

دور سياسة توزيع الأرباح في خلق وتوزيع القيمة في إطار مجلس الإدارة: دراسة لعينة من  
المؤسسات التونسية خفية الاسم

د. رحمة بوبكر

جامعة الملك خالد، المملكة العربية السعودية. rboubaker@kku.edu.sa

تاريخ النشر: 2024/07/20

تاريخ القبول: 2024/05/12

تاريخ الاستلام: 2024/04/27

**ملخص:** تهدف الدراسة الى تسليط الضوء على أهمية سياسة توزيع الأرباح في خلق وتوزيع القيمة في إطار متغيرات مجلس الإدارة لعينة تتضمن 80 مؤسسات التونسية خفية الاسم للفترة الممتدة من 2010 الى 2018 بالاعتماد على الأسلوب الإحصائي المتمثل في البيانات المزدوجة. ولإبراز هذه الأهمية قمنا بدراسة دور سياسة توزيع الأرباح في خلق وتوزيع القيمة من خلال نموذج Poulain-Rehm (2006). وقد افرزت هذه الدراسة النتائج التالية: أولاً، ان لسياسة توزيع الأرباح تأثير على خلق القيمة التي تم قياسها بالقيمة المضافة و على توزيعها التي تم قياسها بالقيمة المضافة المخصصة للمساهمين. ثانياً، غياب تأثير هذه السياسة على القيمة المضافة المخصصة للموظفين والمقرضين والدولة.

**الكلمات المفتاحية:** سياسة توزيع الأرباح، مجلس الإدارة، خلق القيمة، توزيع القيمة.

تصنيفات JEL: G32، G35، ...

**Abstract:** The study aims to highlight the importance of dividend policy in value creation and distribution within the framework of Board variables of a sample of 80 anonymous Tunisian companies for the period 2010-2018 using panel data. To achieve the objectives of the study, we investigated the relationship between dividend policy, value creation and distribution through the Poulain-Rehm Model (2006). This study shows that dividend policy has an impact on value creation by measuring the value added attributed to shareholders, indicating the importance of profits and their growth. On the other hand, this study also shows that dividend policy does not affect the value added attributed to employees, lenders and the State.

**Keywords:** Payout Policy, Board of Directors, Firm Value .

**Jel Codes:** G32, G35, ...

المؤلف المرسل: رحمة بوبكر ، الإيميل: [boubakerrahma14@gmail.com](mailto:boubakerrahma14@gmail.com)

## 1. مقدمة

تفرض الأوضاع الاقتصادية الحالية ان تكون الشركات قادرة على توزيع أداها على النحو الأمثل قدر الإمكان للدخول في المنافسة بنسق سريع وجودة عالية. يمكن للعديد من العوامل، سواء الداخلية أو الخارجية، تحديد قيمة الشركة. يمكن أن تكون العوامل الخارجية هي الوضع الاقتصادي الوطني أو الدولي. ونظرًا لصعوبة تغيير العوامل الخارجية، يمكن للشركات حسب Anandita, & Septiani(2023) بذل المزيد من الجهد لتحسين العوامل الداخلية التي تؤثر على أسعار أسهمها وقيمتها .

تعكس التقارير والبيانات المالية صورة أداء الشركة ومستقبلها حيث تكون الشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام في سوق رأس المال أكثر انفتاحًا في نقل المعلومات لرصد وتحليل قدراتها الإدارية. (Fikarunia & Ferdiansyah, (2022)). في هذا السياق، تعمل سياسة توزيع الأرباح كألية إشارات للمستثمرين، حول الصحة المالية للشركة وأفاقها المستقبلية. فالشركة التي تدفع أرباحاً باستمرار، وخاصة إذا كانت هذه الأرباح في نمو، تشير إلى المستثمرين بأن الشركة مستقرة مالياً وتحقق أرباحاً كافية. على العكس من ذلك، فإن الشركة التي تلجأ الى تقليل او الغاء توزيعات الأرباح قد تشير إلى ضائقة مالية أو الحاجة إلى إعادة استثمار الأرباح من أجل النمو. في الغالب يفسر المستثمرون تغييرات توزيعات الأرباح على أنها انعكاس لثقة الإدارة في أداء الشركة المستقبلي وخريطة طريق تحدد مقدار الأرباح التي سيتم توزيعها على المساهمين.

لاتباع سياسة توزيع أرباح تدعم قيمة المؤسسة تقتضي وجود لآليات حوكمة فعالة، وخاصة مجلس الإدارة، يتم تعيين اعضاءه لضمان مواءمة أنشطة الشركة وأهدافها المحددة يعمل على مراقبة الاعمال الانتهازية داخل الشركة ((Fama & Jensen (1983) ويتألف اعضاءه من كبار المديرين يتصرفون بطريقة توفر القيمة المثلى للمساهمين ((Coles et al.(2001).

