

أ.د/ السيدة عبد الفتاح إسماعيل

أستاذ التمويل والأستثمار

أ.د/ محمد صالح الحناوي

أستاذ التمويل والأستثمار

أ/ خيري محمد السيد

المعيد بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

## تأثير هيكل الملكية على سياسة التوزيعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية

### Abstract

The present study aims at determining the effect of ownership structure on dividend policy, where we take the characteristics of ownership structure as variables of governance. Ownership structure includes four variables: ownership concentration, managerial ownership, governmental ownership and institutional ownership.. The study considered 4 control variables: firm profitability, firm size, firm growth rate and debt ratio. To Achieve the objective of the study, the researchers used panel data analysis for a sample of 103 firms listed on the Egyptian stock exchange, over the period 2007-2016. This study found out a negative significant effect of ownership concentration on dividend and a positive significant effect of “managerial ownership, governmental ownership and institutional ownership” on dividend.

**Keywords:** Corporate governance, ownership structure, agency theory.

### ملخص البحث

تسعي الدراسة الحالية لمعرفة تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر هيكل الملكية من أم أبعاد الحوكمة. وقد تضمن هيكل الملكية عدداً من المتغيرات هي: درجة تركيز الملكية، ونسبة الملكية الادارية، ونسبة الملكية الحكومية، ونسبة الملكية المؤسسية، هذا بالإضافة الي ادخال مجموعة من المتغيرات الرقابية هي: الربحية، والحجم، ومعدل النمو، ونسبة الاقتراض، وذلك لتوقع الدراسة وجود تأثير لهم على العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة التوزيعات. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب مقاطع السلاسل الزمنية العرضية “Panel data”، حيث تمت الدراسة على عينة مكونة من ١٠٣ شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، خلال فترة ١٠ سنوات من ٢٠٠٧ الي ٢٠١٦. وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة الي أنه مع انخفاض نسبة تركيز الملكية تزداد توزيعات الأرباح، في حين أن زيادة كل من نسبة الملكية الادارية، ونسبة الملكية الحكومية، ونسبة الملكية المؤسسية يصاحبه زيادة في توزيعات الأرباح.

**الكلمات الدالة:** حوكمة الشركات، هيكل الملكية،

سياسة التوزيعات، نظرية الوكالة.

## المقدمة

الأرباح، وذلك لأن الغرض من تطبيق مبادئ حوكمة الشركات هو تحقيق التوازن بين مصالح الملاك والمديرين، ومن ثم تحد من مشكلات الوكالة. ونظراً لأن هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المستثمرين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن، وتنمية استثماراتهم من الأرباح المحتجزة، فإن تحقيق ذلك الهدف يتطلب اختيار سياسة لتوزيع الأرباح تحقق التوازن بين تعظيم الثروة لكبار المستثمرين، وتعظيم الأرباح في فترة قصيرة لصغار المستثمرين، بناءً عليه تهدف الدراسة الي تحديد تأثير هيكل الملكية كأحد أبعاد حوكمة الشركات" علي سياسة توزيع الأرباح. حيث تعتبر سياسة التوزيعات من القرارات التي تتخذها الإدارة والتي قد تحد من التعارض بينها وبين حملة الأسهم. (Berle & Means, 1932; Adjaoud and Ben-Amar, 2010)

### مشكلة الدراسة

الغرض الأساسي من حوكمة الشركات هو ضمان الحفاظ على حقوق الملاك من قبل المديرين، وذلك من خلال بعض الآليات التي تتيح للملاك القدرة على محاسبة المديرين في الشركات. وتعتبر سياسة التوزيعات، والتي هي من احدي قرارات مجلس الإدارة من الطرق التي يمكن أن تستخدمها إدارة الشركات كمحاولة لتخفيض مشاكل الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم. وبذلك نجد أن كل من الحوكمة وسياسة التوزيعات تعمل على خفض مشاكل الوكالة. وتعتبر مصر من أولى الدول العربية والأفريقية التي قامت بتبني مبادئ حوكمة الشركات داخل أسواقها، ومنذ أن قامت الحكومة

تعتبر سياسة توزيعات الأرباح من القرارات المالية الهامة في الشركات، لما لها من تأثير علي قيمة الشركة في السوق، وأهميتها بالنسبة للملاك. المشكلة الرئيسية تكمن في عدم وجود سياسة واضحة لتوزيعات الأرباح، والتي تعتمد علي العديد من العوامل منها حوكمة الشركات. وقد بدأ الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات منذ أن تناول جنسن وميكلنج (Jensen & Meckling, 1976) نظرية الوكالة "Agency Problem" حيث ظهرت الحاجة الملحة إلى ضرورة وجود قواعد ومبادئ تحكم عمل أعضاء مجلس الإدارة وتضمن للملاك أموالهم. (Shleifer & Vishny, 1997). وتعد حوكمة الشركات ذات أهمية خاصة للدول النامية حيث تساهم في تحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية الهامة منها الحد من التقلبات الشديدة في أسواق المال، وتدعيم حقوق الملكية، بما يؤدي في النهاية إلي تحسين كفاءة وأداء أسواق المال في الدول النامية. (Claessens & Fan, 2003). كما تعتبر مبادئ حوكمة الشركات من أهم الأدوات التي يمكن أن تستخدمها الشركات لجذب المستثمرين لما تقدمه من حماية لأموال حملة الأسهم. حيث تعرف حوكمة الشركات بناءً على تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD, 2004) على أنها "النظام الذي يتم من خلاله القيام بالإدارة والرقابة على الشركات وتحديد الحقوق والمسئوليات بين أصحاب المصالح في الشركات، والتي تعمل على حماية حقوق حملة الأسهم".

ووفقاً للإطار العام لنظرية الوكالة، فإن هناك علاقة بين جودة حوكمة الشركات وسياسة توزيع

٢. بالرغم من كثرة الدراسات التي تناولت العوامل المؤثرة على التوزيعات، إلا أن القليل منها تطرق إلى تأثير الحوكمة على سياسة التوزيعات خاصة في المنطقة العربية، لذلك تعد هذه الدراسة محاولة لاكتشاف تأثير الحوكمة على سياسة التوزيعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية.

### الأهمية التطبيقية

١. تمثل الدراسة الحالية إحدى المحاولات في مجال دراسة الحوكمة وتأثيرها على السياسات المالية المختلفة للشركات المصرية، وبالتحديد سياسة توزيعات الأرباح. حيث تلعب الأبعاد المختلفة لهيكل الملكية دوراً أساسياً في التأثير على السياسات المالية للشركة مثل سياسة الاستثمار وسياسة التوزيعات.

٢. حاجة أسواق المال والمستثمرين إلى معرفة حالة ومستقبل الشركات، خصوصاً في ظل عدم كفاية القوائم المالية التي تصح عنها الشركات للحكم عليها، حيث تعد آليات الحوكمة مطلباً أساسياً لأي سوق مال، حتى يكون له القدرة على المنافسة وجذب الاستثمارات.

### أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلي التحقق من تأثير هيكل الملكية علي سياسة توزيعات الأرباح للشركات المقيدة في البورصة المصرية، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الإجابة علي الأسئلة التالية:

١. ما هو تأثير درجة تركيز الملكية علي سياسة التوزيعات في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

المصرية بإعداد تقرير الحوكمة عام ٢٠٠١ والذي يتضمن دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات، أقدمت معظم الشركات على تطبيق تلك القواعد وخصوصاً مع بدايات عام ٢٠٠٥. ولذلك نجد أن هناك حاجة لمعرفة تأثير الحوكمة على سياسة التوزيعات، حيث يمكن لعوامل الحوكمة ومنها هيكل الملكية أن تلعب دوراً أساسياً في التأثير على مجلس الإدارة الذي يعد المحرك للقرارات الرئيسية في الشركة، ومن ضمنها قرار توزيع الأرباح. بناءً عليه تتمثل المشكلة الرئيسية لتلك الدراسة في الإجابة على التساؤل التالي:

ما هو تأثير هيكل الملكية على سياسة التوزيعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

وسيتيم الإجابة عن هذا التساؤل، مع الأخذ في الاعتبار مجموعة من المتغيرات الرقابية (ربحية الشركة، وحجم الشركة، ومعدل نمو الشركة، ونسبة الاقتراض)، لتوقع الباحث وجود تأثير لتلك المتغيرات علي العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة التوزيعات.

### أهمية الدراسة

### الأهمية الأكاديمية

١. تمثل الحوكمة أحد أهم الموضوعات التي لفتت أنظار الباحثين في الآونة الأخيرة، وذلك نتيجة للأزمة المالية العالمية التي عصفت باقتصاديات الدول الصناعية الكبرى في نهاية العقد الماضي، ولذلك تزايد الاهتمام بدراسة الحوكمة وتأثيرها على الجوانب المالية والاستراتيجية للشركات، والسياسات المالية الرئيسية بها مثل سياسات التوزيعات والاقتراض، وغيرها من السياسات المالية الأخرى.

والتحكم في أعمالها". كذلك قدمت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD, 2004) تعريفاً للحوكمة، والذي يعد من أكثر التعريفات شيوعاً وقبولاً وهو "تعريف الحوكمة على أنها النظام الذي يتم من خلاله القيام بالإدارة والرقابة على الشركات، حيث يحدد هيكل حوكمة الشركات توزيع الحقوق والمسؤوليات بين أصحاب المصالح في الشركة، مثل مجلس الإدارة والمديرين وحملة الأسهم".

ويرجع مفهوم الحوكمة الى نظرية الوكالة "Agency Theory" التي قدمها جنسن وميكلنج (Jensen & Meckling, 1976) والتي تشير إلى أن المديرين يستطيعون زيادة ثروتهم من المنظمات على حساب حملة الأسهم وخصوصاً في الأسواق الناشئة، حيث نجد أن صغار المستثمرين لا يستطيعون الوصول إلى المعلومات المطلوبة للرقابة على الإدارة، وبالتالي ظهرت الحاجة إلى وجود بعض الآليات التي تحكم عمل أعضاء الإدارة وتعمل على حماية حقوق المستثمرين وتشمل الحماية القانونية، وهيكل الملكية، وحدود استخدام الرفع المالي والاستحوادات، والعوامل المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة (Ahmed, 2009).

