

# تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح: دليل تجريبي من مصر

د. / محمد صالح عبد اللطيف عسران\*

---

د. محمد صالح عبد اللطيف عسران : مدرس بقسم إدارة الأعمال - كلية التجارة - جامعة القاهرة . حاصل على دكتوراه في التمويل والاستثمار . حاصل على شهادة تدريب المدربين TOT وقام بالتدريب في العديد من برامج التدريب منها تدريب الموظفين بوزارة التموين والتجارة الداخلية والبنك الزراعي المصري. قام بتأليف كتاب المؤسسات والأسواق المالية واشترك في تأليف كتاب التقارير المالية. قام بتدريس العديد من المواد منها التقارير المالية وتمويل الشركات والأساليب الكمية في الإدارة والتمويل السلوكي. قام بنشر العديد من الابحاث الاجنبية والعربية. من اهتماماته البحثية التمويل السلوكي والبنوك وتمويل الشركات.

Email : [ms.assran@foc.cu.edu.eg](mailto:ms.assran@foc.cu.edu.eg)

## مستخلص البحث

يهدف هذا البحث الى دراسة تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح للشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك في الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠٢١. اعتمد الباحث على استخدام نموذج الانحدار اللوجستي. وقد اسفرت نتائج التحليل الاحصائي على ان هناك مجموعة من المتغيرات الاساسية التي تحدد سياسة توزيع الأرباح للشركات وهي الرافعة المالية؛ الربحية؛ نسبة حق الملكية ونسبة السيولة. كذلك يؤثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بشكل سلبي على سياسة توزيع الأرباح حيث ينخفض احتمال توزيع الأرباح بشكل كبير خلال فترة الازمات وهذا التخفيض لم يكن بسبب انخفاض الربحية لكن رغبة في زيادة نسبة السيولة من أجل معالجة مخاطر السيولة المستقبلية واستغلال الفرص الناجمة عن الأزمة. تؤثر الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح حيث نجد علاقة سلبية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وتوزيعات الأرباح مما يشير إلى أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الخبرة المالية هم أقل عرضة للتسرع في اقتراح توزيعات الأرباح ويفضلون أن تحتفظ شركاتهم بالنقد لفرض الاستثمار المستقبلية. كذلك توجد علاقة سلبية بين معدل دوران الرئيس التنفيذي خلال السنة المالية وتوزيع الأرباح مما يشير الى تحفظ الرؤساء الجدد لتوزيع الأرباح. الكلمات المفتاحية: عدم التأكد في السياسة الاقتصادية؛ الرافعة المالية؛ مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي؛ سياسة توزيع الأرباح.

## Abstract :

This research aims to study the effect of economic policy uncertainty and the characteristics of the CEO on the dividend policy of companies listed on the Egyptian Stock Exchange in the period from 2013 to 2021. The researcher relied on using the logistic regression model. The results of the statistical analysis revealed that there is a set of basic variables that determine the dividend policy which is the financial leverage; profitability; Equity ratio and liquidity ratio. Uncertainty in the economic policy also negatively affects the dividend policy, as the probability of dividend distribution decreases significantly during the crisis period, and this reduction was not due to low profitability, but a desire to increase the liquidity ratio in order to address future liquidity risks and exploit the opportunities resulting from the crisis.

CEO's personal characteristics influence dividend policy. We find a negative relationship between CEO's financial education level and dividend

yield, indicating that CEOs with financial experience are less likely to rush to propose dividends and prefer their companies to retain cash for future investment opportunities. There is also a negative relationship between the turnover rate of the chief executive officer during the fiscal year and the distribution of profits, which indicates the reservation of the new chiefs for the distribution of profits.

Keywords: economic policy uncertainty; leverage; the level of financial education of the CEO; Dividend policy.

## ١. مقدمة

توفر قرارات توزيع الأرباح رؤى ذات صلة خاصة بالشركات من خلال عرض التوظيف الاستراتيجي لرأس المال ( Agarwal et al., 2015; Ackert et al., 2018 and Linden et al., 2022). تتلخص قرارات توزيع الأرباح في توقعات الفرص وتفضيلات المديرين والمالكين بالإضافة إلى كيفية إدراك أصحاب المصلحة الآخرين لقرار توزيع الأرباح ( Golden and Kohlbeck, 2017). يشكل عدم التأكد الناشئ عن السياسة الاقتصادية البيئية التي تعمل فيها الشركات مما يؤدي إلى عواقب على الأنشطة الاقتصادية ( Baker et al., 2016) حيث يمكن أن يؤدي محتوى وتوقيت هذه التغييرات في السياسة الاقتصادية إلى زيادة عدم التأكد بشأن سياسة توزيع الأرباح وغيرها من التأثيرات السلبية الحالية والمستقبلية ( Jin et al., 2019). على الرغم من أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية هو متغير إجمالي إلا أنه يمكن أن يؤثر على القرارات الإدارية ( Gulen and Ion, 2016; Nguyen and Phan, 2017; Bonaime et al., 2018; Datta et al., 2019).

اكتسب البحث حول أهمية عدم التأكد حول سياسة توزيع الأرباح زخمًا في السنوات الأخيرة في ضوء الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ وما تلاها من انكماش اقتصادي عالمي. تقوم الشركات بتعديل سياسات توزيع الأرباح استجابة للأزمة ( Abreu and Gulamhussen, 2013, Bliss et al., 2015, and Attig et al., 2016). أشار Bilgin et al, 2020 بأن عدم التأكد الاقتصادي يوجد في كل من الأوقات العادية وأوقات الأزمات وأنه يمكن قياسه بعدة طرق من أشهرها مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) الذي أنشأه Baker et al, 2016 والذي منذ تقديمه أصبح هناك اهتمام متزايد بدراسة تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على العديد من النتائج المالية والاقتصادية. اعتمد الباحث على استخدام مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي " World

(WUI) "Economic Uncertainty Index" من خلال حساب تكرار كلمة "عدم التأكد" في تقارير الدول الخاصة بوحدة المعلومات الاقتصادية لقياس عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وهذا المؤشر متاح لـ ١٤٣ دولة من بينها جمهورية مصر العربية. أشارت نظرية المستويات العليا لـ Hambrick and Mason, 1984 بأن الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي مثل العمر والنوع ومدة العمل والتعليم والخبرة قد تنتجاً بنتائج المنظمة. نتيجة لذلك يتأثر أداء الأعمال والسياسات بالسمات الشخصية للرئيس التنفيذي. يستفيد الرؤساء التنفيذيين من مناصبهم من أجل تحسين مكافآتهم للبقاء على رأس الشركة حيث إنهم مسئولون عن أداء الشركة ويمارسون سلطة اتخاذ القرارات الاستراتيجية المتعلقة بالشركة (Chou and Chan, 2018, Ghardallou et al., 2020).

يسعى البحث إلى دراسة تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) وخصائص الرئيس التنفيذي للشركة على سياسة توزيع الأرباح للشركات المقيدة في البورصة المصرية. ومع ذلك على حد علم الباحث هناك غياب ملحوظ في الدراسات التي تناولت تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح للشركات دفعة واحدة وخاصة للشركات المقيدة في البورصة المصرية.

## ٢. الدراسات السابقة

### ١.٢ عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU)

تعمل الشركات في بيئة شكلتها القرارات الخاصة بالسياسية الاقتصادية لهذا فإن الخيارات المالية والتشغيلية عرضة للتأثر بعدم التأكد في السياسة الاقتصادية (Gulen and Ion, 2016; Demir and Ersan, 2017)، أي عدم التأكد المتعلق بالضرائب والإنفاق الحكومي والسياسات النقدية (Bonaimé et al., 2018). تتزايد الدراسات حول عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتأثيراتها على قرارات الشركات منذ قيام Baker et al, 2016 بتقديم مقياساً جديداً للمستوى العام لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمعروف بـ BBD Index (Schwarz & Dalmacio, 2021). يشير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) إلى حالة عدم قدرة الكيانات الاقتصادية على التنبؤ بما إذا كانت الحكومة ستغير سياساتها الاقتصادية ومتى وكيف سيتم ذلك (Gulen and Ion, 2016). كذلك أشار Baker et al., 2016 الى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بشكل أساسي يعود إلى احتمال اختلاف السياسات المستقبلية عن السياسات الحالية وكيف يمكن أن

تؤثر هذه التغييرات على الأنشطة الاقتصادية على المستويين الكلي والجزئي. حيث يؤثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على زيادة معدلات البطالة وقرارات الاستثمار وقرارات الانفاق حيث يمكن للمستهلكين تأخير بعض المشتريات عندما يكون عدم التأكد بشأن الدخل مرتفعاً. تؤثر حالة عدم التأكد على الاقتصاد ككل من خلال تقليل النمو الاقتصادي (Bloom, 2009) وفي الوقت نفسه لعدم التأكد أثر كبير على نمو الناتج المحلي الإجمالي (Balcilar, Gupta, & Segnon, 2016b). عدم التأكد في السياسة يمكن أن يكون له تأثيرات متعددة الأوجه على اتخاذ قرارات الشركات (Huang & Yang, 2021 and Li, 2019).

