

أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح -دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة-

أ. غزالي زينب، جامعة فرحات عباس، سطيف 01

ملخص:

سعيًا من خلال هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة تأثير حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح، حيث تم الأخذ بخصائص مجلس الإدارة كمتغيرات للحوكمة، كون هذا الأخير المسؤول عن تحديد سياسة توزيع الأرباح، ثم قمنا بقياس أثر هذه المتغيرات على توزيعات الأرباح المعبر عنها بمعدل توزيع الأرباح وذلك في مجموعة من الشركات السعودية المدرجة. ولقد توصلت الدراسة إلى أنه يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح، بينما لا يوجد تأثير لباقي المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ملكية الأعضاء لأسهم الشركة) على توزيعات الأرباح. **الكلمات المفتاحية:** حوكمة الشركات، مجلس الإدارة، سياسة توزيع الأرباح، فرضية النتيجة، فرضية البديل.

Abstract:

Through this research we seek to determine the impact of corporate governance on dividend policy, where we take the characteristics of the board of directors as variables of governance, because the board of directors is the responsible of determining dividend policy, then we measure the impact of those variables on Dividend Payout Ratio in a group of Saudi listed firms.

This study found out a negative significant effect of independence board on dividend. While there was no effect of the rest variables (board size, CEO duality, board ownership) on dividend.

Key words: Corporate Governance, Board of Directors, Dividend Policy, The Outcome Hypothesis, The Substitution Hypothesis.

بعد الانهيارات المالية التي مست العديد من الشركات، زادت المطالبة بضرورة توفر مجموعة من الضوابط والقوانين وكذا الممارسات الأخلاقية التي من شأنها تخفيض تعارض المصالح القائم والحد من الممارسات الاحتياطية، من أجل ضمان حسن سير أعمال الشركة.

إضافة إلى ذلك فإن تعدد الأطراف المهتمة بنشاط الشركة غالبا ما يؤدي إلى تعارض المصالح خاصة بين الإدارة والمساهمين حول العديد من الأمور، ومن بين أهم القضايا التي يدور حولها اختلاف كبير سياسة توزيع الأرباح، التي قد ينظر إليها كل طرف بطريقة تختلف عن الآخرين، حيث أطلق عليها البعض مصطلح لغز توزيعات الأرباح (Dividend Puzzle)، وبما أن حوكمة الشركات تسعى باستمرار لحماية حقوق الأطراف ذات المصلحة فقد تكون الحل الأفضل لضمان تطبيق سياسة مثلى لتوزيعات الأرباح.

اشكالية الدراسة: إن أفضل الممارسات لحوكمة الشركات ينبغي أن تخلق الدوافع المناسبة للمسؤولين -أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين- للقيام بالمهام الموكلة إليهم بكفاءة وفعالية، من أجل ضمان حقوق المساهمين بصفة خاصة والأطراف ذات المصلحة بصفة عامة.

من خلال ما سبق، فإن اشكالية البحث تتمحور حول السؤال التالي:

ما أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح؟

ويندرج تحت هذا السؤال أسئلة فرعية تتمثل فيما يلي:

- هل يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح؟
 - هل يوجد تأثير لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح؟
 - هل يوجد تأثير للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على توزيعات الأرباح؟
 - هل يوجد تأثير للملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم على توزيعات الأرباح؟
- فرضيات الدراسة:** للإجابة عن الأسئلة السابقة تمت صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح.
- يوجد تأثير لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح.
- يوجد تأثير للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على توزيعات الأرباح.
- يوجد تأثير للملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم على توزيعات الأرباح.

أهمية وأهداف الدراسة

يعتبر هذا البحث إضافة مساهمة للبحوث التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح خاصة في الدول العربية، حيث يستمد أهميته من ضرورة توفر مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية حقوق الأطراف ذات المصلحة من أجل الوصول إلى النزاهة الشفافية في كل ما يتعلق بمجال الأعمال، ولقد سعينا من خلاله إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف يتمثل أهمها في معرفة مدى التزام الشركات السعودية المدرجة بمتطلبات حوكمة الشركات وبشكل خاص خصائص مجلس الإدارة وتأثيرها على سياسة توزيع الأرباح.

الدراسات السابقة: تم التطرق إليها في علاقة حوكمة الشركات بتوزيعات الأرباح في الجزء الثالث من هذه الدراسة.

محتويات الدراسة: من أجل الامام بموضوع الدراسة تم تقسيمها كما يلي:

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات

ثانياً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

ثالثاً: علاقة حوكمة الشركات بسياسة توزيع الأرباح

رابعاً: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات السعودية

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات

يعد موضوع حوكمة الشركات من بين أهم المواضيع التي لاقت اهتماماً كبيراً في مجال الأعمال في السنوات الأخيرة، بالرغم من أنها كمفهوم ليست جديدة الظهور.

1. تعريف حوكمة الشركات: قدمت تعريفات عديدة لحوكمة الشركات من أهمها ما يلي:

- عرف (Charreaux & Peter) الحوكمة على أنها: "مجموعة من الآليات التي لها تأثير على تحديد السلطة والتأثير على القرارات التي يتخذها المديرون، أو بعبارة أخرى الآليات التي تحكم سلوكياتهم وتحدد مجال تقديراتهم"¹.

- كما عرفت لجنة (Cadbury) حوكمة الشركات على أنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات ومراقبتها؛ حيث يعتبر مجلس الإدارة هو المسؤول عن إدارة الشركة، أما دور المساهمين فيتمثل في تعيين أعضاء مجلس الإدارة ومدققي الحسابات من أجل التأكد بأن النظام الذي تدار به الشركة يناسب مصالحهم"².