ويمكن تعريف الوكالة على أنها علاقة (عقد) بين طرفين أحدهما الموكل (المستثمر) والآخر الوكيل (المدير) يقضى بقيام الوكيل ببعض الأعمال نيابة عن الموكل، وبالتالي تنشأ عنها مشاكل الوكالة والتي تتمثل في مخاوف المستثمرين من قيام الإدارة وحملة الأسهم الرئيسيين باستخدام أموال وأصول الشركة لمصالحهم الشخصية أو لمصلحة شركات أخرى يعملون في إدارتها. (Berle & Means, 1932; Rozeff, 1982)

٢. ما هو تأثير نسبة الملكية الإدارية علي سياسة التوزيعات في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

٣. ما هو تأثير نسبة الملكية الحكومية علي سياسة التوزيعات في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

٤. ما هو تأثير نسبة الملكية المؤسسية علي سياسة التوزيعات في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

ولتحقيق هذا الهدف والاجابة علي التساؤلات السابقة، تم تقسيم الدراسة الحالية الي أربعة أقسام. القسم الأول الأساس النظري والدراسات السابقة وفروض الدراسة. ويتناول القسم الثاني تصميم الدراسة الميدانية. أما القسم الثالث فيتناول نتائج الدراسة ومناقشتها. وأخيراً يتناول القسم الرابع توصيات الدراسة.

## القسم الأول: الأساس النظري والدراسات السابقة

سيتناول هذا القسم الأساس النظري أحد أبعاد حوكمة الشركات وهو هيكل الملكية، كذلك نعرض للأساس النظري لتوزيعات الأرباح وأهم النظريات التي تناولتها، يلي ذلك عرض للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح. وأخيراً الدراسات السابقة التي تناولت المتغيرات الرقابية وعلاقتها بسياسة التوزيعات، والتي يتوقع أن تؤثر علي العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات.

## أولاً. مفهوم حوكمة الشركات وأهم النظريات التي تناولتها

تعددت التعريفات الخاصة بالحوكمة، من أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية IFC أن الحوكمة هي "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات

ونظرية حوكمة الشركات إلى طريقة استخدام السلطات المتاحة في المنظمة بما يحقق مصلحة المستثمرين، وذلك من خلال تحقيق التوازن بين الأهداف الفردية للمستثمرين والمديرين وبين أهداف المنظمات مع الأخذ في الاعتبار الاستخدام الكفء والفعال لموارد تلك المنظمات. (Gugler & Yur- (2003) كما يمكن اعتبار حوكمة الشركات كأداة لمحاسبة ومساءلة المديرين الأفراد باعتبارهم الطرف الأساسي في مشكلة الوكالة. (Laporta, Silanes, Shleifer & Vishny, 2000)

وتشير حوكمة الشركات إلى طريقة استخدام السلطات المتاحة في المنظمة بما يحقق مصلحة المستثمرين، وذلك من خلال تحقيق التوازن بين الأهداف الفردية للمستثمرين والمديرين وبين أهداف المنظمات مع الأخذ في الاعتبار الاستخدام الكفء والفعال لموارد تلك المنظمات. (Gugler & Yur- (2003) كما يمكن اعتبار حوكمة الشركات كأداة لمحاسبة ومساءلة المديرين الأفراد باعتبارهم الطرف الأساسي في مشكلة الوكالة. (Laporta, Silanes, Shleifer & Vishny, 2000)

وتشير حوكمة الشركات إلى طريقة استخدام السلطات المتاحة في المنظمة بما يحقق مصلحة المستثمرين، وذلك من خلال تحقيق التوازن بين الأهداف الفردية للمستثمرين والمديرين وبين أهداف المنظمات مع الأخذ في الاعتبار الاستخدام الكفء والفعال لموارد تلك المنظمات. (Gugler & Yur- (2003) كما يمكن اعتبار حوكمة الشركات كأداة لمحاسبة ومساءلة المديرين الأفراد باعتبارهم الطرف الأساسي في مشكلة الوكالة. (Laporta, Silanes, Shleifer & Vishny, 2000)

## ثانياً. مفهوم التوزيعات وأهم النظريات

### التي تناولتها

استخدامها لتحقيق مصالحهم الشخصية. (Grossman & Hart, 1980; Easterbr- (1986, Jensen, 1984, book, 1984. بينما يشير لينتير (Lintner, 1962) وجوردون (Gordon, 1963) في نظرية عصفور في اليد "Bird in The Hand Theory" إلى أن حملة الأسهم بطبيعتهم متجنبين للمخاطر، وبالتالي يفضلون الحصول على الأرباح في الوقت الحالي بدلاً من الأرباح المستقبلية. في حين أن نظرية التفضيل الضريبي "Tax Differential Theory" توضح أن المستثمرين قد يفضلون أن تكون توزيعات الأرباح منخفضة، وذلك لأنه في العادة تكون ضريبة الأرباح الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، وبالتالي فإن المستثمرين الكبار الذين يحصلون على النسبة الأكبر من التوزيعات قد يفضلون أن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الأنشطة المختلفة. هذا بالإضافة إلي أن احتجاز الأرباح قد يؤدي إلي زيادة سعر السهم عندها يتم استبدال الأرباح الموزعة ذات الضريبة الأعلى بالأرباح الرأسمالية ذات الضريبة الأقل. (Litzenberger & Ramaswamy, 1979) (عفيفي، ٢٠١٤)

تشير التوزيعات إلى الجزء من الأرباح التي تدفعها الشركة لحملة الأسهم خلال فترة زمنية معينة، أو خلال فترة المشروع والتي يستحقها المساهمون. (صباح، ٢٠١٧) و(زرقون، ٢٠١٠) و (Berle, Means, 1932) وقد تطورت العديد من النظريات بهدف تفسير محركات سياسة التوزيعات، حيث تعتبر نظرية عدم ملائمة التوزيعات "Irrelevance Theory" والتي قدمها مودجلياني وميلر (Modigliani & Miller, 1961) من أولي النظريات التي اهتمت بموضوع توزيعات الأرباح. حيث توصلنا إلى أنه وفي ظل ظروف السوق الكفء فإن توزيعات الأرباح لا يكون لها أثر على ثروة الملاك لا بالزيادة ولا بالنقصان، فإذا قامت الإدارة بتوزيع الأرباح تزداد ثروة حملة الاسهم، ولكن وفي نفس الوقت تنخفض الأرباح الرأسمالية، وبالتالي تظل ثروة الملاك ثابتة لا تتغير. ولكن نظراً لعدم كفاية نظرية عدم ملائمة التوزيعات في فهم سياسة التوزيعات، ظهرت العديد من النظريات الأخرى التي تهدف لتوضيح سياسة التوزيعات في الشركات مثل

وجود علاقة موجبة بين درجة تركيز الملكية وسياسة التوزيعات التي تتبعها الإدارة. حيث فسرت تلك العلاقة الموجبة بأن المستثمر الرئيسي يقوم بدعم قرار توزيعات الأرباح وبذلك تتخفف مشاكل الوكالة بين كبار المساهمين وباقي حملة الأسهم. في حين فسر باتول وجافيد (Batool & Javid, 2014) تلك العلاقة الموجبة بأن تلك التوزيعات ترسل إشارات جيدة للسوق عن مستقبل الشركة وبالتالي تزداد فرص النمو للمنظمة، كما تزداد فرص الحصول على التمويل في المستقبل. وبخلاف ما سبق تشير بعض الدراسات السابقة إلى وجود علاقة سالبة بين درجة تركيز الملكية وبين سياسة توزيعات الأرباح. حيث توصل كل من آيدن وكفدار (Aydin & Cavdar, 2015)، وجوجلر ويورتجلو (Gugler & Yurtoglu, 2003)، وأوليفيرا (Oliveira, 2016) إلى أن تركيز الملكية في يد مستثمر رئيسي أو عدد من المستثمرين الرئيسيين سوف يؤدي إلى قيام هذا المستثمر بدعم قرار تخفيض التوزيعات المقدمة لحملة الأسهم، وبالتالي تزداد مشاكل الوكالة بين حملة الأسهم الرئيسيين وباقي الملاك. حيث يرى المستثمر الرئيسي أن تلك الأموال التي من الممكن استخدامها في التوزيعات يكون من الأفضل له أن يتم إعادة استثمارها، وبالتالي تزداد قوته وفرض سيطرته في مجلس الإدارة، وهو ما أيده أيضاً ماوري وباجوستي (Maury & Pajuste, 2002) حيث توصل إلى أنه مع زيادة نسبة الملكية في يد مستثمر واحد تتخفف نسبة توزيعات الأرباح. وبالتطبيق على عينة من الشركات في دول شرق آسيا، توصل ساويكي (Sawicki, 2009) إلى نفس النتائج السابقة، حيث أن ارتفاع درجة تركيز الملكية يؤثر سلبياً على سياسة توزيع الأرباح.

وفى نظرية الإشارات "Signaling Theory" التي قدمها روس (Ross, 1977) أوضح أن الشركات تقوم بدفع توزيعات الأرباح لبناء سمعة طيبة في السوق عن مستقبل الشركة، حيث تعطى مؤشراً عن توقعات الإدارة لرباحها في المستقبل، وإمكانية زيادتها مستقبلياً، وأن الشركة لديها القدرة للمحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، وبالتالي يتسنى للشركة الحصول على التمويل اللازم مستقبلاً وخصوصاً عند قيامها بإصدار أسهم جديدة. بينما قدم مايرز وماجلوف (Myers & Majluf, 1984) نظرية ترتيب أولوية مصادر التمويل "Pecking Order Theory" والتي قامت بترتيب مصادر التمويل بداية بالتمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، ثم الاقتراض، وأخيراً الملكية الخارجية من خلال إصدار أسهم جديدة. وبالتالي تری تلك النظرية أنه لا يفضل للشركات التي تتوافر أمامها فرص جيدة للنمو أن تقوم بتوزيع قدر كبير من الأرباح.