عادة ما يتم تنفيذ تغييرات السياسة الاقتصادية لمواجهة الركود الاقتصادي الناجم عن الصدمات الخارجية مثل الأزمات المالية أو الصراعات والحروب الدولية (Bloom, 2009). خلال فترات الركود يمكن أن تزداد مستويات عدم التأكد بشأن السياسة الاقتصادية بشكل كبير حيث يحاول صانعي السياسات تحقيق الاستقرار في الاقتصاد وتحفيز النمو وفي المقابل خلال فترات الازدهار لا يتطلب الاقتصاد الكثير من التعديل أو التدخل (Pastor and Veronesi, 2012).

## ٢.٢ عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وسياسة توزيع الأرباح

ينخفض احتمال توزيع الأرباح بشكل كبير خلال فترة الازمات وهذا التخفيض لم يكن بسبب انخفاض الربحية ولكن رغبة في زيادة نسبة السيولة من أجل معالجة مخاطر السيولة المستقبلية والفرص الناجمة عن الأزمة ويؤدي هذا أيضاً إلى زيادة طلب اصحاب المصالح للحصول على معلومات إضافية من الشركات لضمان تعظيم قيمة المساهمين من خلال شرح الاحتياطات النقدية الأكبر في التقارير المالية (Hauser, 2013).

يمثل دراسة تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح تمييزاً مهماً في أدبيات التمويل وذلك لأن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يختلف عن الأنواع الأخرى من عدم التأكد: أولاً: يختلف عدم التأكد في السياسة الاقتصادية عن حالة عدم التأكد المتعلقة بالأحداث مثل الانتخابات السياسية والأزمات المالية لأنها تحدد مقدار عدم التأكد خارج الإطار الزمني الذي تحدده هذه الأحداث وبالتالي فهي أكثر ثباتاً من حالة عدم التأكد التي تحركها الأحداث (Brogaard and Detzel, 2015). ثانياً: انها تختلف عن عدم التأكد في الاقتصاد الكلي والذي يتعلق بعدم التأكد بشأن أساسيات الاقتصاد الكلي حيث يشير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية إلى عدم التأكد بشأن الإجراءات الحكومية التي تؤثر على البيئة الاقتصادية (Beckmann and Czudaj, 2017).

واخيرا: يختلف عدم التأكد في السياسة الاقتصادية عن حالة عدم التأكد على مستوى الشركة لأنها ناتجة عن تغييرات في سياسة الحكومة والصدمات التنظيمية وعن الصدمات الأخرى التي تكون أيضاً خارجة عن سيطرة المدير (على سبيل المثال، الحروب والعقوبات التجارية) وهذا يجعل عدم التأكد في السياسة الاقتصادية خارجياً إلى حد كبير وأكثر صعوبة في التحوط للشركات والمستثمرين من عدم التأكد على مستوى الشركات (Duong et al., 2020; El Ghoual et al., 2020). تشكل السياسات الحكومية البيئة التي تمارس فيها الشركات أعمالها وبالتالي يكون لها تأثير على أداء الشركات وعلى قراراتها المالية والتشغيلية (El Ghoual et al., 2018). تميل التغييرات غير المتوقعة في السياسة الاقتصادية إلى زيادة الصعوبة التي يواجهها المحللون في تحديد ممارسات إدارة الشركة (Roma et al, 2021).

توصل Attig et al, 2021 بأن المستوى العالي من عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يرتبط بشكل إيجابي بدفع توزيعات الأرباح وذلك باستخدام عينة من ١٩ دولة كذلك أشار إلى أن توزيعات الأرباح تساعد في التخفيف من مشاكل الوكالة خلال الفترات التي تشهد ارتفاعاً في مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. توصل Linden and M. Lehner, 2022 بأن توزيعات الأرباح تأثرت بشكل كبير بأزمة كورونا.

يمكن أن نرى من التحليل أعلاه أن التعرض العالي لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية قد يؤدي إلى زيادة أو نقصان في توزيعات الأرباح. ولا يزال التحقيق في ما إذا كان عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات وكيفية تأثيره لهذا يمكن صياغة الفرض كما يلي:

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وسياسة توزيع الأرباح "

### ٣.٢ خصائص الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح

تجذب نظرية المستويات العليا الكثير من الاهتمام حيث تقوم على فكرة رئيسية وهي أن المنظمة هي انعكاس لرئيسها التنفيذي وتفترض النظرية أن الرؤساء التنفيذيين من خلال خصائصهم الشخصية ومهاراتهم الخاصة يمكن أن يؤثروا على خلق قيمة الشركة، والخيارات الاستراتيجية، وقرارات إعداد التقارير المالية للشركات وذلك بفضل تفسير المواقف التي يواجهونها وأن هذه الخصائص لها تأثير كبير على تصميم أنظمة الإدارة ( Hambrick and Mason, 1984, ) (Hambrick, 2007, Hiebl, 2014).

يتمتع الرؤساء التنفيذيين بتأثير ملحوظ في القرارات التي تتخذها الشركة بما في ذلك قرار توزيع الأرباح فسياسة توزيع الأرباح هي رمز التوازن بين الاستثمارات السابقة والمستقبلية كما تراها الإدارة العليا. أشار Hoang et al, 2020 بأن الثقة المفرطة لدى الرئيس التنفيذي ترتبط ايجابيا مع توزيع الأرباح وذلك من خلال الدراسة التي اجراها على مجموعة من الشركات في فيتنام. توصل Yahaya, 2022 إلى ان سياسة توزيع الأرباح للشركات في نيجيريا تتأثر بخصائص الرئيس التنفيذي كالعمر والنوع والجنسية ومدة العمل والملكية ومعدل الدوران (الاستبدال). يناقش القسم التالي الدراسات السابقة التي تربط خصائص الرئيس التنفيذي بسياسة توزيع الأرباح.

### ١.٣.٢ استبدال (دوران) الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح

معدل دوران الرؤساء التنفيذيين هو أحد أفضل الطرق لتحسين أداء الشركة التي تعاني من التراجع. توجد نتائج مختلفة حول تأثير استبدال الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح فنجد ان Onali et al, 2016 وجد تأثير سلبي لاستبدال الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح؛ بينما توصل Barros et al, 2022 الى أن معدل دوران الرؤساء التنفيذيين يزداد مع توزيعات أرباح الشركات؛ كذلك قدم دليلا على أن الشركات من المرجح ان تدفع أرباحًا بعد استبدال الرئيس التنفيذي. في ضوء هذه النتائج المختلطة يمكن صياغة الفرض التالي:

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين استبدال الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح "

### ٢.٣.٢ مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وسياسات توزيع الأرباح

يعتبر الرؤساء التنفيذيين الحاصلين على درجات جامعية في مجالات المحاسبة والتمويل والتجارة والاقتصاد وأي دورات مهنية أخرى متعلقة بالتمويل مثل المحاسب القانوني والمحلل المالي المعتمد وماجستير إدارة الأعمال رؤساء تنفيذيين متعلمين ماليًا (Gupta et al, 2018). بالإضافة إلى ذلك تلعب الخلفية التعليمية للرئيس التنفيذي دورًا رئيسيًا في قرارات الشركة. على وجه الخصوص يلعب التعليم دورًا أساسيًا في تحديد التوجه الاستراتيجي للرئيس التنفيذي (Hambrick and Mason, 1984) يمكن أن يؤدي الاختلاف الكبير في الخلفية التعليمية إلى اختلافات مهمة في عملية اتخاذ القرار للرئيس التنفيذي (Dittmar and Duchin, 2015).

علاوة على ذلك كما اقترح King et al, 2016 بأنه يمكن التعامل مع المستوى التعليمي كعامل للمهارات المعرفية التي تؤدي إلى قدرة إدارية أفضل. تؤدي القدرة على اتخاذ القرار التي يوفرها التعليم الأفضل إلى إدارة أفضل لتوزيع الأرباح وخلق قيمة من خلالها للمساهمين وبهذه الطريقة

تقليل تكاليف الوكالة ومواءمة المصالح بين المساهمين والإدارة العليا ( Naeem and Khurram, 2020). تعطي خبرة وتعليم الرؤساء التنفيذيين إشارات إيجابية للمساهمين حيث إنهم يعلمون أنه مع المزيد من الخبرة والتعليم العالي سيكون الرئيس التنفيذي قادرًا على جذب موظفين أفضل قادرين على زيادة المعرفة والروابط المتكاملة للشركة مما سيؤدي إلى ميزة تنافسية على المنافسين (Patzelt, 2010).