وما يمكن قوله حول التعاريف التي قدمت لحوكمة الشركات أنها حاولت أن تأخذ العديد من الأمور التنظيمية، الاقتصادية، المالية والاجتماعية، مما ترتب عنه تعدد في التعاريف؛ إلا أنه يمكن اعتبار أن أفضل ما قدم في هذا المجال هو:

- تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD*) والتي عرفت الحوكمة على أنها: "مجموعة من العلاقات بين المديرين ومجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، تهم بتوفير الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة وتحديد وسائل تحقيقها، ثم مراقبة الأداء"³.

2. أهداف حوكمة الشركات: من أهم الأهداف التي تسعى لها الحوكمة ما يلي:

- تعظيم القيمة السوقية للشركة وتدعيم تنافسيتها من خلال رفع كفاءة استخدام الموارد؛
- تشجيع جذب المزيد من الاستثمارات، من خلال توفير الحماية للمساهمين والدائنين، وضمان اتباع المديرين للأساليب التمويلية الجيدة للحصول على عوائد تنافسية للمستثمرين⁴؛
- تحقيق الشفافية والدقة في القوائم المالية التي تصدرها الشركات، وما يترتب عن ذلك من زيادة ثقة المستثمرين واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات⁵؛
- تعظيم ثروة المساهمين، وضمان حماية حقوق مختلف فئات المساهمين⁶؛
- توفير الحوافز المناسبة لمجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين لتشجيعهم على أداء مهامهم⁷؛
- حماية حقوق الأطراف ذات المصلحة، وخاصة فيما يتعلق بتوفير المعلومات بشكل عادل⁸؛
- حث الشركات على الالتزام بالقوانين والقواعد التي تعمل على تنظيم عمل الشركات؛
- تشجيع إتباع قواعد السلوك الأخلاقي وأخلاقيات المهنة عند اتخاذ القرارات؛
- التأكيد على الرقابة الذاتية إذ من خلالها تستطيع الشركة أن تحل بعض مشاكلها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف خارجية⁹.

3. آليات حوكمة الشركات: يقصد بالآليات الحوكمة مجموعة الوسائل التي تهدف إلى توجيه ورقابة سلوك الإدارة عند اتخاذ القرارات لضمان تحقيق مصالح أصحاب المصلحة، ومن أهمها:

1.3. مجلس الإدارة: يتكون من أعضاء يمثلون المساهمين وأيضاً الأطراف الأخرى من أصحاب المصالح، ومن بين مهام هذا المجلس تعيين المديرين التنفيذيين الذين يوكل لهم التسيير اليومي لأعمال الشركة، ووضع الاستراتيجيات والسياسات العامة والمحافظة على حقوق المساهمين، بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم. وقد بينت المبادئ العالمية للحوكمة حسب OECD بأن أعضاء مجلس الإدارة

يضطلعون بنوعين من الواجبات عند قيامهم بعملهم وهما: واجب العناية اللازمة (Duty of Care)، واجب الإخلاص في العمل (Duty of Loyalty).

2.3. لجان مجلس الإدارة: يقوم مجلس الإدارة بتشكيل لجان تساعد في أداء مهامه أهمها: لجنة التدقيق، لجنة المكافآت، لجنة الترشيحات والتعيينات.

3.3. التدقيق الداخلي: يساعد التدقيق الداخلي الشركة على تحقيق أهدافها، وتأكيد فعالية نظام الرقابة الداخلية، والعمل مع مجلس الإدارة ولجنة التدقيق من أجل إدارة المخاطر والرقابة عليها، من خلال تقييم وتحسين نشاط الشركة، ومن ثم تأكيد صحة المعلومات المحاسبية والمالية التي تفصح عنها.

4.3. التدقيق الخارجي: يلعب التدقيق الخارجي دورا جوهريا في مجال الحوكمة، نتيجة لما يقوم به المدقق الخارجي من إضفاء الثقة والمصداقية على المعلومات المحاسبية والمالية، وذلك من خلال إبداء رأيه الفني المحايد عن مدى صدق القوائم المالية التي تعدها إدارة الشركة.

ثانيا: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم السياسات التمويلية في الشركة التي تحظى باهتمام العديد من الأطراف نظرا لانعكاساتها على سعر السهم في السوق، وبشكل خاص المساهمين الذين يترقبون مقدار هذه التوزيعات للاستفادة منها واتخاذ بعض القرارات على أساسها.

1. تعريف سياسة توزيع الأرباح: توزيعات الأرباح هي جزء من صافي ربح الشركة، الذي يتم توزيعه على المساهمين حسب عدد الأسهم التي يمتلكها كل واحد منهم.

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها مجموعة من مبادئ الشركة التي من خلالها يتم التحكم في الطريقة الأمثل لتوزيع أرباح الشركة بهدف زيادة ثروة المساهمين.¹⁰

أما السياسة المثلى لتوزيع الأرباح فتعتمد من جهة على رغبة المستثمرين في الحصول على عوائد رأسمالية بالموازاة مع الأرباح المحققة، ومن جهة أخرى مدى استعدادهم للتخلي عن هذه التوزيعات في الوقت الحالي من أجل الحصول على عوائد في المستقبل ومدى ادراكهم للمخاطر المرتبطة بتأجيل هذه العوائد؛ وعليه فإن المديرين لا ينبغي أن يقوموا بالاحتفاظ بالأرباح إلا إذا كان بإمكانهم إعادة استثمارها بمعدلات مرتفعة للعائد الذي يحصل عليه المساهمون.¹¹