تستوجب دراسة قيمة المؤسسة بحثا في العوامل المؤثرة في خلقها وتوزيعها وقد توصلت الدراسات في هذا المجال الى نتائج متعارضة. وبالرغم من كل الاختلافات في النتائج، فان سياسة توزيع الأرباح ومجلس الإدارة يحظيا باهتمام المسيرين والمساهمين والأطراف الخارجين. وفي هذا السياق، يكون طرح السؤال التالي ما هو أثر سياسة توزيع الأرباح في خلق القيمة وتوزيعها في إطار مجلس الإدارة لعينة من للشركات التونسية خفية الاسم؟

تتمحور الإجابة عن هذا السؤال في البحث أولاً، عن تأثير سياسة توزيع الأرباح في خلق القيمة و ثانياً، في تأثيرها على توزيع القيمة لعينة من الشركات التونسية خفية الاسم في إطار مجلس الإدارة.

## الفرضيات

يعزز مجلس الإدارة من مراقبة توزيع الأرباح مما يسمح من خلق القيمة وحسن وتوزيعها. تكمن أهمية الدراسة في محاولة تحديد نوع العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها بين الأطراف المساهمة في ظل مجلس الإدارة. ولدراسة هذا الهدف يجب التحقق من :  
-اختبار نوع العلاقة الموجودة بين توزيع الأرباح و خلق القيمة في اطار متغيرات مجلس الإدارة.  
-اختبار نوع العلاقة الموجودة بين توزيع الأرباح وتوزيع القيمة في إطار متغيرات مجلس الإدارة.  
المنهجية المتبعة: تتطلب الإجابة عن الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات الاعتماد على المنهج الإحصائي التحليلي في بيان العلاقة النظرية بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها من خلال تحليل نتائج الدراسة التي تم التوصل لها.  
الحدود المكانية للدراسة: تقتصر هذه الدراسة على المؤسسات التونسية خفية الاسم الموزعة بين تونس والمدن الساحلية، اما عن الحدود الزمانية: فقد اقتصرت الدراسة على الفترة الممتدة بين 2010 و2018.

## 2. حوكمة الشركات

افرزت الثورة الصناعية تطورا صناعيا أدى الى الاهتمام بالشكل المؤسسي لمنشأة الاعمال. Berle & Means (1932). وتعد نظرية الوكالة ((Jensen & Meckling(1976) اول من سلط الضوء على إبراز أهمية الحد او التقليل من المشاكل الناشئة عن الفصل بين الملكية و الادارة. و استنادا الى هذه نظرية، ظهرت العديد من الدراسات في العديد من الدول مصحوبة بمجموعة من اللوائح والقوانين والتقارير التي توجد على أهمية اهتمام الشركات بتطبيق مبادئ الحكومة مثل تقرير (1992) Cadbury report, Sarbanes Oxley Act (2002), و الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية(2008)

### 2,1 مفهوم حوكمة الشركات واهدافها

تعرف حوكمة الشركات بأنها مجموعة من الآليات التي تقوم عليها العلاقات الناشئة بين مختلف الأطراف ذات المصلحة داخل الشركة، مما يضمن تحقيق العدالة والشفافية و مصالح مختلفة الأطراف. فالحكومة الجيدة تقوم بتوفير الحوافز المناسبة للوصول إلى الاهداف المرجوة من طرف مجلس الإدارة والتي تصب في مصلحة الشركة وتسهيل الرقابة الفعالة وبالتالي تساعد الشركات على الاستغلال الجيد لمواردها ومنع التلاعب والتحريفات والخداع وتخفيض الأثر السلبي

لمشكلة تباين المعلومات من خلال آليات تحقق أحكام الرقابة والسيطرة على الوحدات الاقتصادية جميعها وتحقيق مصالح مختلف الأطراف، ويتحقق كل هذا من خلال قدرتها على تحسين الإطار القانوني والنظامي الملثم لتوجيه حركة النشاط الاقتصادي.

تهدف حوكمة الشركات إلى مراعاة مصالح وحقوق جميع الأطراف والمتعاقدين مع الشركات والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة والالتزام الكامل بالقوانين والتشريعات النافذة وتنمية المدخرات وتشجيع تدفقها بما يؤدي لتنمية الاستثمارات الإنتاجية وصولاً للإعلان عن الأرباح وبعيدا عن الاحتكارات

## 2.2. مبادئ حوكمة الشركات

تقوم حوكمة الشركات على عدة مبادئ تم تحديدها من قبل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الصادرة عام 1999 والتي تمت إعادة صياغتها عام 2004.

وتتمثل هذه المبادئ في مبدأ المعاملة المتكافئة للمساهمين ومبدأ دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات ومبدأ الإفصاح والشفافية ومبدأ مسؤولية مجلس الإدارة.