أظهرت الأدبيات السابقة أن المديرين ذوي الخبرة المالية محافظون وبالتالي يفضلون أسس أقوى لشركاتهم ( Sultana and Van der Zahn, 2013; Krishnan and Visvanathan, 2008) على الرغم من أن بعض الأدبيات جادلت بأن توزيعات الأرباح تلعب دور في إجبار الشركات على دفع مبالغ نقدية زائدة ومن ثم جمع أموال جديدة في سوق رأس المال والتي تمنح موردي رأس المال القدرة على مراقبة ومعاينة الشركات الفقيرة وأن هناك احتمال أقل أن يُخضع الرؤساء التنفيذيين المحافظون ذوو الخبرة المالية شركاتهم لهذا النوع من الانضباط ما لم يكن ذلك ضروريًا للغاية. نعتقد أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الخبرة المالية هم أقل عرضة للتسرع في اقتراح توزيعات الأرباح ويفضلون أن تحتفظ شركاتهم بالنقد لفرص الاستثمار المستقبلية ( Thompson & Manu, 2021). مما سبق يمكن صياغة الفرض التالي:

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وسياسة

### توزيع الأرباح

تعقيباً على الدراسات السابقة لاحظ الباحث ما يلي:

- بينت الدراسات السابقة ان توزيع الأرباح لا يزال لغزاً وأن تناول هذا الموضوع في الأسواق الناشئة سوف يعطي نتائج قد تساعد في إزالة الغموض عن سياسة توزيع الأرباح.
- بينت الدراسات مدى تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على القرارات الإدارية التي تتخذها الشركات وخاصة قرار توزيع الأرباح ودور نظرية الوكالة في تفسير سلوك الشركات حول توزيع الأرباح حول العالم.
- معظم الدراسات اشارات إلى أهمية الخصائص الشخصية لصانعي القرار مثل مستوى التعليم المالي ومعدل الدوران عند اتخاذ القرارات وخاصة دفع توزيعات الأرباح حيث يعتمد دفع توزيعات الأرباح على استراتيجيات العمل الخاصة بالرؤساء التنفيذيين.



- يوجد وجهات نظر متضاربة بين الدراسات السابقة التي تناولت تأثير معدل دوران الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح فتباينت الدراسات السابقة حول وجود علاقة ايجابية او سلبية.

يستهدف هذا البحث الى محاولة التعرف على المحددات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات المقيدة فى البورصة المصرية من خلال التعرف على تأثير عدم التأكد فى السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي من معدل دوران ومستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح للشركات المقيدة فى البورصة المصرية.

### ٣. مشكلة البحث

تشير العديد من الدراسات السابقة إلى أنه على الرغم من المستوى المرتفع غير المعتاد من عدم التأكد بشأن السياسات الاقتصادية في السنوات الأخيرة فقد زادت بعض الشركات توزيعات أرباحها إلى مستويات قياسية (Baker et al, 2016). أشار Attig et al, 2021 إلى أن الشركات في الولايات المتحدة وكندا واليابان وأسواق أخرى مثل الأسواق الناشئة وأوروبا وآسيا والمحيط الهادئ حققت توزيعات أرباح قياسية على الرغم من المخاوف بشأن النمو الاقتصادي العالمي وعدم التأكد المتعلق بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. ظاهرياً تبدو هذه التغييرات غير منطقية لأن الدوافع الاحترازية تشير إلى أنه استجابةً لارتفاع حالة عدم التأكد يجب على الشركات الاحتفاظ بجزء أكبر من أرباحها وبالتالي تقليل مدفوعات الأرباح لحماية الاستثمارات من صدمات التمويل.

تشير نظرية الوكالة إلى وجود علاقة ايجابية بين عدم التأكد فى السياسة الاقتصادية وتوزيع الأرباح ؛ حيث تشير الدراسات النظرية اللاحقة إلى أن توزيعات الأرباح يمكن أن تلعب دوراً مهماً في التخفيف من مشاكل الوكالة بين المطلعين على الشركات والمساهمين الخارجيين (Myers, 2000). تشير هذه النظرية إلى أن المساهمين يفضلون توزيعات الأرباح على الأرباح المحتجزة. توصل La Porta et al, 2000 إلى أن نظرية الوكالة وثيقة الصلة بتفسير سياسة توزيع الأرباح حول العالم.

افترض Attig et al, 2021 أن تفضيلات المستثمرين لتوزيعات الأرباح كوسيلة لمعالجة مشاكل الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ستكون أكثر وضوحاً خلال فترات ارتفاع عدم التأكد فى السياسة الاقتصادية ومن المرجح أن تكون الشركات أكثر عرضة لمشاكل الوكالة خلال الفترات التي تشهد ارتفاعاً في عدم التأكد فى السياسة الاقتصادية لأن لها آثار سلبية على أنشطة الاقتصاد الكلي

المختلفة وعلى استثمار رأس مال الشركات. سيؤدي هذا بدوره إلى زيادة الاحتياطييات النقدية والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى مزايا خاصة. على هذا النحو يمكن أن تجعل المدفوعات المرتفعة خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية المتزايدة الرؤساء التنفيذيين أكثر انضباطاً في استخدام موارد الشركة والاستفادة من أسواق رأس المال لتمويل الاستثمارات المستقبلية مما سيعرضهم للمراقبة اللاحقة من قبل السوق.

يتخذ الرؤساء التنفيذيين قرارات إستراتيجية ضرورية لبقاء الشركة ويتأثر الدور المركزي للرئيس التنفيذي كوسيط للمساهمين والإدارة بالسمات الشخصية للرئيس التنفيذي والذي يعتبر عاملاً مهماً يجب مراعاته في سياسة توزيع الأرباح (Ghardallou et al., 2020). يعتمد دفع توزيعات الأرباح على استراتيجيات العمل الخاصة بالرؤساء التنفيذيين بالنسبة للمؤسسات التي ترغب في جذب مساهمي الاستثمار على المدى الطويل فإنها غالباً ما تقيد سياسة توزيع الأرباح والعكس صحيح على المدى القصير يميل الرؤساء التنفيذيين إلى دفع المزيد من الأرباح (Deshmukh et al., 2013; Nguyen, 2020). أشار Yahaya, 2022 بأن دور الرئيس التنفيذي في تشكيل سياسة توزيع الأرباح ضروري لأن الغياب المستمر للأرباح يمكن أن يؤدي إلى سحب الاستثمارات من جانب المساهمين الحاليين.

أشار Al-Najjar et al, 2018 بأن الدافع الرئيسي لتوزيع الأرباح لا يزال يمثل لغزاً بالإضافة إلى ذلك ليس هناك شك في أن نقل الجدل حول توزيع الأرباح إلى سياق الأسواق الناشئة سيعطي نتائج تساعد على حل هذا اللغز.

يمكن أن نرى من التحليل أعلاه أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر على سياسة توزيع الأرباح؛ كذلك فإن الارتباط بين خصائص الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح هو موضوع ثري للغاية ويستحق مزيداً من البحث نظراً لوجود غياب ملحوظ في الدراسات التي تناولت عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح دفعة واحدة وخاصة للشركات المقيدة في البورصة المصرية.

باستخدام بيانات من سوق الأسهم المصرية نقوم بفحص تأثير تعرض عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح للشركات. هذا البحث مهم ليس فقط للمستثمرين لتقييم أداء الشركة ونموها ولكن أيضاً للمنظمين لتحسين الكفاءة الإشرافية.

من خلال مراجعة ادبيات التمويل يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل التالي:

" كيف يؤثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح الشركات ؟ ".

يمكن الاجابة عن هذا التساؤل من خلال الاجابة على الاسئلة الفرعية التالية:

- ١- ما هي العوامل الأساسية المحددة لسياسة توزيع الأرباح للشركات في الواقع المصري؟
- ٢- كيف يؤثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح في الواقع المصري؟
- ٣- هل خصائص الرئيس التنفيذي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات في الواقع المصري؟

#### ٤. أهمية البحث

- يضيف البحث أدلة جديدة إلى ادبيات التمويل حول تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح ويكمل البحث الأدبيات المتعلقة بدوافع توزيع الأرباح ويوفر أدلة مهمة لمنظمي السوق وكذلك للمستثمرين.
- استخدام مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي WUI لقياس عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وذلك لتوافر المعلومات الخاصة به عن جمهورية مصر العربية والذي يعتبر من المقاييس الشاملة والجيدة لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية.
- التركيز على سوق رأس المال المصري باعتباره سوق ناشئ يختلف عن الأسواق المالية للدول المتقدمة والعديد من النتائج للأسواق المتقدمة لا يمكن تطبيقها مباشرة في مصر. لذلك يوفر سوق رأس المال المصري بيئة جيدة لفهم كيفية تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح . بالإضافة إلى ذلك تواجه اقتصاديات الأسواق الناشئة قدرًا أكبر من عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وقدرة شركاتها على التعامل مع حالة عدم التأكد هذه محدودة (Winkler et al., 2015). لذلك فإن استكشاف القضايا ذات الصلة في مصر سيساعد أيضًا الأسواق الناشئة الأخرى على فهم تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح للشركات وتقديم إرشادات قوية لتنظيم السلوك المالي.
- يساهم هذا البحث في سد فجوة في ادبيات التمويل من خلال استكشاف نتائج العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح وذلك نظرا لوجود غياب ملحوظ في الدراسات التي تناولت عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح دفعة واحدة.

