

أثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

The Impact of Board Independence on Dividend Policy: An Empirical Study of a Sample of Companies Listed on the Dubai Financial Market

حبيبة بن زغدة

جهيدة سلامة *

جامعة جيجل، الجزائر. ID

مخبر المقاولاتية واستراتيجيات الابتكار في بيئة

ID المال والأعمال، جامعة جيجل، الجزائر.

habiba.benzeghda@univ-jijel.dz

djahida.sellamna@univ-jijel.dz

تاريخ النشر: 2024/12/31

تاريخ القبول: 2024/12/10

تاريخ الاستلام: 2024/09/30

Abstract:

This study aimed to examine the impact of board independence on dividend policy, using panel data from a sample of 14 companies operating in the financial sector and listed on the Dubai Financial Market between 2015 and 2022. Board independence was measured as an independent variable by the proportion of independent directors to the total number of board members. Meanwhile, return on assets, financial leverage, earnings per share, and company size were included as control variables. The dependent variable, dividend policy, was measured by the dividend per share. The results indicated that the the boards of directors of the companies in the sample exhibit a high level of independence. The study also revealed a statistically significant positive effect of board independence, company size, and earnings per share on dividend policy. In contrast, financial leverage and return on assets did not show a statistically significant impact on dividend policy,

Keywords: Board of Directors; Dividend Payout Policy; Dubai Financial Market; Panel mode

مستخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، وذلك باستخدام بيانات البانل لعينة مكونة من 14 شركة تعمل في القطاع المالي ومدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة الزمنية من 2015-2022. تم قياس استقلالية مجلس الإدارة كمتغير مستقل بواسطة نسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة. في حين تم أخذ العائد على الأصول، الرفع المالي، ربحية السهم، وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة. أما المتغير التابع فتمثل في سياسة توزيع الأرباح، والتي تم قياسها بنصيب السهم من الأرباح الموزعة.

أظهرت النتائج أن مجالس إدارة الشركات عينة الدراسة تتمتع بمستوى عالٍ من الاستقلالية. كما كشفت الدراسة عن وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة، حجم الشركة، وربحية السهم على سياسة توزيع الأرباح. بينما لم يظهر للرفع المالي أو العائد على الأصول تأثير ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح.

كلمات مفتاحية: مجلس الإدارة؛ سياسة توزيع الأرباح؛ سوق دبي المالي؛ نماذج البانل.

JEL Classification Codes : G32; G34; G35

* المؤلف المراسل.

مقدمة:

في ظل التطورات التي مست المؤسسات وما صاحبها من انفصال الملكية عن الإدارة ، وما نتج عنها من عدم تماثل المعلومات باعتبار أن المديرين أكثر دراية بأوضاع المؤسسة مقارنة بالمالك زادت رغبة المالك في حماية مصالحهم لاسيما أولئك المستثمرين في عدد كبير من الشركات بسبب عدم قدرتهم على مراقبتها جميعا، ونتيجة لذلك تم تفويض سلطتهم إلى مجموعة من الأفراد من أجل حماية مصالحهم ، وذلك من خلال التصويت وإنشاء ما يسمى بمجلس الإدارة كوكيل عنهم يسعى لحماية حقوقهم وذلك من خلال قيامه بمجموعة واسعة من المهام ، بالرغم من وجود مجلس الإدارة إلا أنه استمرت وقوع فضائح مالية وانهيار شركات ألحقت الضرر بجميع الأطراف خاصة المساهمين، وهذا ما أدى إلى بذل جهود دولية من أجل وضع إجراءات ومعايير جديدة لمراقبة الشركات ومن بينها المعايير المعتمدة في تشكيل مجلس الإدارة وذلك من خلال إضافة أعضاء مستقلين أي أشخاص لا تربطهم أي صلة بالشركة من أجل زيادة الرقابة الفعالة على المديرين وتوفير حماية أكبر للمساهمين.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القضايا التي يسعى المساهمون لحماية حقوقهم فيها خوفا من استغلال الإدارة الأرباح المحققة من أجل احتياجاتهم الشخصية على حساب فرص استثمارية تعظم قيمة المؤسسة، أو على حساب حصولهم على جزء منها كمقابل لاستثماراتهم. وتوجد العديد من العوامل التي تحدد سياسة التوزيع ولم يتم تحديد سياسة توزيع مثلى إلى يومنا هذا وهذا ما أدى إلى تسميتها باللغز، كما تختلف سياسة التوزيع المرغوبة باختلاف وجهات نظر كل طرف فقد يفضل صغار المستثمرين التوزيع كدخل لهم ، في حين قد يفضل كبار المساهمين إعادة استثمار الأرباح بدلا من توزيعها، بالرغم من اختلاف مصالح المستثمرين يوجد طرف آخر المتمثل في المديرين الذين يرغبون بعدم توزيع الأرباح من أجل استغلال الفائض النقدي لتلبية احتياجاتهم الشخصية ، وباعتبار أن مجلس الإدارة هو المسؤول عن وضع سياسة توزيع الأرباح ، ويضم كلا الطرفين من ملاك ومديرين (أعضاء مستقلين وغير مستقلين) أردنا أن نبحث في دراستنا هذه عن أثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح المتبعة في شركات القطاع المالي المدرجة في سوق دبي المالي.

الإشكالية: انطلاقا مما سبق الإشكالية التي تعالجها هذه الدراسة هي:

هل يوجد أثر لاستقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح في شركات القطاع المالي المدرجة في سوق

دبي المالي؟

وللإجابة عن الإشكالية تم صياغة الفرضية الآتية:

-يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح في شركات القطاع المالي المدرجة في سوق دبي المالي.

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى:

- 1- الإحاطة بمتغيري الدراسة "استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح" وتحليل العلاقة بينهما؛
 - 2- معرفة مدى التزام شركات القطاع المالي المدرجة في سوق دبي المالي بمعيار استقلالية مجلس الإدارة؛
 - 3- اختبار هل يوجد أثر لاستقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة.
- أهمية الدراسة:

أهمية هذه الدراسة تنبثق من أهمية معرفة هل يوجد أثر لاستقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح في سوق دبي المالي، وهذا ما يمكن أن يفيد المستثمرين في اختيار الشركة التي يستثمرون فيها حسب رغبتهم في التوزيع أو عدمه بناء على معلومات متعلقة باستقلالية مجلس الإدارة، كما قد يساعد الشركة على تشكيل مجلس إدارتها حسب السياسة التي تفضلها.

منهج الدراسة:

المنهج المتبع الوصفي لوصف متغيرات الدراسة، والمنهج التحليلي لتحليل بيانات الدراسة.

محاور الدراسة: تم تقسيم الدراسة إلى أربعة محاور كالآتي:

المحور الأول: استقلالية مجلس الإدارة؛

المحور الثاني: سياسة توزيع الأرباح؛

المحور الثالث: العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح والدراسات السابقة حولهما؛

المحور الرابع: دراسة تطبيقية لأثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح في سوق دبي المالي.

1- استقلالية مجلس الإدارة:

قبل الحديث عن استقلالية مجلس الإدارة سنتطرق أولاً إلى مجلس الإدارة ومختلف المفاهيم المتعلقة به، حيث يعرف مجلس الإدارة على أنه: "هيئة أو منظمة داخل المؤسسة مهمتها التخفيض من مشكلة عدم تماثل المعلومات ومراقبة مدى ملائمتها ومنفعتاتها، إضافة إلى رقابة سلوك المسيرين الرئيسيين والتقييم والمصادقة على القرارات الاستثمارية على المدى البعيد" (خلخال، 2022، صفحة 150). كما يعرف على أنه: "هيئة عليا في الشركة، يتم انتخابه من طرف الجمعية العمومية من أجل تمثيل المساهمين في الشركة، والعمل على الاستغلال الأمثل لأموالهم، والرقابة على أداء الشركة والسعي لتحسينه" (زغود، 2019، صفحة 5). مما سبق يمكن تعريف مجلس الإدارة على أنه: "هيئة عليا في الشركة يتم تشكيله من طرف الجمعية العمومية للمساهمين، مع تفويضهم سلطاتهم لأعضائه وذلك من أجل ضمان مصالحهم وحقوقهم في ظل تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين، وذلك من خلال قيام المجلس بتوجيه أموالهم المستثمرة نحو أفضل الفرص الاستثمارية، كما يضع المجلس استراتيجية للمؤسسة والعمل على التحقق من تنفيذها باستغلال دوره الاشرافي والرقابي والاستشاري سعياً منه لتحسين أداء الشركة". وحتى يتمكن مجلس الإدارة من الحفاظ على حقوق المساهمين وباقي أصحاب