## ثالثاً. الدراسات السابقة واشتقاق

### الفروض

#### (١) درجة تركيز الملكية وعلاقتها بسياسة

#### التوزيعات

تشير درجة تركيز الملكية إلى وجود مستثمر رئيسي يتحكم في غالبية أسهم الشركة، مما يعطيه قدرة كبيرة في التأثير على الإدارة لتنفيذ القرارات التي يفضلها. وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين درجة تركيز الملكية وسياسة التوزيعات، حيث قام ليتاي وآخرون (Litai, Chuan & Kim, 2011)، وكوالسكي وآخرون (Kowalewski, St-etsyuk & Talavera, 2007) بالتوصل إلى

إيجابية للسوق عن جودة الإدارة وقدرتها علي تحقيق الأرباح، وذلك بغرض خلق فرص مستقبلية للحصول على التمويل الخارجي، وذلك تأييداً لنظرية الإشارات "Signalling Theory". على العكس مما سبق، أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سالبة بين نسبة الملكية الإدارية وبين سياسة التوزيعات، حيث توصل كل من كنياياكي وبارانثمان (Ekanayake Paranthaman, 2016) ، وآيدن وكفدار (Aydin & Cavdar, 2015)، وشمسبادي وآخرون (Shamsabadi, Min & Chung, 2016) إلى أنه مع زيادة نسبة الملكية الإدارية يصبح المديرون مسيطرون بشكل أكبر على سياسات الإدارة ومنها سياسة توزيع الأرباح، مما قد يؤدي الي انخفاض نسبة التوزيعات، حيث قد يرى المديرون أن الأرباح يجب احتجازها لاستثمارها فيما بعد، خصوصاً أن الأرباح المحجزة تعد أقل مصادر التمويل تكلفة.

علي صعيد آخر توصلت العديد من الدراسات الي إثبات عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة الملكية الإدارية وبين سياسة التوزيعات. ومن تلك الدراسات ديوى وآخرون (Dewi, Suhadak & Handayani, 2017)، وساني وموسى (Sani & Musa, 2017)، وشين (Chin, 2015)، وعبد السلام وآخرون (Abdelsalam, Elmasry & Segini, 2008) وأوديلي (Odeleye, 2018)، ودادا وجويني (Daadaa & Jouini, 2018). ونظراً لأهمية الملكية الادارية وتأثيرها علي قرارات الادارة، ولأن معظم الدراسات أثبتت التأثير الايجابي لنسبة الملكية الادارية علي سياسة التوزيعات، يمكن اشتقاق الفرض التالي:

\* الفرض الثاني: يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الإدارية على سياسة توزيعات الأرباح

ويمكن ارجاع ذلك الى نظرية التفضيل الضريبي "Tax Differential Theory" ونظرية أفضلية مصادر التمويل "Pecking Order Theory". من ناحية أخرى لم تتمكن العديد من الدراسات من إثبات وجود علاقة بين درجة تركيز الملكية وبين سياسة التوزيعات، ومن تلك الدراسات (Tahir, S-ohail, Qayyam & Mumtaz, 2016; Musiega, Juma, Alala, Damianus & Douglas, 2013). ونظراً لأهمية المستثمر الرئيسي وقدرته في التأثير على قرارات مجلس الإدارة، والتي أثبتت معظم الدراسات تأثيره السلبي علي سياسة التوزيعات، يمكن اشتقاق الفرض التالي:

\* الفرض الأول: يوجد تأثيراً سالباً لدرجة تركيز الملكية على سياسة توزيعات الأرباح

## (٢) نسبة الملكية الإدارية وعلاقتها بسياسة التوزيعات

تشير نسبة الملكية الإدارية إلى عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة مقارنة باجمالي عدد الأسهم، كما يطلق عليها بعض الباحثين بالملكية الداخلية. وتشير العديد من الدراسات الي أنه مع زيادة نسبة الملكية الإدارية، تزداد نسبة توزيع الأرباح، وذلك نتيجة لسعي المديرين لتخفيض تكاليف الوكالة بين الإدارة التنفيذية والمساهمين، ومن تلك الدراسات دراسة (حمدان، ٢٠١٤)، ودراسة كوالسكي وآخرون (Kowalewski et al., 2007)، ويوجبي (Uwuigbe, 2013) ، والوموا وآخرون (Uwalomwa, Olamide & Francis, 2015)، وكذلك دراسة هنري (Henry, 2011)، وباتول وجافيد (Batool & Javid, 2014)، ميهار (Mehtar, 2005)، ودراسة فارينها (Farinha, 2002). وذلك لأن الإدارة قد تود إرسال إشارات

### (٣) نسبة الملكية الحكومية وعلاقتها بسياسة التوزيعات

تعتبر نسبة الملكية الحكومية في الشركات من أهم العوامل المحددة لسياسة التوزيعات خاصة في الأسواق الناشئة. حيث يرى جول (Gul, 1999) وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الحكومية وسياسة التوزيعات، فالشركات التي تمتلك فيها الحكومة نسبة كبيرة من الأسهم يكون من السهل لها الحصول على التمويل اللازم لأداء عملياتها، وبالتالي تزداد فيها نسبة التوزيعات، كذلك أيضاً فإن المؤسسات الحكومية نفسها تستفيد من تلك التوزيعات لتمويل احتياجاتها الخاصة. كما توصل جلين وآخرون (Glen et al., 1995) إلي وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الحكومية وبين قرار توزيع الأرباح، وذلك بسبب أن المستثمرين في الأسواق الناشئة ذات النظم القانونية الضعيفة يحتاجون إلى ما يضمن حماية أموالهم من استغلال المديرين، ومع وجود الحكومة كمالك مؤثر في الشركة، فهي تقوم بدور المراقب على أعضاء الإدارة التنفيذية والمساهمين الداخليين لحماية حقوق المستثمرين، وهذا من خلال دعم المالك الحكومي لعملية زيادة نسبة توزيعات الأرباح. كما أضاف ناصر وآخرون (Naseret al., 2004)، وبرادفورد وآخرون (Bradford, Chen & Zhu, 2013) أن الحكومات في الدول ذات الأسواق الناشئة تعمل على بناء سمعة طيبة لأسواقها، وبالتالي لا بد أن تقوم بحماية حقوق حملة الأسهم من الاستغلال من قبل المديرين وحملة الأسهم الداخليين من خلال الضغط على الإدارة لدفع توزيعات أعلى للمستثمرين، وخصوصاً في حالات عدم التأكد المرتفع تجاه التدفقات النقدية المستقبلية وطرق استخدامها، مما

يحسن من صورة هذا السوق أمام العديد من المستثمرين. على العكس مما سبق ظهر عدد قليل من الدراسات أثبتت وجود علاقة سالبة بين نسبة الملكية الحكومية وبين سياسة التوزيعات، ومنها دراسة كوكي وجوزاني (Kouki & Guizani, 2009)، ودراسة مانوس (Manos, 2003). حيث أثبتت تلك الدراسات أنه مع زيادة نسبة الملكية الحكومية في الشركات تنخفض نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع على الملاك، وذلك لاقتناع أعضاء المجلس من ممثلي الحكومة بأهمية استخدام تلك الأموال واستثمارها في فرص نمو تحسن من وضع الشركة.

من ناحية أخرى، أثبتت عدة دراسات عدم وجود علاقة معنوية بين درجة نسبة الملكية الحكومية وبين سياسة التوزيعات ومن تلك الدراسات ريز وآخرون (Riaz, Liu & Ahmed, 2016)، وواراد وآخرون (Warrad, Abed, Khriasat & Al-Sheikh, 2012). ونظراً لأهمية دور الملكية الحكومية الفعال في الرقابة على الأعضاء الداخليين والإداريين وحماية حقوق المساهمين، تحاول الدراسة الحالية اختبار ذلك من خلال الفرض التالي:

\* الفرض الثالث: يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الحكومية على سياسة توزيعات الأرباح  
(٤) نسبة الملكية المؤسسية وعلاقتها  
بسياسة التوزيعات

تشير نسبة الملكية المؤسسية إلى عدد الأسهم التي تمتلكها المؤسسات والمنظمات وغيرها من الشخصيات الاعتبارية نسبة الي إجمالي الأسهم. وقد وتوصلت أغلب الدراسات الى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية المؤسسية وتوزيعات



موجبة بين ربحية الشركة وسياسة توزيع الأرباح، ومن تلك الدراسات (حمدان، ٢٠١٤) (Ekanay-ake et al., 2016; Sani & Musa, 2017) من ناحية أخرى أشارت بعض الدراسات إلي وجود علاقة سالبة بين الربحية وبين توزيعات الأرباح، ومنها (Litai et al., 2013; Ajanthan, 2011). ونظراً لتوقع الباحث وجود أي من هذه العلاقات بين الربحية وسياسة التوزيعات، وإمكانية تأثير ذلك على العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة التوزيعات، ستستخدم الدراسة الحالية الربحية كمتغير رقابي.

وتشير معظم الدراسات الى أن الشركات الكبيرة تكون أكثر قدرة على توليد الأرباح، وبالتالي تكون قدرتها أكبر على زيادة نسبة التوزيعات الموجهة للمساهمين. ومن الدراسات التي أثبتت وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وسياسة التوزيعات (حمدان، ٢٠١٤)، وليتاي وآخرون (Litai et al., 2011)، وكوالسكي وآخرون (Kowalewski et al., 2007)، بيستا وآخرون (Bista et al., 2018). من ناحية أخرى أشارت بعض الدراسات الأخرى إلي وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وسياسة التوزيعات، ومن تلك الدراسات أوليفيرا (Oliveira, 2016)، وخان وآخرون (Khan et al., 2016). ونظراً لتوقع الباحث وجود أي من هذه العلاقات بين حجم الشركة وسياسة التوزيعات، وإمكانية تأثير ذلك على العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة التوزيعات، ستستخدم الدراسة الحالية حجم الشركة كمتغير رقابي.