## ٥. أهداف البحث

- التعرف على محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- التعرف على كيفية تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- تعزيز منظور سلوكي من خلال دراسة وجود ارتباط بين خصائص الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

## ٦. منهجية البحث

### ١.٦ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات المقيدة ببورصة الأوراق. أما عن عينة البحث فهي عينة تحكمية نظرا لتوافر البيانات التي يحتاج إليها البحث في تلك العينة ويتم تحميل البيانات الخاصة بهذه الشركات خلال الفترة من يناير ٢٠١٣ حتى ديسمبر ٢٠٢١ وهي الفترة المتاحة فيها البيانات الخاصة بمفردات عينة الدراسة مع ملاحظة:

١. استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية من العينة نظرا لطبيعتها المالية الخاصة.
  ٢. استبعاد الشركات التي لا تتوفر عنها بيانات عن متغيرات البحث خلال فترة البحث.
  ٣. استبعاد الشركات المدرجة ولكنها لا تزال غير نشطة التداول.
  ٤. استبعاد الشركات التي لا تتوفر عنها تقرير كامل عن خصائص الرئيس التنفيذي.
- بعد إزالة البيانات غير المتاحة بلغ عدد الشركات ٩٦ شركة. يتم الحصول على جميع البيانات المالية من Datastream وتم جمع خصائص الرئيس التنفيذي يدوياً.

### ٢.٦ متغيرات ومقاييس البحث

#### ١.٢.٦ المتغيرات المستقلة

#### ١.١.٢.٦ عدم التأكد في السياسة الاقتصادية

اعتمد Bilgin et al, 2021 على استخدام مؤشر عدم التأكد العالمي the World Uncertainty Index (WUI) الذي اعتمد عليه Ahir et al, 2018 لقياس عدم التأكد في السياسة الاقتصادية.

تتوفر العديد من المقاييس السابقة واللاحقة في الأدبيات لالتقاط عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. تُشتق المقاييس السابقة Backward-looking measures بشكل أساسي من النماذج الإحصائية التي تستخدم متغيرات الاقتصاد الكلي القياسية؛ ومن تلك المقاييس نجد التقلبات المتغيرة بمرور الوقت في أسعار الفائدة الحقيقية (Fernández-Villaverde et al, 2011)؛ مؤشر عدم التأكد على مستوى الاقتصاد الكلي (Jurado et al, 2015)؛ علاوة مخاطر التباين (Dew-Becker et al, 2017). نظراً لأن مقاييس عدم التأكد السابقة لا يمكن أن تلتقط بشكل صحيح التحولات المتعلقة بالتطورات المفاجئة (Altig et al. 2020).

تم تطوير مقاييس لاحقة لعدم التأكد forward-looking measures مثل مؤشرات تقلب سوق الأسهم، ومقاييس عدم التأكد المستندة إلى الصحف مثل مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) والتي قدمها Baker et al, 2016 ومؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي (WUI) الذي قدمه Ahir et al, 2018 والذي اعتمد على استخدام اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) الربع سنوي الخاص بالبلد.

قام Ahir et al, 2018 بتقديم مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي (WUI) من خلال حساب تكرار كلمة عدم التأكد في تقارير الدول الخاصة بوحدة المعلومات الاقتصادية (EIU). يختلف مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي عن مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغيره من مؤشرات عدم التأكد الاقتصادي اللاحقة من حيث انه:

- يغطي مجموعة واسعة من البلدان المتقدمة والناشئة (أكثر من ١٤٠ دولة). مؤشرات عدم التأكد الاقتصادي اللاحقة الأخرى التي تستخدم المعلومات الصحفية لها تغطية محدودة فقط للبلد ولا سيما البلدان المتقدمة.

- مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي هو مقياس أكثر توحيداً عبر البلدان لأنه يعتمد على مصدر واحد وهو وحدة المعلومات الاقتصادية داخل الدولة.

- مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي قادر على التقاط حالة عدم التأكد التي تبلغ ذروتها على مستوى العالم حول الأحداث الرئيسية التي تولد حالة من عدم التأكد مثل هجمات ١١ سبتمبر، وتفشي السارس، وأزمة ديون اليورو، وخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، والانتخابات الرئاسية الأمريكية، وتفشي مرض COVID-19 (Ahir et al., 2018; Bilgin et al, 2021).

- مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي يتتبع عدم التأكد الاقتصادي على أساس مستمر ويلتقط حقيقة أن عدم التأكد موجود في كل من الأوقات العادية وأوقات الأزمات مما يجعله مؤشراً أقوى بكثير من استخدام المتغيرات الوهمية (Bilgin et al., 2021).

أحد الانتقادات المتعلقة باستخدام المؤشرات النصية مثل مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية EPU ومؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي WUI هي موثوقية ودقة المعلومات الواردة في مقالات الصحف والتقارير الخاصة بكل دولة (Baker et al., 2016). هذه ليست مشكلة بالنسبة لمؤشر WUI لأن المعلومات من مصدر وهي وحدة المعلومات الاقتصادية داخل الدولة والمعروف عنها الدقة العالية مما يخفف من مثل هذه التحيزات المحتملة (Ahir et al., 2018). ومع ذلك فإن أحد الجوانب السلبية لـ WUI هو أن هناك تقريراً واحداً فقط تصدره وحدة المعلومات الاقتصادية لكل بلد وكل ربع سنة مما قد يؤدي إلى تداخل كبير محتمل في أخذ العينات (Ahir et al. 2018).

اعتمد البحث على مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي WUI كمقياس لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية نظراً لمزاياه وتوافر المعلومات عنه لجمهورية مصر العربية حيث تم استخدام متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية.

#### ٢.١.٢.٦ خصائص الرئيس التنفيذي

اعتمد البحث على دراسة Ting et al, 2016 والتي اعتمدت على استخدام البيانات التاريخية لتحديد خصائص الرئيس التنفيذي. وأشارت الدراسة إلى أن الدراسات النفسية توصي بأن خصائص الرئيس التنفيذي مثل معدل دوران ومستوى التعليم تؤثر على قرارات الشركة. لذلك لتحقيق أهداف البحث نستخدم مقياسين لخصائص الرئيس التنفيذي على النحو التالي:

#### ١. معدل دوران (استبدال) الرئيس التنفيذي

اعتمدت العديد من الدراسات على قياس معدل دوران الرئيس التنفيذي على أنه متغير وهمي حيث يأخذ الرقم "١" للشركات التي لديها رؤساء تنفيذيين جدد و "صفر" بخلاف ذلك (Kumshe et al., 2020; Tahir et al., 2020; Yahaya & Awen, 2021). قام Bouaziz et al, 2020 بقياس معدل دوران الرئيس التنفيذي كمتغير وهمي يأخذ ١ إذا تغيرت هوية الرئيس التنفيذي خلال السنة المالية و صفر بخلاف ذلك. اعتمد البحث على استخدام متغير وهمي لقياس دوران الرئيس التنفيذي حيث يأخذ واحد إذا تغيرت هوية الرئيس التنفيذي خلال السنة المالية و صفر بخلاف ذلك.

## ٢. مستوى تعليم الرئيس التنفيذي

اعتمدت الدراسة على قياس متغير التعليم المالي وذلك كما اعتمد عليها كلا من Malmendier (2005b) and Tate (2018) و Sarwar & Hassan, 2020 Gupta et al., حيث يعتبر الرؤساء التنفيذيين الحاصلين على درجات جامعية في مجالات المحاسبة والتمويل والتجارة والاقتصاد وأي دورات مهنية أخرى متعلقة بالتمويل مثل المحاسب القانوني والمحلل المالي المعتمد وماجستير إدارة الأعمال رؤساء تنفيذيين متعلمين ماليًا. اعتمد البحث على استخدام متغير وهمي لقياس التعليم المالي يأخذ القيمة واحد إذا كان المدير لديه أي من الدرجات المذكورة أعلاه وصفر بخلاف ذلك.

## ٢.٢.٦ سياسة توزيع الأرباح (المتغير التابع)

سيكون للانخفاض الكبير في توزيعات الأرباح تأثير سلبي أكبر في نظر المساهمين (Yang et al., 2020) بالإضافة إلى ذلك توفر نسبة توزيع الأرباح مؤشرًا على عدد الأرباح التي يتم إعادة استثمارها داخل الشركة كتمويل ذاتي. اعتمدت الدراسات السابقة على العديد من المقاييس لسياسة توزيع الأرباح فمنهم من اعتمد على استخدام نسبة توزيع الأرباح  $dividend\ payout$  كمقياس لسياسة توزيع الأرباح. ومنهم من اعتمد على استخدام توزيعات الأرباح  $Dividend\ yield$  وهي نسبة الأرباح النقدية المعلنة على الأسهم العادية إلى القيمة السوقية للشركة. ونسبة توزيعات الأرباح إلى المبيعات؛ ونسبة توزيعات الأرباح إلى التدفق النقدي.

اعتمدت بعض الدراسات على استخدام متغير وهمي كمقياس لسياسة توزيع الأرباح يأخذ واحد صحيح إذا قامت الشركة بتوزيع أرباح وصفر بخلاف ذلك (Brockman and Unlu, 2009; Floyd et al., 2015; Von Eije and Megginson, 2008; Dissanayake and dissabandara, 2021). اعتمد البحث على استخدام متغير وهمي كمقياس لسياسة توزيعات الأرباح حيث يأخذ واحد صحيح إذا قامت الشركة بتوزيع أرباح وصفر بخلاف ذلك.

## ٣.٢.٦ المتغيرات الرقابية

بإتباع الأدبيات الخاصة بسياسة توزيع الأرباح فإننا نقوم بتضمين المتغيرات التالية للتحكم في الخصائص على مستوى الشركة.

