

دور سياسة توزيع الأرباح فى تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة  
المراجعة على سلوك أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية

د. محمد صابر حموده السيد  
مدرس فى قسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة المنوفية

## دور سياسة توزيع الأرباح فى تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية

د. محمد صابر حموده السيد

مدرس فى قسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنوفية

### أولاً: مقدمة

تعد سياسة توزيع الأرباح أحد القرارات المالية الهامة التى تتخذها الإدارة حيث لا تعتبر مجرد توزيع نقدى وإنما تمثل مصدراً للمعلومات عن مدى كفاءة الأداء الحالى والمستقبلى لإدارة أنشطة الشركة، وتظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح من خلال تأثيرها على القرارات الاستثمارية حيث تعتبر أداة لمساعدة المساهمين والمستثمرين على تقييم مدى قدرة الشركة على دفع التوزيعات وتقييم القيمة السوقية للأسهم (الحتبور، ٢٠١٦).

وقد ظهرت أهمية تطبيق حوكمة الشركات بما تتضمنه من الأسس والمبادئ والنظم التى تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من جانب وبين المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة من جانب آخر (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦)، ويعتبر مجلس الإدارة أحد الدعائم الأساسية لتفعيل حوكمة الشركات حيث يلعب دوراً هاماً فى وضع الأهداف الإستراتيجية، إقرار الخطط والسياسات العامة التى تحكم سير العمل، مراقبة أداء الإدارة، التحقق من فعالية نظام الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر، تحديد الأسلوب الأمثل لتطبيق الحوكمة، فضلاً عن اعتماد السياسات والمعايير المهنية الواجب مراعاتها، وبالتالي فإن لقرارات مجلس الإدارة تأثير كبير على أداء الشركة بما يضمن الحفاظ على أصولها وتعظيم ثروة مساهميها (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦).

كما تعتبر لجنة المراجعة أحد اللجان المنبثقة من مجلس الإدارة التي تهدف إلى مساعدة المجلس على أداء مسؤولياته وتفعيل الإشراف والرقابة، تدعيم استقلال المراجع الخارجي من خلال حل الخلافات التي تحدث مع الإدارة وتقديم التوصيات حول تعيينه وعزله وفقاً لمعايير موضوعية محددة، تدعيم استقلال المراجع الداخلي عن طريق متابعته وإقامة قناة اتصال معه للحصول على توصياته وحل المشاكل التي تحدث مع الإدارة، زيادة الثقة والمصداقية في التقارير المالية من خلال فحص التقارير المالية والقيام بالأنشطة للحد من ممارسات إدارة الأرباح، التحقق من فعالية نظام الرقابة الداخلية وتقديم التوصيات لتفعيله وتطويره بما يحقق أهداف الشركة وحماية مصالح المساهمين والأطراف ذات العلاقة (عبد الرحمن ، ٢٠٠٤ ، عبد الفتاح، ٢٠١٣ ، Caskey, et al., 2010).

### ثانياً: مشكلة الدراسة

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات الهامة التي تؤثر على المساهمين والشركة حيث يهدف المساهمون إلى تحقيق أرباح فورية من عملية التوزيع بينما تهدف الإدارة إلى تحقيق التوازن بين توزيع الأرباح الفورية والأرباح الراسمالية المستقبلية وتعظيم القيمة السوقية للسهم، وبالتالي فمن الأهمية تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تعمل على استمرار استثمارات الشركة وتعظيم أرباحها المستقبلية فضلاً عن حماية مصالح المساهمين وتعظيم ثروتهم وما يستتبعه من التأثير على القيمة السوقية للسهم، إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات سياسة توزيع الأرباح ونتائج الدراسات السابقة حول مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم مما يتطلب ضرورة تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم في البيئة المصرية.

وقد أدت زيادة حالات الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية لكثير من الشركات الكبرى في العديد من دول العالم المختلفة إلى عدم الثقة في المعلومات الواردة بالتقارير المالية والشك في كفاءة أداء مجالس الإدارة واللجان المنبثقة منها والمطالبة

بضرورة وجود مجموعة من المبادئ لزيادة الثقة في التقارير المالية وزيادة فعالية الرقابة على إدارة الشركات، مما أدى إلى زيادة الاهتمام بقواعد حوكمة الشركات والمطالبة بضرورة تطبيق المبادئ الأساسية للحوكمة.

ويعتبر مجلس الإدارة ولجنة المراجعة أحد الركائز الأساسية لتفعيل حوكمة الشركات وتحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى (رياض، ٢٠١٣، Li, et al., 2012)، ولضمان فعالية مجلس الإدارة ولجنة المراجعة في الرقابة والإشراف وتحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى فإن الأمر يتطلب ضرورة توافر عدد من الخصائص في مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، إلا أنه لوحظ اختلاف تلك الخصائص من دولة إلى أخرى فضلاً عن اختلاف تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح من شركة إلى أخرى، وبالتالي فمن الضروري تحديد أهم خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في البيئة المصرية، فضلاً عن دور سياسة توزيع الأرباح في تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في البيئة المصرية.

وتتير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات تعكس جوهر المشكلة والتي تتمثل في

التالي:

- ١- هل هناك تأثير لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.
- ٢- هل هناك اختلاف بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات.
- ٣- هل هناك اختلاف بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم.

### ثالثاً: أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في تحديد دور سياسة توزيع الأرباح في تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم بغرض زيادة كفاءة أداء مجالس الإدارة ولجان المراجعة وما يستتبعه من تحقيق التوازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة التي تعمل على حماية مصالح المساهمين وتعظيم القيمة السوقية لأسهم شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- ١- دراسة وتحليل مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.
- ٢- تحديد مدى الاختلاف بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات.
- ٣- تحديد مدى الاختلاف بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم.

### رابعاً: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من مجموعة المساهمات التالية:

- ١- الفاء الضوء على خصائص مجالس الإدارة ولجان المراجعة والتي تعتبر أحد الدعائم الأساسية لتفعيل حوكمة الشركات.
- ٢- توجيه اهتمام الشركات إلى أهم خصائص مجالس الإدارة ولجان المراجعة المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.
- ٣- إجراء الدراسة التطبيقية على قطاع التشييد ومواد البناء الذي يشكل أحد محاور التنمية الاقتصادية الهامة حيث حقق معدل نمو اقتصادي موجب بلغ ٨.٥%

وساهم بنسبة كبيرة فى النمو بلغت ١٣.٤%، كما استحوذ على ١٨.٥% من الاستثمارات الكلية المنفذة خلال التسعة أشهر الأولى من العام المالى ٢٠١٦م/٢٠١٧م (وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإدارى، ٢٠١٧).

#### خامساً: حدود الدراسة

لا تتناول هذه الدراسة نسبة التوزيعات أو اتخاذ قرار توزيعات الأرباح حيث اعتمدت الدراسة على العائد على التوزيعات فى قياس سياسة توزيع الأرباح والذى يعتبر أحد المقاييس الأكثر استخداماً فى الدراسات المحاسبية (Chen, et al., 2017; Lindeman, 2016; Shah & Noreen, 2016).

كما يخرج عن نطاق هذه الدراسة شركات قطاع التشييد ومواد البناء التى لم يستمر قيد وتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرى خلال الفترة من عام ٢٠١٢م إلى عام ٢٠١٦م، فضلاً عن الشركات التى تم دمجها مع شركات أخرى خلال تلك الفترة.

#### سادساً: خطة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة فقد تم تقسيم ما تبقى من الدراسة إلى ثمانية أقسام رئيسية هى الإطار النظرى للدراسة، الدراسات السابقة، فرضيات الدراسة، منهجية الدراسة، تحليل نتائج الدراسة، نتائج الدراسة، توصيات الدراسة، ومجالات الدراسة المستقبلية.

#### سابعاً: الإطار النظرى للدراسة

##### ١- نظريات سياسة توزيع الأرباح

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بالممارسات التى تتبعها الشركة فى اتخاذ القرار بقيمة الأرباح التى يتقرر احتجازها لإعادة استثمارها فى فرص استثمارية جديدة أو توزيعها على المساهمين فى صورة نقدية أو عينية، وتتمثل سياسة توزيع الأرباح المثلى فى تلك السياسة التى تعمل على تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية والأرباح

المستقبلية التي يترتب عليها تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة (الحناوى & العبد، ٢٠٠٦; Lease, et al., 2000).

ويمكن استخدام سلوك أسعار الأسهم كمقياس لتحديد المخاطر حيث يعبر عن معدل التغير في القيمة السوقية للسهم في وقت محدد، وكلما زاد معدل التغير في القيمة السوقية للسهم كلما زادت فرصة تحقيق أرباح أو تحمل خسائر في المدى القصير، فضلاً عن صعوبة تقدير القيمة السوقية للسهم في المستقبل (Hussainey, et al., 2011)، وقد تناولت العديد من النظريات سياسة توزيع الأرباح بهدف تفسير أسباب قيام الشركات بتوزيع الأرباح ومدى تأثيرها على سلوك أسعار الأسهم، ويمكن تناول نظريات سياسة توزيع الأرباح كما يلي:

#### ١/١ نظرية عدم ملائمة التوزيعات Dividend Irrelevance Theory

تفترض هذه النظرية عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في ظل عدد من الافتراضات التي تتمثل في تماثل المعلومات لكافة المستثمرين بدون تكاليف، امكانية شراء أو بيع أى كمية من الأوراق المالية، عقلانية المستثمرين وعدم قدرتهم في التأثير على القيمة السوقية للأسهم، عدم وجود ضرائب أو تكاليف المعاملات، ثبات السياسة الاستثمارية للشركة، فضلاً عن توافر ظروف التأكد حيث تكون قيمة الاستثمارات والتدفقات النقدية المستقبلية محددة مقدماً (Miller & Modigliani, 1961).

ووفقاً لهذه النظرية فإن القيمة السوقية للسهم تتحدد من خلال قدرة أصول الشركة على توليد الدخل ومخاطر الأعمال بغض النظر عن كيفية التصرف في الدخل سواء في صورة أرباح محتجزة أو أرباح موزعة (Habib, et al., 2012)، وبالتالي تتحدد أولويات الشركة في تحديد احتياجاتها الاستثمارية ثم اجراء توزيع الأرباح في حالة توافر فائض نقدي، حيث تعتمد هذه النظرية على عدم تفرقة المستثمرين بين الأرباح الجارية والأرباح الراسمالية وعدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح على ثروة المساهمين.

وقد تعرضت هذه النظرية إلى العديد من الانتقادات والتي تتمثل أهمها في عدم واقعية الافتراضات التي تعتمد عليها حيث يتحمل المستثمرون تكاليف المعاملات، وجود ضرائب يتعين على الشركات والمستثمرين سدادها، فضلاً عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين (شعراوى، ٢٠١٣).

### ٢/١ نظرية طائر في اليد Bird-in-Hand Theory

تقضى هذه النظرية بوجود تأثيراً إيجابياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في ظل عدد من الافتراضات التي تتمثل في عدم توافر المعلومات الكاملة عن ربحية الشركة لدى المستثمرين، تمثل توزيعات الأرباح إشارة للتدفقات النقدية المتوقعة، فضلاً عن خضوع توزيعات الأرباح للضريبة بمعدل أعلى من الأرباح الراسمالية (Hussainey, et al., 2011; Habib, et al., 2012).

ووفقاً لهذه النظرية فإن توزيعات الأرباح تؤدي إلى انخفاض عدم التأكد للمستثمرين وبالتالي فإن زيادة توزيعات الأرباح تؤدي إلى انخفاض معدل العائد المطلوب وانخفاض تكلفة راس المال وتأثير ذلك إيجابياً على القيمة السوقية للسهم (Al-Malkawi, 2007)، ومن ثم تؤيد هذه النظرية تفضيل توزيعات الأرباح الفورية على الأرباح الراسمالية المستقبلية غير المؤكدة، وقد دعمت هذه النظرية من جانب دراسة كل من (Walter, 1963; Lintner, 1962; Gordon & Shapiro, 1956).

### ٣/١ نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory

تقضى هذه النظرية بوجود تأثيراً سلبياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم حيث تفترض تفضيل الأرباح الراسمالية على توزيعات الأرباح الفورية للحصول على المزايا الضريبية التي تتمثل في انخفاض الضرائب على الأرباح الراسمالية حيث أن معدل الضريبة على الأرباح الراسمالية أقل من معدل الضريبة على توزيعات الأرباح، ومن ثم تؤيد هذه النظرية انخفاض قيمة توزيعات الأرباح الفورية التي تؤدي



إلى انخفاض تكلفة رأس المال وانعكاس ذلك على ارتفاع القيمة السوقية للسهم (Al-Malkawi, et al., 2010).

#### ٤/١ نظرية الإشارة Signaling Theory

تقضى هذه النظرية بوجود تأثيراً إيجابياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم حيث تمثل توزيعات الأرباح إشارة حول الأرباح المستقبلية المتوقعة وبالتالي يمكن استخدامها في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين (Al-Malkawi, 2007; Li & Zhao, 2008)، ووفقاً لهذه النظرية فإن زيادة توزيعات الأرباح يشير إلى توقعات بارتفاع أداء الشركة المستقبلي وارتفاع الأرباح المستقبلية وانعكاس ذلك على ارتفاع القيمة السوقية للسهم (داود، ٢٠١٣).

#### ٥/١ نظرية الوكالة Agency Theory

تعتمد هذه النظرية على دراسة العلاقة بين المساهمين والإدارة حيث تعتبر الإدارة وكيلاً عن المساهمين لإدارة أموالهم وأرباحهم، وبالتالي يمكن أن تنشأ مشكلة الوكالة التي تؤثر على قرارات التمويل وتوزيع الأرباح نتيجة لرغبة الإدارة في استثمار كافة الأموال المتاحة التي تعزز من سيطرتها على الموارد إلا أنها قد تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، بينما يرغب المساهمون في الحصول على جزء من تلك الأموال في صورة توزيعات أرباح وخاصة في حالة عدم القدرة على الاستثمار بمعدل أكبر من تكلفة رأس المال (Ross, et al., 2003; Stulz, 1990).

