدر دليل حوكمة الشركات وتم تطبيقه في العام (2011)، بشكل قواعد ارشادية غير الزامية في المرحلة الأولى. لا يمكننا تجاهل الخطوات الكبيرة التي اتخذتها البحرين في سبيل ترسيخ حوكمة الشركات، بما يعزز من مكانتها الاقتصادية. إلا أن هذه الاجراءات يبدو أنها لم تؤتْ أكلها بعد في تحقيق التوازن بين مصالح مختلف الاطراف داخل بورصة البحرين. بناء على ذلك؛ فقد عمدنا إلى التعرف على مدى لجوء الشركات البحرينية إلى سياسات بديلة ومنها سياسة توزيعات

تعاني من مشكلات وكالة أكثر وبالتالي تكاليف وكالة أكبر؛ فالحجم الكبير للشركة، وتعدد عملياتها قد يُعيق سبل الرقابة عليها، على عكس الشركات الصغيرة والتي تسهل السيطرة والرقابة عليها (Doukas et al., 2000; Fama & Jensen, 1983). والرأي الأخير هو ما توافق مع نتائجنا في البيئة البحرينية، إذ تشير النتائج الظاهرة في الجدول رقم (3) أن لحجم الشركة تأثيراً سلبياً على نسبة الانتفاع من الأصول، وبالتالي تأثيراً طردياً على ارتفاع تكاليف الوكالة؛ فالشركات البحرينية كبيرة الحجم تزيد فيها مشكلات الوكالة وتكاليفها نظراً لغياب الآليات الملائمة لمراقبة تصرفات الإدارة واستغلال الأصول في تلك الشركات الكبيرة، على العكس من الشركات صغيرة الحجم التي تسهل فيها مراقبة تصرفات الإدارة ودفعهم نحو الاستغلال الأمثل للأصول. كذلك الأمر بالنسبة للشركات الأقدم؛ فقد تبين أن هناك علاقة عكسية بين عمر الشركة ونسبة الانتفاع من الأصول، لكن هذا التأثير لم يكن مهماً احصائياً. قد يكون التوافق في التأثير العكسي لكل من حجم الشركة وعمرها في تكاليف الوكالة مرده إلى أن الشركات الكبيرة غالباً ما تكون هي الأقدم في السوق، وفي الحالتين لم تستطع هذه الشركات تسكين نزاعات الوكالة داخلها وإيجاد آليات للمراقبة تضمن تخفيض تكاليف الوكالة.

أطرت نظرية الوكالة لدور الدين في تقليص نزاعات الوكالة؛ إذ تعمل الديون على تخفيض تكاليف الوكالة؛ من خلال تقليص التدفقات النقدية الحرة التي يمكن أن تستغلها الإدارة في تحقيق مصالحها الشخصية (Jensen, 1986). وعليه؛ فإن المصارف المقرضة للشركة تؤدي دوراً مهماً في الرقابة على تصرفات إدارة الشركة، ودفعها نحو الاستغلال الأمثل لأصولها وتقليص المصروفات غير الضرورية بهدف تحسين ربحية الشركة (Ang et al., 2000). وسابقاً جادل كل من Grossman and Hart (1982) أن وجود الدين يدفع المدراء نحو استهلاك علاوات أقل، مع تحسين أدائهم في قيادة الشركة نحو تحقيق أفضل النتائج لتلافي خطر الإفلاس وفقدان مناصبهم. وقد توقعنا ان يكون لهذا المنغير علاقة عكسية بتكاليف الوكالة في الشركات البحرينية، على غرار الدراسات السابقة مثل: (Myers & Majul, 1984; Williams, 1987; Lasfer, 1995). من النتائج الظاهرة في الجدول رقم (3) يُلاحظ أن للرافعة المالية

لمراقبة تصرفات الإدارة، ودفعهم نحو الاستغلال الأمثل لموارد الشركة، كما بينت النتائج أن نجاح الشركة عبر تحسين قيمتها السوقية يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة.

في هذه الدراسة؛ وعلى الرغم من استنادها إلى عينة ممثلة للشركات البحرينية، وفترة زمنية طويلة نسبياً، واستخدامها لمجموعة من أساليب الاقتصاد القياسي للتأكد من صحة بيانات الدراسة ونموذجها الأساسي؛ إلا أنه يجب الحذر عند تعميم نتائجها. فالسلسلة الزمنية قد تكون غير مستقرة نظراً لتأثيرات الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية، أو جراء وجود بعض المتغيرات المنحدرة داخلياً والتي لم تستطع أساليب الدراسة التغلب عليها. لذلك؛ فإن زيادة حجم العينة، مع تطبيق النموذج على الأسواق المالية في دول الخليج العربي ذات البيئة الاقتصادية المشابهة، أو البحث في تأثير حوكمة الشركات، أو هيكل الملكية في الحد من تكاليف الوكالة تبقى موضوعات قابلة للبحث المستقبلي.