2. دوافع توزيع الأرباح: يعتبر رقم الأرباح المحقق من قبل الشركة خلال الدورة المالية جزءاً من التمويل الذاتي للشركة، حيث لا يمكنها الاحتفاظ بمقدار الأرباح كله لتمويل احتياجاتها، ولذلك وجب عليها في الكثير من الأحيان توزيع جزء من هذه الأرباح وذلك لعدة أسباب أهمها ما يلي:¹²

- تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم اللجوء إلى بيعها، إضافة إلى تحفيزهم على الاكتتاب في حالة ما إذا رغبت الشركة في زيادة رأس مالها؛
- إعطاء صورة عن الحالة المالية الجيدة للشركة، خاصة ما إذا رافقت عملية توزيع الأرباح زيادة الاستثمار؛

- زيادة ثقة المستثمرين في الشركة، وتعويضهم عن أموالهم المستثمرة من خلال توزيع الأرباح؛
وفي المقابل فإن الشركة يمكنها أن تقرر عدم القيام بتوزيعات أرباح في بعض الأحيان والتي منها:
- تحقيق الشركة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛
- إذا كانت الشركة تمر خلال الدورة المالية بأوضاع سيئة من حيث المردودية والاستغلال؛
- أخذ قرار باحتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة؛
- عند تحقيق الشركة لنمو معتبر بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال الذي يجب تمويله بموارد دائمة، مما قد يجعل عملية توزيع الأرباح تؤثر على توازن الشركة؛
وعلى العموم، فإنه يمكننا القول بأنه يجب على الشركة أن تقوم بتوزيع أرباحها بعد دراسة هذا القرار جيداً من حيث إيجابياته والمتمثل أهمها في تلبية حاجيات المستثمرين الحاليين وجلب المستثمرين الجدد، وكذلك من حيث سلبياته التي تتمثل أساساً في الوضعية المالية عندما تكون سيئة أو عند القيام باستثمارات تتطلب تمويلاً كبيراً.

3. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح: إن قرار توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها يخضع للعديد من العوامل التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار من قبل متخذي القرار عند محاولتهم لوضع السياسة الأفضل التي تخدم جميع الأطراف ذات المصلحة، وسيتم إيجاز هذه العوامل التي قد يختلف أثر كل منها باختلاف ظروف الشركة، في ما يلي:¹³

1.3. رغبات المساهمين: والتي يصعب تلبية جميعاً نظراً لاختلاف مصالح المساهمين، فقد يفضل صغار المساهمين الحصول على توزيعات الأرباح بشكل مستمر، حيث يعتبرونها مصدر دخل لهم وهو ما ينتج عنه رفض احتجاز الأرباح أو توزيع جزء صغير فقط؛ في حين أن كبار المساهمين قد يفضلون

في حالات كثيرة سياسة الاحتفاظ بالأرباح لأسباب مختلفة مثل تخفيف العبء الضريبي، أو لاعتقاد منهم أن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم.

2.3. الحفاظ على سيطرة المساهمين الحاليين: تفضل بعض الشركات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي من أجل التوسع إذ تعتبر أن إصدار أسهم جديدة من شأنه إضعاف سيطرة المساهمين الحاليين في الشركة ولذلك فهي تلجأ إلى الاحتفاظ بالأرباح بدل توزيعها، أو توزيع جزء صغير فقط.

3.3. القواعد والقيود القانونية: والتي قد تختلف من بلد إلى آخر، هناك قاعدتين أساسيتين تهدفان لعدم المساس برأس المال هما:

- قاعدة صافي الأرباح: إذ لا ينبغي إجراء توزيع للأرباح ما لم تكن هذه الأرباح قد تحققت فعلاً، أو أن هناك أرباح محتجزة يمكن استعمالها لذلك؛
- قاعدة الاعسار المالي: في حالة عدم توافر نقد كافٍ لدى الشركة للوفاء بالتزاماتها (أو ما يعرف بعدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم)، فإنه يجب على الشركة ألا تقوم بإجراء توزيعات أرباح.

4.3. الحاجة إلى التوسع والاستثمار: والذي يتطلب توفر أموال كافية لذلك، حيث أن الشركة قد تسعى إلى الاعتماد على مصادر تمويل ذاتي بدل اللجوء إلى مصادر خارجية، وهو ما يجعلها تتجنب توزيع الأرباح.

5.3. الحاجة لتسديد القروض: إن الشركات التي ترغب في الاعتماد على مصادر خارجية للتمويل، ينبغي عليها أن تقدم للمقرضين ضماناً على قدرتها في الوفاء بالتزاماتها، ولذلك فإنها غالباً ما تميل إلى احتجاز جزء كبير من أرباحها.

6.3. عمر الشركة: تتأثر سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة، حيث أن الشركات حديثة النشأة غالباً ما تواجه صعوبات في الحصول على الأموال لتمويل توسعها، لذلك قد تلجأ إلى احتجاز أرباحها لاستعمالها في التوسع، بينما غالباً ما تستطيع الشركات القديمة الحصول على التمويل سواء من مصادر داخلية أم خارجية، ولذلك فإنها تكون على استعداد لتوزيع جزء أكبر من الأرباح.

7.3. وضع السيولة: إن تحقيق الشركة للأرباح لا يعد كافياً لتوزيع تدفقات نقدية، فقد لا يكون لديها السيولة اللازمة لتوزيع أرباح نقدية.

8.3. معدل الأرباح: إن معرفة حجم الأرباح واتجاهها في المستقبل يساعد على وضع سياسة توزيع الأرباح، حيث أن استقرار معدل الأرباح قد يشجع على توزيع نسبة مرتفعة، بينما عدم استقرار هذا المعدل قد يجعل الشركة أكثر تحفظاً في توزيع الأرباح.