المصلحة لابد أن يكون ملما بواجباته ومهامه ومن بين هذه المهام التأكد من توفير معلومات كافية، دقيقة، شفافة، وفي الوقت المناسب للمساهمين ومختلف الأطراف ذوي المصلحة (تقرورت و قبلي، 2018، صفحة 269)، وإسداء النصح والمشورة للإدارة التنفيذية والرقابة على تنفيذ الخطط الموضوعية، بالإضافة إلى مراجعة تطور وتقديم الشركة نحو تحقيق أهدافها خلال فترة زمنية محددة (كموش و خنوف، 2022، صفحة 311)، ومن أجل تنفيذ هذه المهام يتميز مجلس الإدارة بمجموعة من الخصائص التي تساعده في القيام بها وتمثل في حجم مجلس الإدارة والذي يعرف على أنه "العدد الإجمالي للأعضاء المكونين لمجلس الإدارة والممثل في المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين". فيما يخص المديرين التنفيذيين فهم أعضاء غير مستقلون، أما المديرين غير التنفيذيين فينقسمون إلى أعضاء مستقلين وأعضاء غير مستقلين (غناية و حليبي، 2021، صفحة 15). ويختلف عدد الأعضاء من بلد لآخر ولكن على الأغلب الحد الأدنى هو 3 أعضاء. وقد اختلفت الآراء حول الحجم المناسب لمجلس الإدارة فالبعض يرى أن زيادة عدد أعضاء المجلس يقابله زيادة كفاءته وفعاليته. في حين يرى آخرون أن زيادة الأعضاء تؤدي إلى تشجيع هيمنة وتجذر المسيرين ما يؤدي إلى صراعات داخل المجلس وقلة فعاليته وكفاءته، أي تأثير سلبي على المؤسسة (مرودة و بوشرف، 2020، صفحة 31) ومن بين خصائص المجلس أيضا عدد اجتماعات مجلس الإدارة والذي يعتبر من بين المؤشرات المعتمدة في تقييم نشاطه (خلخال، 2022، صفحة 152)، كما يعتبر وسيلة لتعزيز دوره الرقابي، فمن خلاله يتم مناقشة المشاكل التي تخص الشركة وتقديم حلول في الحالة العادية. وقد يتم انعقاده في حالات استثنائية لمناقشة مسائل طارئ. بالإضافة إلى خاصية ازدواجية المدير التنفيذي وتحدث الازدواجية عندما يشغل نفس الشخص دور المدير التنفيذي، ودور رئيس مجلس الإدارة لنفس الشركة. وقد دعى بعض الباحثين استنادا إلى نظرية الإشراف إلى ازدواجية المدير التنفيذي (غناية و حليبي، 2021، صفحة 16)، إلا أن بعض العيوب الناتجة عن تطبيق هذا الأخير كزيادة تكاليف الوكالة، وإمكانية تجذر الرئيس التنفيذي وزيادة هيمنته على الشركة يؤدي إلى نفور الشركات من تطبيقها لاسيما وضوابط الحوكمة التي تدعو إلى الفصل بين المنصبين (كموش و خنوف، 2022، صفحة 314). آخر خاصية سنتطرق إليها هي استقلالية مجلس الإدارة وحتى يكون مجلس الإدارة مستقلا لابد أن يضم عدد أعضاء مستقلين أكبر من عدد الأعضاء غير المستقلين، ويعرف العضو المستقل حسب معهد المراجعين الداخليين في الولايات المتحدة الأمريكية على أنه: "الشخص الذي ليس له ارتباطات مهنية أو شخصية بالمؤسسة وإدارتها بخلاف الخدمات التي يقوم بها كعضو" (مرودة و بوشرف، 2020، صفحة 31). الغاية من الاستقلالية هنا هو الحياد في اتخاذ القرارات بما يلائم مصالح كل من الشركة والمساهمين والمسيرين، أي عدم تغليب مصلحة طرف على آخر (كموش و خنوف، 2022، صفحة 313). ويتم الربط بين الاستقلالية والدور الرقابي لمجلس الإدارة، حيث كلما زاد عدد الأعضاء المستقلين زادت القدرة على الرقابة الفعالة للشركة. ويعرف حسب المادة (09) لدليل حوكمة الشركات المساهمة العامة المرفق بقرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3 / ر.م) لسنة 2020 الصادر عن هيئة الأوراق

المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة على أنه: "العضو الذي لا تربطه بالشركة أو بأي من أشخاص الإدارة التنفيذية العليا أو مدقق حساباتها أو الشركة الأم أو التابعة أو الشقيقة أو الحليفة أي علاقة قد تؤدي إلى منفعة مادية أو معنوية قد تؤثر على قراراته". وتنتفي صفة الاستقلالية عن عضو مجلس الإدارة متى لم تتوفر فيه بعض الشروط من بينها ألا يكون العضو يعمل أو كان شريكا بشركة تقوم بأعمال استشارية للشركة أو أي من الشركات الأم أو التابعة أو الشقيقة أو الحليفة لها خلال العامين الأخيرين. ألا يكون لديه أي عقود بخدمات شخصية مع الشركة أو أي من الشركات الأم أو التابعة أو الشقيقة أو الحليفة لها خلال العامين الأخيرين. ألا تبلغ ملكيته هو وابنائاه القصر أو كليهما في راس مال الشركة نسبة 10% .

رغم اختلاف النظريات ووجهات النظر نحو هذه الخصائص فمنها نظريات تشير إلى أنه كلما زادت الاستقلالية سيكون عامل ايجابي على زيادة قيمة المؤسسة وهو الهدف الاساسي للشركة الذي يسعى مجلس الإدارة لتحقيقه (Kumar.Sanjeev, Sasidharan.Aghila, Olasiuk.Hanna, & SIMHA, 2023, p. 853) مثل نظرية الوكالة حيث تركز النظرية على الدور الرقابي للمجلس حيث يرى أصحاب النظرية أنه كلما زادت استقلالية مجلس الإدارة زادت الرقابة على أفعال المديرين ما يؤدي بهم إلى حسن تصرفهم في أموال المساهمين لدرايتهم بصعوبة التلاعب أو استخدام أموالهم لمصالحهم الشخصية، هذا ما يؤدي إلى زيادة ثروة الملاك (قيمة المؤسسة) (Erhan, 2021, p. 2). في حين يرى اخرون أنه كلما زادت الاستقلالية أدى ذلك الى انخفاض قيمة المؤسسة مثل نظرية الإشراف فحسب هذه النظرية مجلس الإدارة ليس بحاجة إلى أعضاء مستقلين ، حيث تركز هذه النظرية على فكرة الدور الإستراتيجي للمجلس، حيث يرى أصحابها أن المديرين أساسا جديرون بالثقة وذلك لكونهم أكثر الاشخاص معرفة بالمؤسسة ونقاط قوتها وضعفها (Uittenbogaard.R.F, 2016) ، أي هم أفضل من يمكنهم وضع خطط استراتيجية وتقديم نصائح مفيدة، أي لا حاجة لوجود أعضاء مستقلين.

2- سياسة توزيع الأرباح:

قبل الانتقال إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح سيتم الإشارة إلى تعريف كل من الربح والربح الموزع، حيث يعرف الربح على أنه: "الفائض (أو الأموال) المحصل عليها بعد طرح جميع تكاليف المشروع من الإيرادات الكلية" (قارش، 2012، صفحة 24). في حين يعرف الربح الموزع على أنه: جزء من الأرباح التي حققتها الشركة ، والذي سيتم توزيعه على المستثمرين كعائد على استثمارهم في الشركة (حديدي و سي لاخضر، 2016، صفحة 76). وتعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها: الطريقة المتبعة في إدارة الأرباح المحققة إما باحتجازها أو توزيعها، وغالبا ما تحتجز الأرباح لإعادة استثمارها (بوغنامة ويوسفي، 2022، صفحة 242)، في حالة اختيار التوزيع يتم تحديد الطريقة التي ستوزع بها. وتنقسم سياسة توزيع الأرباح إلى سياسات نقدية، وسياسات غير نقدية. السياسات النقدية هي السياسات التي يكون فيها الربح الموزع على شكل أموال سائلة وتشمل سياسة توزيع مجمل الربح