الأرباح من أجل تسكين نزاعات الوكالة والحد من تكاليفها، فقمنا باختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح في تخفيض تكاليف الوكالة في واحد وثلاثون (31) شركة بحرينية لفترة ثلاثة عشر عاماً تمتد من (2002-2014). مستخدمين الأدوات القياسية والاختبارية الملائمة توصلنا إلى ما يدعم افتراضنا؛ إذ تبين أن غياب حوكمة الشركات قد دفع بملك الشركات البحرينية إلى اللجوء لسياسة توزيع الأرباح للحد من تكاليف الوكالة. إن خيار توزيع الأرباح يبقى هو الأقوى في الأسواق الناشئة، وهي الأسواق في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً، وذات الحماية الأضعف للمستثمر (عبد القادر وعيسى، 2013). وهي نتيجة تدعم من توصلت إليه الدراسات السابقة، وتقدم دليلاً تجريبياً من إحدى الاقتصاديات الناشئة كالبحرين. كما وأطرت نتائج الدراسة للعديد من العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة؛ إذ بينت أن لحجم الشركة دوراً سلبياً في تكاليف الوكالة، بحيث إن الشركات البحرينية كبيرة الحجم لم تكن لديها من الأدوات الرقابية ما يؤهلها

المراجع

المراجع العربية

السيفو وليد، ومشعل أحمد. 2003. *الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق*. الطبعة الأولى، عمان: دار مجدلاوي للنشر والتوزيع.

عبد القادر، بريس، وعيسى بدروني، 2013، "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية". *الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية*، 10(1)، 12-22.

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Abdelqader, B., and Badrony, I. 2013. Determinants of Dividend Policy in the Algerian Private Organizations. *Academy of Social and Humanistic Studies: Economic and Legal Sciences*, 2-22.

Alsofo, W. and Meshaal, A. 2013. *The analytical Econometrics: Between Theory and Practice*. Amman: Majdalawi House for Publishing and Distribution.

المراجع الأجنبية

Adjaoud, F., and Ben-Amar, W. 2010. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business*

جوجارات، 2015، *الاقتصاد القياس*، ترجمة: عودة، هند عبد الغفار والدش، عفاف علي حسن، الطبعة الأولى، الرياض: دار المريخ للنشر.

حمدان، علام، 2014، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي". *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، 10(1)، 63-81.

Gujarati, D. 2015. **Basic Econometrics**. Translated by: Awda, H., and Al-Desh, A. KSA: Dar Almarekh Mars for Publishing and Distribution, First Edition.

Hamdan, A. 2014. The Relation between Corporate Governance and Dividend and How It is Affected by External Financing Constraints. *Jordan Journal of Business Administration*, 10(1): 63-81.

Finance & Accounting, 37 (5) & (6): 648-667.

Ahmed, E., and Hamdan, A. 2015. "The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence

- From Bahrain Bourse”. *International Management Review*, 11(2): 21-37.
- Al-Manna'ei, H., and Hamdan, A. 2015. Corporate Governance and Innovation: Evidence from Bahrain Bourse. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, Accepted for Publication.
- Al-Manna'ei, M., and Hamdan, A. 2015. Corporate Governance and Voluntary Disclosure: Evidence from Bahrain. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Accepted for Publication.
- Ang, J. S., Cole, R. A. and Lin, J. W. 2000. “Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Finance*, 55(1): 81–106.
- Bahrain Code of Corporate Governance. 2010. Ministry of Commerce and Industry, Kingdom of Bahrain. Retrieved from <http://www.moic.gov.bh/>
- Belden, S., Fister, T., and Knapp, B. 2005. “Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs?”. *Business and Society Review*, 110(2): 171-180.
- Bhattacharya, S. 1979. “Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand fallacy”. *Bell Journal of Economics*, 10(1): 259–270.
- Borokhovich, K., Brunarski, K., Harman, Y., and Kehr, J. 2005. “Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs”. *The Financial Review*, 40(1): 37-65.
- Brush, P., and Hendrickx, M. 2000. “The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance”. *Strategic Management Journal*, 21(4): 455–472.
- Cornett, M., Marcus, A., Saunders, A. and Tehranian, H. 2007. “The Impact of institutional Ownership on Corporate Operating Performance”. *Journal of Banking and Finance*, 31(3): 1771-1794.
- Dempsey, S. and Laber, G. 1992. “Effects of agency and transactions costs on dividend payout ratios: Further evidence of the agency-transactions cost hypothesis”. *Journal of Financial Research*, 50(1): 317–321.
- Doukas, J., Kim, C., & Pantzalis, C. 2000. “Security Analysts, Agency Costs, and Company Characteristics”. *Financial Analysts Journal*, 56(6): 54–63.
- Easterbrook, F. 1984. “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”. *American Economic Review*, 74(4): 650–659.
- Fama, E., and Jensen, M. 1983. “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301–325.
- Florackis, C. 2008. “Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms”. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1): 37-59.
- Frith, M., Fung, P. M., and Rui, O. M. 2008. “Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China’s listed firms”. *Journal of Asset Management*, 9(2): 90–101.
- Grossman, S. and Hart, O. D. 1982. “Corporate Financial Structure and Managerial Incentives”. in McCall, J. (ed.): *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.
- Hamdan, A., Sartawi, A. 2013. “Corporate Governance and Institutional Ownership: evidence from Kuwait’s financial sector”. *Jordan Journal of Business Administration*, 9(1): 191-203.
- Henry, D. 2010. “Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective”. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1): 24–46.
- Holder M., Hexter L., and Langrehr F. 1998. “Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory”. *Financial Management*, 27(1): 73-82.
- Hussain, S., and Mallin, C. 2003. “The Dynamics of Corporate Governance in Bahrain: structure, Responsibilities and Operation of Corporate Boards”. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3): 249-261.
- Jensen, M. 1986. “Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *American Economic Review*, 76(2): 323-329.