وقد اشارت دراسة (Bhaduri, 2002) بارتباط نظرية الوكالة بتوزيع الأرباح حيث يمكن تخفيض مشكلة الوكالة بين المساهمين والإدارة من خلال توزيع الأرباح الذي يحقق الثقة والأمان للمساهمين بعدم استغلال الإدارة والمحافظة على مصالحهم وما يستتبعه من ارتفاع القيمة السوقية للسهم، في حين يختلف ذلك مع دراسة (Easterbrook, 1984) التي توصلت إلى عدم وجود تأثير لتكاليف الوكالة في تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم.

يتضح مما سبق اختلاف نظريات سياسة توزيع الأرباح حول العلاقة بين توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم حيث اشارت نظرية عدم ملائمة التوزيعات إلى عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، في حين اشارت كل من نظرية طائر في اليد، نظرية الإشارة، ونظرية الوكالة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، بينما اشارت نظرية التفضيل الضريبي إلى وجود تأثيراً سلبياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

## ٢- خصائص مجلس الإدارة

صدر الدليل المصرى لحوكمة الشركات عن مركز المديرين المصرى التابع للهيئة العامة للرقابة المالية فى أكتوبر عام ٢٠٠٥م وتعديلاته الصادرة فى فبراير عام ٢٠١١م وكذلك تعديلاته الأخيرة الصادرة فى أغسطس عام ٢٠١٦م الذى يعد أول تحديث متكامل بهدف توفير قواعد استرشادية فى مجالات الحوكمة، تطبيقات الشفافية، والإدارة الرشيدة بما يخدم كافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة ويساهم فى تحقيق التنمية الاقتصادية بشكل عام، ويساعد هذا الدليل على ضمان المتابعة الفعالة لأداء إدارة الشركة من جانب مجلس الإدارة، فضلاً عن ضمان المساءلة الفعالة لمجلس الإدارة من جانب الجمعية العامة للمساهمين.

ونظراً لأهمية مجلس الإدارة كأحد الدعائم الأساسية لتفعيل حوكمة الشركات ولضمان فعالية مجلس الإدارة فى القيام بوظيفة الرقابة والإشراف فإن الأمر يتطلب ضرورة توافر عدد من الخصائص التالية:

## ١/٢ استقلال مجلس الإدارة

عضو مجلس الإدارة المستقل هو عضو غير تنفيذى بمجلس الإدارة وغير مساهم بالشركة يعين كعضو من ذوى الخبرة وتتحصر عضويته فى مجلس الإدارة، ولا يمثل هذا العضو الملاك وليس له تعاملات جوهرية مع الشركة ولا يتقاضى منها أجراً أو عمولات أو أتعاب باستثناء ما يتقاضاه مقابل عضويته بمجلس الإدارة، كما أنه ليس

له مصلحة خاصة بالشركة ولا تربطه صلة قرابة بأى من مساهميها أو أعضاء مجلس إدارتها أو قيادتها التنفيذية حتى الدرجة الثانية، فضلاً عن أنه ليس من كبار العاملين بالشركة أو مستشاريها أو مراجعي حساباتها خلال الثلاث سنوات السابقة على تعيينه فى المجلس، ويجب ألا تتجاوز مدة عضويته كمستقل عن ست سنوات متتالية كحد أقصى وإلا أصبح عضواً غير مستقل (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦، الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧).

يلعب استقلال مجلس الإدارة دوراً فعالاً فى تعزيز الرقابة على الإدارة وتخفيض صراع الوكالة بين الإدارة والمساهمين حول سياسة توزيع الأرباح وما يستتبعه من تخفيض تكاليف الوكالة حيث يمكن للأعضاء المستقلين تعزيز فعالية المجلس فى حماية حقوق المساهمين من خلال تخفيض ممارسات إدارة الأرباح (De Villiers, et al., 2011).

وبغرض تعزيز استقلال مجلس الإدارة أوصى الدليل المصرى لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦م بأن تكون اغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل مما لديهم المهارات الفنية والتحليلية التى تساعد على تقديم النصح والمشورة للمجلس، كما يتولى المجلس انتخاب رئيسه وتعيين العضو المنتدب.

وقد تناولت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين استقلال مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح حيث اشارت دراسة (Sharma, 2011) إلى وجود علاقة طردية بين استقلال مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح، وقد اتفقت نتائج تلك الدراسة مع نتائج دراسة كل من (Yarram, 2010; Riaz, et al., 2016; Kulathunga, et al., 2017) التى خلصت إلى وجود تأثيراً ايجابياً لاستقلال مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح.

إلا أن نتائج تلك الدراسات اختلفت مع نتائج دراسة (Benjamin & Zain, 2015) التي اشارت إلى وجود علاقة عكسية بين استقلال مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح، وقد اتفقت نتائج تلك الدراسة مع نتائج دراستي كل من (Shehu, et al., 2015; Sani & Musa, 2017) التي خلصت إلى وجود تأثيراً سلبياً لاستقلال مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، بينما توصلت نتائج دراسة (Mansourinia, et al., 2013) إلى عدم وجود تأثير لاستقلال مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين استقلال مجلس الإدارة وسلوك أسعار الأسهم فقد اشارت دراسة (Rosenstein & Wyatt, 1990) إلى وجود تأثيراً ايجابياً لاستقلال مجلس الإدارة على أسعار الأسهم، كما خلصت دراسة (Nguyen & Nielsen, 2010) إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم نتيجة لانخفاض نسبة استقلال مجلس الإدارة.

## ٢/٢ حجم مجلس الإدارة

يلعب حجم مجلس الإدارة دوراً هاماً في فعالية المجلس حيث أن زيادة عدد أعضاء المجلس يمكن أن تؤدي إلى تعزيز فعالية المجلس في القيام بوظيفة الرقابة والإشراف نتيجة لزيادة الخبرات من الموارد البشرية (Baran & Forst, 2015; Samaha, et al., 2015)، في حين يرى البعض الآخر أن زيادة عدد أعضاء المجلس يمكن أن تؤدي إلى انخفاض فعالية المجلس بسبب مشاكل التنسيق بين الأعضاء، عدم المرونة في اتخاذ القرارات، فضلاً عن الرقابة الزائدة للأعضاء التنفيذيين (Eisenberga, et al., 1998; Jensen, 1993).

وعلى الرغم من أهمية حجم مجلس الإدارة إلا أنه لا يوجد اتفاق حول عدد أعضاء مجلس الإدارة الأمثل حيث تطلب الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦م بتشكيل مجلس الإدارة من عدد مناسب من الأعضاء بما يمكنه من القيام بواجباته وترك حرية تحديد عدد أعضاء المجلس إلى الشركات حسب طبيعة

نشاطها وتعدد عملياتها، في حين اشار القانون رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١م المعدل بالقانون رقم ٣ لعام ١٩٩٨م وبالقانون رقم ٩٤ لعام ٢٠٠٥م بتشكيل مجلس الإدارة من عدد لا يقل عن ثلاثة تختارهم الجمعية العامة لمدة ثلاث سنوات وفقاً للطريقة المبينة بنظام الشركة، بينما اشارت دراسة (Jensen, 1993) بأن الحجم الأمثل لمجلس الإدارة يتراوح بين سبعة إلى ثمانية أعضاء، و اشارت دراسة (Lipton & Lorsch, 1992) بأن الحجم الأمثل لمجلس الإدارة يتراوح بين ثمانية إلى تسعة أعضاء، في حين خلصت دراسة (Raheja, 2005) بأن الحجم الأمثل لمجلس الإدارة دالة في خصائص الشركة ومجلس الإدارة.

وقد تناولت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح إلا أنها اختلفت فيما بينها حيث خلصت دراسة كل من (Pelt, 2013; Mansourinia, et al., 2013; Riaz, et al., 2016) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لحجم مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، بينما خلصت دراساتى كل من (Sani & Musa, 2017; Kulathunga, et al., 2017) إلى وجود تأثيراً سلبياً لحجم مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، في حين خلصت دراسة (Yarram, 2010) إلى عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح.

### ٣/٢ ملكية مجلس الإدارة

دعمت الكثير من الدراسات ارتباط ملكية أعضاء مجلس الإدارة بحوكمة الشركات حيث أن امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من أسهم الشركة يؤدي إلى توافق مصالحهم مع مصالح المساهمين وانخفاض تكاليف الوكالة (Ghosh & Sirmans, 2006)، فضلاً عن ميل الإدارة إلى الاحتفاظ بالأرباح تحت السيطرة لإجراء التوسعات اللازمة بدلاً من توزيع أرباح على المساهمين (Okafor, et al., 2016).

وقد تناولت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين نسبة ملكية مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح إلا أنها اختلفت فيما بينها حيث خلصت دراساتى كل

من (Huda & Abdullah, 2014; Shehu, et al., 2015) إلى وجود تأثيراً إيجابياً  
لملكية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، بينما خلصت دراسة كل من  
(Jensen, 1993; Okafor, et al., 2016; Sani & Musa, 2017) إلى وجود تأثيراً  
سلبياً لملكية مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح.

#### ٤/٢ اجتماعات مجلس الإدارة

أيدت الكثير من الدراسات ارتباط اجتماعات مجلس الإدارة بجودة ممارسات  
حوكمة الشركات حيث يمكن أن تؤدي زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة إلى زيادة  
فعالية رقابة المجلس، ارتفاع كفاءة الأداء، فضلاً عن انخفاض ممارسات إدارة  
الأرباح (Zhou & Chen, 2004; Lipton & Lorsch, 1992).

في حين اشارت دراسات أخرى إلى وجود تأثير سلبى لزيادة عدد اجتماعات  
مجلس الإدارة حيث خلصت دراسة (Benjamin & Zain, 2015) إلى وجود تأثيراً سلبياً  
لعدد اجتماعات المجلس على توزيعات الأرباح، كما توصلت دراسة (Vafeas, 1999)  
إلى وجود علاقة عكسية بين عدد الاجتماعات وقيمة المنشأة، وشارت نتائج  
دراسة (Jensen, 1993) إلى أن انخفاض عدد الاجتماعات يؤدي إلى ارتفاع جودة  
أداء المجلس بسبب انخفاض الصراعات بداخله.

وبغرض تفعيل اجتماعات مجلس الإدارة وارتفاع جودة ممارسات الحوكمة أوصى  
الدليل المصرى لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦م باجتماع مجلس الإدارة مرة  
كل ثلاثة شهور على الأقل مع امكانية استعانة المجلس بما يراه من داخل أو خارج  
الشركة لمناقشة بعض الموضوعات الخاصة بالشركة، كما أنه تطلب ضرورة  
الإفصاح عن عدد اجتماعات المجلس وأسماء الأعضاء الذين لم يحضروا  
الاجتماعات في التقرير السنوى وتقرير مجلس الإدارة.

### ٣- خصائص لجنة المراجعة

تتطلب فعالية لجنة المراجعة وجود أعضاء مؤهلين لديهم السلطة والموارد لحماية مصالح المساهمين من خلال ضمان موثوقية التقارير المالية، كفاية اجراءات الرقابة الداخلية، وإدارة المخاطر وذلك من خلال الجهود الرقابية المستمرة والجادة (DeZoort, et al., 2002)، وعلى الرغم من اختلاف وظائف لجنة المراجعة من شركة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى إلا أن هناك اتفاق على ضرورة توافر خصائص معينة لضمان فعالية أداء لجنة المراجعة، وتتمثل خصائص لجنة المراجعة في التالي:

#### ١/٣ استقلال لجنة المراجعة

يعتبر عضو لجنة المراجعة مستقلاً في حالة عدم ارتباطه بأى علاقات شخصية أو مالية مع الشركة ومديريها التنفيذيين (Persons, 2005)، ويمثل استقلال لجنة المراجعة أحد الخصائص الأساسية لتعزيز قدرتها على فعالية تنفيذ مسؤولياتها حيث يؤدي استقلال لجنة المراجعة إلى زيادة فعالية الرقابة الداخلية (Barua, et al., 2010)، زيادة الثقة والمصادقية في التقارير المالية نظراً لارتفاع مستوى جودة أداء اللجنة (Othman, et al., 2014)، زيادة فعالية اللجنة في السيطرة على ممارسات إدارة الأرباح (Persons, 2005)، فضلاً عن زيادة قدرتها على مواجهة تصرفات الإدارة التي قد تؤثر بالسلب على الأداء المالي للشركة (Alzeban & Sawan, 2015).

وبغرض تعزيز استقلال لجنة المراجعة فقد تطلب كل من الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦م، دليل عمل لجان المراجعة الصادر عام ٢٠٠٨م، قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية الصادرة عام ٢٠١٧م، والقواعد التنفيذية لحوكمة الشركات الصادرة عام ٢٠٠٧م بتشكيل اللجنة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين أو من خارج الشركة على أن يكون من بينهم عضوين مستقلين على الأقل لضمان عمل اللجنة بكفاءة واستقلالية، مع ضرورة اعتماد لائحة عملها

من مجلس الإدارة لتحديد نطاق مسؤولياتها واختصاصاتها بما يتفق مع القوانين والتعليمات الرقابية، فضلاً عن اختيار اللجنة لرئيسها والموافقة على تشكيلها ومعايير اختيار أعضائها وبرامجها والمقابل المادى لأعضائها ورئيسها ونطاق مسؤولياتها بموجب قرار من مجلس الإدارة.