أي توزيع كل الأرباح المحققة لكن أثرها السلبي على قدرة التمويل الذاتي، ورفع الضريبة المحملة على عاتق المساهمين، مع إمكانية إضاعة فرص استثمارية تجعل من هذه الطريقة غير مرغوبة (خيرى، 2022، الصفحات 37-38). الطريقة الثانية هي سياسة توزيع الفائض أو المتبقي والتي تقوم على أساس تمويل المشاريع الاستثمارية ذات احتمالات ربح عالية، وماتبقى بعد التمويل يتم توزيعه على المساهمين، أي تعتبر سياسة غير مستقرة فمقدراها يختلف حسب الأموال الموجهة لعمليات تمويل الاستثمارات (رباب و بوضيافة، 2022، الصفحات 137-138). السياسة الأخيرة هي سياسة التوزيع المستقرة والتي تعتبر الأكثر شيوعاً، خاصة وأنها تضمن وجود ربح مهما كانت الظروف السائدة وهو ما يبحث عنه أغلبية المساهمين لاسيما الصغار منهم، وتنقسم بدورها إلى توزيع أرباح مستقرة للسهم الواحد أي تحديد المؤسسة مقدار محدد يوزع لكل سهم، أي أنه لا يتأثر بالأرباح المحققة، وسياسة توزيع أرباح مستقرة مع علاوة التي تقوم على أساس توزيع مقدار محدد من الأرباح ولكن بقيمة منخفضة، وفي حال تحسنت الأرباح يتم الإعلان عن علاوة إضافية، عادة ما تميل الشركات متقلبة الأرباح إلى هذه السياسة (خيرى، 2022، الصفحات 38-39). بالإضافة إلى سياسة توزيع أرباح بنسب ثابتة: أي تقوم المؤسسة بتحديد نسبة ثابتة من الأرباح المحققة من أجل توزيعها وبما أن الأرباح متقلبة فهذا سيؤدي إلى عدم ثبات المبالغ الموزعة، لكن رغم ذلك ستجنب المؤسسة الوقوع في المشاكل المترتبة عن احتجاز الأرباح وكذا تجنب عملية إصدار أسهم جديدة (رباب و بوضيافة، 2022، صفحة 155). فيما يخص سياسات التوزيع غير النقدية تعتبر سياسة معاكسة لسياسة توزيع الأرباح النقدية حيث يتم فيها توزيع الأرباح على شكل أسهم وذلك بطرق مختلفة إما في شكل أسهم مجانية وذلك بسبب عدم توفر سيولة (CFI, n.d.)، أو رغبة المؤسسة في احتجاز الأرباح لزيادة احتياطياتها ولكنها تمتلك أساساً حجم كبير منها (قانون عدم زيادة قيمة الاحتياطيات على سقف رأس المال المدفوع) (خيرى، 2022، صفحة 140)، كما يتم توزيع الأرباح غير النقدية بالاعتماد على سياسة تجزئة الأسهم يقصد بها أن تقوم المؤسسة بزيادة عدد أسهمها، وذلك من خلال تخفيض القيمة الإسمية لأسهمها الحالية وإصدار أسهم جديدة بنفس القيمة. ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة في حال رغبة المؤسسة في خلق طلب على الأسهم بعد ارتفاع سعرها السوقى إلى حد معين (كبير). آخر سياسة غير نقدية لتوزيع الأرباح هي سياسة إعادة شراء الأسهم والتي تسعى المؤسسة من خلالها إلى رفع القيمة السوقية لأسهمها أو على الأقل لا تسمح بانخفاضها أكثر وتقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها ب3 طرق : شراء من طرف مستثمر أو مجموعة من المستثمرين الرئيسيين (Kanakriyah, 2020, p. 534)، شراء من السوق المفتوحة بسعر السهم المتداول مع دفع عمولة للوسيط، شراء الأسهم عن طريق Tender Offer (خيرى، 2022، صفحة 41) في ظل تنوع سياسات التوزيع عادة تلجأ المؤسسة إلى اختيار إحداها بالاعتماد على مجموعة من العوامل والمتمثلة في الربحية باعتبار أن الربح الموزع يتم اقتطاعه من الربح المحقق فلا بد من وجود أثر لهذا الأخير على الأرباح الموزعة، فكلما تزايد الأرباح المحققة تزايد الأرباح الموزعة (في ظل تجاهل باقي العوامل والظروف الخاصة للمؤسسة) والعكس صحيح.

من بين العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح أيضا السيولة فقد تواجه المؤسسة مشكل السيولة أي عدم توفر الأرباح على شكل أموال سائلة، بمعنى أنه حتى لو حققت المؤسسة أرباح لا يمكنها التوزيع وذلك كونها وجهت هذه الأرباح لتمويل موجوداتها، أو لم تتحصل على الأرباح نقدا. ما يعني أن تحقيق الربح ليس معيار لتوزيع الأرباح. ويعتبر عامل الرفع المالي من أهم العوامل المحددة لسياسة التوزيع ويقصد به نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية، أي كلما زادت نسبة الرفع المالي، يقابلها زيادة في مخاطر عدم القدرة على السداد ما يؤدي إلى احتفاظ المؤسسة بجزء من الأرباح لمواجهة هذا الخطر، وينتج عنه نقص في نسبة الأرباح الموزعة (كفايفي وبوشريط، صفحة 76). ويتمثل العامل الأخير في الحجم حيث تميل الشركات كبيرة الحجم إلى توزيع أرباح أكبر من الشركات الصغيرة، خاصة وقدرة هذه الأخيرة على الحصول على تمويل بشروط و ضمانات أقل من الثانية ما يعني انخفاض تكلفة التمويل وقدرتها على دفع أرباح أكبر للمساهمين. إضافة إلى توزيع المؤسسات لصغيرة أرباح أقل بسبب احتجازها الأرباح من أجل التوسع وتمويل فرص النمو (حمريط و سليمان، 2023، صفحة 495).

3- دراسات سابقة حول العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح:

تعددت الدراسات حول العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح واختلفت النتائج المنبثقة عنها حيث توصلت الدراسات إلى وجود علاقة موجبة أو علاقة سالبة أو عدم وجود علاقة بين المتغيرين.

3-1 دراسات سابقة دعمت فكرة وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح:

وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح يقصد به أنه كلما زادت استقلالية المجلس أدى ذلك إلى زيادة الأرباح الموزعة، وتفسر هذه العلاقة حسب نظرية الوكالة بالدور الرقابي الفعال الذي يقوم به الأعضاء المستقلون للمجلس، والذي بدوره يساهم في اتخاذ قرارات موضوعية تحمي حقوق المساهمين وذلك من خلال ضمان عدم توجيه الأموال نحو الاستغلال الشخصي للمديرين بل توجيهها نحو فرص تعود بالنفع على الشركة والمساهمين وأصحاب المصلحة في نفس الوقت أو توزيع الفائض على المساهمين، أي تساهم استقلالية المجلس في التقليل من تضارب المصالح وكنتيجة لذلك تخفيض تكاليف الوكالة (Uittenbogaard.R.F, 2016). وحسب فرضية النتيجة La porta الشركات ذات استقلالية مرتفعة لمجالس الإدارة يكون فيها الضغط أكبر على المديرين لتوزيع الأرباح بدلا من استغلالها لمصلحتهم الشخصية (Chintrakarn, Jiraporn, Treepongkaruna, & Lee, 2022, p. 2). كما تدعم هذه العلاقة أيضا نظرية الإشارة والتي تشير إلى إطلاع المديرين الداخليين على أوضاع المؤسسة بشكل أفضل من المساهمين ويمكن أن تترجم درابتهم عبر القرارات التي يتخذونها مثل قرار توزيع الأرباح، وحسب نظرية الإشارة تعتبر استقلالية مجلس الإدارة كإشارة على زيادة الأرباح الموزعة في الشركة (Awen, Lamido, & Yahya, 2023, p. 75). ومن بين الدراسات التي دعمت العلاقة الموجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح دراسة

(Uittenbogaard.R.F, 2016) هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح، شملت هذه الدراسة 619 شركة أمريكية خلا الفترة 1996-2014، وتشمل هذه الفترة الزمنية على سنة فاصلة (2002) التي أصدر فيها قانون The sarbanes-oxley الذي نص على وجوب استقلالية مجالس الإدارة. أي أن عينة الدراسة تضم شركات تتميز باستقلالية مجالس إدارتها (درجة استقلالية مرتفعة)، بالإضافة إلى شركات ذات استقلالية منخفضة قامت برفع درجة استقلاليته بعد 2002، توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن مقدار الارتفاع في الأرباح بالنسبة للشركات التي كانت استقلالية مجالسها منخفضة، كان أكبر مقارنة بمجالس إدارة الشركات ذات استقلالية مرتفعة قبل 2002. الدراسة الثانية التي دعمت هذه العلاقة دراسة (Chintrakarn, Jiraporn, Treepongkaruna, & Lee, 2022) هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، بالاعتماد على قانون Sarbanes-Oxley ومتطلبات الإدراج المرتبطة به في البورصة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي أجبرت على زيادة استقلالية مجلس الإدارة تدفع أرباح أكثر بكثير من الشركات غير الملزمة بتغيير استقلالية مجلس الإدارة.

2-3 دراسات سابقة دعمت فكرة وجود علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح: بمعنى أن زيادة استقلالية مجلس الإدارة تؤدي إلى انخفاض الأرباح الموزعة، تفسر هذه العلاقة بنظرية الإشراف التي تشير إلى عدم الحاجة إلى أعضاء مستقلين في المجلس لأن المديرين الداخليين هم أكثر الأشخاص دراية بأوضاع الشركة الداخلية ونقاط ضعفها وقوتها وأنهم الأكفأ لاتخاذ قرارات تخدم الشركة ومساهمتها أي تعتمد هذه النظرية على مفهوم أن الدور الاستراتيجي أهم مقارنة بالدور الرقابي الذي تدعمه نظرية الوكالة والذي يمارسه الأعضاء المستقلين (Uittenbogaard.R.F, 2016, p. 09). كما تدعم هذه العلاقة فرضية البديل (وهي عكس فرضية النتيجة) والتي تشير إلى أن الأرباح الموزعة تقل كلما زادت استقلالية مجلس الإدارة وذلك بسبب زيادة ثقة المساهمين في الشركة أي أن الاستقلالية زادت من السمعة الحسنة للشركة وتعتبر بديل للأرباح الموزعة في هذه الحالة (Chintrakarn, Jiraporn, Treepongkaruna, & Lee, 2022, p. 22). من بين الدراسات التي توصلت إلى نتائج تدعم هذه العلاقة دراسة (Awen, Lamido, & Yahya, 2023) والتي هدفت إلى دراسة أثر مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، لعينة مكونة من 112 شركة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة 2012-2022 حيث تم قياس مجلس الإدارة بحجمه وإستقلاليته، أما سياسة توزيع الأرباح تم قياسها بنصيب السهم من الأرباح الموزعة. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح. ودراسة (Devi, Ramakrishnan, Mustafa, & Samiullah, 2024) التي أجرت الدراسة على 29 شركة تنشط في القطاع الصناعي مدرجة في بورصة ماليزيا ضمن مؤشر (FTSE Bursa Malaysia Top 100) خلال الفترة 2012 – 2022 هدفت من خلالها إلى معرفة

أثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، وبالإعتماد على الاحصاء الوصفي و طريقة المربعات الصغرى (ols)، ونموذج التأثيرات الثابتة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن مجالس الإدارة للشركات محل الدراسة تبلغ نسبة استقلاليتهما 48% وهو أقل من النسبة المحددة في بورصة ماليزيا 50%، بالإضافة إلى دعم نتيجة وجود علاقة سلبية بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح.