من ناحية أخرى، نجد أن معدل النمو للشركات يعتبر محدد هام لسياسة التوزيعات، حيث أشارت بعض الدراسات إلي وجود علاقة موجبة بين

الأرباح، ومنها آبور وفيادور (Abor & Fiador, 2013)، وميهار (Mehar, 2005)، ورياز وآخرون (Riaz et al., 2016)، وأوديلي (Odeleye, 2018)، حيث أنه مع وجود نسبة مرتفعة من الملكية المؤسسية، تكون بمثابة إشارات جيدة للسوق أن تلك المؤسسات تقوم بالرقابة على الشركات التي تساهم فيها بشكل فعال، وبالتالي تزداد فرص النمو للشركات حيث تتفتح أمامها أبواب التمويل الخارجي، كذلك فإن المؤسسات المالكة للأسهم قامت بشراء تلك الأسهم كشكل من أشكال الاستثمار، وبالتالي فلا بد لتلك المؤسسات أن تحصل على العائد مقابل هذا الاستثمار متمثلاً في توزيعات الأرباح، والتي ستقوم باستخدامها في تطوير مشروعاتها الخاصة أو غيرها من استخدامات الأموال. وعلى الرغم من عدم وجود دراسات تظهر عكس النتائج السابقة، إلا أنه ظهرت بعض الدراسات القليلة التي لم تجد علاقة معنوية بين نسبة الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح. (Musiega, 2017; Dewi et al., 2013; et al., 2017). ونظراً لقدرة المؤسسات في الرقابة على الإدارة، والتي أثبتت معظم الدراسات تأثيره الإيجابي علي سياسة التوزيعات، يمكن اشتقاق الفرض التالي:

\* الفرض الرابع: يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح  
ثالثاً. الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين المتغيرات الرقابية وسياسة التوزيعات

تعتبر ربحية الشركة من المتغيرات التي قد يكون لها تأثير علي سياسة التوزيعات، حيث ظهرت العديد من الدراسات السابقة التي أثبتت وجود علاقة

زاد الاقتراض في الشركة انخفضت نسبة التوزيعات. وفي سياق آخر أشارت بعض الدراسات إلي وجود علاقة موجبة بين معدلات الاقتراض وسياسة التوزيعات، على الصعيد الآخر ظهرت عدة دراسات أثبتت عدم وجود علاقة بين نسبة الاقتراض وسياسة توزيعات الأرباح (حمدان، ٢٠١٤)، (Musiega et al., 2013; Tahir et al., 2016). ونظراً لتوقع الباحث وجود أي من هذه العلاقات بين نسبة الاقتراض وسياسة التوزيعات، وإمكانية تأثير ذلك على العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة التوزيعات، ستستخدم الدراسة الحالية نسبة الاقتراض كمتغير رقابي.

### القسم الثاني: تصميم الدراسة الميدانية

يتناول هذا القسم عرضاً للمنهجية المستخدمة في الدراسة الحالية، حيث يستعرض ملخص لفروض الدراسة، ومتغيرات الدراسة وأساليب قياسها، ومجتمع وعينة الدراسة، ومصادر البيانات وأساليب تحليلها علي النحو التالي:

### أولاً. فروض الدراسة

يوضح جدول (١) ملخص لفروض الدراسة التي يتم اختبارها كما يلي:

معدلات نمو الشركات وبين سياسة التوزيعات، ومن تلك الدراسات موسيجا وآخرون ( Musiega2013 ) et al., وباتول وجافيد (Batool & Javid, 2014). على العكس من ذلك قامت العديد من الدراسات بإثبات وجود علاقة سالبة بين فرص النمو وبين توزيعات الأرباح، ومنها (Jahanzeb et al., 2016; Khan et al., 2016; Jiraporn & Lee, 2018). من ناحية أخرى، أثبتت بعض الدراسات أنه لا توجد علاقة بين معدلات النمو للشركات وبين سياسة توزيعات الأرباح ومنها (حمدان، ٢٠١٤)، (Tahir et al., 2016; Shamsa- al., 2016) وشمسبادى وآخرون (Litai et al., 2016) ولبتاي وآخرون (badi et al., 2016) و al., 2011). ونظراً لتوقع الباحث وجود أي من هذه العلاقات بين معدل نمو الشركة وسياسة التوزيعات، وإمكانية تأثير ذلك على العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وسياسة التوزيعات، ستستخدم الدراسة الحالية معدل نمو الشركة كمتغير رقابي. بالاضافة الي ما سبق، تعد نسبة الاقتراض من المحددات الهامة لعملية توزيع الأرباح، فقد أشارت بعض الدراسات إلي وجود علاقة سالبة بين نسبة الاقتراض وبين سياسة التوزيعات على المساهمين، حيث أثبت كل من أجانثان (Ajanthan, 2013)، ولبتاي وآخرون (Litaiet al., 2011)، وكوالسكي وآخرون (Kowalewski et al., 2007) أنه كلما

## جدول (١): فروض الدراسة

يوجد تأثيراً سالباً لدرجة تركيز الملكية على سياسة توزيعات الأرباح	الفرض الأول
يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الادارية على سياسة توزيعات الأرباح	الفرض الثاني
يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الحكومية على سياسة توزيعات الأرباح	الفرض الثالث
يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح	الفرض الرابع

### ثانياً. متغيرات الدراسة

تتقسم متغيرات الدراسة الي ثلاث مجموعات والمتغيرات الرقابية، ويوضح جدول (٢) عرض وهي: المتغير التابع، ومتغيرات هيكل الملكية، وتعريف كل متغير وطريقة القياس كما يلي:

## جدول (٢): متغيرات الدراسة وطرق قياسها

المجموعة	المتغير	الوصف	طريقة القياس
المتغير التابع	نسبة التوزيعات Dividends Payout Ratio	نسبة توزيعات السهم الواحد الي ربحه السهم (Ekanayake & Paranthaman, 2016; Batool & Javid, 2014)	توزيعات السهم الواحد ربحية السهم الواحد
	درجة تركيز الملكية Ownership concentration	نسبة الأسهم المملوكة للمستثمر الرئيسي إلى إجمالي الأسهم العادية (Aydin & Cavdar, 2015; Oliveira, 2016)	الاسهم المملوكة للمستثمر الرئيسي اجمالي الاسهم العادية
متغيرات هيكل الملكية	نسبة الملكية الادارية Managerial ownership	نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الادارة إلى إجمالي الأسهم العادية (Uwuigba, 2013; Henry, 2011)	الاسهم المملوكة لأعضاء مجلس الادارة اجمالي الاسهم العادية
	نسبة الملكية الحكومية Governmental ownership	نسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات الحكومية إلى إجمالي الأسهم العادية (Manos, 2003; Riaz et al., 2016)	الاسهم المملوكة للمؤسسات الحكومية اجمالي الاسهم العادية
المتغيرات الرقابية	نسبة الملكية المؤسسية Institutional ownership	نسبة الاسهم التي تملكها المؤسسات سواء كانت في شكل شركات أو بنوك أو صناديق استثمار أو في أي شكل آخر من أشكال الملكية المؤسسية (بخلاف المؤسسات الحكومية) إلى إجمالي الأسهم العادية (Abor & Fiador, 2013; Khan et al. 2016)	الاسهم المملوكة للمؤسسات اجمالي الاسهم العادية
	الربحية Profitability	معدل العائد على الاصول (ROA) (Ekanayake et al., 2016; Jahanzeb et al., 2016)	صافي الربح اجمالي الاصول
	حجم الشركة Firm size	تم التعبير عنها باستخدام اجمالي الاصول (Mehtar, 2005; Yarram & Dollery, 2015)	المو غار يتم الطبيعي لاجمالي الاصول
	معدل النمو Growth rate	تم التعبير عنها لمعدل نمو المبيعات (Jahanzeb et al., 2016; Khan et al., 2016)	(مبيعات العام الحالي - مبيعات العام السابق) مبيعات العام السابق
	نسبة الاقتراض Total debt	تم التعبير عنها بنسبة اجمالي الالتزامات الي اجمالي الاصول (Ajanthan, 2013; Kowalewski et al., 2007)	اجمالي الالتزامات اجمالي الاصول

### ثالثاً. مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المسجلة في جدول (٣): في سوق الأوراق المالية المصرية، من عام ٢٠٠٧ وحتى عام ٢٠١٦، والذي بلغ عددهم ٢٢٧ شركة تنتمي إلي ١٧ قطاع كما يظهر وذلك خلال الفترة

#### جدول رقم (٣): الشركات المسجلة في السوق المصري وفقاً للقطاعات

عدد الشركات	القطاع	عدد الشركات	القطاع
١٠	منتجات منزلية و شخصية	١٥	البنوك
٣٠	العقارات	٩	موارد أساسية
٥	موزعون وتجار تجزئة	٨	كيماويات
١	اعلام	٢٥	التشييد و مواد البناء
٤	تكنولوجيا	٣٣	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
٤	اتصالات	٢٩	أغذية ومشروبات
١٦	سياحة وترفيه	١٦	رعاية صحية وأدوية
١	مرافق	١٨	خدمات و منتجات صناعية و سيارات
٢٢٧	الاجمالي	٣	غاز وبتترول

المصدر: الموقع الرسمي للبورصة المصرية مايو ٢٠١٧

- **ولاختيار العينة المستخدمة من الشركات في الدراسة، تم تطبيق المعايير التالية:**
  1. استبعاد قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية (باستثناء البنوك)، وذلك نظراً لإختلاف طبيعة قواعد الرقابة وقرارات التمويل في المؤسسات المالية عنها في غيرها من الشركات الصناعية والخدمية.
  2. أن تتوفر القوائم المالية ونماذج الإفصاح عن هيكل الملكية ومجلس الإدارة عن الشركة بانتظام وأن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة.
  3. ألا تكون الشركة قد تعرضت للشطب أو الاندماج خلال فترة الدراسة.
- وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد 100 شركة لتمثل عينة الدراسة ممثلة عن 15 قطاع، بنسبة تمثيل لمجتمع الدراسة 55.9%، وهي نسبة مقبولة إلي حد كبير، حيث تزيد عن النصف، مما يساعد الباحث علي إمكانية تعميم النتائج علي مجتمع الدراسة فيما بعد. ويوضح الملحق (1) عدد وأسماء الشركات في عينة الدراسة وفقاً لكل قطاع.