### ٢/٣ خبرة أعضاء لجنة المراجعة

تتطلب فعالية أداء لجنة المراجعة ضرورة توافر الخبرة المالية، المحاسبية، القانونية، فضلاً عن الخبرة بعمل اللجنة وطبيعة نشاط الشركة مما يؤدي إلى زيادة قدرة أعضاء اللجنة على فهم وتفسير القوائم المالية (عبد الفتاح، ٢٠١٣)، فهم قرارات المراجع وتحديد الخلافات الجوهرية بين الإدارة والمراجع الخارجى (Raghunandan & Rama, 2007)، التواصل مع المراجع الداخلى والخارجى وضمان التنفيذ السليم لتوصيات المراجعة الداخلية والخارجية (Alzeban & Sawan, 2015)، اكتشاف ممارسات إدارة الأرباح (Be'dard, et al., 2004)، تحسين حوكمة الشركات (Defond, et al., 2005)، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى الإفصاح المحاسبى (Mangena & Tauringana, 2007).

وبغرض تعزيز الخبرة المالية والمحاسبية لأعضاء اللجنة فقد تطلب كل من الدليل المصرى لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦م، دليل عمل لجان المراجعة الصادر عام ٢٠٠٨م، قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية الصادرة عام ٢٠١٧م، والقواعد التنفيذية لحوكمة الشركات الصادرة عام ٢٠٠٧م بأن يكون من بين أعضاء اللجنة عضواً واحداً على الأقل ممن تتوفر لديهم الخبرة والمعرفة بالجوانب المالية والمحاسبية.

### ٣/٣ حجم لجنة المراجعة

يلعب حجم لجنة المراجعة دوراً هاماً فى فعالية تنفيذ مسؤولياتها حيث يعكس مدى توافر الخبرات، الآراء، التجارب، المهارات، والقيادات لضمان فعالية الإشراف



والرقابة (Be'dard, et al., 2004)، وبالتالي يجب أن يكون عدد أعضاء اللجنة ملائماً للقيام بمسئولياتها بكفاءة وفعالية حيث أن زيادة عدد أعضائها بشكل غير ملائم يمكن أن يؤدي إلى صعوبة التنسيق بين الأعضاء وعدم المرونة في الوصول إلى اتفاق داخل اللجنة نتيجة لتباين الآراء عند المناقشة أو اقتراح التوصيات (عبد الفتاح، ٢٠١٣، 2008; Lin, et al., 2008)، كما أن انخفاض عدد أعضاء اللجنة بشكل غير ملائم يمكن أن يؤدي إلى القصور في القيام بمسئولياتها بكفاءة وفعالية (عبد الفتاح، ٢٠١٣).

وعلى الرغم من أهمية حجم لجنة المراجعة إلا أنه لا يوجد اتفاق عام حول عدد أعضاء لجنة المراجعة الأمثل حيث يختلف حجم اللجنة من شركة إلى أخرى وفقاً لتعدد منتجاتها وفروعها، عدد عملائها ومورديها، وتعقد عملياتها، كما تطلب كل من الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦م، دليل عمل لجان المراجعة الصادر عام ٢٠٠٨م، قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية الصادرة عام ٢٠١٧م، والقواعد التنفيذية لحوكمة الشركات الصادرة عام ٢٠٠٧م بتشكيل اللجنة من ثلاثة أعضاء على الأقل وفقاً لاحتياجات الشركة ومسئولياتها ومدى تعقد عملياتها المالية والمحاسبية.

### ٤/٣ ملكية لجنة المراجعة

ترتبط ملكية لجنة المراجعة بحوكمة الشركات إلا أن هناك اختلاف حول مدى تأثير نسبة ملكية أعضاء اللجنة على فعالية الأداء حيث ترى نظرية الوكالة أن ارتفاع نسبة ملكية أعضاء اللجنة يؤدي إلى توافق مصالحهم مع مصالح المساهمين وما يستتبعه من فعالية الرقابة والإشراف (Mangena & Pike, 2005)، في حين ترى دراسة (Mangena & Pike, 2005) أن ارتفاع نسبة ملكية أعضاء اللجنة يؤدي إلى انخفاض استقلال اللجنة وضعف قدرتها الرقابية والقيام بتصرفات تتعارض مع مصالح المساهمين وما يستتبعه من انخفاض فعالية اللجنة.

وباستقراء الدراسات السابقة وفي حدود علم الباحث لوحظ ندرة الدراسات التي تناولت أثر خصائص لجنة المراجعة على سياسة توزيع الأرباح حيث خلصت دراسة (رياض، ٢٠١٣) إلى وجود تأثيراً ايجابياً لكل من خبرة أعضاء لجنة المراجعة، عدد اجتماعاتها، واستقلالية أعضائها على معدل التوزيعات النقدية، وعدم وجود تأثير لحجم لجنة المراجعة على معدل التوزيعات النقدية، كما توصلت دراسة (Sani & Musa, 2017) إلى عدم وجود تأثير لحجم لجنة المراجعة على توزيعات الأسهم.

### **ثامناً: الدراسات السابقة**

تناولت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسياسة توزيع الأرباح، كما تناولت دراسات أخرى العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم، ويمكن عرض ملخص لأهداف ومتغيرات وأهم نتائج تلك الدراسات بغرض توصيف منهج الدراسة الحالية وتحديد متغيراتها وبناء نموذجها، فضلاً عن التعرف على موقع الدراسة الحالية وتحديد أهم ما يميزها عن الدراسات السابقة كما يلي:

#### **١- الدراسات السابقة حول العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ولجنة**

##### **المراجعة وسياسة توزيع الأرباح**

أجريت العديد من الدراسات السابقة حول العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسياسة توزيع الأرباح حيث استهدفت دراسة (Yarram, 2010) تحديد أثر حجم مجلس الإدارة، استقلال مجلس الإدارة، والفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٤١٢) شركة استرالية خلال الفترة ٢٠٠٤م - ٢٠٠٩م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لاستقلال مجلس الإدارة على معدل

توزيعات الأرباح، بينما لوحظ عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة والفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب على معدل توزيعات الأرباح. كما استهدفت دراسة (Jiraporn, et al., 2011) فحص أثر تطبيق حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٩٨٩٣) مشاهدة للشركات الأمريكية خلال الفترة ٢٠٠١م - ٢٠٠٤م، وقد توصلت الدراسة إلى ارتفاع توزيعات الأرباح للشركات التي تتميز بارتفاع مستوى جودة تطبيق حوكمة الشركات، فضلاً عن وجود تأثير لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سياسة توزيع الأرباح.

وفى دراسة أخرى قام بها (Sharma, 2011) فقد استهدفت تحديد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخصائص مجلس الإدارة التي تتمثل فى استقلال مجلس الإدارة، مدة عضوية مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٩٤٤) شركة من الشركات المقيدة فى بورصتى NYSE، NASDAQ بالولايات المتحدة خلال عام ٢٠٠٦م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التوزيعات المدفوعة وكل من استقلال مجلس الإدارة، ومدة عضوية مجلس الإدارة.

أما الدراسة التي قام بها (Nimer, et al., 2012) فقد استهدفت اختبار العلاقة بين فعالية لجنة المراجعة وسياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت دراسة ميدانية على عينة مكونة من (٦٣) شركة من الشركات الصناعية المساهمة الأردنية، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين فعالية لجنة المراجعة وسياسة توزيع الأرباح.

بينما استهدفت دراسة (Pelt, 2013) التحقق من أثر خصائص مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، وقد اعتمدت الدراسة على خمسة متغيرات تتمثل فى حجم مجلس الإدارة، نسبة المديرين الداخليين، نسبة السيدات فى المجلس، نسبة الملكية

الإدارية، ومدة عضوية مجلس الإدارة، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٤٣٦) شركة من الشركات المقيدة في مؤشر S&P 500 خلال الفترة ٢٠٠٨م-٢٠١١م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لحجم مجلس الإدارة ومدة عضويته على توزيع الأرباح، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لنسبة المديرين الداخليين على توزيع الأرباح.

واستهدفت دراسة (Mansourinia, et al., 2013) التحقق من أثر حجم مجلس الإدارة، استقلال مجلس الإدارة، والفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٤٠) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بطهران خلال الفترة ٢٠٠٦م-٢٠١٠م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لحجم مجلس الإدارة على نسبة توزيعات الأرباح، بينما لوحظ عدم وجود تأثير لاستقلال مجلس الإدارة والفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب على نسبة توزيعات الأرباح.

بينما استهدفت دراسة (رياض، ٢٠١٣) تحديد أثر خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة على توزيعات الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٤٧) شركة من الشركات الصناعية المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرى خلال الفترة ٢٠٠٦م-٢٠١٠م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من استقلال مجلس الإدارة، عدد اجتماعاته، نسبة ملكيته، وخبرة أعضاء لجنة المراجعة، عدد اجتماعاتها، واستقلالية أعضائها على معدل التوزيعات النقدية، فضلاً عن عدم وجود تأثير لكل من حجم مجلس الإدارة، الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، عدد سنوات التعاقد مع مجلس الإدارة، وحجم لجنة المراجعة على معدل التوزيعات النقدية.

كما استهدفت دراسة (Shehu, et al., 2015) اختبار العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٦٤) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال عام ٢٠١٣م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لملكية مجلس الإدارة على توزيع الأرباح، بينما لوحظ وجود تأثيراً سلبياً لاستقلال مجلس الإدارة على توزيع الأرباح.

في حين استهدفت دراسة (Benjamin & Zain, 2015) تحليل العلاقة بين حوكمة الشركات التي تتمثل في خصائص مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١١٤) شركة ماليزية خلال الفترة ٢٠٠٢م-٢٠٠٨م، وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين نسبة توزيع الأرباح واستقلال مجلس الإدارة وعدد اجتماعاته.

أما الدراسة التي قام بها (Okafor, et al., 2016) فقد استهدفت التحقق من أثر خصائص مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٥) شركات صناعية في نيجيريا خلال الفترة ٢٠٠٨م-٢٠١٤م، وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود تأثيراً سلبياً للملكية الداخلية لأعضاء مجلس الإدارة على توزيع الأرباح، فضلاً عن وجود تأثيراً إيجابياً لتركيز الملكية على توزيع الأرباح.

واستهدفت دراسة (Riaz, et al., 2016) اختبار أثر خصائص مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٠٦٤) مشاهدة في باكستان تمثل أربعة قطاعات هي الأسمت، الغزل والنسيج، البنوك، والسكر وذلك خلال الفترة ٢٠٠٩م-٢٠١٥م، وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود تأثيراً إيجابياً لحجم مجلس الإدارة واستقلاله على نسبة توزيع الأرباح.

كما استهدفت دراسة (Sani & Musa, 2017) تحديد أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٨) بنوك نيجيرية خلال الفترة ٢٠٠٦م - ٢٠١٥م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً سلبياً لحجم مجلس الإدارة واستقلاله، وهيكل الملكية على توزيع الأرباح، وعدم وجود تأثير لحجم لجنة المراجعة على توزيع الأرباح.

وفى دراسة أخرى قام بها (Kulathunga, et al., 2017) فقد استهدفت تحديد العلاقة بين متغيرات الحوكمة التي تتمثل في خصائص مجلس الإدارة وتحديد تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٢٠) شركة صناعية مقيدة في سوق الأوراق المالية Colombo في سريلانكا خلال الفترة ٢٠١٠م - ٢٠١٦م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لاستقلال مجلس الإدارة، والفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب على نسبة توزيع الأرباح، بينما لوحظ وجود تأثيراً سلبياً لحجم مجلس الإدارة على نسبة توزيع الأرباح.

## ٢ - الدراسات السابقة حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم

أجريت العديد من الدراسات السابقة حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم حيث استهدفت دراسة (Hussainey, et al., 2011) اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٢٣) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بلندن خلال الفترة ١٩٩٨م - ٢٠٠٧م، وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الأسهم وكل من نسبة التوزيعات المدفوعة والعائد على التوزيعات، فضلاً عن وجود تأثيراً إيجابياً للعائد على التوزيعات على تغيرات أسعار

الأسهم، بينما لوحظ وجود تأثيراً سلبياً لنسبة التوزيعات المدفوعة على تغيرات أسعار الأسهم.

كما استهدفت دراسة (Salari, et al., 2012) تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٦٨) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بتهران خلال الفترة ٢٠٠١م-٢٠١٢م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً سلبياً لسياسة توزيع الأرباح التي تتمثل في العائد على التوزيعات ونسبة التوزيعات المدفوعة على تقلبات أسعار الأسهم.

وفي دراسة أخرى قام بها (Irandoost, et al., 2013) فقد استهدفت تقييم أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم وقرارات الاستثمار، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٦٥) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بتهران خلال الفترة ٢٠٠٧م-٢٠١٢م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً سلبياً لنسبة التوزيعات المدفوعة على تقلبات أسعار الأسهم وقرارات الاستثمار.

وفي دراسة (داود، ٢٠١٣) التي استهدفت تحديد أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على الأداء السعري للأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٩) بنوك مقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة ٢٠٠٣م-٢٠١١م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير لكل من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم، فرص الاستثمار، مخاطر الربحية والسيولة، والرافعة المالية على الأداء السعري لأسهم البنوك محل الدراسة.

وفي الدراسة التي قام بها (Al Masum, 2014) فقد استهدفت اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة

من (٣٠) بنكاً من البنوك المقيدة في سوق الأوراق المالية في دكا ببنجلادش خلال الفترة ٢٠٠٧م-٢٠١١م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً للعائد على التوزيعات على أسعار الأسهم.

أما الدراسة التي قام بها (Hooi, et al., 2015) فقد استهدفت التحقق من العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٣١٩) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة ٢٠٠٣م-٢٠١٣م، وقد اشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تقلبات أسعار الأسهم وكل من نسبة التوزيعات المدفوعة والعائد على التوزيعات.

في حين استهدفت دراسة (Ullah, et al., 2015) التحقق من العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٥) شركات في قطاع المنسوجات المقيدة في سوق الأوراق المالية بكراتشي في باكستان خلال الفترة ٢٠٠٥م-٢٠١٠م، وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين نسبة التوزيعات المدفوعة وتقلبات أسعار الأسهم.