## 3. توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة في إطار مجلس الإدارة

### 1.3 توزيع الأرباح ومجلس الإدارة

لتسليط الضوء على ما تمنحه سياسة توزيع الأرباح من حماية لحقوق حملة الأسهم حاولت المؤلفات الحديثة المتعلقة بحوكمة الشركات دراسة تأثير آليات الحوكمة على توزيع الأرباح. يعد مجلس الإدارة من أهم آليات حوكمة الشركات لأشرفه على أمور الشركة المفوضة له من قبل الجمعية العامة للمساهمين، حيث يعمل المجلس على تحقيق مصالح الشركة ومساهميها من خلال اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق ذلك وتقليل التكاليف الناتجة عن عملية الفصل بين الملكية والإدارة. ويتمتع هذا المجلس بجملة من الخصائص والتي تتمثل في حجمه و الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي واستقلاليته.

يقصد بحجم مجلس الإدارة عدد الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين الذين يضمهم مجلس الإدارة ((Samaha et al.(2012)). يعد عدد أعضاء مجلس الإدارة موضوع جدل، حيث يرى بعض الباحثين ان صغر حجم الإدارة أكثر فاعلية لما يوفره من سهولة الاتصال والتنسيق بين الأعضاء ((Kao & Chen (2004)). فحين يرى بعض الباحثين الاخرين ان كبر مجلس الإدارة يزود الشركة بخبرات و مهارات و تخصصات متنوعة تساهم في تخصيص الواجبات بشكل

أفضل (Christensen et al., 2010). اما بم يتعلق بإطار الحوكمة في تونس فقد ترك للشركات حرية اختيار عدد أعضاء مجلس الإدارة مع تفضيل لمحدودية العدد.

اوجد كل من (Al-Najjar & Kilincarslan (2016) و Kilincarslan (2018) و (2013) Mansourinia et al. أن حجم مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على احتمالية وشدة قرارات دفع أرباح الأسهم من قبل الشركات المدرجة في تركيا. ومن هنا، فمن المفترض أنه نتيجة لضعف دورهم الرقابي، سيلجأ مجالس الإدارة الأكبر حجمًا إلى دفع توزيعات أرباح أعلى لزيادة مراقبة سوق رأس المال الناتج عن توزيعات الأرباح من أجل التعويض عن ضعف مراقبتها.

على عكس نتائج هذه الدراسات اثبت دراسة (Arshad et al. (2013) و دراسة (Abdelsalam et al. (2008) عدم تأثير حجم مجلس الادارة على سياسة توزيع الأرباح.

يعد الجمع والتفرقة بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي من المواضيع الحساسة في إطار حوكمة الشركات. بالنسبة للشركات التونسية، يوصي بالفصل بين الوظيفتين و في حالة الجمع بينهما فان مجلس الإدارة مدعو لتبرير ذلك للمساهمين.

يوصي كل من (Fama & Jensen (1983) و (Jensen (1993) بالفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، حيث اشاروا إلى أن الجمع بين الوظيفتين يؤدي إلى الزيادة في التكاليف ويقلل من جودة المراقبة و يزيد من تمكين المديرين في الشركة.

أشار (Abor & Fiador (2013) ان الادلة على العلاقة بين توزيع الأرباح و الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي مختلطة. اثبت (Zhang (2008) وجود علاقة سلبية بين سياسة توزيع الأرباح و الجمع بين الوظيفتين على عينة من الشركات الصينية. فحين اثبت (Dissanayake & Dissabandara (2021) وجود علاقة موجبة بين الجمع بين الوظيفتين و توزيع الأرباح 192 مؤسسة للفترة الممتدة من 2015 إلى 2019

تشير استقلالية مجلس الإدارة إلى نسبة الأعضاء المستقلين في تشكيل أعضاء المجلس. يفترض (Charreaux (1997) أن حماية مصالح المساهمين، لا سيما في الشركات ذات الفصل القوي بين الملكية والإدارة، تعتمد أساسًا على تكوين مجلس الإدارة، الذي يؤثر على درجة استقلاليته. صرح نص الحوكمة الخاص بالمؤسسات التونسية ان لا يقل أعضاء مجلس الإدارة عن ثلث من الأعضاء المستقلين.