ثالثاً: علاقة حوكمة الشركات بسياسة توزيع الأرباح

في ظل نظرية الوكالة وتعارض المصالح القائم بين المديرين والمساهمين حول العديد من القضايا التي من بينها سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، حيث قد يؤدي هذا التعارض إلى قيام المديرين باختيار سياسة لتوزيع الأرباح لا تتوافق مع مصالح المساهمين، وذلك من خلال احتجاز الأرباح أو توزيع نسبة قليلة فقط بهدف استغلال هذه الأموال في فرص استثمارية تعود بالنفع على الشركة مستقبلاً، أو من أجل تحقيق بعض المصالح الشخصية للمديرين.

بما أن حوكمة الشركات تهتم بالصراعات القائمة بين الأطراف ذات المصلحة وبين المديرين والمساهمين بشكل خاص وتسعى دائماً إلى حل التعارض في المصالح، فإنه ينبغي أن يكون لها دور في تحديد السياسة الأمثل لتوزيع الأرباح؛ وقد توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة بين الحوكمة وتوزيعات الأرباح مثل دراسة (Pornist & al, 2010) التي توصلت من خلالها الباحثون إلى أن الشركات التي تتميز بجودة الحوكمة تميل إلى دفع توزيعات أرباح للمساهمين بشكل أكبر، وفسروا ذلك بأنه كلما زادت جودة الحوكمة كلما كان للمساهمين قدرة أكبر على جعل المديرين يقررون توزيعات أكبر، كما أن مستوى الرقابة على أعمال الإدارة سيكون أعلى في هذه الحالة. وهو ما توصلت إليه أيضاً دراسة (علام محمد موسى، 2014) أين وجد الباحث علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح.

بينما لم تجد دراسات أخرى أي تأثير لحوكمة الشركات على توزيعات الأرباح، مثل دراسة (Nwidibie & Barine Michael, 2016) التي شملت 57 شركة نيجيرية مدرجة، حيث توصلت الدراسة إلى أن تكاليف الوكالة لا يتم التخفيف منها عن طريق توزيعات الأرباح في هذه الشركات التي يشكل فيها المديرون أقلية المساهمين.

1. الفرضيات المفسرة لعلاقة الحوكمة بتوزيعات الأرباح: على ضوء ما سبق، فإنه سيكون من الضروري التطرق لفرضيتين مهمتين تساعدان على فهم العلاقة المحتملة بين الحوكمة وتوزيعات الأرباح، والتي سنوجزهما فيما يلي:

1.1. فرضية النتيجة (The Outcome Hypothesis): تركز هذه الفرضية على فرضية أخرى تسمى التدفق النقدي الحر (The Free Cash Flow Hypothesis) حيث أن مديري الشركات التي تتميز بضعف الحوكمة، يكون احتمال احتفاظهم بالأرباح أكبر، هذه الأخيرة التي قد تستغل في مشاريع لا تعود بالفائدة على المساهمين؛ وعلى العكس من ذلك، فإن الشركات التي تتمتع بمستوى عال من الحوكمة لا يتمكن المديرون فيها من استغلال الأرباح المحققة وبصفة خاصة التدفقات النقدية في تحقيق مصالح شخصية، أو استثمارها فيما لا يعود بالنفع على المساهمين، مما يجعل احتمال القيام بتوزيعات للأرباح أكبر¹⁴.

وعليه يمكننا القول أن هذه الفرضية تتوافق مع نظرية الوكالة، حيث أن توزيعات الأرباح تساعد على تخفيض مشاكل الوكالة من جهة، وأن حوكمة الشركات من خلال سعيها باستمرار لتخفيض هذه المشاكل من جهة أخرى، يجعل من الحوكمة أداة تشجع القيام بتوزيعات للأرباح. وهو ما يجعلنا نتوقع وجود علاقة طردية (إيجابية) بين الحوكمة وتوزيعات الأرباح، فكلما زادت جودة الحوكمة في الشركات زادت نسبة توزيعات الأرباح على المساهمين.

2.1. فرضية البديل (The Substitution Hypothesis): تعتبر سياسة توزيع الأرباح واحدة من الآليات التي تساعد على تخفيض الصراعات بين المديرين والمساهمين؛ ومع ذلك فإن فعالية سياسة التوزيع في تخفيض تكاليف الوكالة تعتمد بشكل كبير على درجة تقييد ومراقبة عمل الإدارة والجراءات التي يقومون بها، حيث أن المديرين الذين لا يخضعون لرقابة كافية يمكنهم استغلال ذلك ثم القيام بإجراءات غير فعالة وهو الأساس الذي تقوم عليه هذه الفرضية. وفقا لهذه الفرضية، فإن الشركات التي لديها مستوى عال من الحوكمة تكون أقل ميلا لتقديم توزيعات أرباح على الأسهم، حيث أن الرقابة على المديرين ستكون بدرجة كبيرة وفعالة وهو ما يمنع المديرين من استغلال الأرباح المحققة وبصفة خاصة التدفقات النقدية بشكل غير كفؤ، وعليه يتم توجيه هذه الأموال إلى مشاريع تعود بالنفع على الشركة والأطراف ذات المصلحة، وهو بدوره ما سيقلل أيضا من مقدار توزيعات الأرباح¹⁵.