بينما استهدفت دراسة (Ali, et al., 2015) اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٤٥) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بكراتشي خلال الفترة ٢٠٠١م-٢٠١٢م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لنسبة التوزيعات المدفوعة على أسعار الأسهم.

واستهدفت دراسة (Lindeman, 2016) تحليل العلاقة بين مقاييس سياسة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٩٩) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بفنلندا خلال الفترة ٢٠١٠م-٢٠١٤م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين



تقلبات أسعار الأسهم ومقاييس سياسة توزيع الأرباح التي تتمثل في نسبة التوزيعات المدفوعة والعائد على التوزيعات.

كما استهدفت دراسة (Shah & Noreen, 2016) التحقق من العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٥٠) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بكراتشي في باكستان خلال الفترة ٢٠٠٥م - ٢٠١٢م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تقلبات أسعار الأسهم ومقاييس سياسة توزيع الأرباح التي تتمثل في نسبة التوزيعات المدفوعة والعائد على التوزيعات.

وفي دراسة أخرى قام بها (Khan, et al., 2017) فقد استهدفت التعرف على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٤٢) شركة تمثل ثلاثة قطاعات في باكستان هي المنسوجات، السكر، والكيماويات وذلك خلال الفترة ٢٠٠٦م - ٢٠٠٧م، وقد اشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لنسبة التوزيعات المدفوعة على تقلبات أسعار الأسهم، وعدم وجود تأثير للعائد على التوزيعات على تقلبات أسعار الأسهم.

### ٣- موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

يتضح من استعراض نتائج الدراسات السابقة مجموعة من الدلالات التي تبين أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، ويمكن عرض ذلك على النحو التالي:

- ١- وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سياسة توزيع الأرباح حيث لوحظ اختلاف تلك الخصائص من دولة إلى أخرى، فضلاً عن اختلاف تأثيرها من شركة إلى أخرى مما يتطلب ضرورة تحديد أهم خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في البيئة المصرية.

٢- وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم في البيئة المصرية.

٣- ركزت بعض الدراسات السابقة على العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسياسة توزيع الأرباح، في حين ركزت دراسات أخرى على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم، إلا أن الدراسة الحالية ركزت على تحديد أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط.

٤- معظم الدراسات التي تناولت أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سياسة توزيع الأرباح أو أثر سياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم كانت دراسات أجنبية مما يتطلب ضرورة دراسة أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح عملياً في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية، ولذلك قامت الدراسة الحالية بالتطبيق على شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري.

### تاسعاً: فرضيات الدراسة

تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكل من خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة إلا أنه لوحظ اختلاف تلك الخصائص من دولة إلى أخرى فضلاً عن اختلاف تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح من شركة إلى أخرى، حيث خلصت دراسة (Yarram, 2010) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لاستقلال مجلس الإدارة، وعدم وجود تأثير لكل من حجم مجلس الإدارة والفصل بين منصبى رئيس المجلس والعضو المنتدب، بينما توصلت دراسة (رياض، ٢٠١٣) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من استقلال مجلس الإدارة، نسبة ملكيته، استقلال لجنة المراجعة، وخبرة

أعضائها، وعدم وجود تأثير لكل من حجم مجلس الإدارة، حجم لجنة المراجعة، والفصل بين منصبى رئيس المجلس والعضو المنتدب، فى حين اشارت دراسة (Shehu, et al., 2015) إلى وجود تأثيراً سلبياً لاستقلال مجلس الإدارة، وإيجابياً لنسبة ملكيته، كما خلصت دراسة (Kulathunga, et al., 2017) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من استقلال مجلس الإدارة والفصل بين منصبى رئيس المجلس والعضو المنتدب، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لحجم مجلس الإدارة، وتوصلت دراسة (Sani & Musa, 2017) إلى وجود تأثيراً سلبياً لكل من استقلال مجلس الإدارة، وحجمه، ونسبة ملكيته، فضلاً عن عدم وجود تأثير لحجم لجنة المراجعة.

وباستقراء نظريات سياسة توزيع الأرباح لوحظ اختلاف التقديرات النظرية حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسلوك أسعار الأسهم حيث اشارت نظرية عدم ملائمة التوزيعات إلى عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فى حين اشارت كل من نظرية طائر فى اليد، نظرية الإشارة، ونظرية الوكالة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، بينما اشارت نظرية التفضيل الضريبي إلى وجود تأثيراً سلبياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

كما لوحظ اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول مدى تأثير قرارات سياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم حيث اشارت دراسة كل من (Miller & Modigliani, 1961; Baskin, 1989; Roger, 2003) إلى عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم، بينما اشارت دراسات أخرى إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم إلا أنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة حيث خلصت دراسة كل من (Lindeman, 2016; Hooi, et al., 2015; Irandoost, et al., 2013) إلى وجود تأثيراً سلبياً لسياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم، فى حين خلصت دراسة

كل من (Khan, et al., 2017; Ali, et al., 2015; Al Masum, 2014) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لسياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم.

يتضح مما سبق أنه يمكن صياغة فرضيات الدراسة الحالية على النحو التالي:

١- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.

٢- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات.

٣- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم.

### عاشراً: منهجية الدراسة

تعرض منهجية الدراسة التطبيقية كل من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، مصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.

#### ١- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة والمتداول أسهماً في سوق الأوراق المالية المصري والبالغ عددها (٢٥) شركة وفقاً للبيانات المعلنة من جانب البورصة المصرية في مارس ٢٠١٧م (البورصة المصرية، ٢٠١٧)، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

١- استمرار قيد وتداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية المصري وعدم دمجها مع شركات أخرى خلال الفترة من عام ٢٠١٢م إلى عام ٢٠١٦م.

٢- توافر التقارير المالية، نماذج تقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين، نماذج أعضاء لجنة المراجعة، تقارير لجنة المراجعة، ونماذج تقارير مجلس الإدارة السنوية المرفقة بالقوائم المالية للشركات خلال فترة الدراسة.

٣- توافر بيانات عن الأسعار السوقية لأسهم الشركات خلال فترة الدراسة.

وبتطبيق الشروط السابقة بلغ عدد شركات العينة (١٠) شركات بنسبة (٤٠%) من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة، ويمكن توضيح عدد شركات العينة من خلال الجدول رقم (١) التالي:

### جدول رقم (١)

#### عدد شركات عينة الدراسة

م	اسم الشركة	م	اسم الشركة
١	العز للسيراميك والبورسلين (الجمهورية)	٦	جنوب الوادى للأسمنت
٢	النصر للأعمال المدنية	٧	البويات والصناعات الكيماوية - باكين
٣	الاسكندرية لأسمنت بورتلاند	٨	العربية للخزف - سيراميك اراسكو
٤	المصرية لتطوير صناعة البناء	٩	اسمنت سيناء
٥	اسمنت بورتلاند طرة المصرية	١٠	مصر بنى سويف للأسمنت

المصدر: إعداد الباحث

### ٢- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

اعتمدت الدراسة على عدد من العوامل المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم البالغ عددها ثمانية متغيرات في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير بسيط، وقد تم تحديد وتجميع وتوصيف تلك العوامل في ضوء الدراسات السابقة ذات الصلة بخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، الدراسات السابقة ذات الصلة بسياسة توزيع الأرباح، والدراسات السابقة ذات الصلة بسلوك أسعار الأسهم، ويمكن توضيح تلك العوامل التي تمثل المتغيرات المتوقع تأثيرها على سلوك أسعار الأسهم وطريقة قياسها من خلال الجدول رقم (٢) التالي:

**جدول رقم (٢)**  
**العوامل المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم**

رمز المتغير	المتغير	طريقة القياس	المصدر
المتغيرات المستقلة			
X <sub>1</sub>	استقلال مجلس الإدارة	عدد الأعضاء المستقلين ÷ إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة	(Haque, 2017) (Reguera-Alvarado & Bravo, 2017)
X <sub>2</sub>	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة	(Baran & Forst, 2015) (Kulathunga, et al., 2017)
X <sub>3</sub>	نسبة ملكية مجلس الإدارة	عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة ÷ إجمالي عدد الأسهم في نهاية السنة	(Okafor, et al., 2016) (Sani & Musa, 2017)
X <sub>4</sub>	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	عدد اجتماعات مجلس الإدارة سنوياً	(Riaz, et al., 2016) (Benjamin & Zain, 2015)
X <sub>5</sub>	استقلال لجنة المراجعة	عدد الأعضاء المستقلين ÷ إجمالي عدد أعضاء لجنة المراجعة	(Madi, et al., 2014) (Li, et al., 2012)
X <sub>6</sub>	نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة	عدد الأعضاء الذين لديهم خبرة ÷ إجمالي عدد أعضاء لجنة المراجعة	(Alzeban & Sawan, 2015) (Madi, et al., 2014)
X <sub>7</sub>	حجم لجنة المراجعة	عدد أعضاء لجنة المراجعة	(Alzeban & Sawan, 2015) (Othman, et al., 2014)
X <sub>8</sub>	نسبة ملكية لجنة المراجعة	عدد الأسهم المملوكة لأعضاء لجنة المراجعة ÷ إجمالي عدد الأسهم في نهاية السنة	(Li, et al., 2012) (Hamdan, et al., 2012)
المتغير الوسيط			
Z	العائد على التوزيعات	التوزيعات النقدية المدفوعة للسهم ÷ السعر السوقي للسهم	(Chen, et al., 2017) (Shah & Noreen, 2016)

المصدر: إعداد الباحث

أما المتغير التابع فيتمثل في سلوك أسعار الأسهم ويرمز له بالرمز (Y)، ويمكن قياس سلوك أسعار الأسهم من خلال المعادلة التالية ( Deesomsak, et al., 2004; ) (Takeda & Tomozawa, 2006):

$$Y = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

حيث أن:

$Y =$  سلوك أسعار الأسهم

$P_{it} =$  السعر السوقي للسهم في السنة الحالية (t)

$P_{it-1} =$  السعر السوقي للسهم في السنة السابقة (t-1)

### ٣- مصادر جمع البيانات

تم الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فروض الدراسة من خلال العديد من التقارير والنماذج الصادرة عن الشركات محل الدراسة خلال الفترة المالية من عام ٢٠١٢م حتى عام ٢٠١٦م، وتتمثل تلك التقارير والنماذج في التالي:

- ١- القوائم المالية السنوية التي تتمثل في قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية.
- ٢- نماذج قيد واستمرار قيد الأوراق المالية والتي تتمثل في نماذج تقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين، نماذج أعضاء لجنة المراجعة، تقارير لجنة المراجعة، ونماذج تقارير مجلس الإدارة السنوية المرفقة بالقوائم المالية.

### ٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة

تم اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة التطبيقية اعتماداً على الأساليب الإحصائية التالية:

- ١- التحليل الوصفي Descriptive Analysis باستخدام المتوسطات كأحد مقاييس النزعة المركزية، والانحراف المعياري كأحد مقاييس التشتت بغرض تحديد مدى أهمية خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة في تقدير سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.

٢- تحليل المسار Path Analysis باستخدام برنامج تحليل المسارات الهيكلية (AMOS Ver. 18) لاختبار أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط.

٣- تحليل التمايز Discriminate Analysis لقياس الفروق المعنوية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات، فضلاً عن قياس الفروق المعنوية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم وذلك بغرض تحديد مدى قدرة المتغير على استخدامه في التمييز بين الشركات وفقاً لكل من سلوك أسعار الأسهم والعائد على التوزيعات.

### حادي عشر: تحليل نتائج الدراسة

قامت الدراسة بتوظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح في شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام الأساليب الإحصائية المتمثلة في أسلوب التحليل الوصفي، أسلوب تحليل المسار، وأسلوب تحليل التمايز بغرض تحليل البيانات واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة واستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

#### ١- اختبار صلاحية بيانات الدراسة

لفحص مدى صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي يتم اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، اختبار مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة، فضلاً عن اختبار مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي التي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:



## ١/١ اختبار التوزيع الطبيعي

لفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي فقد اعتمدت الدراسة على كل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk حيث تتبع المتغيرات التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معنوية الاختبار (Sig.) أكبر من ٠.٠٥ (بالانت، ٢٠٠٦)، ويمكن توضيح اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي من خلال الجدول رقم (٣) التالي:

### جدول رقم (٣)

#### نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

رمز المتغير	المتغير	Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk	
		المعنوية	الاحصائية	المعنوية	الاحصائية
X <sub>1</sub>	استقلال مجلس الإدارة	٠.٠٠٠	٠.٢١٤	٠.٨٥٤	٠.٠٠٠
X <sub>2</sub>	حجم مجلس الإدارة	٠.٠٠٠	٠.١٩٨	٠.٨٧٨	٠.٠٠٠
X <sub>3</sub>	نسبة ملكية مجلس الإدارة	٠.٢٠٠	٠.٢٠٩	٠.٨٦٢	٠.٠٠٠
X <sub>4</sub>	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	٠.٠٠٠	٠.١٨٤	٠.٩٢٢	٠.٠٠٣
X <sub>5</sub>	استقلال لجنة المراجعة	٠.٠٠٠	٠.٣٤٧	٠.٧٥٣	٠.٠٠٠
X <sub>6</sub>	نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة	٠.٠٠٠	٠.٢٦١	٠.٧٦٠	٠.٠٠٠
X <sub>7</sub>	حجم لجنة المراجعة	٠.٠٠٠	٠.٣٥١	٠.٦٤٣	٠.٠٠٠
X <sub>8</sub>	نسبة ملكية لجنة المراجعة	٠.٠٠٠	٠.٣١٢	٠.٦٢٢	٠.٠٠٠
Z	العائد على التوزيعات	٠.٠٥٣	٠.١٢٤	٠.٩١٥	٠.٠٠٢
Y	سلوك أسعار الأسهم	٠.٠٠٠	٠.٣٢٢	٠.٥٥١	٠.٠٠٠

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٣) لوحظ أن قيمة المعنوية لكل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk أقل من (٠.٠٥) مما يشير

إلى عدم اقتراب متغيرات الدراسة من التوزيع الطبيعي، إلا أنه قد تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لمتغيرات الدراسة بحيث تقترب من التوزيع الطبيعي.