- Jensen, M. 1993. "The Modern Industrial Revolution Exist, and the failure of internal Control Systems". *Journal of Finance*, 48(3): 831-850.
- Jiraporn, P., Kim, J., & Kim, Y. 2011. "Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation". *The Financial Review*, 46 (1): 251-279.
- John, K. and J. Williams, 1985. "Dividends, Dilution, and Taxes: a Signaling Equilibrium". *Journal of Finance*, 40(4): 1053-1070.
- John, K., and Knyazeva, A. 2006. "Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance". Working paper, New York University and University of Rochester.
- Khamis, R., Elali, W., and Hamdan, A. 2015a. "Ownership Structure and Corporate Financial Performance in Bahrain Bourse". *Corporate Ownership & Control*, 13(1): 413-434.
- Khamis, R., Elali, W., and Hamdan, A. 2015b. "The Effect of Dividends and Institutional Ownership on Performance of Companies Listed in Bahrain Stock Exchange". *Jordan Journal of Business Administration*, 11(4).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies around the World". *Journal of Finance*, 55 (1): 1-33.
- Lasfer, M. 1995. "Agency Costs, Taxes and Debt: The UK Evidence". *European Financial Management*, 1(3): 265-285.
- Le Sun. 2014. "Agency Cost, Dividend Policy and Growth: The Special Case of REITs". *Journal of Real State Finance & Economics*, 48(1): 660-708.
- Liu, Y., Miletkov, M., Wei, Z., and Yang, T. 2015. "Board independence and firm performance in China". *Journal of Corporate Finance*, 30(1): 223-244.
- McKnight, P., and Weir, C., 2009. "Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis". *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2): 139-158.
- Mollah, A., Rafiq, R., and Sharp, P. 2007. "Relevance of Agency Theory for Dividend Policy in an Emerging Economy: The Case of Bangladesh". *The ICAI Journal of Applied Finance*, 13(12): 5-15.
- Myers, S., and Majluf, N. 1984. "Corporate financing investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13(2):187-221.
- Noronha, G., Shome, D., and Morgan, G. 1996. "Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions". *Journal of Banking and Finance*, 20(3): 439-454.
- Osagie, J., Osho, G.S and Sutton, C. 2005. "The Impacts of Institutional Stock Ownership on Stock Returns and Performance : A Financial Market Perspective". *Journal of Business and Economic Research*, 3(3): 65-70.
- Ramadhan, S. 2012. "Corporate Governance Provisions, Practices and Reforms: Evidence from Bahrain". *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, 6(2): 13-35.
- Rozeff, M. 1982. "Dividends and Agency Costs". *Journal of Financial Research*, 5(3): 249-259.
- Saxena A .1999. "Determinants of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms". *Financial Management Association Conference*. www.westga.edu/bquest/
- Singh, M. and Davidson, W. 2003. "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms". *Journal of Banking and Finance*, 27(5): 793-816.
- Williams, J. 1987. "Perquisites, Risk and Capital Structure". *Journal of Finance*, 42(1): 29-58.
- Wintoki, M., Linck, J., Netter, J. 2012. "Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance". *Journal of Financial Economics*, 105 (3): 581-606.

Do Bahraini Companies use the Dividend Policy to Reduce Agency Costs?

*Allam Mohammed Mousa Hamdan **

ABSTRACT

This study aims at investigating to which extent do companies listed in Bahrain Bourse use dividend policy to lower agency costs. The study used panel data and random-effect model for (31) Bahraini companies in a period of (13) years from (2002-2014). As expected in emerging markets where corporate governance and investors protection are low, Bahraini companies use dividend policy to lower free cash flow to reduce agency cost. Market value was found to have a positive effect on lowering agency cost meanwhile company size and age where of a negative effect on lowering agency cost as Bahraini companies with bigger sizes and longer ages lacked the monitoring instruments on management behavior to reduce agency costs. Regarding financial leverage, creditors had a positive role but not effective in monitoring management to best use assets which will lead to lower agency costs.

Keywords: Dividend policy; Agency theory; Agency costs; Bahrain Bourse.

* Associate Professor of Accounting, Department of Accounting and Economics, Ahlia University., Bahrain.
allamh3@hotmail.com

Received on 13/9/2015 and Accepted for Publication on 4/1/2016.