وعليه فإن ما يمكن استنتاجه من هذه الفرضية، هو أن هناك علاقة عكسية (سلبية) بين الحوكمة وتوزيعات الأرباح، فكلما كان مستوى الحوكمة ضعيفا أدى ذلك إلى عدم الاستغلال الأمثل للتدفقات (الأرباح) حيث يتم توزيع مقدار من الأرباح قد يكون كبيرا عوض استغلاله في استثمارات

أخرى، في حين إذا كانت الشركة تتمتع بجودة الحوكمة، فإن الرقابة على الأعمال الادارية تكون أكبر، وبالتالي سيتم تفضيل استغلال هذه الأموال في استثمارات مفيدة بدل توزيعها على المساهمين. كما أن المساهمين أنفسهم قد يفضلون عدم توزيع أرباح رغم أن الشركة تطبق ممارسات جيدة للحوكمة ذلك أنهم يدركون أن هذه الممارسات تضمن مصالحهم من جهة، ومن جهة أخرى مقتنعون بوجود فرص استثمارية جيدة تساعد على الحصول على أرباح أكثر مستقبلا، وعلى العكس من ذلك فإن المساهمين إذا رأوا أن ممارسات الحوكمة في الشركة لا تضمن حقوقهم نظرا لضعف جودتها فإنهم سيطلبون بتوزيعات للأرباح رغم توفر فرص استثمارية جيدة.

2. خصائص مجلس الإدارة وحوكمة الشركات: لدراسة أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح ينبغي التركيز على آلية الحوكمة التي يمكن أن يكون لها أثر على توزيعات الأرباح، والتي تتمثل في مجلس الإدارة الذي يعتبر الهيكل المسؤول عن الرقابة واتخاذ القرارات المهمة أو التوصية بها، فيما يخدم الأطراف ذات المصلحة دون التحيز لفئة معينة، وعليه يمكن عرض أهم مسؤوليات المجلس حول سياسة توزيعات الأرباح فيما يلي:¹⁶

- القيام بمراجعة أولية للأداء المالي للشركة من أجل دراسة امكانية توزيع أرباح، وذلك اعتمادا على حسابات الشركة لسنة أشهر أو لتسعة أشهر أو لسنة كاملة.
 - عند اتخاذ القرار بشأن مقدار الأرباح المقترح توزيعها على المساهمين، يجب على مجلس الإدارة أن يأخذ بعين الاعتبار أنه لا ينبغي دفع أي توزيعات من خلال المساس برأس المال.
 - يتم تقديم توصيات للجمعية العامة بشأن حصة التوزيعات التي يراها مجلس الإدارة مناسبة.
 - يسترشد مجلس الإدارة عند اتخاذ قرار التوزيعات بعقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة.
 - وتجدر الإشارة إلى أن القرار النهائي لمقدار توزيعات الأرباح يكون بعد اجتماع الجمعية العامة، كما أنه من الممكن ألا يتساوى المقدار الموصى به من قبل مجلس الإدارة مع المقدار الموزع فعلا.
- 1.2. حجم مجلس الإدارة:** يعتبر حجم مجلس الإدارة واحد من بين الخصائص المهمة التي تستخدمها الدراسات لقياس فعالية المجلس كأحد آليات حوكمة الشركات، حيث أنه لا يوجد اتفاق حول العدد الأمثل لأعضاء مجلس الإدارة وإنما تقوم الدول بوضع تشريعات تحدد من خلالها الحد الأدنى والأقصى المسموح به.

هناك بعض البحوث التي أثبتت أن عدد أعضاء مجلس الإدارة كلما زاد من فعالية مجلس الإدارة بحكم أنه سيوفر خبرات مختلفة ومتعددة، في حين توصلت بحوث أخرى إلى أن صغر حجم مجلس الإدارة يكون أفضل حيث تكون قدرة التنسيق والسيطرة أكبر، بينما لم تجد بحوث أخرى أي تأثير لحجم مجلس الإدارة.

في دراسة لـ (Cha Pei Chin & al, 2015) توصل الباحثون إلى أنه كلما كان عدد أعضاء مجلس الإدارة كبيراً كلما كانت توزيعات الأرباح للمساهمين أكبر¹⁷؛ أما دراسة (Junaidu & Ishak, 2014) فرغم أنها توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح، إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية.

مما سبق، يمكن القول أن تأثير حجم مجلس الإدارة سيختلف باختلاف طبيعة الشركات والبيئة الناشطة فيها، ولمعرفة تأثير حجم مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح في عينة الدراسة (الشركات السعودية)، قمنا بصياغة الفرضية الأولى كما يلي: **يوجد تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح.**

2.2. استقلالية أعضاء مجلس الإدارة: تعتبر تركيبة مجلس الإدارة من أهم القضايا التي تهتم بها حوكمة الشركات، وذلك أن مهام هذا المجلس تتطلب أن يضم أعضاء قادرين على اتخاذ القرارات الصحيحة وفي الوقت المناسب؛ ورغم أنه من المفيد أن يضم مجلس الإدارة أعضاء تنفيذيين بحكم أنهم أكثر دراية بشؤون الشركة والعمليات التي تقوم بها، فإنه من الجيد أن تكون نسبة الأعضاء المستقلين بصفة خاصة والأعضاء غير التنفيذيين بصفة عامة أكبر من نسبة الأعضاء التنفيذيين.

فيما يتعلق بعلاقة استقلالية الأعضاء وسياسة توزيع الأرباح فقد توصلت دراسة (Cha Pei Chin & al, 2015) إلى وجود علاقة إيجابية بينهما، بينما توصلت دراسات أخرى مثل (Junaidu & Ishak, 2014) إلى وجود علاقة عكسية بينهما ولكنها غير دالة إحصائياً.