### ٢/١ اختبار التداخل الخطي

يتم إجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، ويتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics حيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007)، ويمكن توضيح مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة من خلال الجدول رقم (٤) التالي:

#### جدول رقم (٤)

##### نتائج اختبار التداخل الخطي

رمز المتغير	المتغير	تضخم التباين	التباين المسموح به
X <sub>1</sub>	استقلال مجلس الإدارة	٢.٢٦٦	٠.٤٤١
X <sub>2</sub>	حجم مجلس الإدارة	١.٨٥٣	٠.٥٤٠
X <sub>3</sub>	نسبة ملكية مجلس الإدارة	١.٧٩٥	٠.٥٥٧
X <sub>4</sub>	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	١.٥٨٦	٠.٦٣١
X <sub>5</sub>	استقلال لجنة المراجعة	٤.٦٧٦	٠.٢١٤
X <sub>6</sub>	نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة	٢.٩٤٤	٠.٣٤٠
X <sub>7</sub>	حجم لجنة المراجعة	٣.٢٨٩	٠.٣٠٤
X <sub>8</sub>	نسبة ملكية لجنة المراجعة	٢.١٣٧	٠.٤٦٨

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

باستقراء نتائج الجدول رقم (٤) لوحظ أن قيم تضخم التباين لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة أقل من (١٠)، كما أن قيم التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) مما يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطى وقوة نموذج الدراسة فى تفسير الأثر على سلوك أسعار الأسهم.

### ٣/١ اختبار الارتباط الذاتى

يتم إجراء اختبار الارتباط الذاتى Autocorrelation لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتى فى النموذج حيث تؤدى هذه المشكلة إلى أثر غير حقيقى للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ويتم إجراء هذا الاختبار باستخدام قيمة Durbin Watson (D-W) فإذا كانت هذه القيمة تتراوح بين (١.٥ : ٢.٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتى التى تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة (Basheer, 2003)، وبإجراء اختبار الارتباط الذاتى لوحظ أن قيمة (D-W) تعادل (١.٦٥٠) وهى تقع داخل المدى (١.٥ : ٢.٥) مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتى التى تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة.

### ٢- التحليل الوصفى لمتغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة فى التحليل الوصفى لمتغيرات الدراسة على المتوسط، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحراف المعياري، ويمكن توضيح التحليل الوصفى لتلك المتغيرات من خلال الجدول رقم (٥) التالى:

## جدول رقم (٥)

### نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الحد الأعلى	الحد الأدنى	المتوسط	المتغير	رمز المتغير
٠.٢٢	١.٠٠	٠.١٤	٠.٧٣	استقلال مجلس الإدارة	X <sub>1</sub>
٢.٥٦	١٣.٠٠	٥.٠٠	٧.٩٠	حجم مجلس الإدارة	X <sub>2</sub>
٢٧.٩٩	٨٥.٢٠	٢.٣٠	٣١.٤٣	نسبة ملكية مجلس الإدارة	X <sub>3</sub>
٢.٥١	١٣.٠٠	٤.٠٠	٨.٠٦	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	X <sub>4</sub>
٠.٢٨	١.٠٠	٠.١٧	٠.٧٨	استقلال لجنة المراجعة	X <sub>5</sub>
٠.٢٨	١.٠٠	٠.٠٠	٠.٢٥	نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة	X <sub>6</sub>
٠.٧١	٦.٠٠	٣.٠٠	٣.٤٨	حجم لجنة المراجعة	X <sub>7</sub>
١٢.٠٩	٣٩.٥٠	٠.٠٠	٧.٣٨	نسبة ملكية لجنة المراجعة	X <sub>8</sub>
٥.٤٤	٢٠.٥٩	٠.٠٠	٦.٢٨	العائد على التوزيعات	Z
٠.٢٤	١.١٠	٠.٠٠	٠.١٢	سلوك أسعار الأسهم	Y

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

باستقراء بيانات الجدول رقم (٥) لوحظ ارتفاع متوسط استقلال مجلس الإدارة للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٠.٧٣)، وبمقارنة متوسط استقلال مجلس الإدارة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط استقلال مجلس الإدارة (٠.٥٨) في دراسة (Baran & Forst, 2015)، وبلغ (٠.٥٤) في دراسة (Haque, 2017)، كما لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط استقلال مجلس الإدارة (٠.٧٩) في دراسة (Reguera-Alvarado & Bravo, 2017)، وبلغ (٠.٧٠) في دراسة (Sharma, 2011). كما لوحظ ارتفاع متوسط حجم مجلس الإدارة للشركات محل الدراسة الذي بلغ (٧.٩٠)، وبمقارنة متوسط حجم مجلس الإدارة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط حجم مجلس

الإدارة (٧.٩٠) فى دراسة (Kulathunga, et al., 2017)، وبلغ (٧.٨٠) فى دراسة (Alias, et al., 2016).

كما بلغ متوسط نسبة ملكية مجلس الإدارة خلال فترة الدراسة (٣١.٤٣) وبمقارنة متوسط نسبة ملكية مجلس الإدارة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ ارتفاع متوسط نسبة ملكية مجلس الإدارة للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٧.٠٠) فى دراسة (Sani & Musa, 2017)، كما بلغ (١٢.٣٢) فى دراسة (Abad, et al., 2017). كما لوحظ انخفاض متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة للشركات محل الدراسة الذى بلغ (٨.٠٦)، وبمقارنة متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود انخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة (١٥.٧٥) فى دراسة (Ran, et al., 2015).

فى حين لوحظ ارتفاع متوسط استقلال لجنة المراجعة للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٠.٧٨)، وبمقارنة متوسط استقلال لجنة المراجعة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط استقلال لجنة المراجعة (٠.٧٤) فى دراسة (Alzeban & Sawan, 2015)، وبلغ (٠.٨٤) فى دراسة (Madi, et al., 2014).

بينما لوحظ انخفاض متوسط نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة للشركات محل الدراسة الذى بلغ (٠.٢٥)، وبمقارنة متوسط نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود انخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٣٩) فى دراسة (Othman, et al., 2014)، وبلغ (٠.٥٢) فى دراسة (Hamdan, et al., 2013)، كما بلغ (٠.٨٥) فى دراسة (Li, et al., 2012).

وبلغ متوسط حجم لجنة المراجعة للشركات محل الدراسة (٣.٤٨)، وبمقارنة متوسط حجم لجنة المراجعة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٣.٦٤) فى دراسة (Othman, et al., 2014)،

وبلغ (٣.٤٦) في دراسة (Li, et al., 2012)، كما بلغ (٣.٣٦) في دراسة (Hamdan, et al., 2013).

كما لوحظ ارتفاع متوسط نسبة ملكية لجنة المراجعة للشركات محل الدراسة الذي بلغ (٧.٣٨)، وبمقارنة متوسط نسبة ملكية لجنة المراجعة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط نسبة ملكية لجنة المراجعة (٠.٣٨) في دراسة (Madi, et al., 2014)، وبلغ (٣.٠٩) في دراسة (Othman, et al., 2014).

بينما لوحظ ارتفاع متوسط العائد على التوزيعات للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٦.٢٨)، وبمقارنة متوسط العائد على التوزيعات للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط العائد على التوزيعات (٦.١٢) في دراسة (Alias, et al., 2016)، وبلغ (٦.٩٠) في دراسة (Shah & Noreen, 2016)، كما لوحظ ارتفاع متوسط العائد على التوزيعات عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٤.٣٠) في دراسة (Al Masum, 2014)، وبلغ (٣.٦٠) في دراسة (Hashemijoo, et al., 2012).

كما لوحظ انخفاض متوسط تقلبات أسعار الأسهم للشركات محل الدراسة الذي بلغ (٠.١٢)، وبمقارنة متوسط تقلبات أسعار الأسهم للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط تقلبات أسعار الأسهم (٠.١٤) في دراسة (Irandoost, et al., 2013)، وبلغ (٠.١٦) في دراسة (Kamyabi & Nazemi, 2014)، كما لوحظ انخفاض متوسط تقلبات أسعار الأسهم عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٦٥) في دراسة (Hussain, 2013)، وبلغ (٠.٥٧) في دراسة (Ullah, et al., 2015).

### ٣- اختبار مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح

لاختبار مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط يتم التحقق من صحة الفرض الأول القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب تحليل المسار باستخدام برنامج AMOS لاختبار مدى صحة هذا الفرض الذي يهدف إلى تحديد أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح، ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج نموذج AMOS لأثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.

بفحص بيانات الجدول رقم (٦) لوحظ وجود تأثيراً معنوياً لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التي تتمثل في (نسبة ملكية مجلس الإدارة، استقلال لجنة المراجعة، حجم لجنة المراجعة، نسبة ملكية لجنة المراجعة، وحجم مجلس الإدارة) على سياسة توزيع الأرباح نظراً لارتفاع معنوية معاملات الإنحدار لتلك الخصائص وذلك بمعاملات انحدار بلغت (-٠.٢٤، -٠.٣٣، -٠.٤١، ٠.٢٧، ٠.١١) على الترتيب، إلا أنه لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من (استقلال مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة) على سياسة توزيع الأرباح نظراً لعدم معنوية معاملات الإنحدار لتلك الخصائص حيث بلغ مستوى المعنوية (٠.٢٨٦، ٠.٣١٧، ٠.١٣٨) على الترتيب.

جدول رقم (٦)

أثر خصائص لجنة المراجعة ومجلس الإدارة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح

مستوى المعنوية	التأثير الإجمالي	التأثير غير المباشر	التأثير المباشر	معامل الانحدار	معامل التحديد	الارتباط الكلى	المتغيرات المستقلة		المتغير التابع
							المتغير	رمز المتغير	
٠.٢٨٦	٠.٠٣٢-	-	٠.٠٣٢-	٠.٠٣-	٠.٣٢	٠.٥١٩	استقلال مجلس الإدارة	X <sub>1</sub>	سياسة توزيع الأرباح (Z)
٠.٠٤٠	٠.١١٣	-	٠.١١٣	٠.١١		٠.٦٤٥	حجم مجلس الإدارة	X <sub>2</sub>	
٠.٠٠٠	٠.٢٣٨-	-	٠.٢٣٨-	٠.٢٤-		٠.٦٣٥	نسبة ملكية مجلس الإدارة	X <sub>3</sub>	
٠.٣١٧	٠.٠١٣	-	٠.٠١٣	٠.٠١		٠.٥٥٥-	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	X <sub>4</sub>	
٠.٠٠٠	٠.٣٢٩-	-	٠.٣٢٩-	٠.٣٣-		٠.٦٨٨-	استقلال لجنة المراجعة	X <sub>5</sub>	
٠.١٣٨	٠.٠٧٤	-	٠.٠٧٤	٠.٠٧		٠.٤٦٥	نسبة خبرة اعضاء لجنة المراجعة	X <sub>6</sub>	
٠.٠٠٠	٠.٢٧٢-	-	٠.٢٧٢-	٠.٢٧-		٠.٥٣٦	حجم لجنة المراجعة	X <sub>7</sub>	
٠.٠٠٠	٠.٤٠٧	-	٠.٤٠٧	٠.٤١		٠.٥٨٨	نسبة ملكية لجنة المراجعة	X <sub>8</sub>	
٠.٠٠٢	٠.١٩٦	٠.٠١٦	٠.١٨٠	٠.١٧	٠.٤٠	٠.٦٠٧-	استقلال مجلس الإدارة	X <sub>1</sub>	سلوك أسعار الأسهم (Y)
٠.٠٠٥	٠.١٧٦-	٠.٠٣٠-	٠.١٤٦-	٠.١٤-		٠.٥٩٧-	حجم مجلس الإدارة	X <sub>2</sub>	
٠.٠١٤	٠.٢٦٣	٠.١٢٦	٠.١٣٧	٠.١٣		٠.٦٢٤-	نسبة ملكية مجلس الإدارة	X <sub>3</sub>	
٠.٧٧٤	٠.١٥-	٠.١٥٧-	٠.٠٠٧	٠.٠٢		٠.٦٤٧	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	X <sub>4</sub>	
٠.٠٢٣	٠.١١٣-	٠.٠٠٨	٠.١٢١-	٠.١٣-		٠.٥٥٦	استقلال لجنة المراجعة	X <sub>5</sub>	
٠.٠٠١	٠.١٩٥-	٠.٠٣٤-	٠.١٦١-	٠.١٥-		٠.٦٤٣	نسبة خبرة اعضاء لجنة المراجعة	X <sub>6</sub>	
٠.٢١٦	٠.٠٨١	٠.١٣٩	٠.٠٥٨-	٠.٠٧-		٠.٦١٧-	حجم لجنة المراجعة	X <sub>7</sub>	
٠.٨٣٠	٠.٢١٢-	٠.٢١٠-	٠.٠٠٢-	٠.٠١-		٠.٥٠٠-	نسبة ملكية لجنة المراجعة	X <sub>8</sub>	
٠.٠٠٠	٠.٥٥١-	-	٠.٥٥١-	٠.٥٥-	٠.٥٧٩-	سياسة توزيع الأرباح	Z		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي



كما لوحظ وجود تأثيراً معنوياً لسياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم نظراً لارتفاع مستوى المعنوية وذلك بمعامل انحدار بلغت قيمته (-0.05)، ويتفق ذلك مع نظرية التفضيل الضريبي ونتائج دراستي كل من (Hashemijoo, et al., 2012; Salari, et al., 2012)، إلا أنه يختلف مع كل من نظرية طائر في اليد، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، ونتائج دراستي كل من (Hussainey, et al., 2011; Al Masum, 2014).