### ١. نسبة حق الملكية (equity ratio (ER))

اعتمد البحث على استخدام نسبة حقوق المساهمين العاديين إلى إجمالي الأصول حيث تميل الشركات ذات النسبة المرتفعة لحق الملكية إلى زيادة توزيعات الأرباح (Attig et al, 2021).

### ٢. الربحية (ROA)

يستخدم البحث معدل العائد على الأصول (ROA) لقياس ربحية الشركة وهو نسبة صافي الدخل قبل البنود غير العادية إلى إجمالي الأصول (Attig et al, 2021; Madyan et al, 2021; Modu et al, 2020; Meca et al, 2022). حيث تميل الشركات ذات الأرباح الثابتة إلى الحصول على مستويات ثابتة لتوزيع الأرباح بمرور الوقت (Ye et al., 2019).

### ٣. حجم الشركة (SIZE)

استخدم البحث اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Attig et al, 2021; Hoang et al, 2020; Yahaya 2022; Madyan et al, 2021; Meca et al, 2022).

### ٤. الرافعة المالية (LEV)

الرافعة المالية هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. يرصد هذا المؤشر خصائص مديونية الشركة (Haron, 2014; Rajan and Zingales, 2012; Yahaya 2022; Madyan et al, 2021; Meca et al, 2022). علاوة على ذلك استخدمنا مستوى الرافعة المالية لأن الشركات ذات المستويات الأعلى من الرافعة المالية تدفع أرباحًا أقل بسبب النقدية المطلوب لسداد الدائنين (Ye et al., 2019).

### ٥. السيولة (liquidity)

تم استخدام نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة كمؤشر لسيولة الشركة حيث تميل الشركات ذات المستوى النقدي الأعلى إلى دفع أرباح أعلى لمساهميها (Wu et al., 2020; Battisti et al, 2022).



## جدول (١) متغيرات ومقاييس البحث

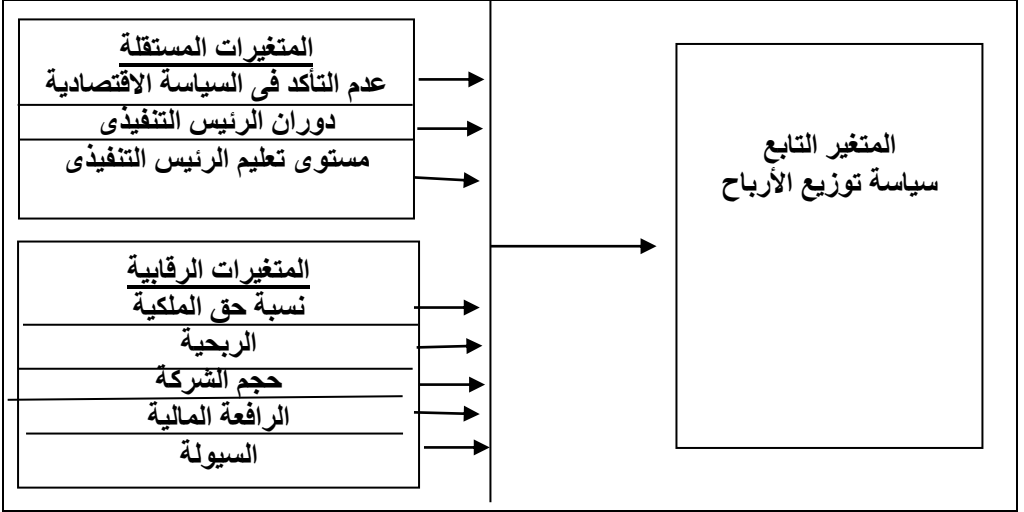
Description الوصف	Variables المتغيرات
<b>Dependent variable المتغير التابع</b>	
اعتمد البحث على استخدام متغير وهمى كمقياس لسياسة توزيع الأرباح حيث يأخذ واحد صحيح إذا قامت الشركة بتوزيع أرباح وصفر بخلاف ذلك.	سياسة توزيع الأرباح DP
<b>independent variables المتغيرات المستقلة</b>	
متوسط مؤشر عدم التأكد الاقتصادى العالمى (WUI) الربع سنوى الخاص بجمهورية مصر العربية.	عدم التأكد فى السياسة الاقتصادية
متغير وهمى يأخذ واحد إذا تغيرت هوية الرئيس التنفيذي خلال السنة المالية و صفر بخلاف ذلك.	دوران الرئيس التنفيذي
متغير وهمى يأخذ القيمة واحد إذا كان حاصلًا على درجات جامعية في مجالات المحاسبة والتمويل والتجارة والاقتصاد وأي دورات مهنية أخرى متعلقة بالتمويل ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.	مستوى تعليم الرئيس التنفيذي
<b>Control Variables المتغيرات الرقابية</b>	
نسبة حقوق المساهمين العاديين إلى إجمالى الأصول.	نسبة حق الملكية ER
نسبة صافي الدخل قبل البنود غير العادية إلى إجمالى الأصول.	الربحية ROA
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالى الأصول.	حجم الشركة size
نسبة الالتزامات إلى إجمالى الأصول	الرافعة المالية LEV
نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة.	السيولة Liquidity

المصدر: اعداد الباحث

## ٣.٦ نموذج البحث

اعتمد البحث على انحدار البيانات الإطارية panel data regression لاختبار العلاقة بين عدم التأكد فى السياسة الاقتصادية وخصائص للرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة فى البورصة المصرية. حيث تم إجراء معالجة البيانات الإحصائية باستخدام EViews version 8 تماشيًا مع أهداف هذه الدراسة نستخدم النموذج التالى:

$$DP_{IT} = b_0 + b_1WUI_{it} + b_2EDU_{it} + b_3TURN_{it} + b_4ER + b_5LEVE_{it} + b_6ROA_{it} + b_7SIZE_{it} + b_8LIQUID_{it} + \varepsilon_{it}$$



المصدر: إعداد الباحث

#### ٤.٦ فروض البحث

استنادا إلى مشكلة البحث وفي ظل اختلاف الآراء حول تأثير متغيرات البحث على سياسة توزيع الأرباح للشركة فإنه يمكن توضيح العلاقة بين متغيرات البحث من خلال الفروض التالية:  
الفرض الأول : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وسياسة توزيع الأرباح.

الفرض الثاني : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين استبدال الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح.

الفرض الثالث : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح.

الفرض الرابع : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين نسبة حق الملكية للشركة وسياسة توزيع الأرباح.

الفرض الخامس : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع الأرباح.

الفرض السادس : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح.

الفرض السابع : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين الرافعة المالية للشركة وسياسة توزيع الأرباح.

**الفرض الثامن :** توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين نسبة السيولة بالشركة وسياسة توزيع الأرباح.

## ٧. النتائج والتحليل الإحصائية

### ١.٧ الإحصاء الوصفي Descriptive statistics

يوضح جدول (٢) الإحصاء الوصفية لمتغيرات البحث لشركات العينة والتي توفرت عنها بيانات عن متغيرات الدراسة خلال فترة البحث من ٢٠١٣ حتى ٢٠٢١.

#### جدول (٢) الإحصاء الوصفي

	mean	median	SD.Dev	Jarqu-Bera Prob.
Dependent variable				
DP	0.52	1.00	0.50	0.00
Independent and control variables				
WUI	0.15	0.12	0.09	0.00
CEO TURN	0.09	0.00	0.28	0.00
CRO EDU	0.33	0.00	0.47	0.00
ER	0.35	0.27	0.26	0.00
ROA	0.05	0.04	0.12	0.00
SIZE	6.05	6.00	0.75	0.00
LEVERAGE	0.50	0.47	0.35	0.00
LIQUIDITY	3.20	1.47	7.97	0.00

بلغ متوسط سياسة توزيع الأرباح للشركات في عينة البحث ٥٢% مما يدل على ان اكثر من نصف شركات العينة تقوم بتوزيع أرباح على مساهميها. يشير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية عن المخاطر التي تكون فيها السياسات الحكومية والأطر التنظيمية غير محددة للمستقبل القريب وهذه الظاهرة قد تدفع الشركات والأفراد إلى تأخير الإنفاق والاستثمارات بسبب عدم التأكد في السوق. حيث يبلغ متوسط مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ٠.١٥ والذي يعبر عن مخاطر عدم التأكد بشأن السياسات والإجراءات الحكومية.

بلغ متوسط معدل دوران الرؤساء التنفيذيين ٠.٠٩ مما يشير إلى استقرار الرؤساء التنفيذيين. علاوة على ذلك يشير متوسط مستوى التعليم للرئيس التنفيذي الى ان ما يقرب من ٣٣% من الرؤساء التنفيذيين في شركات العينة حاصلين على درجات علمية ذات علاقة بالتمويل والمحاسبة والاقتصاد. تعتمد شركات العينة على تمويل أصولها من الأسهم العادية بنسبة ٣٥% وبنسبة ٥٠% من الديون وبنسبة ١٥% على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل داخلي. بلغ متوسط معدل العائد

على الأصول ٥%. في حين بلغ متوسط نسبة السيولة ٣ مرة وهي نسبة كبيرة تشير الى توافر السيولة لدى شركات العينة حيث تبلغ الأصول المتداولة ثلاثة أضعاف الخصوم المتداولة. يشير اختبار Jarque-Bera بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات بان جميع المتغيرات تحقق معنوية اقل من ٠.٠٥ مما يدل على عدم تحقيق التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات. اشارت العديد من الدراسات إلى انه في حالة زيادة عدد المشاهدات عن ٣٠ مشاهدة فانه لا تسبب اي مشاكل (Field 2009, p.134) وقد بلغت عدد مشاهدات الدراسة ٨٦٤ مشاهدة.