3-3 دراسات سابقة دعمت فكرة عدم وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح:

بمعنى أن استقلالية مجلس الإدارة لا يوجد لها أي أثر على الأرباح الموزعة ويمكن حدوثها في حالة أن الشركات ذات تركيز الملكية ويقصد بها أن عدد قليل من الأشخاص يمتلكون عدد كبير من الأسهم، وسعيم نحو تحقيق مصالحهم على حساب مصالح الغير والشركة وفي هذه الحالة حصانهم تحمهم من طردهم حتى لو كانت قراراتهم لا تخدم مصالح مساهمين آخرين ولأي يمكن للأعضاء المستقلين التأثير بسبب قدرة الأعضاء ذوي الملكية على ابتزازهم أو إقامة علاقات شخصية معهم أو إقامة تحالفات عليهم أو تقييد وصولهم إلى معلومات هامة وشفافة حول أداء المؤسسة ما يجعل من الأعضاء المستقلين غير قادرين على تقييم الأداء الفعلي لها واتخاذ قرارات موضوعية (Varghese & Sasidharan, 2020, p. 223)، كما يمكن تجاهل تأثير استقلالية المجلس على سياسة التوزيع وذلك في حالة استدانة مرتفعة كون الجهات المقرضة في هذه الحالة تلعب دور الرقابة الفعال على الشركة ما يقلص من دور الأعضاء المستقلين (Uittenbogaard.R.F, 2016). ودعمت دراسة (Uittenbogaard.R.F, 2016) التي تم التطرق إليها سابقا هذه النتائج أيضا حيث توصلت إلى أن الارتفاع في مقدار الأرباح الموزعة كان أقل بالنسبة للشركات التي تتميز بتركيز الملكية (أصحاب الأغلبية المالكة). بالإضافة إلى أنه لا يوجد أثر لاستقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للشركات ذات الاستدانة المرتفعة. ومن بين الدراسات التي توصلت إلى عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لأثر متغير استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح دراسة (Viviers, Mans-Kemp, Vuuren, & Shiel, 2023). هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأرباح الموزعة، شملت هذه الدراسة الشركات التي تنتمي إلى بورصة جوهانزبورغ JSE في الفترة الممتدة من 2007-2021، عدد الشركات كان متغير من سنة لأخرى. وتم إعتماد متغير تابع يتمثل في: معدل توزيع الأرباح DPR، أما المتغير المستقل تمثل في استقلالية مجلس الإدارة بالإضافة إلى الإستعانة بمتغيرات ضابطة مثل: حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة. تم جمع بيانات الدراسة من موقع Bloomberg. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين استقلالية مجلس الإدارة والأرباح الموزعة ولكنها غير دالة إحصائيا، كما أن الأرباح الموزعة تميل إلى النقصان خلال الأزمات مثل الأزمة المالية 2008، وأزمة كورونا 2019.

4- دراسة تطبيقية لأثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح في سوق دبي المالي:

1-4 منهجية الدراسة:

1-1-4 مجتمع وعينة الدراسة: يشتمل مجتمع الدراسة على الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، فيما يخص عينة الدراسة فقد تم اختيار الشركات التي تنشط في القطاع المالي البالغ عددها 34 شركة، لكن عدد الشركات التي توافرت عنها المعلومات والبيانات المالية وتقارير الحوكمة في الفترة الممتدة ما بين 2015-2022 اقتصر على 14 شركة فقط.

تم جمع البيانات بالإعتماد على الموقع الرسمي لسوق دبي المالي (DFM)، وتم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) التي تتعامل مع عدد N من الوحدات المقطعية ممثلة في 14 شركة، وفي نفس الوقت تحتوي كل شركة على سلسلة زمنية لعدد من الفترات T تقدر بـ 8 سنوات، وعليه عدد المشاهدات المستخدمة في النموذج 112 مشاهدة وللقيام بالمعالجة الإحصائية للبيانات تم الإعتماد على برنامج STATA 17 للتحليل الوصفي للبيانات وتقدير نماذج الانحدار الخطي والاختبارات الإحصائية.

1-4-2 التعريف بمتغيرات الدراسة: تتمثل متغيرات الدراسة في:

المتغير التابع: يتمثل في سياسة توزيع الأرباح معبر عنها بنصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPS) والذي تم حسابه عن طريق قسمة الأرباح الموزعة على عدد الأسهم القائمة. استخدم هذا القياس في دراسة (Sunaryo, 2020)

المتغير المستقل: يتمثل في استقلالية مجلس الإدارة (BIND) وقد تم قياسه بنسبة عدد الأعضاء المستقلين إلى عدد الأعضاء الإجمالي لمجلس الإدارة تم استخدام هذا المقياس في دراسة (Kumar.Sanjeev, 2023) Sasidharan.Aghila, Olasiuk.Hanna, & SIMHA, 2023 ودراسة (غزالي, 2017).

المتغيرات الضابطة: تشمل الدراسة أربع متغيرات ضابطة وهي كالتالي:

العائد على الأصول (ROA): يحسب بقسمة صافي الربح على مجموع الأصول، تم اعتماد هذا القياس في دراسة (Shamsabadi, Chung, & Min, 2016) كما تم استخدامه في دراسة (بلخضر ومزياني, 2023).

الرفع المالي (LEV): يقاس بقسمة مجموع الديون (LD) على مجموع الأصول (AS)، تم استخدام هذا القياس في دراسة (AL Farooque, Hamid, & Sun, 2021) ودراسة (قدام، بوجميل، وسعدوني, 2022).

ربحية السهم (EPS): يتم قياسه عن طريق قسمة الربح الصافي على عدد الأسهم القائمة، تم استخدام هذا القياس في دراسة (Sunaryo, 2020).

حجم الشركة (SIZE): يحسب من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول. تم الإعتماد على هذا القياس في دراسة (Ullah, Shah, Khan, ul Islam, & ul Hassan, 2021) بالإضافة إلى دراسة (حمريط و سليمان, 2023).

وتم حساب هذه المتغيرات من خلال التقارير المالية السنوية وتقارير الحوكمة المعلنة في بورصة سوق دبي المالي للشركات عينة الدراسة وذلك خلال الفترة 2015-2022 والجدول التالي يبين المتغيرات والطريقة المعتمدة في حسابها.

الجدول رقم (01): متغيرات الدراسة وطرق قياسها

القياس	الترميز	المتغير	
الأرباح الموزعة تقسيم عدد الأسهم القائمة	DPS	نصيب السهم من الأرباح الموزعة	المتغير التابع
نسبة الأعضاء المستقلين إلى عدد الأعضاء الإجمالي لمجلس الإدارة	BIND	استقلالية مجلس الإدارة	المتغير المستقل
الربح الصافي قسمة إجمالي الأصول	ROA	العائد على الأصول	المتغيرات الضابطة
نسبة الديون إلى الأصول	LEV	الرفع المالي	
الربح الصافي تقسيم عدد الأسهم القائمة	EPS	ربحية السهم	
اللوغاريتم الطبيعي لأصول الشركة	SIZE	حجم الشركة	

المصدر: من إعداد الباحثين

2-4 نموذج الدراسة: من أجل دراسة الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح واستقلالية مجلس الإدارة تم اعتماد النموذج الآتي:

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

DPS: المتغير التابع. **BIND**: المتغير المستقل.

ROA, LEV, EPS, SIZE: تمثل المتغيرات الضابطة.

β_0 : الثابت، β_i : المعاملات، ε_{it} : حد الخطأ العشوائي للنموذج المقدر.

3-4 النتائج والمناقشة:

1-3-4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

قبل البدء بتقدير النماذج الثلاث للدراسة القياسية (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية) والمفاضلة بينها وتحليل النتائج المتحصل عليها، سيتم وصف بيانات متغيرات الدراسة (المتغير التابع: سياسة توزيع الأرباح معبر عنها بنصيب السهم من الأرباح الموزعة، المتغير المستقل: استقلالية مجلس الإدارة، المتغيرات الضابطة: العائد على الأصول، الرفع المالي، ربحية السهم، حجم الشركة) باستخدام التحليل الوصفي الأكثر قبولاً وهو المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أعلى قيمة، أدنى قيمة. ويقدم الجدول رقم (02) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة مكونة من 14 شركة تنشط في القطاع المالي مدرجة في سوق دبي المالي خلال فترة الدراسة 2015-2022.