تفترض نظرية الوكالة أن المديرين الداخليين يفتقرون إلى سلطة معارضة القرارات التنفيذية. هؤلاء المدبرون هم مدبرون تنفيذيون للشركة أو موظفون يعتمدون بشكل هرمي على الإدارة. نتيجة لذلك، من الصعب معارضة مدبرهم المباشرين دون المساس بحياتهم المهنية ومستقبلهم في الشركة. إن افتقارهم إلى الاستقلال من شأنه أن يقوي بشكل خطير فعالية سيطرتهم. فحين، يتم تعيين مدبرين خارجيين بناءً على مهاراتهم. تسمح لهم استقلاليتهن عن فريق الإدارة بمواجهة أكثر القرارات المشكوك فيها. وتتيح خاصية الكفاءة لديهم الفرصة لتقييم أداء فريق الإدارة بشكل أفضل والتحكم بشكل ممتاز في التدفق النقدي. ويساهم وجودهم في مجلس الإدارة من الاستفادة بشكل أفضل من موارد الشركات. بالإضافة إلى ذلك، يمكن لسمعتهم أن تعزز سلطتهم على القادة وتجبرهم على اتباع توصياتهم.

وفقاً لنظرية الوكالة، فإن المدبرين الخارجيين مستقلون عن السلطة التنفيذية. لديهم القوة الكافية لمعارضة قرارات القادة دون المساومة على حياتهم المهنية ومستقبلهم في الشركة.

كشفت دراسة (Borokhovich, et al., (2005) ودراسة (Al-Najjar & Hussainey (2009) عن علاقة عكسية بين عدد المدبرين الخارجيين وتوزيعات الأرباح. فحين اثبتت دراسة (2021) (Kilincarslan) وجود تأثير إيجابي قوي لاستقلالية مجلس الإدارة على قرارات توزيع الأرباح.

### 2.3. قيمة المؤسسة ومجلس الإدارة

توصلت الأدبيات السابقة حول تأثير حجم مجلس الإدارة على قيمة الشركة إلى نتائج مختلطة. يعتقد المناصرون الحجم الصغير لمجالس الإدارة انه أكثر فعالية من مجالس الإدارة الكبيرة. لقد أظهروا وجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة وقدموا دليلاً على أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تحقق قيمة أعلى للشركة بسبب قدرتها على التواصل والتنسيق واتخاذ القرارات بشكل أكثر فعالية (Zabri et al. (2016). وبناء على ذلك، أشار Yasser et al. (2011) إلى أن عدد محدود من أعضاء مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على قيمة الشركة.

على العكس من ذلك، دعمت نظرية الاعتماد على الموارد الحجم الكبير لمجلس الإدارة الذي يجعل من الشركات أكثر فعالية ويمنحها قيمة أكبر بتوفيره الخبرة والمهارات والأفكار التي تحسن من أداء الشركة ((Waheed & Malik, (2019); (Kiharo & Kariuki, (2018)

حيث أظهرت العديد من الأعمال (Yanti & Patrisia, (2019); (Rubino et al., (2016)

(Mishra & Kapil, (2018); (Rossi et al., (2021) وجود علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة.

بشكل عام، توصي قواعد حوكمة الشركات بتجنب ازدواجية الرئيس التنفيذي. ومع ذلك، فإن الأدلة التجريبية حول العلاقة بين ازدواجية الرئيس التنفيذي وقيمة الشركة تقدم نتائج مختلطة (Dey et al., 2011). فمن ناحية، تشير نظرية الوكالة إلى أن تركيز السلطة في يد الرئيس التنفيذي يسمح بتحقيق الأهداف الفردية على حساب مصالح المساهمين ((Jensen, 1993)). وبنفس الطريقة، يجد ذلك من المسؤولية الرئيسية لمجلس الإدارة المتمثلة في مراقبة الرئيس التنفيذي. وبالتالي، يدعو إلى استقلال مجلس الإدارة كآلية أفضل لمراقبة الإدارة، مما يعني أنه من خلال الفصل بين هذين الدورين، يتم التحكم في ترسيخ الإدارة وتصبح مجالس الإدارة أكثر استقلالية وبالتالي تخلق قيمة ((Peng, Zhang, & Li, 2007)). تدعم الدراسات السابقة وجود علاقة سلبية بين ازدواجية الرئيس التنفيذي وتوليد القيمة (Dogan et al., 2013); Jermias & (Gani, 2014)

من ناحية أخرى، تقول نظرية الإشراف أن القيادة الموحدة يعني ان وظيفة الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة تحت اشراف نفس الشخص تعمل على تحسين الكفاءة التنظيمية ((Bhagat & Black, 2002)), حيث تدعو إلى قيادة أقوى وأكثر اتحادًا تتوافق فيها المصالح و تكون فيها المشورة أكثر من السيطرة ((Davis et al., 1997)). تدعم الدراسات السابقة وجود علاقة إيجابية بين ازدواجية الرئيس التنفيذي وتوليد القيمة ((Yang & Zhao, 2014) و Amaral-Baptista et al., (2011)