### ٢.٧ تحليل الارتباط Correlation analysis

يعرض جدول (٣) نتائج تحليل الارتباط الذي يفحص درجة الترابط الخطي بين عوامل الانحدار ولضمان عدم وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات تم إجراء تحليل ارتباط بيرسون. يمكننا أن نستخلص عدم وجود علاقة متعددة الخطية بين المتغيرات المستقلة حيث لا يوجد ارتباط أكبر من ٠.٨ (Field 2009, p.224) علاوة على ذلك تم إجراء اختبار عوامل تضخم التباين (VIF) والذي يوضح ان جميع قيم المتغيرات المستقلة اقل من ٥ وبالتالي نستنتج أنه لا يوجد تبعية بين المتغيرات التفسيرية وبالتالي لا ينبغي استبعاد أي متغيرات من التحليل متعدد المتغيرات (O'Brien, 2007).

#### جدول (٣): مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

	DR	WUI	EDU	TUR	ER	ROA	SIZE	LEV	LIQ	VIF
DR	1									
WUI	-0.05 *	1								1.02
EDU	-0.17 ***	-0.01	1							1.08
TUR	-0.01	-0.03	0.01	1						1.00
ER	-0.36 ***	-0.06 **	-0.02	-0.02	1					2.33
ROA	0.41 ***	-0.03	-0.06 **	-0.01	-0.31 ***	1				2.09
SIZE	0.25 ***	-0.10 ***	0.05	0.02	-0.59 ***	0.16 ***	1			1.59
LEV	-0.09 ***	-0.07 **	-0.06 **	0.01	-0.34 ***	-0.49 ***	0.20 ***	1		2.21
LIQ	-0.03	0.03	0.19 ***	-0.02	0.29 ***	0.02	-0.30 ***	-0.30 ***	1	1.23

#### Significance Levels:

\*\*\* Correlation is significant at the 0.01 level.

\*\* Correlation is significant at the 0.05 level.

\* Correlation is significant at the 0.1 level.

يشير جدول (٣) إلى أن مستوى تعليم الرئيس التنفيذي ونسبة حق الملكية ترتبط ارتباطاً عكسياً معنويًا بسياسات توزيع الأرباح؛ بينما ترتبط نسبة السيولة ومؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ارتباطاً عكسياً بسياسات توزيع الأرباح. ترتبط نسبة الرافعة المالية وحجم الشركة ومعدل العائد على الأصول ارتباطاً إيجابياً معنويًا بسياسات توزيع الأرباح.

### ٣.٧ اختبار جودة ومعنوية البيانات **Data quality testing**

لتحديد نوع النموذج المناسب لتحليلنا نستخدم عددًا من الاختبارات الإحصائية: أولاً: اختبار وجود ارتباط خطي في البواقي Autocorrelation حيث يشير معامل Lagrange Multiplier بأن قيمة  $Sig. < 0.05$ . فهذا يدل على وجود مشكلة الارتباط الخطي للبواقي وتم أخذ Lag 1 للمتغير التابع. ثانياً: نتحرى ما إذا كان انحدار المربعات الصغرى OLS مناسبة من خلال استخدام اختبار Breusch Pagan لاختبار اختلاف تباين الخطأ عبر المشاهدات Heteroskedasticity حيث يشير معامل الاختبار إلى أن  $Sig. < 0.05$  مما يدل على وجود اختلاف في تباين الخطأ نتيجة لذلك يصبح انحدار المربعات الصغرى OLS غير مناسب. ثالثاً: اختبار عدم التجانس Heterogeneity نظراً لاعتماد الباحث على استخدام أسلوب Panel Data حيث إن هذا الأسلوب يعتمد على طريقتين رئيسيتين وهما Fixed effects, Random effects وميزة هذا الأسلوب أنه يوفر تقديرات قوية لمعاملات نموذج الانحدار أكثر من تحليل المقطع العرضي cross-sectional أو تحليل السلاسل الزمنية time series (Gujarati, 2003).

قام الباحث بالتمييز بين أسلوب Fixed effects, Random effect من خلال القيام باختبار Hausman والذي يختبر الفرض القائل بأن المعاملات التي تم تقديرها عن طريق أسلوب Random effects هي نفسها المعاملات التي تم تقديرها بواسطة أسلوب Fixed effects وفي حالة رفض الفرض فإن تقديرات أسلوب Fixed effects تكون أكثر ملائمة من تقديرات أسلوب Random effects. ونظراً لأن قيمة P أكبر من ٥% فإنه سوف يتم قبول الفرض ويتالى يتم تطبيق أسلوب Random effects.

أظهرت نتائج اختبار جودة ومعنوية البيانات إلى وجود مشكلة وجود مشكلة الارتباط الخطي للبواقي وكذلك وجود اختلاف في تباين الخطأ عبر المشاهدات لذلك فإن النموذج المناسب للتعامل مع المشكلتين هو نموذج المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized least squares (Bouaziz et al, 2020, Hoang et al, 2020) اعتمد البحث على استخدام الانحدار

اللوجيستي هو شكل من اشكال الانحدار الذي يستخدم عندما يكون المتغير التابع ثنائي اي يأخذ القيمة صفر في حالة عدم توزيع أرباح والقيمة واحد في حالة توزيع أرباح؛ ويمكن استخدامه للتنبؤ بالمتغير التابع على اساس المتغيرات المستقلة ويقوم بتطبيق اقصى احتمال Maximum likelihood بعد تحويل المتغير التابع إلى متغير منطقي. يفضل الباحثين استخدام نماذج الانحدار اللوجيستي logistic regression model وذلك لان تلك النماذج لديها قيود اقل على افتراضات النموذج والمتعلقة بالتوزيع الطبيعي للمتغيرات وتساوي مصفوفة التباين بين المجموعات ( Davis, 2008). نظرا لان بيانات الدراسة هي بيانات اطارية panel data لهذا تم استخدام a random effect logistic regression model لدراسة تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسات توزيع الأرباح وللتغلب على مشكلتي الارتباط الخطي للبواقي ووجود اختلاف في تباين الخطأ عبر المشاهدات.

#### ٤.٧ اختبار فروض الدراسة

يوضح جدول(٤) نتيجة نموذج الانحدار اللوجستي ذو التأثير العشوائي.

Independent Variables	Random WLS		
	Coef	Z-Statistic	Prob.
(Constant)	-0.55	-0.46	0.64
DP(-1)	1.84	9.88	0.00***
WUI	-0.32	-0.33	0.74
CEO-EDU	-0.68	-3.45	0.00***
CEO-TURN	-0.29	-0.86	0.39
ER	-3.48	-4.75	0.00***
ROA	9.52	6.19	0.00***
SIZE	0.23	1.53	0.12
LIQUID	0.02	1.95	0.05**
LEVERAGE	-1.68	-2.88	0.00***
<b>Model indicator</b>			
McFadden R2	0.3762		
Probability of (LR-statistics)	0.0000**		
<b>Significance Levels:</b>			
*** Correlation is significant at the 0.01 level.			
** Correlation is significant at the 0.05 level.			

اختبار الفرض الأول والذي ينص على انه

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وسياسة توزيع الأرباح "

تشير نتائج جدول(٤) إلى رفض الفرض الأول حيث توجد علاقة عكسية غير معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية في الشركات المصرية المدرجة بالعينة بـ -٠.٣٢ ويشير ذلك إلى ان ارتفاع خطر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى انخفاض احتمال توزيع الأرباح وذلك رغبة في زيادة نسبة السيولة من أجل معالجة مخاطر السيولة المستقبلية والفرص الناجمة عن الأزمة.

اختبار الفرض الثاني والذي ينص على انه

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين استبدال الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح "

تشير نتائج جدول(٤) إلى قبول الفرض الثاني حيث توجد علاقة عكسية غير معنوية بين معدل استبدال الرئيس التنفيذي وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل استبدال الرئيس التنفيذي في الشركات المصرية المدرجة بالعينة بـ -٠.٢٩ ويشير ذلك إلى ان زيادة معدل استبدال الرؤساء التنفيذيين للشركات المصرية المدرجة في العينة خلال السنة المالية يخفض من توزيعات الأرباح.

اختبار الفرض الثالث والذي ينص على انه

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح "

تشير نتائج جدول(٤) إلى قبول الفرض الثالث حيث توجد علاقة عكسية معنوية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي في الشركات المصرية المدرجة بالعينة بـ -٠.٦٨ وهو معنوى عندى مستوى ١% يشير ذلك إلى ان حصول الرئيس التنفيذي على شهادات مالية سواء في المحاسبة و التمويل والاقتصاد تؤدي إلى عدم توزيع الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بالأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل.