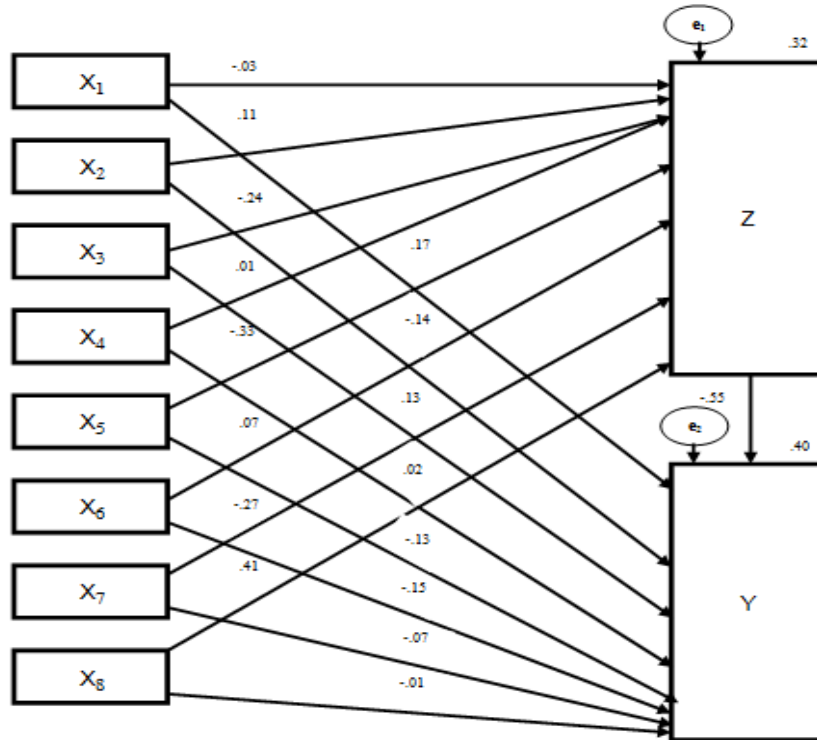
ولوحظ أن نموذج الدراسة يحقق نسبة تفسير عالية للتغير في سلوك أسعار الأسهم بلغت (40%) حيث كانت قيمة معامل التحديد (0.40)، كما أن سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط تساهم في تفسير (32%) من التغير في سلوك أسعار الأسهم حيث كانت قيمة معامل التحديد (0.32).

كما لوحظ وجود تأثيراً معنوياً لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التي تتمثل في (نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة، استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة) على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط نظراً لارتفاع معنوية معاملات الانحدار لتلك الخصائص حيث بلغ مستوى المعنوية (0.001، 0.002، 0.005، 0.014، 0.023) على الترتيب، وذلك بمعاملات انحدار بلغت (-0.15، 0.17، -0.14، 0.13، -0.13) على الترتيب، وتحليل التأثير المعنوي لوحظ وجود تأثير معنوي مباشر بلغت قيمته (-0.161، 0.180، -0.146، 0.137، -0.121) على الترتيب، فضلاً عن وجود تأثير معنوي غير مباشر بلغت قيمته (-0.034، 0.016، -0.030، 0.126، 0.008) على الترتيب، مما أدى إلى وجود تأثير معنوي اجمالي بلغت قيمته (-0.195، 0.196، -0.176، 0.263، -0.113) على الترتيب.

كما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التي تتمثل في (حجم لجنة المراجعة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، ونسبة ملكية لجنة المراجعة) على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط نظراً لعدم معنوية معاملات الإنحدار لتلك الخصائص حيث بلغ مستوى المعنوية (٠.٢١٦، ٠.٧٧٤، ٠.٨٣٠) على الترتيب، ويمكن توضيح معاملات الإنحدار لأثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط من خلال الشكل رقم (١) التالي:

### شكل رقم (١)

أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويمكن تقييم مدى جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية بالاعتماد على المقاييس التالية (Tabachnick & Fidell, 2007; Green, et al., 2003):

١- مؤشر جودة التطابق (GFI) لقياس مقدار التباين في نموذج الدراسة حيث يقابل هذا المؤشر قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) في تحليل الانحدار المتعدد، ويشير ارتفاع قيمة هذا المؤشر إلى ارتفاع جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية مع بيانات عينة الدراسة.

٢- مؤشر المطابقة المقارن (CFI) حيث يشير ارتفاع قيمة هذا المؤشر إلى ارتفاع جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية مع بيانات عينة الدراسة.

٣- مؤشر الجذر التربيعي للبواقي (RSR) حيث يشير انخفاض قيمة هذا المؤشر إلى ارتفاع جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية مع بيانات عينة الدراسة.

٤- اختبار Sobel لقياس معنوية أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط حيث يعتمد هذا الاختبار على قيمة (Z) حيث يشير ارتفاع القيمة عن (١.٩٦) إلى وجود أثر حقيقي لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح.

ويمكن توضيح نتائج تقييم مدى جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية من خلال الجدول رقم (٧) التالي:

جدول رقم (٧)

نتائج تقييم مدى جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية

مقاييس تقييم جودة مطابقة النموذج	
٠.٨٧٤	مؤشر جودة التطابق (Goodness of Fit Index (GFI)
٠.٧٦٩	مؤشر المطابقة المقارن (Comparative Fit Index (CFI)
٠.٠٣٢	مؤشر الجذر التربيعي للبواقي (Root Square Residual (RSR)
اختبار Sobel مسار المتغير الوسيط (خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة - سياسة توزيع الأرباح - سلوك أسعار الأسهم)	
٠.٤٨٧٨	الأثر (Effect)
٠.٠٥٣٢	الخطأ المعياري (SE)
٩.٧٠٤	قيمة (Z)
٠.٠٠٠	المعنوية (sig.)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

باستقراء بيانات الجدول رقم (٧) لوحظ وجود تأثير معنوي لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط حيث بلغت قيمة مؤشر جودة التطابق، وقيمة مؤشر المطابقة المقارن (٠.٨٧٤، ٠.٧٦٩) على الترتيب، كما بلغت قيمة مؤشر الجذر التربيعي للبواقي (٠.٠٣٢) مما يشير إلى ارتفاع جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية مع بيانات عينة الدراسة، كما لوحظ ارتفاع قيمة (Z) لنتائج اختبار Sobel التي بلغت (٩.٧٠٤) عند مستوى عالى المعنوية مما يشير إلى وجود أثر ذو دلالة احصائية لنموذج الدراسة الحالية.

يتضح مما سبق وجود تأثير ذو دلالة احصائية لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط وبالتالي يمكن رفض الفرض الأول القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح" حيث أثبتت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تدعم أثر خمسة عوامل على سلوك أسعار الأسهم وتتمثل تلك العوامل في (نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة، استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة)، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل في تقدير سلوك أسعار الأسهم بدقة عالية في ضوء سياسة توزيع الأرباح.

#### ٤- اختبار الفروق المعنوية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم

لفحص الفروق المعنوية بين الشركات محل الدراسة وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات، يتم التحقق من مدى صحة الفرض الثاني القائل بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب تحليل التمايز Discriminant Analysis لتقدير الأوزان النسبية لمتغيرات الدراسة بغرض تحديد مدى قدرة المتغير على استخدامه في التمييز بين الشركات محل الدراسة وفقاً لسلوك أسعار الأسهم، ويمكن توضيح نتائج الفروق المعنوية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم من خلال الجدول رقم (٨) التالي:

**جدول رقم (٨)**  
**نتائج تحليل التباين لقياس الفروق المعنوية بين الشركات**  
**وفقاً لسلوك أسعار الأسهم**

رمز المتغير	المتغير	ويلكس لامدا	ف	المعنوية
X <sub>1</sub>	استقلال مجلس الإدارة	٠.٩٩٦	٠.١٠٣	٠.٩٠٢
X <sub>2</sub>	حجم مجلس الإدارة	٠.٨٧٦	٥.٥٤١	٠.٠٢٢
X <sub>3</sub>	نسبة ملكية مجلس الإدارة	٠.٩٦٦	٠.٨٢٦	٠.٤٤٤
X <sub>4</sub>	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	٠.٩٥٠	١.٢٣٤	٠.٣٠٠
X <sub>5</sub>	استقلال لجنة المراجعة	٠.٩٩٦	٠.١٠٠	٠.٩٠٥
X <sub>6</sub>	نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة	٠.٩٠٣	٤.٤٤٨	٠.٠٤٨
X <sub>7</sub>	حجم لجنة المراجعة	٠.٩٧٧	٠.٥٥٩	٠.٥٧٥
X <sub>8</sub>	نسبة ملكية لجنة المراجعة	٠.٩٠٢	٤.٤٦٧	٠.٠٤٤
Z	العائد على التوزيعات	٠.٨٧٨	٥.٥٣٣	٠.٠٢٣
<b>مقاييس اختبار معنوية تقييم دقة نموذج التمايز</b>				
		قيمة إيجن الإجمالية		
		معامل ارتباط التوافق		
		مربع ارتباط التوافق		
		ويلكس لامدا		
		مربع كاي		
		المعنوية (sig.)		
		٨٣.٨		
		٠.٦٤٢		
		%٤١.٢٢		
		٠.٥١٨		
		٢٨.٣٢٢		
		٠.٠٥٣		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٨) لوحظ وجود فروق معنوية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم حيث أشارت نتائج تحليل التباين إلى وجود فروق معنوية لكل من (حجم مجلس الإدارة، العائد على التوزيعات، نسبة ملكية لجنة المراجعة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة) مما يعكس الأهمية النسبية لتلك العوامل ومدى مساهمتها في القدرة التفسيرية لدالة التمايز، ويتضح ذلك من ارتفاع قيمة (ف) التي

بلغت (٥.٥٤١، ٥.٥٣٣، ٤.٤٦٧، ٤.٤٤٨) على الترتيب، بالإضافة إلى انخفاض قيمة ويلكس لامدا التي بلغت (٠.٨٧٦، ٠.٨٧٨، ٠.٩٠٢، ٠.٩٠٣) على الترتيب، مما يشير إلى امكانية الاعتماد على كل من حجم مجلس الإدارة، العائد على التوزيعات، نسبة ملكية لجنة المراجعة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة في التمييز بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم.

كما يتضح من نتائج اختبار معنوية تقييم دقة نموذج التمايز أن قيمة ايجن بلغت (٨٣.٨) وهي تمثل ١٠٠% من التباين المفسر مما يشير إلى دقة دالة التمايز، كما يتبين أن معامل ارتباط التوافق Canonical Correlation معنوى وموجب بقيمة (٠.٦٤٢) مما يشير إلى أن المتغيرات الخاصة بدالة التصنيف يمكن الاعتماد عليها في الحكم على جودة العوامل المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم، كما لوحظ ارتفاع قيمة مربع ارتباط التوافق التي بلغت (٤١.٢٢%)، فضلاً عن انخفاض قيمة ويلكس لامدا التي بلغت (٠.٥١٨) وهي تمثل دالة معنوية باستخدام مربع كاي بقيمة (٢٨.٣٢٢) مما يشير إلى ارتفاع القدرة التصنيفية لنموذج التمايز بين الشركات محل الدراسة وفقاً لسلوك أسعار الأسهم.

يتبين مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الثاني القائل بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والعائد على التوزيعات"، حيث خلصت الدراسة إلى وجود فروق معنوية بين كل من حجم مجلس الإدارة، العائد على التوزيعات، نسبة ملكية لجنة المراجعة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة مما يشير إلى امكانية الاعتماد على تلك العوامل في التمييز بين الشركات محل الدراسة حيث تساهم بدرجة كبيرة في القدرة التفسيرية لدالة التمايز.

## ٥- اختبار الفروق المعنوية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات

لفحص الفروق المعنوية بين الشركات محل الدراسة وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم، يتم التحقق من مدى صحة الفرض الثالث القائل بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب تحليل التمايز Discriminant Analysis لتقدير الأوزان النسبية لمتغيرات الدراسة بغرض تحديد مدى قدرة المتغير على استخدامه في التمييز بين الشركات محل الدراسة وفقاً للعائد على التوزيعات، ويمكن توضيح نتائج الفروق المعنوية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات من خلال الجدول رقم (٩) التالي:

### جدول رقم (٩)

#### نتائج تحليل التباين لقياس الفروق المعنوية بين الشركات

#### وفقاً للعائد على التوزيعات

رمز المتغير	المتغير	ويلكس لامدا	ف	المعنوية
X <sub>1</sub>	استقلال مجلس الإدارة	٠.٩٩٩	٠.٠٢٦	٠.٨٧٢
X <sub>2</sub>	حجم مجلس الإدارة	٠.٩٠٣	٥.١٣٠	٠.٠٢٨
X <sub>3</sub>	نسبة ملكية مجلس الإدارة	٠.٩٣٤	٣.٣٧٢	٠.٠٧٣
X <sub>4</sub>	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	٠.٩٨٤	٠.٧٨٢	٠.٣٨١
X <sub>5</sub>	استقلال لجنة المراجعة	٠.٩١٣	٤.٥٦٩	٠.٠٣٨
X <sub>6</sub>	نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة	٠.٩٦٨	١.٦٠١	٠.٢١٢
X <sub>7</sub>	حجم لجنة المراجعة	٠.٨٩٩	٥.٤٢٢	٠.٠٢٤
X <sub>8</sub>	نسبة ملكية لجنة المراجعة	٠.٩٩٤	٠.٣٠٢	٠.٥٨٥
Y	سلوك أسعار الأسهم	٠.٩٩٥	٠.٢٢٤	٠.٦٣٨

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي



تابع: جدول رقم (٩)  
نتائج تحليل التباين لقياس الفروق المعنوية بين الشركات  
وفقاً للعائد على التوزيعات

مقاييس اختبار معنوية تقييم دقة نموذج التمايز	
١٠٠	قيمة ايجن الإجمالية
٠.٥٦٩	معامل ارتباط التوافق
%٣٢.٣٨	مربع ارتباط التوافق
٠.٦٧٦	ويلكس لامدا
١٧.٠٤٤	مربع كاي
٠.٠٤٨	المعنوية (sig.)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٩) لوحظ وجود فروق معنوية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات حيث أشارت نتائج تحليل التباين إلى وجود فروق معنوية لكل من (حجم لجنة المراجعة، حجم مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة) مما يعكس الأهمية النسبية لتلك العوامل ومدى مساهمتها في القدرة التفسيرية لدالة التمايز، ويتضح ذلك من ارتفاع قيمة (ف) التي بلغت (٥.٤٢٢، ٥.١٣٠، ٤.٥٦٩) على الترتيب، بالإضافة إلى انخفاض قيمة ويلكس لامدا التي بلغت (٠.٨٩٩، ٠.٩٠٣، ٠.٩١٣) على الترتيب، مما يشير إلى امكانية الاعتماد على كل من حجم لجنة المراجعة، حجم مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة في التمييز بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات.