يضم مجلس الإدارة المستقل أغلبية من المديرين الخارجيين الذين لا ينتمون إلى كبار المسؤولين التنفيذيين في الشركة وليس لديهم أي تعاملات تجارية مع المنظمة لتجنب تضارب المصالح المحتمل ((Kariuki, & Kiharo, 2018)) حيث يعد وجودهم آلية أساسية لحوكمة الشركات. لقد بحثت العديد من الدراسات في العلاقة بين استقلال مجلس الإدارة وقيمة الشركة. ذكر Wu (2021) أن وجود عدد كبير من المديرين المستقلين في مجلس الإدارة يعطي إشارة إيجابية للمستثمرين والمساهمين بأن الشركات تخضع لمراقبة فعالة، وهو ما يعزز ثقة الجمهور ويزيد في نهاية المطاف من أداءها وقيمتها. وفي نفس السياق، كشف Khanh et al. (2020) أن الشركات التي لديها عدد كبير من المديرين المستقلين من المرجح أن يكون لديها تناسق بين أهداف المديرين وأهداف المساهمين. فحين، لم تجد بعض الدراسات صلة بين استقلال مجلس الإدارة وقيمة الشركة ((Mukhtaruddin et al., 2014); Asante-Darko et al., (2018))

### 3.3. سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

تقر نظرية (1961) Miller & Modigliani بغياب الأثر لقرار توزيع الأرباح على سعر السهم في السوق وانما تستمد المؤسسة قيمتها من بالأرباح التي تحققها و مخاطر أصولها واستثماراتها. فحين تصرح نظرية العصفور في اليد و نظرية التفضيل الضريبي و نظرية أثر الزبون ان توزيع الأرباح لها أثر مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي (بويكر 2024).

من خلال ما تم عرضه , نفترض الاتي

H1: لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على خلق القيمة.

H2: لتوزيع الأرباح أثر على وتوزيع القيمة

H2a: لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للموظفين

H2b: لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للدولة.

H2c : لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للمساهمين.

H2d: لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للمقرضين.

### 4. الدراسة الميدانية

نتناول في هذا الجزء عرض عينة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة بالإضافة الى التحليل الوصفي لنتائج الاستبانة واختبار الفرضيات.

#### 4.1. عينة الدراسة

يتطلب اختبار الفرضيات التي تمت صياغتها اختيار الشركات خفية الاسم نظرا لوجود مجلس إدارة. وقد تم استخدام البيانات المتوفرة من تقارير عن نشاط الشركة والتقارير السنوية والبيانات المالية من موقع بورصة تونس وموقع وسيط البورصة للشركات المدرجة. كما تم الاعتماد على زيارة الى مكاتب الخبراء المحاسبين للحصول على قائمة اضافية للشركات الخفية الاسم غير المدرجة في البورصة.



تضمنت العينة الأخيرة 32 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الأسواق المالية التونسية و 48 مؤسسة غير مالية غير مدرجة في بورصة، للفترة الممتدة من 2010 إلى 2018. وبالتالي يكون حجم العينة النهائية 80 مؤسسة.

#### 4.2. تعريف المتغيرات

يمثل الجدول المتغيرات التي تم تناولها في هذه الدراسة

الجدول 1: تعريف المتغيرات

المتغير التابع: سنقوم بحساب خلق القيمة وتوزيعها من خلال نموذج (Poulain-Rehm (2006)	
La valeur partenariale selon la réflexion de Poulain-Rehm (2006) قيمة الشراكة Poulain-Rehm وفقاً (2006)	(AV) القيمة المضافة =رقم المعاملات - الاستهلاك
	(EMPAV) القيمة المضافة المخصصة للموظفين = (تكاليف الموظفين + مساهمة الموظفين) \ القيمة المضافة
	(DAV) القيمة المضافة المخصصة للمساهمين = التوزيع الأرباح \ القيمة المضافة
	القيمة المضافة المخصصة للمقرضين = (الفائدة + الرسوم المستبعدة) \ القيمة المضافة (CREDAV)
	(STAAV) القيمة المضافة المخصصة للدولة (دفع الضرائب + الضرائب وما شابهها + ضريبة الأرباح) \ القيمة المضافة
	المتغيرات المستقلة:
DIV/BNE هي نسبة الأرباح الإجمالية \ الأرباح الصافية. يمثل نسبة المنفعة المدفوعة على شكل توزيع الأرباح.	
(TCA) حجم مجلس الإدارة: يتم قياسه بواسطة عدد المسؤولين الذين يضمهم مجلس الإدارة (Nepal & Deb, (2021)	

(DUAL): (Karoui et Khlih (2010) الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي.

ويأخذ قيمة 1 إذا كانت وظيفة المدير التنفيذي ووظيفة رئيس مجلس الإدارة بيد شخص واحد.