الجدول رقم (02): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std.dev	Min	Max
DPS	112	3.973935	10.02175	0	50
BIND	112	.6592581	.1984075	.2	1
ROA	112	.0206818	.0269016	-.0831591	.0602365
LEV	112	.6318497	.2040302	.0572176	.9566589
EPS	112	9.049413	23.29273	-.4566652	104.2572
SIZE	112	14.37353	.9509297	12.6894	16.27963

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA17

من خلال الجدول أعلاه وفيما يخص نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPS) فقيمته تتراوح ما بين 0 كحد أدنى و50 كحد أقصى، بمتوسط قيمته 3.97، وانحراف معياري قدره 10.02 وهو يدل على وجود تباين كبير في توزيعات الأرباح بين الشركات محل الدراسة أي توجد شركات وزعت أرباحاً أكثر من المتوسط بكثير وأخرى وزعت أرباحاً أقل من المتوسط بكثير. يدل هذا الاختلاف على تبني الشركات لسياسة توزيع أرباح مختلفة، ويفسر ذلك بنتائج أداء الشركات، قرارات الإدارة وتوجهات الشركة المستقبلية، المنافسة من أجل جذب المستثمرين، بالإضافة إلى الظروف الخاصة بكل شركة وكذلك الظروف الخاصة بالسوق. فقد تميل الشركات التي حققت خسائر أو كان أداؤها منخفض، أو أخرى ترغب في إعادة استثمار أرباحها لتوزيع أرباح أقل، في حين قد تميل الشركات التي حققت أرباح كبيرة وذات أداء جيد إلى توزيع أرباح أكبر كدلالة على قوة مركزها المالي المالي رغبة منها في جذب مستثمرين جدد.

وتراوحت نسبة استقلالية مجلس الإدارة BIND ما بين 20% كأقل قيمة و 100% كأعلى قيمة. تشير هذه النسب إلى أن عدد الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات محل الدراسة أكثر من عدد الأعضاء غير المستقلين، وفي شركات معينة بلغت ما نسبته 100% أي جميع أعضاء مجلس الإدارة مستقلين، تدل هذه النسب على امتثال مؤسسات القطاع المالي المدرجة في سوق دبي المالي لدليل حوكمة الشركات المساهمة العامة المادة 09 والتي تنص على: "يحدد النظام الأساسي الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين والأعضاء المستقلين، على أن يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة من المستقلين غير التنفيذيين". وبعد الاطلاع على قوائم الحوكمة الخاصة بهذه الشركات تبين أن شركة واحدة فقط لم تحقق هذا الشرط خلال 3 سنوات من 2019-2020 حيث بلغ عدد أعضاء مجلس الإدارة 5 أعضاء من بينهم عضو مستقل فقط. هذا وقد بلغ متوسط استقلالية مجلس الإدارة (BIND) 65 %، تعتبر هذه النسب جيدة وتدل وجود مستوى عال من الاستقلالية لدى مجالس إدارة الشركات محل الدراسة، كما تعكس التزام الشركات بمبادئ الحوكمة الرشيدة التي تشجع على تعيين أعضاء مستقلين في مجالس الإدارة، كما تشير هذه النسب أيضاً إلى أن القرارات الناتجة عن اجتماعات مجلس

الإدارة تكون قرارات عادلة وموضوعية ولا تتأثر بجهة معينة أي تخدم مصالح جميع الأطراف. هذا ما من شأنه تحسين أداء المؤسسات ورفع قيمتها السوقية.

يعبر ROA عن كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح، وقد بلغ متوسط معدل العائد على الأصول ROA 2% ويعتبر منخفض بشكل عام حيث تشير هذه النسبة إلى أن كل درهم مستثمر في أصول الشركة يحقق متوسط عائد قيمته 0.2 درهم، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري 0.05 وهو ما يدل على عدم وجود تفاوت كبير بين العائد الإجمالي على الأصول للشركات محل الدراسة أي أغلبها قيم قريبة من 2%، بمعنى آخر لا يوجد تباين كبير في كفاءة استخدام الأصول لتحقيق الأرباح لشركات القطاع المالي محل الدراسة.

في حين بلغ متوسط الرفع المالي LEV ما نسبته 63%، ما يشير إلى اعتماد الشركات محل الدراسة على القروض بنسبة 63% من إجمالي أموالها وتعتبر نسبة مرتفعة، وتراوح نسبة الرفع المالي ما بين 5% كأقل نسبة و 95% كأعلى نسبة، بانحراف معياري قدره 20% يشير إلى وجود تشتت كبير في بيانات هذا المتغير عن الوسط الحسابي (63%)، يفسر ذلك باختلاف سياسات التمويل للشركات محل الدراسة لعدة عوامل من بينها الحجم أو نسبة النمو، نوع الشركة (بنك، شركات تأمين، شركات استثمارات)، تكلفة رأس المال فقد تميل بعض الشركات إلى إصدار أسهم بدلا من التمويل عن طريق الإقتراض أو العكس بناء على المفاضلة بين تكلفة كل بديل، بالإضافة إلى هيكل الملكية فالشركات التي يسيطر عليها عدد قليل من المساهمين الكبار قد تميل لاستخدام الديون للحفاظ على حقوق التصويت.

كما تشير نتائج الجدول رقم (02) إلى أن متوسط حجم شركات القطاع المالي المدرجة في سوق دبي المالي محل الدراسة يبلغ 14، وتراوحت هذه القيمة بين 12 كأدنى قيمة و 16 كأقصى قيمة، مع انحراف معياري يقدر ب 0.95 ما يشير إلى وجود تشتت ضعيف لأحجام المؤسسات المدرجة مقاسا ب اللوغاريتم الطبيعي، ما يدل على عدم وجود اختلاف كبير بين أحجام المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي يمكن أن يكون بسبب انتمائها لنفس القطاع.

تظهر النتائج أن متوسط ربحية السهم (EPS) بلغ 9 أي أن الشركات المدرجة محل الدراسة تحقق في المتوسط ربح لكل سهم بمقدار 9 وحدات نقدية (درهم)، قيمة ربحية السهم محصورة بين -0.45- كحد أدنى و 104 كحد أقصى، كما بلغ الانحراف المعياري ل EPS (23.93) وهو ما يدل على وجود تشتت كبير في ربحية السهم بين الشركات محل الدراسة. يمكن تفسير ذلك بعدة عوامل من بينها حجم الشركة حيث يمكن للشركات الكبيرة الاستفادة من اقتصاديات الحجم لتحقيق أرباح للسهم مقارنة بالشركات الصغيرة الحجم، بالإضافة إلى القرارات الاستثمارية أو التمويلية فالإقتراض بشكل مفرط قد يؤدي إلى زيادة الفوائد ومنه انخفاض الأرباح، أو بسبب المنافسة ونقص حصة الشركة في السوق ما سيؤدي إلى انخفاض إيراداتها وكنتيجة لذلك انخفاض ربحية السهم.

2-3-4 مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة:

قبل القيام بتقدير نموذج الانحدار المتعدد المناسب للدراسة، نقوم بإعداد مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة (المتغيرات المستقلة والمتغيرات ضابطة)، وتحدث مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عندما تكون هناك علاقة خطية بين بعض أو كل المتغيرات التفسيرية، وحسب العديد من الباحثين تظهر عندما تتجاوز قيم معاملات الارتباط القيمة الحدية 0.8:

الجدول رقم (03): نتائج مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

	DPS	BIND	ROA	LEV	EPS	SIZE
DPS	1.0000					
BIND	-0.0370	1.0000				
ROA	0.2915	-0.4021	1.0000			
LEV	-0.0114	-0.0446	-0.2938	1.0000		
EPS	0.9250	-0.2130	0.3370	-0.0181	1.0000	
SIZE	0.2645	-0.0647	0.0746	-0.1798	0.3678	1.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات stata17

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ عدم وجود ارتباط كبير بين المتغيرات المستقلة والضابطة، حيث كانت أكبر قيمة لمعامل الارتباط بين العائد على الأصول واستقلالية مجلس الإدارة ب 0.40 وهي أقل من 0.80 مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية. ويمكن دعم هذه النتيجة من خلال احتساب معامل تضخم التباين (Variance inflation Factor) الذي إذا كانت قيمته أكبر من 10 أي $VIF > 10$ يدل على وجود مشكلة التعدد الخطي. والجدول التالي يوضح نتائج اختبار معامل تضخم التباين vif:

الجدول رقم (04): نتائج اختبار معامل تضخم التباين (vif)

VIF	الرمز	متغيرات الدراسة
1.25	BIND	استقلالية مجلس الإدارة
1.50	ROA	العائد على الأصول
1.20	LEV	الرفع المالي
1.34	EPS	ربحية السهم
1.22	SIZE	حجم الشركة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات stata17

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) والذي يوضح نتائج اختبار معامل تضخم التباين (vif)، والتي تشير نتائجه إلى عدم تجاوز قيمة معامل تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية (المستقلة والضابطة) للقيمة 10، وهو

ما يؤكد أن هذه المتغيرات لا ترتبط ببعضها بعلاقة خطية، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بينها.

3-3-4 تقدير معلمات نموذج الدراسة:

من أجل تقدير معلمات نموذج الدراسة تم الاعتماد على منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data وذلك من خلال تطبيق ثلاث نماذج وهي: نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model. وتحصلنا على النتائج الآتية:

الجدول رقم (05): تقدير معلمات نموذج الدراسة

نموذج التأثيرات الثابتة (REM)		نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)		نموذج الأثر التجميعي (PRM)		المتغيرات التفسيرية
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	
0.001	6.157794	0.015	5.07323	0.000	9.35751	BIND
0.960	-0.5787922	0.823	-2.613438	0.249	16.97067	ROA
0.938	0.2436844	0.545	-3.192233	0.719	0.6226519	LEV
0.000	0.4339414	0.000	0.4703065	0.000	0.42196	EPS
0.687	-0.2792694	0.428	0.9024817	0.018	-0.8991835	SIZE
0.989	-1.14047	0.323	-14.52741	0.303	6.166462	Cons
112		112		112		Number of observation
0.9209		0.8900		0.8909		R-squared
0.0000		0.0000		0.0000		Prob (f-stat)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17.