#### رابعاً: مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الدراسة على المصادر التالية في جمع البيانات:

- **البيانات المالية:** تم الحصول علي بيانات القوائم المالية من مصدرين هما: دليل كومباس مصر السنوي لسوق المال، والذي يتضمن بيانات القوائم المالية لبعض الشركات المقيدة في سوق المال "Kompase Egypt Finance" (http://eg.kompass.com)، وشركة مصر لنشر المعلومات

- **مباشر مصر** (https://www.mubasher.i-nfo/countries/eg) ، وذلك عن فترة الدراسة من 2007 إلى 2016.
- **بيانات هيكل الملكية:** تم الحصول عليها من دليل كومباس مصر (http://eg.kompas-s.com)، وتقرير الإفصاح عن هيكل الملكية والذي تم الحصول عليه من المواقع الالكترونية للشركة، ومن شركة مصر لنشر المعلومات، كذلك من خلال شبكة ديسيفا "Decypha" (http://www.directfn.com/en/decypha.html) وذلك عن فترة الدراسة من 2007 إلى 2016.

#### خامساً. الأساليب الإحصائية المستخدمة لتحليل بيانات الدراسة

- **للتأكد من عدم وجود مشكلة الأزواج الخطي "Multicollinearity" والتي هي متطلب أساسي لاستخدام أسلوب الانحدار، تم استخدام أسلوبين، الأول: مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة، والثاني: حساب معامل تضخم التباين "Variance Inflation Factor" (VIF) (Gujarati,1988).**
- **تقدير نموذج الانحدار المتعدد باستخدام الحزمة الإحصائية STATA/SE 14 للتعرف على مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع محل الدراسة من خلال تطبيق النموذج التالي:**

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 CONC_{i,t} + \beta_2 MNG_{i,t} + \beta_3 GVR_{i,t} + \beta_4 INS_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 SIZ_{i,t} + \beta_7 GROW_{i,t} + \beta_8 TD_{i,t} + \varepsilon$$

## حيث

$DPR_{i,t}$ : نسبة توزيعات الأرباح للشركة  $i$  في السنة  $t$

$INS$ : نسبة الملكية المؤسسية

$\alpha$ : الحد الثابت في معادلة الانحدار

$PROF$ : معدل العائد على الأصول

$\beta_i$ : معامل الانحدار للمتغير المستقل في المعادلة

$SIZ$ : حجم الشركة

$CONC$ : درجة تركيز الملكية

$GROW$ : معدل نمو الشركة

$MNG$ : نسبة الملكية الادارية

$TD$ : نسبة الاقتراض

$GVR$ : نسبة الملكية الحكومية

$\varepsilon$ : الخطأ العشوائي

• اعتمدت الدراسة علي أسلوب مقاطع السلاسل الزمنية العرضية "Panel data"، حيث تم تجميع البيانات عن ١٠٠ شركة خلال ١٠ سنوات. (Baltagi, 2005)

• ويوجد نوعين من النماذج لتقدير النموذج باستخدام أسلوب مقاطع السلاسل الزمنية العرضية "Panel data": نموذج التأثيرات الثابتة ("FE") (Fixed Effects Model)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model - "RE") (Yaffee, 2010; Elmanak-odel, 2018).

• في نموذج التأثيرات الثابتة "FE" يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية علي حدة من خلال التحكم في المتغيرات التي تختلف عبر الشركات مع ثباتها علي مدار السنوات، أو من خلال التحكم في المتغيرات التي تختلف علي مدار السنوات مع ثباتها عبر الشركات، بينما يقوم نموذج التأثيرات العشوائية

"RE" بالتحكم في كل من المتغيرات التي تختلف

عبر الشركات وعلي مدار السنوات معاً.

• اذا تم اجراء التحليل باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة "FE" تكون النتائج ملائمة لكنه قد لا يكون النموذج المناسب للتطبيق. من ناحية أخرى، نجد أن نموذج التأثيرات العشوائية "RE" أكثر كفاءة وأكثر معنوية. وبالتالي لابد من الاختيار بينهما لتحديد النموذج الملائم للدراسة وذلك من خلال اتباع الخطوات التالية:

١. القيام باختبار هوسمن "Hausman test":

حيث يعتمد علي اختبار فرض العدم القائل بأنه لا يوجد فروق بين معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية "RE" ومعلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة "FE". (Baltagi, 2005; Yaffe, 2010; Elmanakhly, 2018)

٢. اذا تم رفض فرض العدم (أي أنه لا يوجد فروق

بين معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية "RE" ومعلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة "FE")، حينها يتم تقدير معلمات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة "FE".

٣. اذا تم قبول فرض العدم (أي أنه يوجد فروق بين

معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية "RE" ومعلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة "FE")، حينها يتم تقدير معلمات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية "RE".

٤. في حالة قبول نموذج التأثيرات العشوائية "RE"،

يتم تقديره بطريقة المربعات الصغرى المعممة ("GLS") (Generalized Least Squares) أو بطريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة

### سادساً. حدود الدراسة

- تركز الدراسة الحالية علي المتغيرات الخاصة بهيكل الملكية فقط لتعبر عن حوكمة الشركات لتوقع الباحث تأثيرهم على سياسة توزيعات الارباح.
- تناولت الدراسة الحالية أربعة متغيرات رقابية فقط، والمشار اليهم في غالبية غالبية الدراسات السابقة.
- تغطي هذه الدراسة فترة سبع سنوات من عام 2007 إلي عام ٢٠١٦، حيث تعد تلك الفترة كافية للتغلب علي أي عوامل مؤقتة.

### القسم الثالث: نتائج الدراسة

ستقوم الدراسة في هذا الجزء باستعراض الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، بعدها يتم تقدير نموذج الانحدار المتعدد، وعرض نتائج اختبار الفروض ومناقشتها.

### أولاً. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يظهر الجدول التالي الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، حيث تم حساب كل من المتوسط، الإنحراف المعياري، الحد الأدنى، والحد الأقصى، لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يظهر في جدول (٤):

(Feasible Generalized Least Squares (FGLS))، ويتم الاختيار بينهما بناءً علي نتائج

الكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي المعيارية "Residuals" من عدمه. (Baltagi, 2005; Elmanakhly, 2018)

٥. يتم الكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي

المعيارية باستخدام اختبار دارين واتسون "Durbin Watson" عن طريق تقدير معامل الارتباط الذاتي  $d$ ، ويتم الكشف عن قيمة  $d$

باستخدام جداول دارين واتسون من خلال تقدير الحد الأعلى  $dU$  والحد الأدنى  $dL$  لقيمة دارين واتسون. اذا كانت قيمة  $d$  تقع بين الحد الأعلى

$dU$  والحد الأدنى  $dL$  لقيمة دارين واتسون، اذاً لا يوجد ارتباط ذاتي. أما اذا كانت قيمة  $d$  أقل من الحد الأدنى  $dL$ ، اذاً يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي المعيارية. (Durbin & Watson, 1981; Baltagi, 2005)

٦. في حالة عدم وجود ارتباط ذاتي يتم تقدير نموذج التأثيرات العشوائية "RE" باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة "GLS"

٧. في حالة وجود ارتباط ذاتي يتم تقدير نموذج التأثير العشوائي "RE" باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة "FGLS" (Baltagi, 2005; Elmanakhly, 2018)

## جدول رقم (٤): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max	VIF
DIV	0.28	3.2	- 0.97	13.5	1.25
CONC	0.42	0.24	0	0.99	1.53
MNG	0.11	0.21	0	0.98	1.18
GVR	0.29	0.32	0	0.99	2028
INS	0.24	0.31	0	0.99	1.78
PROF	0.07	0.11	- 0.46	1.04	1.18
SIZ	20.39	1.6	15.17	24.87	1.19
GROW	0.10	1.06	- 9.03	15.9	1.05
TD	0.41	0.24	0	1	1.23

VIF لمتغيرات الدراسة لم تتجاوز 3، وبالتالي لا توجد مشكلة ازدياد خطي لمتغيرات الدراسة. (Gujarati, 1988)

### ثانياً. تقدير نموذج الدراسة

لتقدير نموذج الانحدار المستخدم في الدراسة ومعرفة أثر هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح يتم اتباع الخطوات التالية:

#### (١) اختبار هوسمن "Hausman test"

لتقدير النموذج تم إجراء اختبار هوسمن "Hausman test" والاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة "FE" ونموذج التأثيرات العشوائية "RE" وتحديد النموذج الملائم (Baltagi, 2005; Yaf-fee, 2010). حيث أظهرت نتائج الاختبار أن قيمة توزيع كاي ( $Chi^2 = 8.87$ )، بقيمة احتمالية = ٠.٣٥ ( $P\text{-value} = 0.35 > 0.05$ )، وبالتالي يتم قبول فرض العدم (أي أنه يوجد فروق بين معاملات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية

يظهر في جدول (٤) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة في وجود ١٠٣٠ مشاهدة والتي اعتمدت على أسلوب مقاطع السلاسل الزمنية العرضية "panel data"، حيث نجد أن نسبة توزيعات الأرباح تبلغ في المتوسط ٢٨% من ناحية أخرى، تبلغ درجة تركيز الملكية ٤٢% وهي نسبة مرتفعة نسبياً، والتي قد ينتج عنها قيام المستثمر الرئيسي بالضغط على الإدارة لتخفيض توزيعات الأرباح، وإعادة استثمارها في فرص نمو أخرى. كما تبلغ نسبة الملكية الإدارية في المتوسط ١١% وهي نسبة منخفضة نسبياً. وتبلغ نسبة الملكية الحكومية ٢٩% وهي نسبة منخفضة تتناسب مع سعي الدولة لتنفيذ برنامج الخصخصة منذ تسعينات القرن الماضي. ونجد أيضاً أن نسبة الملكية المؤسسية في المتوسط تصل الي ٢٤% وتصل في بعض الشركات الي ٩٩% مما يشير الى أهمية الملكية المؤسسية في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. يتبين أيضاً من الجدول أن قيمة



“RE” ومعلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة “FE”، بناءً عليه يتم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية “Random effects model”، والذي سيتم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة “Generalized least squares” “GLS”.