0 إذا كانت وظيفة المدير التنفيذي ووظيفة رئيس مجلس الإدارة ليست بيد شخص واحد 0

(ADMEX) (ElGaied et Rachhi (2009)

استقلال مجلس الإدارة لقد تم الحصول عليه من خلال قسمة اعضاء مجلس الإدارة المستقلين على اجمالي الاعضاء. يندرج ضمن الأعضاء المستقلين كل عضو لا يشغل منصبا او وظيفة في الشركة و ليس له علاقات قرابة مع المسيرين و ليس له علاقات تعاقدية مع الشركة

(ROA). (Kowalevski et al. (2007): يُعرّف العائد على الأصول بأنه: صافي الدخل / إجمالي الأصول.

القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل مقسومة على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.. (DET) (Bhabra (2007)

التدفق النقدي: الدخل التشغيلي يضاف اليه الإهلاك و يطرح منه الفوائد و الضريبة مقسوما على صافي الموجودات (CASHFLOW). (Dittmar et al. (2003).

(CASH): هي نسبة السيولة الحالية= هذه النسبة تساوي الأصول قصيرة الأجل \ الخصوم قصيرة الأجل (Raheman et Nasr (2007))

المصدر: من اعداد الباحث

#### 4.3. الأساليب الإحصائية المستخدمة

مع تقدم الحوسبة صار ممكنا بناء قواعد بيانات مزدوجة تجمع بين البعدين الفردي و الزمني تعرف بالبيانات المزدوجة.

Variables	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
AV	720	14.46	3.016	2.43	19.89
EMPAV	720	1.46	1.47	-2.37	8.9
DAV	720	0.89	1.24	0	9.46
CREDAV	720	1.31	1.87	-0.041	5.95
STAAV	720	1.00	1.38	-0.106	11.81
DIV/BNE	720	0.61	0.87	-0.78	11.11
TCA	720	7.85	1.71	6	12
DUAL	720	0.7	0.46	0	1
ADMEX	720	0.18	1.16	0	5
ROA	720	0.08	0.09	-0.28	0.89
DET	720	0.33	0.32	0.0045	2.56
CASHFLOW	720	0.25	0.25	-0.085	2.45
CASH	720	2.38	2.74	0.12	37.30

المصدر: من اعداد الباحث

تم قياس قيمة الشركة بالاعتماد على القيمة المضافة (AV) و توزيعها بالاعتماد على القيمة المضافة المخصصة للموظفين (EMPAV) والقيمة المضافة المخصصة للمساهمين (DAV) والقيمة المضافة المخصصة للمقرضين (CREDAV) والقيمة المضافة المخصصة للدولة (STAAV) (بوبكر (2024) و (Boubaker (2023)). تأخذ القيمة المضافة قيمة دنيا قدرت ب 2.23 وقيمة عليا قدرت ب 19.89. اما عن متوسط قيمتها فقد بلغ 14.46. تتراوح القيمة الدنيا و القيمة العليا للقيمة المضافة المخصصة للموظفين بين (-2.37) و 8.9. بلغ متوسط القيمة المضافة المخصصة للمساهمين 0.89، بحد أدنى 0 وحد أقصى 9.46 توضح هذه القيمة القصوى أن الأرباح تقدم 9 أضعاف القيمة المضافة. بلغ متوسط القيمة المضافة المخصصة للمقرضين 1.31 يتراوح بين (-0.041) كحد أدنى و 5.95 كحد أقصى. توضح القيمة القصوى أهمية العبء المالي والديون المستخدمة. تتراوح القيمة المضافة المخصصة للدولة (STAAV) بين (-0.106) كحد أدنى و 11.81 كحد أقصى.

للفترة ما بين 2010 و 2018 ، بلغ متوسط الأرباح الإجمالية / الأرباح الصافية 0.61. توضح هذه النسبة أهمية توزيع الأرباح للمستثمرين الشركة.

قدر العدد الأقصى لأعضاء مجلس الإدارة بـ 12 عضو و حد ادنى بـ 6 أعضاء فحين بلغ متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة بـ 7.85 أي ما يقارب 8 أعضاء. فحين تتميز اغلب الشركات التونسية بالجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي حيث بلغ المتوسط 0.7. كما يضم مجلس إدارة الشركات التونسية عدد قليلا من الاعضاء المستقلين حيث بلغ متوسطها 0.18. يتم قياس ربحية الشركة من خلال العائد على الأصول (ROA). يبلغ العائد على الأصول في المتوسط 0.08 الانحراف المعياري هو 0.09. هذه الربحية تتراوح من (-0.028) كحد أدنى إلى 0.89 كحد أقصى . بلغ متوسط نسبة الدين 0.33, وقد كان الحد الأدنى لقيمة الدين هو 0.0045. توضح هذه القيمة أن هذه الشركة لديها مصادر تمويل أخرى. القيمة القصوى للدين هي 2.56 توضح هذه القيمة أن هذه الشركة لديها استخدام مسيء للديون. متوسط التدفق النقدي هو 0.25 قيمته الدنيا هي (-0.085). قيمته القصوى 2.45 انحرافها المعياري هو 0.25. يتم قياس CASH من خلال نسبة السيولة الحالية. هذا المقياس له متوسط قيمة 2.38. يتراوح من كحد أدنى 0.12 إلى 37.30 كحد أقصى. توضح هذه النسبة أهمية الأصول المتداولة ومكوناتها مقارنة بالخصوم المتداولة ومكوناتها.