كما يتضح من نتائج اختبار معنوية تقييم دقة نموذج التمايز أن قيمة ايجن بلغت (١٠٠) وهي تمثل ١٠٠% من التباين المفسر مما يشير إلى دقة دالة التمايز، كما يتبين أن معامل ارتباط التوافق Canonical Correlation معنوى وموجب بقيمة (٠.٥٦٩) مما يشير إلى أن المتغيرات الخاصة بدالة التصنيف يمكن الاعتماد عليها في الحكم على جودة العوامل المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم، كما لوحظ ارتفاع قيمة مربع ارتباط التوافق التي بلغت (%٣٢.٣٨)، فضلاً عن انخفاض قيمة ويلكس

لامدا التي بلغت (٠.٦٧٦) وهي تمثل دالة معنوية باستخدام مربع كاي بقيمة (١٧.٠٤٤) مما يشير إلى ارتفاع القدرة التصنيفية لنموذج التمايز بين الشركات محل الدراسة وفقاً للعائد على التوزيعات.

يتبين مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الثالث القائل بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات في ضوء خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وسلوك أسعار الأسهم"، حيث خلصت الدراسة إلى وجود فروق معنوية بين كل من حجم لجنة المراجعة، حجم مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة مما يشير إلى امكانية الاعتماد على تلك العوامل في التمييز بين الشركات محل الدراسة حيث تساهم بدرجة كبيرة في القدرة التفسيرية لدالة التمايز.

#### ثاني عشر: نتائج الدراسة

استهدفت الدراسة تحديد دور سياسة توزيع الأرباح في تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم وذلك من خلال دراسة وتحليل أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم في ضوء سياسة توزيع الأرباح، تحديد مدى الاختلاف بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً لسلوك أسعار الأسهم، فضلاً عن تحديد مدى الاختلاف بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً لسياسة توزيع الأرباح، وفي ضوء ذلك توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تناولها على النحو التالي:

١- ارتفاع متوسط استقلال مجلس الإدارة، حجمه، نسبة ملكيته، استقلال لجنة المراجعة، حجمها، ونسبة ملكيتها للشركات محل الدراسة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري حيث بلغ (٠.٧٣، ٧.٩٠، ٣١.٤٣، ٠.٧٨، ٣.٤٨، ٧.٣٨) على الترتيب، مما يشير إلى التزام معظم شركات العينة بالدليل المصري لحوكمة الشركات، دليل عمل لجان المراجعة، وقرارات الهيئة العامة للرقابة المالية.

- ٢- انخفاض متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة للشركات محل الدراسة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرى حيث بلغ (٨.٠٦، ٠.٢٥) على الترتيب.
- ٣- ارتفاع متوسط العائد على التوزيعات للشركات محل الدراسة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرى الذى بلغ (٦.٢٨)، فضلاً عن انخفاض متوسط تقلبات أسعار الأسهم للشركات محل الدراسة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرى الذى بلغ (٠.١٢).
- ٤- وجود تأثيراً معنوياً لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سياسة توزيع الأرباح حيث أثبتت الدراسة ارتفاع معنوية معاملات الإنحدار لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التى تتمثل فى (نسبة ملكية مجلس الإدارة، استقلال لجنة المراجعة، حجم لجنة المراجعة، نسبة ملكية لجنة المراجعة، وحجم مجلس الإدارة) وذلك بمعاملات انحدار بلغت (-٠.٢٤، -٠.٣٣، -٠.٤١، ٠.٢٧، ٠.١١) على الترتيب.
- ٥- وجود تأثيراً معنوياً لسياسة توزيع الأرباح على سلوك أسعار الأسهم حيث أثبتت الدراسة ارتفاع مستوى المعنوية بمعامل انحدار بلغ (-٠.٥٥).
- ٦- وجود تأثيراً معنوياً لخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم فى ضوء سياسة توزيع الأرباح كمتغير وسيط حيث أثبتت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تدعم أثر خمسة عوامل على سلوك أسعار الأسهم التى تتمثل فى (نسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة، استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة)، كما أثبتت الدراسة جودة مطابقة نموذج الدراسة الحالية حيث بلغت قيمة مؤشر جودة التطابق، وقيمة مؤشر المطابقة المقارن (٠.٨٧٤، ٠.٧٦٩) على الترتيب، كما بلغت قيمة مؤشر الجذر التربيعى للبواقي (٠.٠٣٢)، وبلغت قيمة (Z) لنتائج

اختبار Sobel (٩.٧٠٤) عند مستوى عالى المعنوية، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل فى تقدير سلوك أسعار الأسهم بدقة عالية فى ضوء سياسة توزيع الأرباح.

٧- صلاحية كل من حجم مجلس الإدارة، العائد على التوزيعات، نسبة ملكية لجنة المراجعة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة فى التمييز بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً لسلوك أسعار الأسهم نتيجة لوجود فروق معنوية بين تلك العوامل حيث بلغت قيمة معامل ارتباط التوافق لدالة التمايز (٠.٦٤٢)، وبلغت قيمة مربع ارتباط التوافق (٤١.٢٢%)، فى حين بلغت قيمة ويلكس لامدا (٠.٥١٨) وهى دالة عند مستوى معنوية باستخدام مربع كاي التى بلغت (٢٨.٣٢٢)، مما يشير إلى الأهمية النسبية لكل من حجم مجلس الإدارة، العائد على التوزيعات، نسبة ملكية لجنة المراجعة، ونسبة خبرة أعضاء لجنة المراجعة وامكانية استخدامهم فى التمييز بين الشركات وفقاً لسلوك أسعار الأسهم حيث تساهم بدرجة كبيرة فى القدرة التفسيرية لدالة التمايز.

٨- صلاحية كل من حجم لجنة المراجعة، حجم مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة فى التمييز بين شركات قطاع التشييد ومواد البناء وفقاً للعائد على التوزيعات نتيجة لوجود فروق معنوية بين تلك العوامل حيث بلغت قيمة معامل ارتباط التوافق لدالة التمايز (٠.٥٦٩)، وبلغت قيمة مربع ارتباط التوافق (٣٢.٣٨%)، فى حين بلغت قيمة ويلكس لامدا (٠.٦٧٦) وهى دالة عند مستوى معنوية باستخدام مربع كاي التى بلغت (١٧.٠٤٤)، مما يشير إلى الأهمية النسبية لكل من حجم لجنة المراجعة، حجم مجلس الإدارة، واستقلال لجنة المراجعة وامكانية استخدامهم فى التمييز بين الشركات وفقاً للعائد على التوزيعات حيث تساهم بدرجة كبيرة فى القدرة التفسيرية لدالة التمايز.

### ثالث عشر: توصيات الدراسة

فى ضوء النتائج التى توصلت إليها الدراسة فإنه يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التالية:

١- ضرورة قيام شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى بزيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة لتبادل المعلومات والخبرات بين الأعضاء مما يؤدى إلى ارتفاع جودة عملية اتخاذ القرارات وتحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى.

٢- ضرورة قيام شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى بزيادة خبرة أعضاء لجنة المراجعة من خلال عقد دورات تدريبية فى الجوانب المحاسبية والمالية، بالإضافة إلى التدريب المستمر على المستجدات المهنية فى مجال عمل لجان المراجعة لتعزيز دورها فى الرقابة والإشراف.

٣- ضرورة تحديد الحد الأقصى لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ولجنة المراجعة لأسهم الشركة اتفاقاً مع الكثير من الدول التى حددتها بنسبة ٣٠% لحماية مصالح المساهمين وضمان استقلال أعضاء مجلس الإدارة ولجنة المراجعة.

٤- ضرورة اهتمام شركات قطاع التشييد ومواد البناء المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى بتحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى حيث أنها تدعم أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم وما يستتبعه من انخفاض التقلبات فى القيمة السوقية للأسهم.

٥- ضرورة قيام الجهات المسئولة عن إصدار معايير المراجعة المصرية بإصدار معيار مراجعة يتناول تقييم حوكمة الشركات ويلزم المراجع الخارجى بإبداء الرأى حول مدى التزام الشركات بتطبيق قواعد حوكمة الشركات.

٦- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بمتابعة كافة المستجدات والإصدارات المهنية لتفعيل حوكمة الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى.

## رابع عشر: مجالات الدراسة المستقبلية

- فى ضوء ما توصلت إليه نتائج الدراسة يمكن اقتراح العديد من المجالات التى تمثل أساساً لدراسات مستقبلية والتى تتمثل فى التالى:
- ١- دراسة أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على جودة التقارير المالية، مستوى التحفظ المحاسبى وهيكىل رأس المال.
  - ٢- دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وعدم تماثل المعلومات، قرارات الاستثمار، والقيمة السوقية للشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى.
  - ٣- إجراء المزيد من الدراسات فى قطاعات اقتصادية أخرى مثل البنوك، الاتصالات، والكيماويات بغرض التعرف على مدى الاختلاف بين تلك القطاعات حول دور سياسة توزيع الأرباح فى تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- البورصة المصرية، (٢٠١٧).

Available at: <http://www.egx.com.eg>

- الحبتور، أحمد عنتر، (٢٠١٦)، "محددات سياسة توزيع الأرباح فى الشركات المدرجة فى السوق المالية السعودية"، *المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، يوليو، ص ص ٢٥٥-٢٧٦.
- الحناوى، محمد صالح & العبد، جلال إبراهيم، (٢٠٠٦)، "الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- الهيئة العامة لسوق المال، (٢٠٠٧)، " القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة"، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠٠٧م.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، (٢٠١٦)، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، مركز المديرين المصرى، أغسطس.
- \_\_\_\_\_، (٢٠١٧)، "قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية"، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢م وفقاً لآخر تعديل فى مايو ٢٠١٧م.
- بالانت، جولى، (٢٠٠٦)، "التحليل الإحصائى باستخدام برنامج SPSS"، ترجمة: خالد العامرى، دار الفاروق، القاهرة.
- داود، على سعد محمد، (٢٠١٣)، "العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح وأثرها على الأداء السعري للسهم- دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة بالبورصة المصرية"، *المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، يوليو، ص ص ١٦٦-١٢٠.

- رياض، سامح محمد رضا، (٢٠١٣)، "أثر خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة على معدل التوزيعات النقدية فى الشركات الصناعية المصرية"، *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، المجلد العشرون، العدد الثالث، سبتمبر، ص ص ٤٨٧-٥٢١.
- شعراوى، هالة محسن صبحى، (٢٠١٣)، "أثر التوزيع النقدى على القيم السوقية للأسهم العادية مقارنة بين البورصة المصرية EGX والبورصة السعودية TADAWUL"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة حلوان، العدد الأول، ص ص ١٩٩-٢٤٦.
- عبد الرحمن، سوزان جمال الدين، (٢٠٠٤)، "مدى التفاعل بين لجان المراجعة والمراجعة الداخلية وأثر ذلك علي فعالية الإجراءات الحاكمة في الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة المصرية لدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد الثامن والعشرون، العدد الرابع، ص ص ١٠١ - ١٢٦.
- عبد الفتاح، سعيد توفيق أحمد، (٢٠١٣)، "علاقة خصائص لجان المراجعة بجودة التقارير المالية- دراسة إختبارية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- وزارة الاستثمار، (٢٠٠٨)، "دليل عمل لجان المراجعة"، مركز المديرين المصرى، أغسطس.
- وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإدارى، (٢٠١٧)، "أهم مؤشرات الأداء الاقتصادى والاجتماعى خلال الربع الثالث والتسعة أشهر الأولى من العام المالى ٢٠١٦/٢٠١٧"، يونيو.



## ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abad, D., Lucas-Pérez, M., Minguez-Vera, A. & Yagüe, J., (2017), "Does Gender Diversity on Corporate Boards Reduc Information Asymmetry in Equity Markets? ", **Business Research Quarterly**, Vol. 20, PP. 192-205.
- Al Malkawi, H., (2007), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model ", **Journal of Economic and Administrative Sciences**, Vol. 23, No. 2, PP. 44-70.
- —————, Rafferty, M. & Pillai, R., (2010), "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence", **International Bulletin of Business Administration**, Vol. 9, January, PP. 171-200.
- Al Masum, A., (2014) "Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange", **Global Disclosure of Economics and Business**, Vol. 3, No. 1, PP. 9-17.
- Ali, A., Jan, F. & Sharif, I., (2015), "Effect of Dividend Policy on Stock Prices", **Business & Management Studies: An International Journal**, Vol. 3, No. 1, PP. 56-87.
- Alias, N., Yaacob, M., Rahim, R. & Nor, F., (2016), "Board Structure, Free Cash Flow and Dividend Per Share in Malaysia Listed Firms: An Empirical Study of Interaction Effect", **Malaysian Journal of Society and Space**, Vol. 12, No. 2, PP. 58-67.
- Alzeban, A. & Sawan, N., (2015) "The Impact of Audit Committee Characteristics on the Implementation of Internal Audit Recommendations", **Journal of International Accounting Auditing and Taxation**, Vol. 24, PP. 61-71.
- Baran, L. & Forst, A., (2015) "Disproportionate Insider Control and Board of Director Characteristics", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 35, PP. 62-80.
- Barua, A., Rama, D. & Sharma, V., (2010), "Audit Committee Characteristics and Investment in Internal Auditing", **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 29, No. 5, September/ October, PP. 503-513.