(٢) نموذج التأثيرات العشوائية “RE” باستخدام “GLS” يوضح الجدول رقم (٥) نتائج نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة “GLS” كما يلي:

جدول رقم (٥): نتائج نموذج “Random GLS”

DIV	Coef.	Std. Err.	z	P-value
CONC	-1.04	0.50	-2.09	0.036
MNG	0.2	0.51	0.39	0.694
GVR	0.34	0.45	0.76	0.446
INS	-0.33	0.43	-0.78	0.437
PROF	1.23	0.99	1.25	0.210
SIZ	0.026	0.07	0.33	0.738
GROW	0.009	0.09	0.10	0.919
TD	-0.19	0.46	-0.40	0.688
Constant	0.24	1.26	0.18	0.853
rho	0.41			

وللتأكد من ملائمة نموذج GLS للدراسة لابد من الكشف عن مدى وجود ارتباط ذاتي بين البواقي المعيارية “Autocorrelation” أم لا، وذلك باستخدام اختبار دارين واتسون “Durbin-Watson test”، حيث كان معامل الارتباط الذاتي  $(rho = 0.3356)$ ، وباستخدام جداول دارين واتسون وتحديد الحد الأعلى والحد الأدنى، يمكن تحديد ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي أم لا، وفيما يلي نتائج اختبار دارين واتسون، كما يظهر في جدول رقم (٦):

جدول رقم (٦): نتائج اختبار دارين واتسون “Durbin-Watson”

d*	dL	dU
$2(1 - 0.41) = 1.18$	1.861	1.906

يمكن لهذا الأسلوب التعامل مع مشكلة الارتباط الذاتي. (Baltagi, 2005; Yaffee, 2010; Elmanakhly, 2018)  
**(٣) نموذج التأثيرات العشوائية "RE" باستخدام "FGLS"**  
 وباجراء الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة، ظهرت النتائج كما في جدول رقم (٧)، كما يلي:

يظهر الجدول السابق أن قيمة  $d^*$  أقل من  $dL$  مما يشير الى وجود ارتباط ذاتي موجب بين البواقي المعيارية، لذلك سيتم تقدير نموذج التأثير العشوائي "RE" باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة (Feasible generalized least squares "FGLS")، وذلك لوجود عدم تجانس "heteroscedasticity" وارتباط ذاتي "autocorrelation" بين البواقي المعيارية، حيث

### جدول رقم (٧): نتائج اختبار FGLS

DIV	Coef.	Std. Err.	z	P-value
CONC	-0.61	0.078	-7.71	0.004
MNG	0.34	0.084	3.96	0.012
GVR	0.34	0.083	4.15	0.007
INS	0.30	0.081	3.78	0.000
PROF	0.34	0.115	3.00	0.003
SIZ	0.02	0.009	2.03	0.043
GROW	0.006	0.007	0.87	0.387
TD	-0.113	0.051	-2.24	0.025
Constant	-0.149	0.185	-0.81	0.420

حيث كانت القيمة الاحتمالية  $P\text{-value} = 0.004$ ، بناءً عليه يمكن القول أنه يوجد تأثيراً سالباً لدرجة تركيز الملكية علي سياسة توزيعات الأرباح، وبالتالي يتم قبول الفرض الأول. ويمكن تفسير تلك العلاقة السالبة الي أن المستثمر الرئيسي يري أن تلك الأموال التي من الممكن استخدامها في التوزيعات يكون من الأفضل له أن يتم اعادة استثمارها وبالتالي تزداد قوته وفرض سيطرته في مجلس الإدارة. كما يمكن تفسير تلك النتيجة فى ضوء نظرية التفضيل الضريبي، والتي وفقاً لها فإن المستثمرين قد يفضلون أن تكون توزيعات الأرباح منخفضة، وذلك لأن

يتضح من جدول (٧) معنوية جميع المتغيرات المستقلة، وفيما يلي عرض لنتائج اختبار فروض الدراسة ومناقشتها كالتالي:

### رابعاً. نتائج فروض الدراسة ومناقشتها

أظهرت نتائج الدراسة بالنسبة للفرض الأول بأنه يوجد تأثيراً سالباً لدرجة تركيز الملكية علي سياسة توزيعات الأرباح، حيث أظهر تحليل النموذج أن هناك علاقة سالبة بين درجة تركيز الملكية وبين نسبة توزيعات الأرباح، حيث كان معامل الانحدار  $(-0.61)$ ، وبلغت قيمة  $Z (-7.71)$ ، وتعتبر تلك العلاقة معنوية احصائياً عند مستوى معنوية ٥%،

تلك العلاقة التي أن وجود المؤسسات الحكومية كمشتر في الشركات يزيد من الضغط علي الادارة لتوزيع الارباح، وذلك لحاجة تلك المؤسسات الحكومية لأموال التوزيعات لتمويل مشاريعها، كما أنها أيضاً تحافظ علي ثقة الملاك والمستثمرين.

أخيراً، أظهرت نتائج الدراسة بالنسبة للفرض للفرض الرابع بأنه يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية المؤسسية علي سياسة توزيعات الأرباح، أن هناك علاقة موجبة بين نسبة الملكية المؤسسية وبين نسبة توزيعات الأرباح، حيث كان معامل الانحدار (0.30)، وبلغت قيمة Z (3.78)، وتعتبر تلك العلاقة معنوية احصائياً عند مستوي معنوية ٥%، حيث كانت القيمة الاحتمالية  $P\text{-value} = 0.000$ ، بناءً علي ذلك يمكن القول أنه يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية المؤسسية علي سياسة توزيعات الأرباح، وبالتالي يتم قبول الفرض الرابع. ويرجع تفسير تلك النتيجة الي أن الشركات التي تزداد فيها نسب الملكية من قبل المؤسسات الأخرى تقوم بدفع توزيعات للمساهمين، رغبة منها في ارسال إشارة جيدة للسوق عن النظام الرقابي داخلها والمفعل من قبل المؤسسات الأخرى وبالتالي تزداد ثقة المستثمرين المحتملين في الشركة، كذلك نجد أن المؤسسات صاحبة الاسهم في شركات أخري تمارس ضغطاً علي ادارة تلك الشركات لدفع توزيعات والتي تعتبر بالنسبة لتلك المؤسسات هي العائد على استثماراتها داخل تلك الشركات.

**وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد أظهرت النتائج ما يلي:**

بالنسبة لمتغير ربحية الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين ربحية الشركة ونسبة التوزيعات، وهي علاقة معنوية احصائياً عند مستوي معنوية ٥%، ويرجع تفسير تلك العلاقة الموجبة إلي

ضريبة الأرباح الرأسمالية تكون أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، وبالتالي فان المستثمرين الكبار الذين يحصلون على النسبة الأكبر من التوزيعات قد يفضلون أن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح واعادة استثمارها في الأنشطة المختلفة.

بالنسبة للفرض الثاني والذي يشير الي أنه يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الادارية علي سياسة توزيعات الأرباح، حيث أظهر تحليل النموذج أن هناك علاقة موجبة بين نسبة الملكية الادارية وبين نسبة توزيعات الأرباح، حيث كان معامل الانحدار (0.34)، وبلغت قيمة Z (3.96)، وتعتبر تلك العلاقة معنوية احصائياً عند مستوي معنوية ٥%، حيث كانت القيمة الاحتمالية  $P\text{-value} = 0.012$ ، بناءً عليه يمكن القول أنه يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الادارية علي سياسة توزيعات الأرباح، وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني. ويمكن تفسير تلك العلاقة الموجبة من وجهة نظر نظرية الاشارات، حيث أنه مع زيادة نسبة الملكية الادارية، قد تود الادارة ارسال اشارات للسوق بعدم خروجها عن مصلحة الملاك وذلك من خلال توزيع قدر أكبر من الارباح.

بالنسبة للفرض الثالث الذي يشير الي وجود تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الحكومية علي سياسة توزيعات الأرباح، أظهر تحليل النموذج أن هناك علاقة موجبة بين نسبة الملكية الحكومية وبين نسبة توزيعات الأرباح، حيث كان معامل الانحدار (0.34)، وبلغت قيمة Z (4.15)، وتعتبر تلك العلاقة معنوية احصائياً عند مستوي معنوية ٥%، حيث كانت القيمة الاحتمالية  $P\text{-value} = 0.007$ ، بناءً عليه يمكن القول أنه يوجد تأثيراً موجباً لنسبة الملكية الحكومية علي سياسة توزيعات الأرباح، وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث. ويرجع السبب في

## القسم الرابع: التوصيات ومقترحات

### البحوث المستقبلية

بناءً على النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، يمكن صياغة بعض التوصيات كما يلي:

- علي ادارة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي ترغب في القيام بتوزيعات أرباح علي المساهمين، أن تدرك أهمية هذا القرار، لأنه يعتبر مشكلة مزدوجة حيث يؤثر علي قدرات الشركة الاستثمارية والتمويلية.
- ضرورة قيام الهيئات والمنظمات الحكومية برفع مستوى تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة في الشركات المدرجة في البورصة المصرية لما لذلك من توفير سمعة جيدة عن البورصة المصرية الأمر الذي يؤدي إلى جذب الاستثمارات الخارجية لهذا السوق.
- العمل علي تخفيض درجة تركيز الملكية في يد مستثمر واحد أو مجموعة من المستثمرين، وذلك لضمان عدم سيطرتهم علي القرارات الادارية، وبالتالي ضمان حقوق باقي المساهمين.
- تدعيم الملكية المؤسسية في الشركات المقيدة في البورصة المصرية، حيث أن المستثمر المؤسسي يملك خبرات مؤسسية وموارد ضخمة قد تمكنه من ممارسة رقابة فعالة علي أداء الإدارة، وذلك بعكس المستثمر الفرد الذي لا تتوافر لديه تلك الخبرات والموارد، لذلك لابد من تشجيع المؤسسات المختلفة علي الإستثمار في البورصة، بما يعود بالنفع علي فعالية الرقابة علي أداء الإدارة في الشركات المصرية، وهو ما سوف يساعد علي ترشيد السياسات المختلفة في تلك الشركات، ومن ضمنها سياسة توزيعات الارباح.