3-3-4 اختبار النموذج الملائم للدراسة:

لغرض اختبار النموذج الأمثل للدراسة، سنقوم بالمفاضلة بين نماذج البائل الثلاثة الرئيسية وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM وذلك بالاعتماد على 3 اختبارات والمتمثلة في: اختبار فيشر المقيّد Fisher، اختبار Breush and Pagan واختبار Hausman: -المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM): من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار الثابتة FEM سنعتمد على اختبار فيشر المقيّد Fisher ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين:

الفرضية H_0 : النموذج التجميعي هو الملائم الفرضية H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم
علما أنه إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية أو إذا كانت قيمة P-Value أقل أو يساوي 0.05 فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل. من خلال مخرجات برنامج stata 17 يتبين أن القيمة الإحصائية لاختبار فيشر (P-Value=0.0000) وهي أقل من 0.05، وعليه نرفض الفرضية الصفريّة ونقبل

الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بالنموذج التجميعي.

-المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM): نستعين باختبار -المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) والنموذجين (PRM) و (REM) وتصاغ فرضيته كالتالي:
الفرضية H_0 : النموذج التجميعي هو الملائم الفرضية H_1 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم
حسب هذا الاختبار إذا كانت قيمة P-Value أقل أو يساوي 0.05 فإن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل. ويبين الجدول أدناه نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (06): نتائج اختبار Breusch and pagan

Chibra2(1)	97.89
Prob > chi2	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات stata.17

من خلال النتائج الموضحة في الجدول يتبين أن القيمة الاحتمالية (P-Value=0.0000) وهي أقل من 0.05، وعليه نرفض الفرضية الصفريّة ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بالنموذج التجميعي.

-المفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM): يتم المفاضلة بين النموذجين (FEM) و (REM) بالإعتماد على اختبار Hausman وذلك من خلال اختبار الفرضيتين:
الفرضية H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم الفرضية H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم
حسب هذا الاختبار إذا كانت قيمة P-Value أقل أو يساوي 0.05 فإن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل. والجدول أدناه يبين نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (07): نتائج اختبار Hausman

Chibra2(5)	4.08
Prob > chi2	0.5373

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات stata.17

من خلال نتائج الاختبار الموضحة في الجدول يتبين أن القيمة الاحتمالية (P-Value=0.5373) وهي أكبر من 0.05، وعليه نقبل الفرضية الصفريّة التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة.

من النتائج السابقة يظهر لنا أن النموذج المناسب لتقدير أثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح هو نموذج التأثيرات العشوائية.

4-3-2 الاختبارات الإحصائية والقياسية لنموذج الدراسة (نموذج الآثار العشوائية): بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة والمتمثل نموذج الآثار العشوائية، ننتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية والقياسية

أ- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: من أجل اختبار معنوية النموذج نعتمد على اختبار فيشر ومعامل التحديد R^2 ، حيث تشير نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية إلى أن: القيمة الاحتمالية لفischer ($P\text{-Value}=0.0000$) وهي أقل من 0.05 وتعتبر هذه النتيجة على المعنوية الكلية لنموذج الدراسة بمعنى يوجد على الأقل متغير تفسيري واحد يؤثر بشكل معنوي على المتغير التابع.

قيمة R^2 تساوي 0.9209 وهي نسبة مرتفعة تدل على جودة النموذج، وتفسر هذه القيمة بأن المتغيرات المفسرة المعتمدة في النموذج فسرت ما نسبته 92% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع المتمثل في سياسة توزيع الأرباح معبرا عنه بنصيب السهم من الأرباح الموزعة للشركات محل الدراسة. والنسبة المتبقية 8% تفسرها عوامل أخرى لم تدرج في نموذج الدراسة

ب- اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية: بعد التأكد من صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية، ننتقل الآن لاختباره صلاحيته من الناحية القياسية بالاعتماد على الاختبارات الآتية:

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: يتم الكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام اختبار Wooldridge، والذي يقوم على فرضيتين

الفرضية H_0 : عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الفرضية H_1 : وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء
حسب هذا الاختبار إذا كانت قيمة $P\text{-Value}$ أقل من 0.05، فهي تشير إلى وجود ارتباط ذاتي للأخطاء. أما إذا كانت أكبر من 5% فليس هناك ارتباط ذاتي للأخطاء، وبين الجدول التالي نتائج الاختبار:

الجدول رقم (08): نتائج الاختبار الذاتي للأخطاء

F(1, 13)	145.115
Prob > F	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات stata.17

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.0000 وهي أقل من 5%، ومنه رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء.
- اختبار عدم تجانس التباين: من أجل اختبار عدم تجانس التباين سنستخدم على Breusch and Pagan Test من خلال اختبار فرضيتين:

الفرضية H_0 : تجانس تباين الأخطاء العشوائية الفرضية H_1 : عدم تجانس الأخطاء العشوائية
حسب اختبار Breusch and Pagan إذا كانت قيمة $P\text{-Value}$ أقل من 0.05، فهي تشير إلى وجود مشكلة عدم تجانس التباين. وبين الجدول التالي نتائج الاختبار:

الجدول رقم (09): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

chi2(1)	155.90
Prob > chi2	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات stata.17

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.0000 وهي أقل من 5%، ومنه رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة عدم تجانس التباين.

تبين لنا نتائج الاختبارات السابقة أن نموذج التأثيرات العشوائية يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء ومشكلة عدم تجانس التباين، وبالتالي سوف نعالج هاتين المشكلتين باستخدام طريقة تصحيح الأخطاء في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (pcse) panels corrected standard errors التي تأخذ بعين الاعتبار مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وعدم تجانس التباين، والنتائج موضحة كما يلي

الجدول رقم (10): نتائج نموذج الدراسة بعد التصحيح.

. xtpcse DPS BIND ROA LEV EPS SIZE

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable:	CODE	Number of obs	=	112	
Time variable:	year	Number of groups	=	14	
Panels:	correlated (balanced)	Obs per group:			
Autocorrelation:	no autocorrelation	min	=	8	
		avg	=	8	
		max	=	8	
Estimated covariances	=	105	R-squared	=	0.8909
Estimated autocorrelations	=	0	Wald chi2(5)	=	556.38
Estimated coefficients	=	6	Prob > chi2	=	0.0000

DPS	Panel-corrected		z	P> z	[95% conf. interval]	
	Coefficient	std. err.				
BIND	9.35751	1.479892	6.32	0.000	6.456974	12.25804
ROA	16.97067	9.688206	1.75	0.080	-2.017864	35.95921
LEV	.6226519	.6322709	0.98	0.325	-.6165762	1.86188
EPS	.42196	.0244744	17.24	0.000	.3739912	.4699289
SIZE	-.8991835	.173886	-5.17	0.000	-1.239994	-.5583732
_cons	6.166462	2.694662	2.29	0.022	.8850209	11.4479

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات stata.17

تشير النتائج النهائية لتقدير النموذج أن قيمة احتمالية فيشر $F=0.0000$ وبالتالي فالنموذج معنوي، إضافة إلى ذلك فإن قيمة $R=89\%$ والتي تعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع بـ 89% أما باقي النسبة فتعود لمتغيرات أخرى لم يتم إدراجها في هذه الدراسة.

4-3-4 مناقشة نتائج الدراسة: على ضوء ما أظهرته نتائج الدراسة القياسية في الجدول أعلاه، سنقوم بمناقشة أهم النتائج المتوصل إليها كما يلي:

قيمة الميل الخاصة بالمتغير المستقل استقلالية مجلس الإدارة $\beta_1 = 9.35$ وهي قيمة موجبة وهو ما يدل على وجود علاقة طردية مع المتغير التابع، إضافة إلى أن مستوى الدلالة قدر بـ 0.000 وهي مقبولة عند مستوى المعنوية 0.01، تتطابق هذه النتائج مع دراسة كل من (غزالي، 2017) و (Chintrakarn, Jiraporn, و Treepongkaruna, & Lee, 2022) ودراسة (Uittenbogaard.R.F, 2016) ويمكن تفسير العلاقة الموجبة بين المتغيرين إلى أنه كلما زاد عدد الأعضاء المستقلين تزداد فعالية الرقابة ومنه تقلص حجم الحرية لدى متخذي القرار في التلاعب بأرباح المساهمين كنتيجة لذلك تزداد الأرباح الموزعة. هذا ما أشارت إليه نظرية الوكالة، كما تتطابق مع نظرية الإشارة حيث زيادة الاستقلالية تعتبر إشارة على توزيع الشركات لأرباح أكبر، كما تفسر هذه النتيجة أيضاً بالاستفادة من الخبرة التي يقدمها الأعضاء المستقلين لمجلس الإدارة، كما تعتبر دليل على درايتهم بأوضاع المؤسسة وقدرتهم على اتخاذ قرارات عادلة وموضوعية تخدم جميع أطراف الشركة وتعظم من قيمة الشركة من بينها قرار توزيع الأرباح وهو ما يتعارض مع نظرية الإشراف التي تفترض أنه لا توجد ضرورة تعيين أعضاء مستقلين فالمدبرون أكثر دراية بأوضاع الشركة وبإمكانهم صنع قرارات جيدة للمؤسسة. وتلتزم الشركات محل الدراسة بمبادئ الحوكمة الرشيدة التي تشجع على تعيين أعضاء مستقلين في مجالس الإدارة وهذا من شأنه اتخاذ قرارات تساهم في تحسين أدائها المالي زيادة أرباحها وجذب مستثمرين.