اختبار الفرض الرابع والذي ينص على ان

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين نسبة حق الملكية للشركة وسياسة توزيع الأرباح "

تشير نتائج الجدول(٤) إلى رفض الفرض الرابع حيث توجد علاقة عكسية معنوية بين نسبة حق الملكية وسياسة توزيع الأرباح حيث يقدر معامل نسبة حق الملكية للشركة بـ -٣.٤٨ وهو معنوى عند مستوى ١% يشير ذلك إلى أن زيادة نسبة حقوق المساهمين العاديين إلى إجمالي الأصول تؤدي لتخفيض توزيع الأرباح.

اختبار الفرض الخامس والذي ينص على ان

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع الأرباح ".  
تشير نتائج الجدول (٤) إلى قبول الفرض الخامس حيث توجد علاقة طردية معنوية بين ربحية الشركة وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل نسبة المبيعات للشركة بـ ٩.٥٢ وهو معنوي عند ١% يشير ذلك إلى أن زيادة نسبة ربحية الشركة تؤدي لزيادة توزيع الأرباح.

#### اختبار الفرض السادس والذي ينص على ان

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح ".  
تشير نتائج الجدول (٤) إلى رفض الفرض السادس حيث توجد علاقة طردية غير معنوية بين حجم الشركة وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل معدل حجم الشركة بـ ٠.٢٣ ويشير ذلك إلى أن الشركات الكبيرة في الحجم تقوم بتوزيع أرباح على مساهميها.

#### اختبار الفرض السابع والذي ينص على ان

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين نسبة السيولة بالشركة وسياسة توزيع الأرباح ".  
تشير نتائج الجدول (٤) إلى قبول الفرض السابع حيث توجد علاقة طردية معنوية بين نسبة السيولة وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل نسبة ربحية الشركة بـ ٠.٠٢ وهو معنوي عند مستوى ٥% يشير ذلك إلى أن زيادة نسبة السيولة تدفع الشركات إلى توزيع الأرباح.

#### اختبار الفرض الثامن والذي ينص على ان

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين الرافعة المالية للشركة وسياسة توزيع الأرباح ".  
تشير نتائج الجدول (٤) إلى قبول الفرض الثامن حيث توجد علاقة عكسية معنوية بين نسبة الرافعة المالية وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل الرافعة المالية بـ -١.٦٨ وهو معنوي عند مستوى ١% يشير ذلك إلى أن الشركة ستعطي الأولوية لسداد الديون مما سيؤدي إلى تخفيض الأرباح المدفوعة.

تشير نتائج الجدول (٤) إلى وجود علاقة طردية معنوية بين القرار السابق لتوزيعات الأرباح (Lag 1) كمتغير مستقل وسياسات توزيع الأرباح حيث يقدر معامل المتغير التابع نو القيمة السابقة بـ ١.٨٤ وهو معنوي عند مستوى ١% مما يشير إلى ان التوزيعات السابقة للشركة لها تأثير ايجابي على توزيعات الأرباح في السنة الحالية.

### ٨. النتائج والتوصيات

#### ١.٨ نتائج البحث

حاول الباحث اختبار مدى تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي من خلال دراسة كلا من مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي ومعدل الدوران (الاستبدال)



الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح للشركات المقيدة في البورصة المصرية. وقد اسفر التحليل الاحصائي للبيانات على النتائج التالية:

- يؤثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بشكل سلبي على سياسة توزيع الأرباح حيث ينخفض احتمال توزيع الأرباح بشكل كبير خلال فترة الازمات وهذا التخفيض لم يكن بسبب انخفاض الربحية ولكن رغبة في زيادة نسبة السيولة من أجل معالجة مخاطر السيولة المستقبلية واستغلال الفرص الناجمة عن الأزمة. تشير تلك العلاقة السلبية إلى أن الدافع الوقائي او التحوطي هو السائد بين المديرين حيث يميلون إلى دفع توزيعات أقل في أوقات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية.

- تؤثر الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح حيث نجد علاقة سلبية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي وتوزيعات الأرباح مما يشير إلى أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الخبرة المالية هم أقل عرضة للتسرع في اقتراح توزيعات الأرباح ويفضلون أن تحتفظ شركاتهم بالنقد لفرص الاستثمار المستقبلية. كذلك توجد علاقة سلبية بين معدل دوران الرئيس التنفيذي خلال السنة المالية وتوزيع الأرباح مما يشير الى تحفظ الرؤساء الجدد لتوزيع الأرباح. تتوافق تلك النتيجة مع نظرية الوكالة والتي ترى أن الرئيس التنفيذي هو أحد العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح.

- هناك مجموعة من المتغيرات والعوامل الاساسية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات في الواقع المصري حيث نجد أن الشركات ذات الربحية العالية والسيولة المرتفعة تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين؛ كذلك تقوم الشركات الكبيرة بتوزيع أرباح نظرا لقدرتها على تحقيق الأرباح والسيولة وكذلك قدرتها على توفير احتياجاتها المالية من سوق رأس المال؛ في حين أن الشركات ذات النسبة المنخفضة لحق الملكية والرافعة المالية تقوم بتوزيع أرباح على المساهمين مما يشير إلى أن الشركات تعتمد بشكل كبير على الديون لتوفير الأصول كذلك تعطي أولوية لسداد الديون مقارنة بتوزيع الأرباح حيث تقوم الشركات باستخدام الدخل الصافي المحقق لدفع المصاريف الثابتة مثل الفوائد للدائنين. كذلك التوزيعات السابقة للشركة لها تأثير ايجابي على توزيعات الأرباح في السنة الحالية.

## ٢.٨ توصيات البحث

في ضوء مراجعة أدبيات التمويل وما تم التوصل اليه من نتائج يوصي الباحث بما يلي:

- يمكن الاستفادة من البحث في الواقع العملي حيث يستطيع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد جارى من استثماراتهم إلى اختيار بدائل استثمارية اخرى بخلاف امتلاك الأسهم وذلك في أوقات الازمات سواء حروب مثل الحرب الروسية الاوكرانيا أو في الازمات الصحية مثل

- COVID-19 لأن الشركات لا تقوم بتوزيع أرباح على المساهمين في تلك الأوقات. كذلك مساعدة المستثمرين على اختيار الشركات التي يقوم بإدارتها رئيس تنفيذي ذو خلفية مالية قوية وذلك إذا كانوا لا يرغبون في توزيعات جارية ويسعون إلى أرباح رأسمالية والعكس بالنسبة للمستثمرين الذين يرغبون في توزيعات جارية سوف يبحثون عن الشركات التي يقوم بإدارتها رئيس تنفيذي ذو خلفية مالية بسيطة.
- يساعد البحث الدائنين في الاطمئنان على قدرة الشركات على سداد التزاماتها التمويلية والمتمثلة في الفوائد على الديون وذلك من خلال عدم توزيع الشركات للأرباح في أوقات الازمات وما يترتب عليها من حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. كذلك مساعدة الدائنين إلى توجيه اموالهم نحو الشركات التي تدار بواسطة رئيس تنفيذي ذو خلفية مالية قوية وذلك لضمان عدم توزيع أرباح على المساهمين في أوقات الازمات وسداد فوائد الديون.
  - يساعد البحث الاكاديميين من خلال اقتراح القيام بدراسات مستقبلية تتناول تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي في الشركات الصغيرة والمتوسطة على سياسة توزيع الأرباح ومقارنتها مع نتائج الشركات الكبيرة؛ كذلك القيام بفحص الخصائص الأخرى للمدير التنفيذي مثل العمر والجنس والجنسية والتي قد يكون لها تأثير على سياسة توزيع الأرباح.
  - تناول تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على الانواع المختلفة للصناعات من خلال تقسيم عينة الدراسة الى شركات صناعية وشركات غير صناعية والتعرف على أنواع الصناعات التي تتأثر بشكل كبير بعدم التأكد في السياسة الاقتصادية والخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي
  - مقارنة نتائج الشركات الناشئة مع شركات الأسواق المتقدمة لتقييم تأثير دور التعليم المالي للرئيس التنفيذي على استدامة توزيعات الأرباح خلال فترة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وذلك من خلال إجراء دراسة مقارنة بين شركات في دول متقدمة وشركات أخرى في دول ناشئة وذلك لاختلاف تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بين الدول المتقدمة والناشئة.
  - القيام بدراسة تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على عمليات إعادة شراء الأسهم لما لها من تأثير على المرونة المالية للشركة.
  - القيام بدراسة العلاقة بين تأثير COVID-19 على سياسة توزيع الأرباح من خلال عدم التأكد في السياسة الاقتصادية كمنغير وسيط.