ولمعرفة تأثير استقلالية مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح في شركات عينة الدراسة، قمنا بصياغة الفرضية الثانية كما يلي: **يوجد تأثير إيجابي لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح.**

2.3. الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة: تعتبر نظرية الوكالة قيام المدير التنفيذي بوظيفة رئيس مجلس الإدارة عائق أمام آليات الرقابة، وتقتصر الفصل بين الوظيفتين

والذي يؤدي بدوره إلى الفصل بين الرقابة والتسيير، وبالتالي التقليل من تكاليف الوكالة وتحسين أداء الشركة، وهو ما أكدت عليه حوكمة الشركات.¹⁸

ولمعرفة تأثير فصل المنصبين على توزيعات الأرباح في مجموعة الشركات السعودية، قمنا بصياغة الفرضية الثالثة كما يلي: يوجد تأثير ايجابي للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة على توزيعات الأرباح.

4.2. ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة: تساعد ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة في تخفيض تضارب المصالح بين الملاك والمديرين، حيث يتوقع أنه كلما زادت ملكيتهم للأسهم أدى ذلك إلى تحسن إدارتهم للشركة من خلال تخفيض مشاكل الوكالة.

اختلفت الدراسات حول طبيعة العلاقة بين ملكية المديرين وتوزيع الأرباح، حيث تم التوصل في دراسة لـ (Junaidu & Ishak, 2014) إلى وجود علاقة ايجابية بينهما؛ في حين توصلت دراسة لـ (Alev Dilek, 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين ملكية المديرين وتوزيع الأرباح، وقد تم تفسير ذلك بأن المديرين يختارون الحفاظ على الأرباح بدلا من توزيعها رغم أنهم يمتلكون أسهما في الشركة، ويرجع ذلك إلى رغبتهم في استخدامها لتمويل فرص استثمارية تساعد على نمو الشركة، أو قد يكون استخدامها لتحقيق مصالح شخصية¹⁹.

ولمعرفة تأثير ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على توزيعات الأرباح في عينة الدراسة، قمنا بصياغة الفرضية الرابعة كما يلي: يوجد تأثير ايجابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم على توزيعات الأرباح.

رابعا: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات السعودية

1. نموذج القياس

من أجل دراسة أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح سيتم الأخذ ببعض خصائص مجلس الإدارة التي يحتمل أن يكون لها أثر على توزيع الأرباح، ذلك أن من بين مهام مجلس الإدارة اقتراح نسبة الأرباح الموزعة التي تقدم للجمعية العامة من أجل المصادقة عليها، وعليه تم استخدام المعادلة التالية:

$$DPR = \alpha + \beta_1 B.Size + \beta_2 B.Indp + \beta_3 B.Separ + \beta_4 B.OwnerS + \beta_5 C.Size + \beta_6 C.Prof + \beta_7 C.Growth + \delta$$

حيث أن:

DPR: معدل توزيع الأرباح.

B.Size: حجم مجلس الإدارة.

B.Indp: استقلالية مجلس الإدارة.

B.Separ: الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي.

B.OwnerS: ملكية المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) للأسهم.

C.Size: حجم الشركة.

C.Prof: ربحية الشركة.

C.Growth: نمو الشركة.

α : قيمة الثابت.

$\beta_1, \dots, \beta_7$: الميل الخاص بالمتغيرات المستقلة والمتغيرات الضابطة.

δ : مقدار الخطأ.

2. تقدير متغيرات النموذج: يتم توضيحها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): متغيرات الدراسة

اسم المتغير	نوع المتغير	كيفية قياس المتغير
معدل توزيع الأرباح	المتغير التابع	نسبة الأرباح الموزعة إلى صافي الأرباح
حجم مجلس الإدارة	المتغيرات المستقلة	العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة
استقلالية مجلس الإدارة		نسبة الأعضاء غير التنفيذيين إلى العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة
الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي		اعطاء القيمة (1) للشركة التي يتم فيها الفصل بين المنصبين، والقيمة (0) في الحالة المعاكسة
ملكية المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) للأسهم		نسبة عدد الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة إلى العدد الإجمالي للأسهم

حجم الشركة	المتغيرات الضابطة	اللوغاريتم الطبيعي لأصول الشركة
ربحية الشركة		ربحية السهم EPS (صافي الأرباح/عدد الأسهم)
نمو الشركة		نسبة زيادة الإيرادات للسنة الحالية عن السنة السابقة (إيرادات t - إيرادات t-1) / إيرادات t-1

المصدر: إعداد الباحثة

3. عينة الشركات محل الدراسة

تتكون عينة الدراسة من 30 شركة سعودية مدرجة، حيث تم اختيار ثلاث قطاعات متقاربة من حيث الطبيعة، تتمثل في: قطاع الاسمنت، التشييد والبناء، الطاقة والمرافق الخدمية، والتي تضم 34 شركة، حيث تم استبعاد أربع (04) شركات لعدم توفرها على البيانات اللازمة للدراسة؛ وقد تم الحصول على هذه البيانات من التقارير السنوية والقوائم المالية للشركات لمدة ثلاث سنوات ممتدة من 2013 إلى 2015، وعليه فإن عدد المشاهدات هو (90) مشاهدة.

4. البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (2) أهم البيانات الإحصائية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة من أجل تقديم وصف أولي للمتغيرات قبل البدء باختبار الفرضيات، حيث يتضح ما يلي:

- **المتغير التابع:** معدل توزيع الأرباح تراوحت قيمته بين 0% و 181% بمتوسط قدر بـ 62.74%، حيث أن هناك بعض الشركات لم تقم بتوزيع أرباح على مساهميها إما لأن نيتها الصافية كانت خسارة أو أن الشركة قررت عدم التوزيع لتحقيق أرباح منخفضة أو لتوفير السيولة اللازمة لسداد التزاماتها من أجل تمويل استثماراتها وهذا ما بينته التقارير المالية، في حين أن هناك شركات قامت بتوزيع أرباح تفوق قيمة صافي الربح من خلال استخدامها للأرباح المحتجزة.