### الجدول 3: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

	AV	EMP AV	DAV	STA AV	CRED AV	DIV /BNE	TCA	DUAL	ADM EX	CASH FLOW	CASH	DET	ROA
AV	1												
EMPAV	-0.45	1											
DAV	-0.21	0.45	1										
STAAV	-0.41	0.49	0.33	1									
CREDAV	-0.11	0.14	0.06	0.23	1								
DIV/BNE	-0.03	0.04	0.12	0.08	0.04	1							
TCA	0.22	-0.21	-0.16	-0.12	0.08	-0.04	1						
DUAL	0.04	-0.04	0.06	0.01	-0.07	-0.02	0.06	1					
ADMEX	-0.04	0.15	0.03	0.04	-0.03	-0.06	0.02	0.02	1				
CASHFLOW	-0.04	0.11	0.03	0.09	-0.02	-0.01	0.06	-0.05	-0.01	1			
CASH	-0.25	0.06	-0.02	0.11	0.09	0.04	-0.06	0.04	-0.03	-0.06	1		
DET	0.27	-0.18	-0.12	-0.21	-0.12	-0.10	0.08	0.09	-0.03	0.04	-0.29	1	
ROA	-0.19	0.15	0.16	0.19	0.11	-0.01	-0.01	0.03	0.03	0.05	0.06	-0.28	1

المصدر: من اعداد الباحث

تساعد مصفوفة الارتباط بين المتغيرات في التحقق من قيمة الارتباط بين المتغيرات التابعة والمتغيرات الرئيسية، وقد اثبتت هذه المصفوفة أن معظم الارتباطات ضعيفة نسبيا ولا توجد قيم تصل 0.6

### 5.النموذج وتحليل النتائج

لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة، اخترنا النماذج الخمس التالية

$$AV_{it} = f((DIV/BNE_{it}, TCA_{it}, DUAL_{it}, ADMEX_{it}, ROA_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, CASH_{it}, \epsilon_{it}) \quad (1)$$

$$EMPAV_{it} = f((DIV/BNE_{it}, TCA_{it}, DUAL_{it}, ADMEX_{it}, ROA_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, CASH_{it}, \epsilon_{it}) \quad (2)$$

$$DAV_{it} = f((DIV/BNE_{it}, TCA_{it}, DUAL_{it}, ADMEX_{it}, ROA_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, CASH_{it}, \epsilon_{it}) \quad (3)$$

$$CREDAV_{it} = f((DIV/BNE_{it}, TCA_{it}, DUAL_{it}, ADMEX_{it}, ROA_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, CASH_{it}, \epsilon_{it}) \quad (4)$$

$$STAAV_{it} = f((DIV/BNE_{it}, TCA_{it}, DUAL_{it}, ADMEX_{it}, ROA_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, CASH_{it}, \epsilon_{it}) \quad (5)$$

الجدول (4): العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها في إطار مجلس الإدارة

	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3	النموذج 4	النموذج 5
	AV	EMPAV	DAV	CREDAV	STAAV
DIV/BENE	0.0865 (0.021)**	-0.0148 (0.780)	0.1249 (0.008)***	-0.0572 (0.303)	0.0589 (0.203)
TCA	0.0153 (0.632)	-0.0955 (0.016)**	-0.0467 (0.176)	-0.0818 (0.071)*	-0.0851 (0.019)**
DUAL	0.1347 (0.324)	0.1793 (0.232)	0.3014 (0.021)**	-0.4163 (0.016)***	-0.0559 (0.686)
ADMEX	0.041 (0.151)	0.1386 (0.001)***	0.0198 (0.578)	- 0.0009 (0.981)	0.0520 (0.136 )
ROA	1.770 (0.000)***	0.6603 (0.253)	1.4581 (0.005)***	-0.2472 (0.690)	1.3563 (0.008)***
DET	0.2386	-0.2867	-0.3006	-0.1710	-0.2126

	(0.209)	(0.205)	(0.127)	(0.513)	(0.309)
CASHFLOW	0.3795 (0.005)***	0.6696 (0.000)***	0.2818 (0.098)*	0.1659 (0.408)	0.5792 (0.001)***
CASH	-0.0455 (0.002)***	-0.0126 (0.528)	-0.0277 (0.120)	-0.01432 (0.506)	-0.0129 (0.469)
_cons	1.3707 (0.000)***	1.9723 (0.000)***	0.9580 (0.002)***	0.9990 (0.001)***	1.5129 (0.000)**
R <sup>2</sup>	0.000	0.0000	0.000	0.000	0.000

المصدر: من اعداد الباحث

ملاحظة: القيم التي بين قوسين تمثل p-value. و \*\*,\*\*\*: تشير إلى الأهمية عند مستويات

1% و 5% و 10% على التوالي

نلاحظ من خلال الجدول رقم 4 الذي يلخص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها.