وجود فرصة جيدة أمام الإدارة التنفيذية وأعضاء مجلس الإدارة التي من الممكن استخدامها لتخفيض مشاكل وتكاليف الوكالة، كذلك إرسال إشارات جيدة للسوق عن ارتفاع معدلات الربحية من خلال زيادة معدلات التوزيعات مما سيؤثر بعد ذلك على قدرة الشركة في الحصول على التمويل الخارجي المطلوب مستقبلاً سواء بالملكية عن طريق إصدار أسهم، أو من خلال الاقتراض. من ناحية أخرى، أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة ونسبة التوزيعات، وهي علاقة معنوية احصائياً عند مستوي معنوية ٥%. ويمكن تفسير تلك العلاقة أنه مع زيادة حجم الشركة تزداد فرص الاستثمار لها وبالتالي تزداد فرص الربحية وتزداد توزيعات الارباح.

بالنسبة لمتغير معدل نمو الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين معدل النمو ونسبة التوزيعات، وهي علاقة غير معنوية احصائياً. ويرجع السبب في تلك النتيجة الي انخفاض معدل النمو في الشركات المصرية، حيث بلغ معدل نمو المبيعات في المتوسط ١٠%، كذلك فإن معدل نمو المبيعات يتأثر بعوامل أخرى مثل: معدل التضخم، ومستوي الأجور. وبالتالي قد لا يكون لمعدل النمو تأثيراً مباشراً علي سياسة توزيعات الأرباح. وأخيراً أظهرت نتائج تحليل النموذج وجود علاقة سالبة بين نسبة الاقتراض ونسبة توزيعات الارباح، وهي علاقة معنوية احصائياً عند مستوي معنوية ٥%، ويرجع تفسير تلك العلاقة الي أنه مع زيادة معدلات الاقتراض يتوجب على الشركة دفع فوائد أعلى وبالتالي تنخفض الربحية التي منها تقوم الشركة بالتوزيع أو احتجار الأرباح لاحتياجها لتلك الأموال، وبالتالي تقل نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- (١) البراجنة، أمجد إبراهيم. (٢٠٠٩). اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة.
- (٢) حمدان، علام محمد موسى. (٢٠١٤). العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، ١٠(١)، ٦٣-٨١.
- (٣) زرقون، محمد. (٢٠١٠). أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر. مجلة الباحث. (٨)، ٨١-٩٦.
- (٤) صباح، محمد إبراهيم أحمد. (٢٠١٧). أثر مبادئ الحاكمة المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر - غزة.
- (٥) عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد. (٢٠١٤). التأثيرات المباشرة و الوسيطة بين حوكمة الشركات: جودة الأرباح، سياسة التوزيعات النقدية: دراسة اختبارية على الشركات المصرية، مجلة البحوث التجارية (كلية التجارة - جامعة الزقازيق) - مصر، ٣٦(٢)، ٢٨٩-٤٠٧.

- تدعيم الملكية الحكومية و دفع المؤسسات الحكومية لزيادة الاستثمار في الشركات الاخرى، وذلك لزيادة ثقة المستثمرين في الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية.
- كما توصي الدراسة الباحثين بالأخذ في الاعتبار مجموعة من المقترحات للبحوث المستقبلية، ومنها:
  - دراسة علاقة تطبيق قواعد حوكمة الشركات بتوزيعات الاسهم المجانية، حيث اقتصرت الدراسة فقط علي التوزيعات النقدية للشركات المقيدة في البورصة المصرية.
  - دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وتأثيرها علي سياسة التوزيعات وانعكاسها علي قيمة الشركة في السوق
  - دراسة العلاقة بين سياسة توزيعات الاريح ودورها في تحديد أسعار الاسهم في السوق، خاصة في ضوء نظرية الإشارات، ونظرية التفضيل الضريبي .
  - دراسة تأثير أبعاد الحوكمة الأخرى مثل: خصائص مجلس الادارة، ودرجة الشفافية، علي سياسة التوزيعات.
  - دراسة تأثير كل من: هيكل الملكية، وخصائص مجلس الادارة معاً، علي سياسة التوزيعات.

## ثانياً: المراجع الأجنبية

- 1) **Abdelsalam, O., ElMasry, A., & Elsegini, S. (2008).** Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, 34(12), 953-964.
- 2) **Abor, J., & Fiador, V. (2013).** Does corporate governance explain dividend policy in SubSaharan Africa?. *International Journal of Law and Management*, 55(3), 201-225.
- 3) **Adjaoud, F., & BenAmar, W. (2010).** Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667.
- 4) **Ahmed, A. H., (2009).** Corporate governance and the dividend policy in Kenya: A survey of companies listed at the Nairobi stock exchange. Unpublished master thesis, University of Nairobi.
- 5) **Ajanthan, A. (2013).** The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(6), 1-6.
- 6) **Aydin, A. D., & Cavdar, S. C. (2015).** Corporate governance and dividend policy: An empirical analysis from bursa Istanbul corporate governance index (xkury). *Accounting and Finance Research*, 4(3), P66.
- 7) **Baltagi, B. (2005).** Econometric analysis of panel data. Available at: <http://books.google.com>.
- 8) **Batool, Z., & Javid, A. Y. (2014).** Dividend policy and role of corporate governance in manufacturing sector of Pakistan. *Pakistan Institute of Development Economics*, (2014), 109.
- 9) **Berle, A., & Means, G. (1932).** The modern corporate and private property. *McMillian*, New York, NY.
- 10) **Bista, N. B., Bartaula, N. R., Shrestha, O., Gnawali, P., Lamichhane, P., & Parajuli, P. (2019).** Impact of Corporate Governance on Dividend Policy of Nepalese Enterprises. In *Business Governance and Society* (pp. 377-397). *Palgrave Macmillan*, Cham.
- 11) **Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013).** Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 27, 445-464.
- 12) **CHIN, C. P. (2015).** The effect of corporate governance on dividend policy: trading/services sector in Malaysia (Doctoral dissertation, Universiti Tunku-Abdul Rahman).
- 13) **Claessens, S., & Fan, J. (2003).** Corporate governance in Asia: a survey. *Claessens, Stijn and Fan, Joseph P. H., Corporate Governance in Asia: A Survey* (January 2003). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=386481> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.386481>
- 14) **Daadaa, W., & Jouini, F. (2018).** Does ownership structure affect dividend policy? A panel data analysis for the French market. *International Journal of Governance and Financial Intermediation*, 1(1), 18-36.
- 15) **Dewi, R. P., Suhadak, S., & Handayani, S. R. (2017).** The effects of capotal structure and good corporate governance on di-

- vidend policy and firm value: An Empirical Research at Banks Listed in Indonesia Stock Exchange for the Period of 2008-2012. Profit (Jurnal AdminiStrasi Bisnis), 9(-2), 51-69.
- 16) **Durbin, J., & Watson, G. S. (1951).** Testing for serial correlation in least squares regression. II. *Biometrika*, 38(1/2), 159-177.
  - 17) **Easterbrook, F. H. (1984).** Two agencycost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
  - 18) **Ekanayake, H. L., & Parant-haman, T. (2016).** The Impact of Corporate Governance on Firms' Dividend Policy: Evidence from the Listed S&P SL20 Companies in the Colombo Stock Exchange. In *Proceedings of the 2nd International Conference in Accounting Researchers and Educators (ICAR-E 2016)*, 11th January 2017. Department of Accountancy, Faculty of Commerce and Management Studies, University of Kelaniya, Sri Lanka.
  - 19) **Elmanakhly, F. M., (2018).** Testing capital structure theories in the Egyptian stock exchange. Unpublished master thesis, University of Alexandria.
  - 20) **Farinha, J. (2003).** Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9-10), 1173-1209.
  - 21) **Glen, J. D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995).** Dividend policy and behavior in emerging markets: To pay or not to pay. The World Bank.
  - 22) **Gordon, M. J. (1963).** Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
  - 23) **Greene, W. (2002).** *Econometric analysis*. Available at: <https://books.google.com>.
  - 24) **Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980).** Takeover bids, the freerider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
  - 25) **Gugler, K. (2003).** Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297-1321.
  - 26) **Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003).** Corporate governance and dividend payout policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758.
  - 27) **Gujarati, D. (2004).** *Basic econometrics*. Available at: [http:// books.google.com](http://books.google.com).
  - 28) **Gul, F. (1999).** Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China. *Pacific Basin Finance Journal*, 7, 157-172.
  - 29) **Henry, D. (2011).** Ownership structure and taxfriendly dividends. *Journal of Banking & Finance*, 35(10), 2747-2760.
  - 30) **Jahanzeb, A., Memon, P. A., Tunio, J. A., & Shah, S. S. A. (2016).** Impact of Corporate Governance and Firm-Level Control Variables on Dividend Policy of Service Trade Sector of Malaysia. *Economic and Social Development: Book of Proceedings*, 446.
  - 31) **Jensen, M. C. (1986).** Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