.٩ المراجع

1. Abreu, J. F., and Gulamhussen, M.A. (2013). Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*.
2. Ackert, L.F., Church, B.K. and Zhang, P. (2018). "Informed traders' performance and the information environment: evidence from experimental asset markets". *Accounting, Organizations and Society*.
3. Agarwal, V., Taffler, R.J., Bellotti, X. and Nash, E.A. (2015). "Investor relations, information asymmetry and market value". *Accounting and Business Research*.
4. Ahir, H., Bloom, N. & Furceri, D. (2018). The world uncertainty index. Available at SSRN 3275033.
5. Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2018). What Do We Know About the Dividend Puzzle? – A Literature Survey. *International Journal of Managerial Finance*.
6. Altig, D., Baker, S., Barrero, J. M.,& Bloom, N. (2020). Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Public Economics*.
7. Attig, N., Boubakri, N.,& El Ghouli, S. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*.
8. Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., and Zheng, X. (2021). "Dividends and economic policy uncertainty: International evidence." *Journal of Corporate Finance*.
9. Baker, S. R., Bloom, N., and Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*.
10. Balcilar, M., Gupta, R., & Segnon, M. (2016b). The role of economic policy uncertainty in predicting US recessions: A mixed-frequency markov-switching vector autoregressive approach. *Economics the open-access. Open-Assessment E-Journal*.
11. Barros, L., and A. Da Silveira. (2009). "Overconfidence, Managerial Optimism, and the Determinants of Capital Structure." *Brazilian Review of Finance*.
12. Barros, V., Guedes, M. J., Santos, P., & Sarmiento, J. M. (2022). Does CEO turnover influence dividend policy?. *Finance Research Letters*.
13. Battisti, E., Nirino, N., & Christofi, M. (2022). Intellectual capital and dividend policy: the effect of CEO characteristics. *Journal of Intellectual Capital*.

14. Beckmann, J., and Czudaj, R. (2017). Exchange rate expectations and economic policy uncertainty. *European Journal of Political Economy*.
15. Bilgin, M., Danisman, G., Demir, E., and Tarazi, A. (2021). Economic Uncertainty and Bank Stability: Conventional vs. Islamic Banking. Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3708098>.
16. Bliss, B. A., Cheng, Y., and Denis, D. J. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*.
17. Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*.
18. Bonaiame, A. A., Gulen, H., and Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*.
19. Bouaziz, D., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). CEO characteristics and earnings management: empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
20. Brockman, P., and Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*.
21. Brogaard, J., and Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*.
22. Chou, Y.-Y., & Chan, M.-L. (2018). The impact of CEO characteristics on real earnings management: Evidence from the US banking industry. *Journal of Applied Finance and Banking*.
23. Datta, S., Doan, T. and Iskandar-Datta, M. (2019), "Policy uncertainty and the maturity structure of corporate debt", *Journal of Financial Stability*.
24. Davis, E., Karim, D. (2008). Comparing early warning systems for banking crises. *Journal of Financial Stability*.
25. Demir, E., and Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*.
26. Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*.
27. Dew-Becker, I., Giglio, S., Le, A., & Rodriguez, M. (2017). The price of variance risk. *Journal of Financial Economics*.
28. Dissanayake, D., & Dissabandara, D. (2021). The Impact Of Board Of Directors' Characteristics On Dividend Policy: Evidence From A developing Country. *Corporate Governance and Sustainability Review*.
29. Dittmar, A. and Duchin, R. (2015), "Looking in the rearview mirror: the effect of managers' professional experience on corporate financial policy", *Review of Financial Studies*.

30. Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., and Rhee, S. G. (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*.
31. El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, Y. and Yoon, H.J. (2018), "Policy uncertainty and earnings management", Working paper, SSRN 3097884.
32. El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, Y., and Yoon, H. J. (2020). Policy uncertainty and accounting quality. *Accounting Review*, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3634315>.
33. Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P., Rubio-Ramirez, J. F., & Uribe, M. (2011). Risk matters: The real effects of volatility shocks. *American Economic Review*.
34. Field, A. (2009). *Discovering statistics using SPSS third*. Saga.
35. Floyd, E., Li, N., and Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*.
36. Ghardallou, W., Borgi, H., & Alkhalifah, H. (2020). CEO characteristics and firm performance: A study of Saudi Arabia Listed Firms. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*.
37. Golden, J. and Kohlbeck, M. (2017), "The unintended effects of financial accounting standard 123R on stock repurchase and dividend activity", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*.
38. Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*. New York: McGraw Hill Book Co.
39. Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*.
40. Gupta, G., Mahakud, J., & Debata, B. (2018). Impact of CEO's characteristics on investment decisions of Indian listed firms: Does crisis make any difference?. *Cogent Economics & Finance*.
41. Hambrick, D.C. and Mason, P.A. (1984), "Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers", *Academy of Management Review*.
42. Hambrick, DC. (2007). 'Upper Echelons Theory: An Update' *Academy of Management Review*.
43. Haron, R. (2014), "Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore", *International Journal of Managerial Finance*.
44. Hauser, R. (2013), "Did dividend policy change during the financial crisis?", *Managerial Finance*.

45. Hiebl, M.R. (2014), "Upper echelons theory in management accounting and control research", Journal of Management Control.
46. Hoang, L., Dang, D., and Tran, H. (2020). The Role of Overconfident CEO to Dividend Policy in Industrial Enterprises. Journal of Asian Finance, Economics and Business.
47. Huang, H., & Yang, H. (2021). Economic policy uncertainty and executive turnover. China Journal of Accounting Research.
48. Jin, J.Y., Kanagaretnam, K., Liu, Y. and Lobo, G.J. (2019), "Economic policy uncertainty and bank earnings opacity. Journal of Accounting and Public Policy.
49. Jurado, K., Ludvigson, S. C., & Ng, S. (2015). Measuring uncertainty. American Economic Review.
50. King, T., Srivastav, A. and Williams, J. (2016), "What's in an education? Implications of CEO education for bank performance". Journal of Corporate Finance.
51. Krishnan, G. and Visvanathan, G. (2008), "Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism". Contemporary Accounting Research.
52. Kumshe, A. M., Anaso, I. O., & Gulani, M. G. (2020). CEO characteristics and dividend payout in Sub-Saharan Africa. European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research.
53. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. Journal of Finance.
54. Li, X. (2019). Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. J. Account. Public Policy.
55. Linden , A., Losbichler, H., Martikainen, M., and Guedhami, O. (2022). Dividend payout decisions under uncertainty: the ownership influence in the early days of the COVID-19 pandemic in Finland. Journal of Applied Accounting Research.
56. Madyan, M., Setiawan, W., Setianto, R., and AL-Islami, M. (2021). The Relationship Between Family Ownership, CEO Demographic Characteristics and Dividend Policy: Evidence from Indonesia. Journal of Asian Finance, Economics and Business.
57. Malmendier, U. and Tate, G. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", The Journal of Finance.

58. Meca, E., Lopez, F., and Martin, D. (2022), "Board gender diversity and dividend payout: The critical mass and the family ties effect", *International Review of Financial Analysis*.
59. Modu, K., Ogochukwu, A., & Garba, G. (2020). CEO characteristics and dividend payout in sub-saharan africa. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*.
60. Myers, S. C. 2000. Outside equity. *Journal of Finance*.
61. Naeem, M., & Khurram, S. (2020). Does a CEO's culture affect dividend policy? *Finance Research Letters*.
62. Nguyen, N. H., and Phan, H. V. 2017. Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
63. Nguyen, V. D., Dang, Q. D., Pham, H. G., & Do, K. D. (2020). Influence of Overconfidence and Cash Flow on Investment in Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*.
64. O'BRIEN, M.R. 2007. A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*.
65. Onali, E., Galiakhmetova, R., Molyneux, P., & Torluccio, G. (2016). CEO power, government monitoring, and bank dividends. *Journal of Financial Intermediation*.
66. Pastor, L., and Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*.
67. Patzelt, H. (2010), "CEO human capital, top management teams, and the acquisition of venture capital in new technology ventures: an empirical analysis", *Journal of Engineering and Technology Management*.
68. Rajan, R.G. and Zingales, L. (2012), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance*.
69. Roma, C., Louzada, L., Roma, P. and Souma, H. (2021), "Earnings management, policy uncertainty and firm life cycle stages: evidence from publicly traded companies in the USA and Brazil", *Journal of Financial Economic Policy*.
70. Sarwar, B. & Hassan, M. (2020). Impact of economic policy uncertainty on dividend decision: A moderating role of board financial expertise. [wileyonlinelibrary.com/journal/pa](http://wileyonlinelibrary.com/journal/pa).
71. Schwarz, L. and Dalmácio, F. (2021), "The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil". *Finance Research Letters*.
72. Sekaran, U. & Bougie, R., (2009). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach* 5th ed., New York: John Willey and Sons.

73. Sultana, N., and Van der Zahn, J. L. W. M. (2013), “Earnings conservatism and audit committee financial expertise”, Accounting and Finance.
74. Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: Evidence from Malaysia. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society.
75. Thompson, E. K., & Manu, S. A. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society.
76. Ting, I.W.K., Lean, H.H., Kweh, Q.L., Azizan, N.A., (2016). “Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision”, International Journal of Managerial Finance.
77. Von Eije, H., and Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. Journal of Financial Economics.
78. Winkler, J., C. P. J. W. Kuklinski, and R. Moser. (2015). Decision making in emerging markets: the Delphi approach’s contribution to coping with uncertainty and equivocality, Journal of Business Research.
79. Wu, M., Ni, Y. and Huang, P. (2020), “Dividend payouts and family-controlled firms—the effect of culture on business”, The Quarterly Review of Economics and Finance.
80. Yahaya, O. (2022), “Does CEO Characteristics affect Dividend Policy?”, Review of Accounting Studies.
81. Yahaya, O. A., & Awen, B. I. (2021). Chief executive officers and bankruptcy risk of quoted resources companies in Nigeria. Fountain Univ. J. of Mgt. & Soc Sci.
82. Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S.H. and Chen, X. (2019), “Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence”, Journal of Corporate Finance.