يوجد تأثير إيجابي لمتغير العائد على الأصول على سياسة توزيع الأرباح معبرا عنها بنصيب السهم من الأرباح الموزعة، حيث بلغت قيمة الميل β_2 الخاصة به 16.97، تشير هذه النتيجة إلى وجود علاقة موجبة بين الربحية معبرا عنها بالعائد على الأصول وسياسة توزيع الأرباح، حيث أن ارتفاع العائد على الأصول بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة بـ 16.97 وحدة. ولكن متغير معدل العائد على الأصول غير دال إحصائياً لأن مستوى الدلالة بلغ 0.080 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05. مما يعني أن هذا المتغير لا يفسر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات عينة الدراسة تتطابق هذه النتيجة مع دراسة (Mohamed Ahmed, Fekete-Farkas, & Hagen, 2024)

أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي للرفع المالي على نصيب السهم من الأرباح الموزعة، قيمة المعامل $\beta_3 = 0.622$ أي وجود علاقة طردية بين الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح، بمعنى كلما اتجهت المؤسسة نحو الاستدانة سيؤدي ذلك إلى زيادة نصيب السهم من الأرباح الموزعة، يفسر ذلك بالرقابة الفعالة المفروضة من قبل الدائنين التي تدفع الإدارة إلى اتخاذ قرارات تسمح بتحسين أداء الشركة وزيادة أرباحها من أجل القدرة على دفع الالتزامات والفوائد المستحقة من طرف الدائنين، وكنتيجة لزيادة هذه الأرباح تزداد الأرباح الموزعة على المساهمين، يختلف انطباع الاستدانة من مستثمر لآخر فقد يفسره البعض إيجابياً في حين قد يفسرها البعض

بشكل سلبي، مثلاً الشركات محل الدراسة التي تعتمد بمتوسط قدره 63% على الديون، قد تعتبر مصدر قلق للمساهمين خوفاً من عدم حصولهم على مستحقاتهم نتيجة أولوية الدائنين في الحصول على فوائدهم وأموالهم، كما قد تعتبر سبب نفور المستثمرين لنفس السبب، لكن توزيع المؤسسة لأرباح رغم نسب الاستدانة المرتفعة دليل على استقرارها المالي ما يعتبر عاملاً لكسب ولاء المساهمين وجذب المستثمرين. لكن متغير الرفع المالي غير دال إحصائياً لأن مستوى الدلالة بلغ 0.325 أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني أن هذا المتغير لا يفسر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات عينة الدراسة تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Mohamed Ahmed, Fekete-Farkas, & Hagen, 2024)

قيمة الميل الخاصة بالمتغير الضابط ربحية السهم $\beta_4 = 0.421$ وهي قيمة موجبة وهو ما يدل على وجود علاقة طردية مع المتغير التابع (سياسة توزيع الأرباح)، إضافة إلى أن مستوى الدلالة قدر بـ 0.000 وهي مقبولة عند مستوى المعنوية 0.01، بمعنى أن ارتفاع ربحية السهم بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة بـ 0.421 وحدة. يمكن تفسير هذه العلاقة الموجبة برغبة المؤسسة في جذب المستثمرين وتحسين سمعة المؤسسة في السوق، وذلك من خلال تقديم إشارة على المركز المالي الجيد للمؤسسة، وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح وكفاءتها في إدارة مواردها، حيث لا تكتفي إلى الإشارة أن المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح فقط بل إلى كون المؤسسة قادرة على تمويل احتياجاتها دون اللجوء لاحتجاز كل الأرباح. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Boudermine & Keddiam, 2024)

تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 0.01 بين حجم المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، واتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Abdul nazar, 2021)، يمكن تفسير هذه النتيجة بكون المؤسسة تهتم بإعادة استثمار أموالها بدلاً من توزيعها وذلك من أجل توسيع نشاطها ومنتجاتها، الاستثمار في البحث والتطوير، بالإضافة إلى امتلاكها فرص استثمارية نوعية تتطلب أموالاً كبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة ما يستلزم حجز مبالغ من الأرباح وتوجيهها نحو هذه العمليات، كما أن المؤسسات كبيرة الحجم لها قدرة على الحصول على قروض بشروط وضمانات أقل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة حيث متوسط اعتماد الشركات محل الدراسة على القروض 63% من إجمالي أموالها هذا ما يستدعي احتجاز الأرباح من أجل الحفاظ على قدرتها على الوفاء بالالتزامات.

الخلاصة:

هدفت هذه الدراسة إلى بحث أثر استقلالية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح ، وتم إجراء الدراسة على شركات القطاع المالي المدرجة في سوق دبي المالي والمتمثلة في 14 شركة توفرت فيها المعلومات اللازمة وذلك في الفترة الممتدة من 2015 إلى 2022 . بالاعتماد على نماذج البائل (تم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية كأفضل نموذج للدراسة) توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها:

- تتمتع مجالس إدارة الشركات التي تنشط في القطاع المالي والمدرجة في سوق دبي المالي باستقلالية مرتفعة تبلغ في المتوسط 65% وتصل حتى 100% في بعض الشركات، هذا ما يدل على التزامها بدليل حوكمة شركات المساهمة العامة لدولة الإمارات العربية المتحدة الذي ينص على استقلالية مجالس الإدارة حيث يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين.
- تتبنى الشركات محل الدراسة سياسات توزيع أرباح مختلفة، ويفسر ذلك بنتائج أداء الشركات، قرارات الإدارة وتوجهات الشركة المستقبلية، بالإضافة إلى الظروف الخاصة بكل شركة وكذلك الظروف الخاصة بالسوق،
- دعمت الدراسة نظرية الوكالة والإشارة وفرضية النتيجة حيث توصلت إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة التي تم قياسها بنسبة عدد الأعضاء المستقلين إلى عدد الأعضاء الإجمالي، على سياسة توزيع الأرباح التي تم قياسها بنصيب السهم من الأرباح الموزعة في الشركات محل الدراسة، وتتعارض هذه النتيجة مع نظرية الإشراف وفرضية البديل.
- يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح، بينما يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لربحية السهم على سياسة توزيع الأرباح.
- لا يعتبر كل من الرفع المالي والعائد على الأصول عوامل مفسرة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة موجبة بينهم وبين سياسة التوزيع ولكنها غير دالة إحصائياً.
- تعتبر هذه الدراسة إضافة إلى العديد من الدراسات التي ناقشت وبحثت في العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح بالاعتماد على متغير مستقل متمثل في استقلالية مجلس الإدارة ومتغيرات ضابطة متمثلة في (حجم الشركة، ربحية السهم، الرفع المالي، العائد على الأصول) والتي أثبتت وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح أي كلما زادت استقلالية المجلس زادت الأرباح الموزعة، ويمكن دعم هذه الدراسة بدراسات أخرى في سوق دبي المالي إما باعتماد مؤشرات أخرى خاصة بحوكمة الشركات بمؤشرات تقليدية أو حديثة ، أو اختيار قطاع آخر.

المصادر والمراجع

- أحمد لمين بوغنامة، و رفيق يوسف. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية-دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40. *مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال*، 05(02)، الصفحات 238-255.
- آدم حديدي، و غريبي يسين سي لاختضر. (2016). دور حوكمة الشركات في ترشيد قرارات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-دراسة اشتطاعية لعينة من إطارات مجمع صيدال(فرع صوميدال. *مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة*، 01(01)، الصفحات 73-84.
- تبرزغود. (2019). تأثير خصائص مجلس الإدارة على إدارة الأرباح-دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة العائلية بالجزائر خلال الفترة 2010-2016. *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*، 06(02)، الصفحات 1-16.
- جمال قدام، أحمد بوجميل، و محمد سعدوني. (2022). محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI. 10(02)، الصفحات 192-214.
- جميلة قارش. (2012). ضوابط الربح وعوامل استحقاقه في الاقتصاد الإسلامي وعلاقتها بالمخاطرة-دراسة وصفية تحليلية-. *مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية*، 13(26)، الصفحات 19-46.
- حازم رباب، و سامية بوضيافة. (2022). تأثير الأعباء الضريبية في المؤسسات المنجمية على سياسة توزيع الأرباح دراسة تطبيقية على شركة مناجم الفوسفات-تبسة. 01(2022)، الصفحات 152-170.
- حسام كفايفي، و أسامة بوشريط . (بلا تاريخ). محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة (2013-2018). *مجلة التنوع الاقتصادي*، 08(01)، الصفحات 72-87.
- زينب غزالي. (2017). أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح-دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة-. *مجلة الاقتصاد الصناعي* (13)، الصفحات 288-307.
- عبد الناصر حمريط، و محمد سليمان. (2023). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح: دراسة قياسية لمؤسسة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2002-2021. 08(01)، الصفحات 418-511.
- عبدالمجيد كموش، و أكرم تقي الدين خنوف. (2022). مجلس الإدارة كآلية لحوكمة الشركات وأثره على التعثر المالي للشركات-دراسة ميدانية على عينة من الشركات بولاية سطيف-. *مجلة المنهل الاقتصادي*، 05(02)، الصفحات 307-322.
- عمار خير. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية-دراسة تحليلية لنماذج توزيع الأرباح-. *مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة*، 06(02)، الصفحات 35-52.