- **المتغيرات المستقلة:**

- تراوح حجم الإدارة بين 6 أعضاء إلى 12 عضوا بمتوسط قدر بـ 8 أعضاء تقريبا وهو ما يدل على التزام شركات العينة بالحجم المسموح به؛

- استقلالية المجلس والمعبر عنها بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين بلغت في متوسطها 88.48% حيث كانت أدنى نسبة 66.67% وأقصاها 100%؛ وكذلك بلغت نسبة الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي 95.56% ، وهو ما يدل على درجة كبيرة من الاستقلالية تتمتع بها الشركات السعودية محل الدراسة، حيث لم تضم بعض المجالس أي عضو تنفيذي.
- ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة بلغت في المتوسط 14% وهو ما يدل على أن الأعضاء لا يملكون نسب كبيرة يمكن أن تؤثر على قراراتهم.

الجدول رقم (02): البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
DPR	90	,00	181,02	62,7439	44,76788
BSize	90	6,00	12,00	8,4667	1,60197
BIndp	90	66,67	100,00	88,4872	10,44287
BSepar	90	,00	1,00	,9556	,20723
BOwnerS	90	,001	59,160	14,05859	16,252353
N valide (listwise)	90				

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

5. اختبار فرضيات الدراسة:

بعد معالجة معادلة الانحدار الخطي (المشار إليها سابقا) بطريقة المربعات الصغرى بواسطة برنامج SPSS نسخة 21 تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): تقدير معاملات معادلة الانحدار

Coefficients^{a,b}

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	185,251	77,617		2,387	,019
1	BSize	3,654	,177	1,526	,131
	BIndp	-1,068	-,300	-3,090	,003
	BSepar	-12,646	-,046	-,472	,638
	BOwnerS	,111	,048	,447	,656
	CSize	-6,100	-,076	-,726	,470
	CProf	3,950	,309	2,555	,012
	CGrowth	-,089	-,038	-,390	,698

a. Variable dépendante : DPR

b. Régression des moindres carrés pondérés - Pondérés par wright

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

من خلال الجدول أعلاه يمكننا اختبار الفرضيات التي تم وضعها من أجل الاجابة عن تساؤلات الدراسة، كما نوضحه فيما يلي.

1.5. اختبار الفرضية الأولى

قيمة الميل ($\beta_1 = 3,654$) الخاصة بالمتغير المستقل الأول والمتمثل في حجم مجلس الإدارة موجبة، وهو ما يدل على وجود علاقة طردية مع المتغير التابع إلا أنها غير دالة احصائيا (مستوى الدلالة قدر بـ 0.13 وهو أكبر من مستوى المعنوية 0.05) وعليه يتم رفض الفرضية الأولى، أي أنه: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لحجم مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح.

2.5. اختبار الفرضية الثانية

قيمة الميل ($\beta_2 = -1,068$) الخاصة بالمتغير المستقل الثاني والممثل في استقلالية مجلس الإدارة سالبة، وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية مع المتغير التابع، إضافة إلى أن مستوى الدلالة قدر بـ 0.003 وهي مقبولة عند مستوى المعنوية 0.05، وهذا ما يعني قبول الفرضية الثانية، أي أنه: يوجد تأثير سلبي وذو دلالة احصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح.

3.5. اختبار الفرضية الثالثة

قيمة الميل ($\beta_3 = -12,646$) الخاصة بالمتغير المستقل الثالث والممثل في الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي سالبة، وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية مع المتغير التابع إلا أنها غير دالة احصائياً (مستوى الدلالة قدر بـ 0.63 وهو أكبر من مستوى المعنوية 0.05)، وهذا ما يعني رفض الفرضية الثالثة، أي أنه: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على توزيعات الأرباح.

4.5. اختبار الفرضية الرابعة

قيمة الميل ($\beta_4 = 0,111$) الخاصة بالمتغير المستقل الرابع والممثل في ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة موجبة، وهو ما يدل على وجود علاقة طردية مع المتغير التابع إلا أنها غير دالة احصائياً (مستوى الدلالة قدر بـ 0.65 وهو أكبر من مستوى المعنوية 0.05)، وهذا ما يعني رفض الفرضية الرابعة، أي أنه: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم على توزيعات الأرباح.

5.5. المتغيرات الضابطة

بالنسبة لهذه المتغيرات فقد تبين أن كلا من حجم الشركة وفرص نمو الشركة ذات علاقة عكسية مع توزيعات الأرباح إلا أنها غير دالة احصائياً، أما متغير الربحية فله علاقة طردية مع توزيعات الأرباح لكنها غير دالة احصائياً.

الخاتمة (والنتائج المتوصل إليها)

من خلال الدراسة التي قمنا بها تبين لنا أن حوكمة الشركات من خلال مبادئها وآلياتها تسعى إلى ضمان حقوق الأطراف ذات المصلحة وتخفيض تعارض المصالح المتعلق بالعديد من القضايا من بينها سياسة توزيعات الأرباح التي تحظى باهتمام كبير في مجال الأعمال والتي قد تعطي اشارات هامة عن وضعية الشركة للأطراف ذات المصلحة وبشكل خاص للمستثمرين الحاليين والمرقبين الراغبين في شراء أسهم الشركة؛ وبما أن مجلس الإدارة يعتبر من أهم الآليات التي تؤثر على قرارات الشركة بصفة عامة، والقرارات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح بصفة خاصة فإن بعض خصائصه سيكون لها تأثير على هذه القرارات.