- 32) **Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976).** Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- 33) **Jiraporn, P., & Lee, S. M. (2018).** Do Coopted Directors Influence Dividend Policy?. *Financial Management*, 47(2), 34-9-381.
- 34) **Khan, J. S., Ahsan, S. M., & Malik, H. A. (2016).** Impact of Ownership Structure on Dividend Policy and Capital Structure: Evidence from NonFinancial Sector of Pakistan. Electronic copy available at: <https://ssrncom/abstract=2866269>.
- 35) **Kouki, M., & Guizani, M. (2009).** Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market-*European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- 36) **Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2007).** Corporate governance and dividend policy in Poland. *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*. No. 07-09.
- 37) **Lintner, J. (1962).** Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- 38) **Litai, C., Chuan, L., & Kim, Y. C. (2011).** Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies. *International Business and Management*, 3(1), 176-188.
- 39) **Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979).** The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics*, 7(2), 163-195.
- 40) **Manos, R. (2003).** Dividend policy and agency theory: Evidence from Indian firms. *South Asia Economic Journal*, 4(2), 275-300.
- 41) **Maur, C. B., & Pajuste, A. (2002).** Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *LTA*, 1(2), 15-45.
- 42) **Mehar, A. (2005).** Corporate governance and dividend policy. *Pakistan Economic and Social Review*, 43(1), 93-106.
- 43) **Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961).** Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- 44) **Musiega, M. G., Juma, D. M., Alalala, O. B., Damianus, O., & Douglas, M. (2013).** Corporate Governance, Dividend Policy And Performance. *Special Reference To Banks Listed On Nairobi Security Exchange Kenya International Journal of Innovative Research and Development*. ISSN 22-78-021-1, 2(5).
- 45) **Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984).** Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- 46) **Naser, K., Nuseibeh, R., & Al-Kuwari, D. (2004).** Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: Evidence from the Banking Sector of the Gulf Cooperation Council (GCC). *Middle East business and economic review*, 16(1), 1-14.
- 47) **Odeleye, A. T. (2018).** Quality of Corporate Governance on Dividend Payouts: The Case of Niger-



- ia. African Development Review, 30(1), 19-32.
- 48) **OECD (2004)**. OECD Principles of Corporate Governance. Organization for Economic Cooperation and Development, OECD Publications Service, France.
- 49) **Oliveira, A. R. C. D. (2016)**. The impact of culture and corporate governance in dividend policy: evidence from emerging and developed countries. (Doctoral dissertation).
- 50) **Riaz, S., Liu, Y., & Ahmad, M. I. (2016)**. Dividend Policy and Corporate Governance Perspective. Accounting and Finance Research, 5(3), p77.
- 51) **Ross, S. A. (1977)**. The determination of financial structure: the incentivesignaling approach. The bell journal of economyics,8(1), 23-40.
- 52) **Rozeff, M. S. (1982)**. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. Journal of financial Research, 5(3), 249-259.
- 53) **Sani, A. U. A., & Musa, A. M. (2017)**. Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. Armaya'u Alhaji Sani et al, International Journal of Research in IT, Management and Engineering. 7 (1), 7-13.
- 54) **Sawicki, J. (2009)**. Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia preand postcrisis. The European Journal of Finance, 15(2), 211-230.
- 55) **Shamsabadi, H. A., Min, B. S., & Chung, R. (2016)**. Corporate governance and dividend strategy: lessons from Australia. International Journal of Managerial Finance, 12(5), 583-610.
- Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples). Biometrika, 52(3/4), 591-611.
- 56) **Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997)**. A survey of corporate governance. The journal of finance, 52(2), 737-783.
- 57) **Tahir, S. H., Sohail, S., Qayyam, I., & Mumtaz, K. (2016)**. Effect of Corporate Governance Index on Dividend Policy: An Investigation of Textile Industry of Pakistan. Journal of Economic and Social Development, 3(1), 139.
- 58) **Uwalomwa, U., Olamide, O., & Francis, I. (2015)**. The Effects of Corporate Governance Mechanisms on Firms Dividend Payout Policy in Nigeria. Journal of Accounting and Auditing, 2015, 1.
- 59) **Uwuigbe, O. R. (2013)**. Determinants of Dividend Policy: A study of selected listed Firms in Nigeria. Manager journal, 17,107-119.
- 60) **Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., & AlSheikh, I. (2012)**. The effect of ownership structure on dividend payout policy: evidence from Jordanian context. International Journal of Economics and Finance, 4(2), 187.
- 61) **Yaffee, R. (2010)**. A primer for panel data analysis. Available at: [https://web.pdx.edu/~crkl/ec510/pda\\_yaffee.pdf](https://web.pdx.edu/~crkl/ec510/pda_yaffee.pdf).

## الملاحق

### ملحق (١): قائمة بالشركات الممثلة لعينة الدراسة

قطاع العقارات		قطاع الاتصالات	
التعمير والاستشارات الهندسية	١	المصرية للاتصالات	١
الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	٢	أورنج مصر	٢
السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	٣	<b>قطاع الاعلام</b>	
الشمس للاسكان والتعمير	٤	مدينة الانتاج الاعلامي	١
العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	٥	<b>قطاع الأغذية والمشروبات</b>	
الغربية الاسلامية للتنمية العمرانية	٦	أجواء للصناعات الغذائية	١
المتحدة للاسكان والتعمير	٧	الدلتا للسكر	٢
المصريين للاسكان والتنمية والتعمير	٨	الدولية للمحاصيل الزراعية	٣
الوطنية للاسكان للنقابات المهنية	٩	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٤
بالم هيلز للتعمير	١٠	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	٥
زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	١١	العربية لمنتجات الألبان - آراب دايري	٦
مينا للاستثمار السياحي والعقاري	١٢	القاهرة للدواجن	٧
وادي كوم امبولواستصلاح الاراضي	١٣	القاهرة للزيوت والصابون	٨
مجموعة طلعت مصطفى القابضة	١٤		
<b>قطاع التكنولوجيا</b>		المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	٩
قناة السويس لتوطين التكنولوجيا	١	المصرية للدواجن	١٠
<b>قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات</b>		المنصورة للدواجن	١١
الاهرام للطباعة والتغليف	١	الوطنية لمنتجات الذرة	١٢
السويدى اليكترويك	٢	شمال الصعيد للتنمية والانتاج (نيوداب)	١٣

السويس للاكياس	٣	مطاحن شرق الدلتا	١٤
الصناعات الهندسية المعمارية - ايكون	٤	مطاحن مصر العليا	١٥
العربية المتحدة للشحن والتفريغ	٥	مطاحن مصر الوسطى	١٦
القناة للتوكيلات الملاحية	٦	مطاحن وسط وغرب الدلتا	١٧
الكابلات الكهربائية المصرية	٧	مطاحن ومخابز اسكندرية	١٨
المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)	٨	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	١٩
النصر لصناعة المحولات - الماكو	٩	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	٢٠
جى بى اوتو	١٠	<b>قطاع التشييد ومواد البناء</b>	
<b>قطاع الرعاية الصحية والادوية</b>		اسمنت بورتلاند طرة المصرية	١
الاسكندرية للادوية والصناعات الكيمائية	١	اسمنت سيناء	٢
العربية للادوية والصناعات الكيمائية	٢	اكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية	٣
القاهرة للادوية والصناعات الكيمائية	٣	البويات والصناعات الكيمائية - باكين	٤
المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ايبيكو	٤	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقارى	٥
النيل للادوية والصناعات الكيمائية - النيل	٥	السويس للاسمنت	٦
جلاكسو سميثكلين	٦	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقارى	٧
ممفيس للادوية والصناعات الكيمائية	٧	العربية للخزف - سيراميك ريماس	٨
<b>قطاع السياحة والترفيه</b>		القومية للاسمنت	٩
المصرية للمنتجات السياحية	١	المصرية لتطوير صناعة البناء	١٠
اوراسكوم للفنادق والتنمية	٢	جنوب الوادى للاسمنت	١١
بيراميز للفنادق والقرى السياحية - بيراميزا	٣	دلتا للانشاء والتعمير	١٢
رمكو لانشاء القرى السياحية	٤	روبكس العالميه لتصنيع البلاستيك والاكريلك	١٣

١٤	عز للسيراميك والبورسلين – الجوهره	٥	رواد مصر للاستثمار السياحي
١٥	ليسيكو مصر	٦	شارم دريمز للاستثمار السياحي
١٦	مصريني سويف للاسمنت	٧	عبر المحيطات للسياحة
١٧	مصر لصناعة التبريد والتكييف – ميراكو	٨	مصر للفنادق
١٨	مصر للاسمنت - قنا	<b>قطاع الغاز والبترو</b>	
<b>قطاع الكيماويات</b>		١	الاسكندرية للزيوت المعدنية
1	ابوقير للاسمدة والصناعات الكيماوية	٢	جى . أم . سى للاستثمارات
٢	الصناعات الكيماوية المصرية – كيما	<b>قطاع المرافق</b>	
٣	المالية والصناعية المصرية	١	غاز مصر
٤	سيدي كرير للبتروكيماويات	<b>قطاع المنتجات المنزلية والشخصية</b>	
٥	مصر لصناعة الكيماويات	١	الاسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)
<b>قطاع الموارد الاساسية</b>		٢	الشرقية – ايسترن كومباني
١	اسيك للتعدين – اسكوم	٣	العربية لحليج الأقطان
٢	العامة لصناعة الورق – راکتا	٤	العربية وبولفار للغزل والنسيج – يونيراب
٣	العز الدخيلة للصلب – الاسكندرية	٥	النساجون الشرقيون للسجاد
٤	حديد عز	٦	النصر للملابس والمنسوجات – كابو
٥	مصر للالومنيوم	<b>قطاع الموزعون وتجار التجزئة</b>	
		١	العامة للصوامع والتخزين
		٢	مصر للاسواق الحرة