- محمد إقبال غناية، و حكيمة حليبي. (2021). أثر حوكمة الشركات على الأداء المالي للمؤسسات المالية القطرية- دراسة قياسية-. *مجلة الرسالة للدراسات والبحوث الانسانية*، 06(03)، الصفحات 11-25.
- محمد النذير بلخضر، و أمين مزياني. (2023). المحددات الخارجية لأداء البنوك الجزائرية دراسة عينة من البنوك التجارية في الجزائر خلال الفترة 2010-2021. *مجلة الميادين الاقتصادية*، 06(01)، الصفحات 377-400.
- محمد تقوروت، و نبيل قبلي. (2018). تحديات مجلس الإدارة في ظل حوكمة الشركات. *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي* (03)، الصفحات 267-277.
- منال خلخال. (2022). دور مجلس الإدارة في تفعيل حوكمة الشركات: دراسة حالة المؤسسة المينائية لسكيدة. *مجلة الباحث الاقتصادي*، 10(2)، الصفحات 147-159.
- يعقوب، مروة، و جيلالي بوشرف. (2020). أثر خصائص مجلس الإدارة على أداء المؤسسات الاقتصادية. *مجلة الإستراتيجية والتنمية*، 10(01)، الصفحات 26-44.
- Abdul nazar, M. (2021). The influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms:Evidence from Sri lanka. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 08(02), pp. 289-295.
- AL Farooque, O., Hamid, A., & Sun, L. (2021). Does Corporate Governance Have aSay On Dividends in Australian Listed Companies? *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 15(4), pp. 47-75.
- Awen, B., Lamido, A., & Yahya, O. (2023). Board size, independence and dividend policy in Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*, 15(05), pp. 72-91.
- Boudermine, S., & Keddarn, D. (2024). The Impact of Corporate Governance on Dividend Distribution Policy:An Econometric Study of French Firms Listed on thCAC40 Index. *Management and Develoment for Resherche and studies*, 13(1), pp. 767-786.
- CFI, T. (n.d.). *STOCK DIVIDEND*. Retrieved 10 28, 2023, from CFI TM: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/stock-dividend/>
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Treepongkaruna, S., & Lee, S. (2022). The effect of board independence in dividend policy payouts:A quasi-natural experiment. *North American Journal of Economics and Finance*, 63, pp. 1-22.
- Devi, S., Ramakrishnan , S., Mustafa, Z., & Samiullah. (2024). The effect of Board Independence on Dividend Policy among Manufacturing Listed Companies in Malaysia. *INTERNATIONAL JOURNAL OF ACADEMIC RESEARCH IN BUSINESS AND SOCIAL SCIENCES*, 14(01), pp. 1685-1695.
- Erhan, K. (2021). The Influence of Board Independence in Dividend Policy in Controlling Agency Problems in Family Firms. *International Journal of Accounting and Information Management*.

- Kanakriyah, R. (2020). Dividend Policy and Companies' Financial Performance. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 07(10), pp. 531-541.
- Kumar.Sanjeev, Sasidharan.Aghila, Olasiuk.Hanna, & SIMHA, V. N. (2023). Does Board Independence Matters for Dividend Policy in Emerging Economies. *Procedia Computer Science*, pp. 853-860.
- Mohamed Ahmed, A., Fekete-Farkas, M., & Hagen, I. (2024). Doprofitability and Leverage influence dividend policy? evidence from emerging countries. In *Springer Proceedings in Business and Economics. Corporate Practices: Policies, Methodologies, and Insights in Organizational Management : International Conference on Entrepreneurship and the Economy in an Era of Uncertainty 2023* (pp. 495-509). Springer Nature Singapore.
- Shamsabadi, H. A., Chung, R., & Min, B. (2016). Corporate governance and dividend strategy: lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, 12(05), pp. 583-610.
- Sunaryo, D. (2020). The Effect of Earning Per Share(EPS) and Dividend Per Share(DPS) on Share Prices. *Journal of Research inBusiness, Economics, and Education*, 2(5), pp. 1028-1038.
- Uittenbogaard.R.F. (2016). Do Independent Boards Pay Higher Dividends. *Master's Thesis Accounting and Finance*. Rotterdam, Netherlands: ERASMUS UNIVERSITY ROTTERDAM.
- Ullah, R., Shah, D., Khan, d. I., ul Islam, Z., & ul Hassan, Z. (2021). Impact of Corporate Governance Structure on Firm's Dividend Policy of Non Financial Firms (Evidence from Pakistan Stock Exchange). *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(06), pp. 1292-1303.
- Varghese, G., & Sasidharan, A. (2020). Impact of Ownership Structure and Board Characteristics on Firm Value:Evidence from China And India. In *Financial Issues in Emerging Economies: Special Issue Including Selected Papers from II International Conference on Economics and Finance, 2019, Bengaluru, India* (Vol. 36, pp. 217-234). Emerald Publishing Limited.
- Viviers, S., Mans-Kemp, N., Vuuren, M., & Shiel, T. (2023). Investigating the link between board independence and dividend distributions in South Africa. *South African Journal of Business Management*, 54(1), pp. 1-11.

References

- Ahmed Lamine Bougnama, and Rafiq Yousfi (2022). The Impact of Dividend Distribution Policy on the Market Value of Economic Institutions – An Econometric Study of a Sample of Companies Listed on the CAC40 Index. *Journal of Studies in Economics and Business Administration*, 05(02), pp. 255–238.
- Adam Hadidi, and Gharibi Yassine Si Lakhdar (2016). The Role of Corporate Governance in Rationalizing Dividend Distribution Decisions in Algerian Economic Institutions – An Exploratory Study of a Sample of Executives from the Saidal Group (Somidial Branch). *Journal of Contemporary Economic Studies*, 01(01), pp. 84–73.
- Tabar Zaghoud (2019). The Impact of Board Characteristics on Earnings Management – An Empirical Study on a Sample of Family Joint-Stock Companies in Algeria (2010–2016). *Algerian Journal of Economic Development*, 06(02), pp. 16–1.
- Jamal Qaddam, Ahmed Boujemil, and Mohamed Saadouni (2022). Determinants of Dividend Distribution Policy – An Econometric Study of a Sample of Companies Listed on the Dow Jones Index (DJI). 10(02), pp. 192–214.
- Jamila Qarsh (2012). Profit Rules and Factors of Its Entitlement in Islamic Economics and Their Relationship with Risk – A Descriptive and Analytical Study. *Journal of Social and Human Sciences*, 13(26), pp. 46–19.
- Hazem Rabab, and Samia Boudiaf (2022). The Impact of Tax Burdens in Mining Companies on Dividend Distribution Policy – An Applied Study on the Phosphate Mines Company in Tebessa. 01(2022), pp. 170–152.
- Houssam Kfaifi, and Oussama Bouchrit (n.d.). Determinants of Dividend Distribution Policy for Companies Listed on the Algerian Stock Exchange – An Econometric Study for the Period (2013–2018). *Journal of Economic Diversification*, 08(01), pp. 87–72.
- Zeinab Ghazali (2017). The Impact of Corporate Governance on Dividend Distribution Policy – A Study of a Sample of Saudi Listed Companies. *Journal of Industrial Economics*, (13), pp. 288–307.
- Abdelnasser Hamrit, and Mohamed Slimani (2023). Factors Affecting Dividend Distribution Policy: An Econometric Study of Saidal Company Listed on the Algerian Stock Exchange (2002–2021). 08(01), pp. 418–511.
- Abdelmajid Kamouche, and Akram Taqi Eddine Khanouf (2022). The Board of Directors as a Corporate Governance Mechanism and Its Impact on Corporate Financial Distress – A Field Study on a Sample of Companies in Setif Province. *Journal of Economic Manhal*, 05(02), pp. 322–307.
- Ammar Khairi (2022). The Impact of Dividend Distribution Policy on the Value of Economic Institutions – An Analytical Study of Dividend Distribution Models. *Journal of Advanced Accounting and Financial Studies*, 06(02), pp. 52–35.

- Mohamed Iqbal Ghenai, and Hakima Halimi (2021). The Impact of Corporate Governance on the Financial Performance of Qatari Financial Institutions – An Econometric Study. *Al-Risala Journal for Human Studies and Research*, 06(03), pp. 25–11.
- Mohamed Nadheer Belkhdher, and Amine Meziani (2023). External Determinants of Algerian Banks' Performance – A Study of a Sample of Commercial Banks in Algeria (2010–2021). *Journal of Economic Fields*, 06(01), pp. 400–377.
- Mohamed Takrourt, and Nabil Qabli (2018). Board of Directors' Challenges in the Context of Corporate Governance. *Journal of Development and Applied Economics*, (03), pp. 277–267.
- Manal Khalkhal (2022). The Role of the Board of Directors in Enhancing Corporate Governance – A Case Study of the Skikda Port Authority. *Journal of Economic Researcher*, 10(2), pp. 159–147.
- Yaqub Marwa, and Djilali Boucharef (2020). The Impact of Board Characteristics on the Performance of Economic Institutions. *Journal of Strategy and Development*, 10(01), pp. 44–26.