ومن خلال الجانب التطبيقي الذي تم على مجموعة من الشركات السعودية تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تطبيق الشركات السعودية محل الدراسة متطلبات الحوكمة فيما يخص مجلس الإدارة بدرجة عالية وهذا ما بينته نتائج الجدول رقم (02).
- استقلالية مجلس الإدارة هو المتغير الوحيد الذي لديه تأثير على توزيعات الأرباح (سليبي وذو دلالة احصائية)، أي أن الشركات السعودية محل الدراسة كلما زادت استقلالية مجالس الإدارة فيها انخفضت نسبة التوزيعات، وهو ما يتوافق مع فرضية البديل (The Substitution Hypothesis) حيث أن مجلس الإدارة تكون له القدرة على اتخاذ القرارات دون أي تأثير من الأعضاء التنفيذيين أو من المساهمين، ويمكن تفسير ذلك بأن مجلس الإدارة عندما يكون ذو استقلالية عالية يفضل استغلال مقدار من الأرباح في استثمارات مفيدة بدل توزيعها كاملة على المساهمين، وهو ما قد يفضل المساهمون أيضا عند اقتناعهم بقدرة مجلس الإدارة - ذو الاستقلالية - على اتخاذ القرارات الصائبة التي تزيد من فرص حصولهم على عوائد مستقبلية أفضل.
- الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي له أيضا أثر سليبي على توزيعات الأرباح، أي أن الشركات التي تتميز بفصل المنصبين - الذي يستخدم أيضا كمؤشر عن استقلالية مجلس الإدارة - تقل فيها نسبة التوزيعات وهو ما يتوافق مع نظرية البديل كما هو موضح في العلاقة بين استقلالية الأعضاء وتوزيعات الأرباح المشار إليها في العنصر السابق؛ إلا أن هذا التأثير لم يكن ذو دلالة احصائية.

- حجم مجلس الإدارة له تأثير ايجابي على توزيعات الأرباح ويمكن تفسير ذلك بأنه كلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة، كلما توفرت خبرات مختلفة ومتعددة وهو ما يساعد على الأخذ بمصالح المساهمين الذين غالبا ما يرغبون في الحصول على توزيعات أرباح أكبر؛ إلا أن هذا التأثير لم يكن ذو دلالة احصائية.
- ملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم لها تأثير ايجابي على توزيعات الأرباح، ويمكن تفسير ذلك بأن الأعضاء الذين يملكون أسهما في الشركة سيحاولون التأثير على قرارات مجلس الإدارة لدفع توزيعات أكبر من أجل أخذ عوائد على الأسهم التي يمتلكونها؛ إلا أن هذا التأثير لم يكن ذو دلالة احصائية.

الهوامش والمراجع

- 1- Gérard Charreaux, Peter Writz, **Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives**, Edition: Economica, Paris, France, 2006, P. 07.
- 2- Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, **The financial aspect of corporate governance**, Burgess Science Press, London, 1992, p. 14.
- * **OECD: Organization for Economic Co-operation and Development.**
- 3- OECD, Principles of Corporate Governance, 2004, p. 11, Available From: www.oecd.org
- 4- أحمد علي خضر، **حوكمة الشركات**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2012، ص. 185.
- 5- محمد مصطفى سليمان، **حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص. 29.
- 6- مركز المشروعات الدولية الخاصة، **حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة: نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح**، مصر، 2002، ص. 05.
- 7- OECD, **Principles of Corporate Governance**, 2004, p. 11, Available From: www.oecd.org
- 8- Olivier Fremond, **The role of stakeholders**, OECD, October, 2000, p. 05, Available From: www.oecd.org
- 9- أحمد علي خضر، مرجع سابق، ص. 190.
- 10- PJSC SIBUR, **Regulations: Regarding The Dividend Policy of PJSC SIBUR Holding**, The Board of Directors of Public Joint Stock Company SIBUR Holding, Tobolsk, 2014, P.04, Available at: <http://www.sibur.ru/upload/iblock/8d0/8d09c94d1e0d26dbcb203291d4eb15d4.pdf> (25/07/2016).

¹¹- Junaidu M. Kurawa, Ahmed Ishaku, **The Effect Of Corporate Governance On Dividend Policy Of Listed Banks In Nigeria: A Panel Data Analysis**, Research journali's: Journal of Finance, Vol. 2n No. 8 August, 2014, p.04.

¹²- محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص. 85-86.

¹³- هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 17، 2008، ص. 216-220.

¹⁴- Pornsit Jiraporn & al, **Dividend Policy and Corporate Governance Quality: Evidence from ISS**, The Financial Review, 2010, p.07, Available at: <http://ssrn.com/abstract=1634662> (01/08/2016).

¹⁵- Ibid, p.08.

¹⁶- PJSC SIBUR, Op.Cit, P.04.

¹⁷- Cha Pei Chin & al, **The Effect Of Corporate Governance On Dividend Policy: Trading/Services Sector In Malaysia**, Bachelor Of Business Administration, University Tunku Abdul Rahman, 2015, available at: http://eprints.utar.edu.my/1748/1/The_Effect_of_Corporate_Governance_on_Dividend_Policy-Trading_Services_Sector_in_Malaysia.pdf (15/07/2016).

¹⁸- Mezghani Ali, Ellouze Ahmed, **Gouvernement de l'entreprise et qualite de l'information financiere**, Archives-Ouvertes.Fr, 2010, P. 5-6, Available At : <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00544934> (25/02/2015).

¹⁹- Alev Dilek Aydin, Seyma Caliskan Cavdar, **Corporate Governance and Dividend Policy: An Empirical Analysis From Borsa Istanbul Corporate Governance Index (XKURY)**, Accounting and Finance Research, Vol. 4, No. 3, 2015.