- Basheer, S., (2003), "**Your Guide to the Statistical Program SPSS**", Tenth Edition, Arab Institute for Training and Research in Statistics, Iraq.
- Baskin, J., (1989), "Dividend Policy and the Volatility of Common Stocks", **Journal of Portfolio Management**, Vol. 15, No.3, Spring, PP. 19–25.
- Be'dard, J., Chtourou, S. & Courteau, L., (2004), "The Effect of Audit Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management", **AUDITING: A Journal of Practice & Theory**, Vol. 23, No. 2, September, PP. 13–35.
- Benjamin, S. & Zain, M., (2015), "Corporate Governance and Dividends Payout: Are They Substitutes or Complementary?", **Journal of Asia Business Studies**, Vol. 9, No. 2, PP. 177–194.
- Bhaduri, S., (2002), "Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", **Journal of Economics and Finance**, Vol. 26, No. 2, Summer, PP. 200–215.
- Caskey, J., Nagar, V. & Petacchi, P., (2010), "Reporting Bias with an Audit Committee", **The Accounting Review**, Vol. 85, No. 2, March, PP. 447–481.
- Chen, J., Leung, W. & Goergen, M., (2017), "The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 43, PP. 86–105.
- De Villiers, C., Naiker, V. & Van Staden, C., (2011), "The Effect of Board Characteristics on Firm Environmental Performance", **Journal of Management**, Vol. 37, No. 6, June, PP. 1636–1663.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G., (2004), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 14, PP. 387–405.
- Defond, M., Hann, R. & Hu, X., (2005), "Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committees of Boards of Directors?", **Journal of Accounting Research**, Vol. 43, No. 2, May, PP. 153–193.

- DeZoort, F., Hermanson, D., Archambeault, D. & Reed, S., (2002), "Audit Committee Effectiveness: A Synthesis of the Empirical Audit Committee Literature", **Journal of Accounting Literature**, Vol. 21, PP. 38–75.
- Easterbrook, F., (1984), "Two Agency–Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, Vol. 74, No. 4, September, PP. 650–659.
- Eisenberga, T., Sundgrenb, S. & Wellsc, M., (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol. 48, No. 1, April, PP. 35–54.
- Ghosh, C. & Sirmans, C., (2006), "Do Managerial Motives Impact Dividend Decisions in REITs?", **Journal of Real Estate Finance and Economics**, Vol. 32, No. 3, PP. 327–355.
- Gordon, M. & Shapiro, E., (1956), "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit", **Management Science**, Vol. 3, No. 1, October, PP. 102–110.
- Green, P., Carroll, J. & Lattin, J., (2003), **"Analyzing Multivariate Data"**, Thomson Brooks/Cole, Canada.
- Habib, Y., Kiani, Z. & Khan, M., (2012), "Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan", **Global Journal of Management and Business Research**, Vol. 12, No. 5, March, PP. 79–84.
- Hamdan, A., AlHaya1e, T. & Aboagela, E., (2012), "The Impact of Audit Committee Characteristics on Accounting Conservatism: Additional Evidence from Jordan", **Journal of King Saud University**, Vol. 24, No. 1, PP. 1–15.
- Hamdan, A., Sarea, A. & Reyad, S., (2013), "The Impact of Audit Committee Characteristics on the Performance: Evidence from Jordan ", **International Management Review**, Vol. 9, No. 1, PP. 32–42.
- Haque, F., (2017) "The Effects of Board Characteristics and Sustainable Compensation Policy on Carbon Performance of UK Firms", **The British Accounting Review**, Vol. 49, PP. 347–364.
- Hashemijoo, M., Ardekani, A. & Younesi, N., (2012), "The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market", **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol. 4, No. 1, PP. 111–129.

- Hooi, S., Albaity, M. & Ibrahimy, A., (2015), "Dividend Policy and Share Price Volatility", **Investment Management and Financial Innovations**, Vol. 12, No. 1, PP. 226–234.
- Huda, N. & Abdullah, M., (2014), "Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Chittagong Stock Exchange", **World Review of Business Research**, Vol. 4, No. 3, October, PP. 14–34.
- Hussain, A., (2013) "The Impact of Dividend Policy on the Relationship between Institutional Ownership and Stock Price Volatility: Evidence from Pakistan", **The Lahore Journal of Business**, Vol. 2, No. 1, Autumn, PP. 111–132.
- Hussainey, K., Mgbame, C. & Chijoke–Mgbame, A., (2011), "Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence", **The Journal of Risk Finance**, Vol. 12, No. 1, PP. 57–68.
- Irandoost, R., Hassanzadeh, R. & Salteh, H., (2013), "The Effect of Dividend Policy on Stock Price Volatility and Investment Decisions", **European Online Journal of Natural and Social Sciences**, Vol. 2, No. 3, PP. 51–59.
- Jensen, M., (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", **The Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, July, PP. 831–880.
- Jiraporn, P., Kim, J. & Kim, Y., (2011), " Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation", **The Financial Review**, Vol. 46, PP. 251–279.
- Kamyabi, Y. & Nazemi, E., (2014) "Investigating Relationship between Dividend Policy and Stock Price Volatility of Firms Accepted at Tehran Stock Exchange", **Applied Mathematics in Engineering, Management and Technology**, Vol. 2, No. 6, PP. 622–630.
- Khan, M., Khan, W., Al Bassam, W. & Javeed, A., (2017), "Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Karachi Stock Exchange", **ELK Asia Pacific Journal of Finance and Risk Management**, Vol. 8, No. 1, PP. 1–15.

- Kulathunga, K., Weerasinghe, W. & Jayarathne, J., (2017), "Corporate Governance and Dividend Policy: A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka", **International Journal of Scientific Research and Innovative Technology**, Vol. 4, No. 2, February, PP. 64–81.
- Lease, R., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. & Sarig, O., (2000), "**Dividend policy: its impact on firm value**", Harvard Business School Press, Boston, USA.
- Li, J., Mangena, M. & Pike, R., (2012), "The Effect of Audit Committee Characteristics on Intellectual Capital Disclosure", **The British Accounting Review**, Vol. 44, PP. 98–110.
- Li, K. & Zhao, X., (2008), "Asymmetric Information and Dividend Policy", **Financial Management**, Vol. 37, No. 4, Winter, PP. 673–694.
- Lin, Z., Xiao, J. & Tang, Q., (2008), "The Roles, Responsibilities and Characteristics of Audit Committee in China", **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Vol. 21, No. 5, PP. 721–751.
- Lindeman, T., (2016), "**The Correlation between Dividend Policy Measures and Share Price Volatility on OMX Helsinki**", Master Thesis, International Business School, Arcada University, Finnish, April.
- Lintner, J., (1962), "Dividend, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations", **Review of Economics and Statistics**, Vol. 44, No. 3, August, PP. 243–269.
- Lipton, M. & Lorsch, J., (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", **The Business Lawyer**, Vol. 48, No. 1, November, PP. 59–77.
- Madi, H., Ishak, Z. & Manaf, N., (2014), "The Impact of Audit Committee Characteristics on Corporate Voluntary Disclosure", **Procedia– Social and Behavioral Sciences**, Vol. 164, PP. 486–492.
- Mangena, M. & Pike, R., (2005), "The Effect of Audit Committee Shareholding, Financial Expertise and Size on Interim Financial Disclosures", **Accounting Business Research**, Vol. 35, No. 4, PP. 327–349.

- \_\_\_\_\_ & Tauringana, V., (2007), "Corporate Compliance with Non-Mandatory Statements of Best Practice: The Case of the ASB Statement on Interim Reports", **European Accounting Review**, Vol. 16, No. 2, PP. 399–427.
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. & Hozoori, M., (2013), "The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange", **International Journal of Economy, Management and Social Sciences**, Vol. 2, No. 6, June, PP. 237–241.
- Miller, M. & Modigliani, F., (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **The Journal of Business**, Vol. 34, No. 4, October, PP. 411–433.
- Nguyen, B. & Nielsen, K., (2010), "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death", **Journal of Financial Economics**, Vol. 98, No. 3, December, PP. 550–567.
- Nimer, K., Warrad, L. & Khuraisat, O., (2012), "The Effect of Audit Committee's Effectiveness on Dividend Payout Policy: Evidence from the Jordanian Firms", **International Journal of Business and Management**, Vol. 7, No. 7, April, PP. 172–179.
- O'Brien, R., (2007), "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors", **Quality & Quantity**, Vol. 41, No. 5, October, PP. 673–690.
- Okafor, I., Ugochukwu, U. & Hillary, E., (2016), "The Effect of Board Interest on the Dividend Policy of Nigerian Manufacturing Sector", **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, Vol. 6, No. 8, PP. 100–115.
- Othman, R., Ishak, I., Arif, S. & Abdul Aris, N., (2014), "Influence of Audit Committee Characteristics on Voluntary Ethics Disclosure", **Procedia– Social and Behavioral Sciences**, Vol. 145, PP. 330–342.
- Pelt, T., (2013), **"The Effect of Board Characteristics on Dividend Policy"**, Master Thesis, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University, Netherlands, July.

- Persons, O., (2005), "The Relation between the New Corporate Governance Rules and the Likelihood of Financial Statement Fraud", **Review of Accounting and Finance**, Vol. 4, No. 2, PP. 125–148.
- Raghunandan, K. & Rama, D., (2007), "Determinants of Audit Committee Diligence", **Accounting Horizons**, Vol. 21, No. 3, September, PP. 265–279.
- Raheja, C., (2005), "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 40, No. 2, June, PP. 283–306.
- Ran, G., Fang, Q., Luo, S. & Chan, K., (2015), "Supervisory Board Characteristics and Accounting Information Quality: Evidence from China", **International Review of Economics and Finance**, Vol. 37, PP. 18–32.
- Reguera–Alvarado, N. & Bravo, F., (2017) "The Effect of Independent Directors' Characteristics on Firm Performance: Tenure and Multiple Directorships", **Research in International Business and Finance**, Vol. 41, PP. 590–599.
- Riaz, S., Liu, Y. & Ahmad, M., (2016), "Dividend Policy and Corporate Governance Perspective", **Accounting and Finance Research**, Vol. 5, No. 3, PP. 77–86.
- Roger, L., (2003), "Why Dividend Matter", **Smart Money**, Vol. 12, No. 4, April, PP. 5–64.
- Rosenstein, S. & Wyatt, J., (1990), "Outside Directors, Board Independence and Shareholder wealth", **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, No. 2, August, PP. 175–191.
- Ross, S., Westerfeld, R. & Jordon, B., (2003), "**Fundamentals of Corporate Finance**", 6<sup>th</sup> ed., McGraw–Hill Higher Education, New York, USA.
- Salari, N., Abbasian, E. & Pakizeh, K., (2012), "Effect of Dividend Policy Measures on Stock Price Volatility in Tehran Stock Exchange", **International Journal of Finance, Accounting and Economics Studies** , Vol. 2, No. 1, Winter, PP. 27–36.

- Samaha, K., Khlif, H. & Hussainey, K., (2015), "The Impact of Board and Audit Committee Characteristics on Voluntary Disclosure: A Meta-Analysis", **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Vol. 24, PP. 13–28.
- Sani, A. & Musa, A., (2017) "Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria", **International Journal of Research in IT, Management and Engineering**, Vol. 7, No. 1, January, PP. 7–13.
- Shah, S. & Noreen, U., (2016) "Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 6, No. 2, PP. 461–472.
- Sharma, V., (2011) "Independent Directors and the Propensity to Pay Dividends", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 17, PP. 1001–1015.
- Shehu, M., Kamardin, H. & Shehu, H., (2015), "The Relationship between Dividend Payout Ratio and Outside Directors among Malaysian Public Listed Companies", **European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research**, Vol. 3, No. 10, October, PP. 67–75.
- Stulz, R., (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, No.1, July, PP. 3–27.
- Tabachnick, B. & Fidell, L., (2007), "**Using multivariate statistics**", 5<sup>th</sup> ed., Pearson/Allyn & Bacon, Boston, USA.
- Takeda, F. & Tomozawa, T., (2006), "An Empirical Study on Stock Price Responses to the Release of the Environmental Management Ranking in Japan", **Economics Bulletin**, Vol. 13, No. 5, September, PP. 1–4.
- Ullah, H., Saqib, S. & Usman, H., (2015), "The Impact of Dividend Policy on Stock Price Volatility: A Case Study of Selected Firms from Textile Industry in Pakistan", **International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences**, Vol. 4, No. 3, PP. 40–51.
- Vafeas, N., (1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol. 53, No. 1, July, PP. 113–142.



- Walter, J., (1963), "Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise", **The Journal of Finance**, Vol. 18, No. 2, May, PP. 280–291.
- Yarram, S., (2010), "Board Characteristics and Dividend Policy: Australian Evidence", **Working Paper**.  
Available at: <https://www.wbiconpro.com/334-Subba.pdf>, Accessed May 14, 2017.
- Zhou, J. & Chen, K., (2004), "Audit Committee, Board Characteristics and Earnings Management by Commercial Banks", **Working Paper**, School of Management, Binghamton University, New York, December.