ان سياسة توزيع الأرباح تأثر ايجابيات على خلق القيمة في النموذج الأول و توزيعها في النموذج الثالث (توزيع القيمة للمساهمين) من هنا تكمن أهمية توزيع الأرباح بالنسبة للمساهمين وان الفرضية (H2c, H1) قد تحققتا.

من خلال خمس نماذج تبين ان لحجم مجلس الإدارة تأثيرات مختلفة على خلق و توزيع القيمة حيث انه لا يؤثر على القيمة المضافة النموذج الأول ولا على توزيعها التي تم قياسها بالقيمة المضافة للمساهمين النموذج الثالث. فحين انها تأثر سلبا على توزيع القيمة للموظفين والمقرضين والدولة (النموذج الثاني والنموذج الرابع والنموذج الخامس). وتفسر هذه النتيجة بغياب ممثلين عنهم في مجلس الإدارة. و تتعارض هذه النتيجة مع دراسة (Yanti and Pastrisia(2019))

كشفت النموذج الأول والنموذج الثاني والنموذج الخامس ان الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لا تؤثر على خلق القيمة وتوزيعها على الموظفين والدولة. فحين كشفت النموذج الثالث الذي يهتم بدراسة توزيع القيمة على المساهمين عن علاقة موجبة ومؤثرة تفسر بأن المديرين يعملون على مصلحة المساهمين من خلال القرارات المتخذة. على العكس، كشفت النموذج الرابع عن علاقة سلبية مؤثرة بين الجمع بين الوظيفتين وتوزيع القيمة على المقرضين، يمكن أن تفسر بوجود صدام بين رئيس المدير التنفيذي من جهة والمقرضين من جهة ثانية وان مصالح هذان الطرفان متعارضة خاصة فيما يتعلق بعملية الاقتراض وتوجيهه نحو الاستثمارات.

من خلال خمس نماذج، يبرز غياب التأثير للأعضاء المستقلين على خلق و توزيع القيمة باستثناء التأثير إيجابي الذي سجل على توزيع القيمة للموظفين، يستنتج من هذا ان هؤلاء الأعضاء يمثلون الدرغ الواعي للموظفين والذين يدافعون عن مصالحهم العمالية من خلال تطبيق قوانين العمل.

توثر الربحية ايجابيا على خلق القيمة (النموذج الاول) و على توزيعها غلى المساهمين (النموذج الثالث) و على توزيعها للدولة (النموذج الخامس) , حيث أن ربحية المؤسسة تدعم قيمة المؤسسة و قدرتها على دفع الأرباح للمساهمين و خلاص الاداءات للدولة.

من خلال النماذج الخمس، لا يوثر الدين على خلق القيمة و توزيعها على جميع الأطراف وهذا عكس ما اثبته (Boubaker et Jarboui (2017).

يدعم التدفق النقدي ايجابيا خلق القيمة و توزيعها في خمس نماذج معدى في النموذج الرابع فليس له تأثير.

من خلال خمس نماذج، تظهر السيولة قيما سالبة و ليس لها تأثير الا على خلق القيمة(النموذج الأول) تتماشى هذه النتيجة مع دراسة (Boubaker and Jarboui (2017 و تفسر هذه النتيجة بأن زيادة حجم السيولة يودي إلى تراجع قيمة المؤسسة من خلال سوء توظيفها في مشاريع لا تخلق ثروة للمؤسسة .

## 6.الخاتمة

ساهم هذا المقال في ابراز أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة من خلال دراسة عينة للمؤسسات التونسية خفية الاسم في إطار مجلس الإدارة للفترة الممتدة بين 2010-2018. تعد سياسة توزيع الأرباح من القرارات المصيرية التي تحدد خريطة الطريق للشركة نظرا لانعكاساتها على رغبات المساهمين دون المساس بالقدرة التمويلية للمؤسسة. ولقد كانت هذه الانعكاسات السبب في تعدد الأطر النظرية الساعية نحو إيجاد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح التي تعظم قيمة الشركة. انطلاقا من هذا الهدف حولنا دراسة دور سياسة توزيع الأرباح في خلق و توزيع القيمة في إطار مجلس الإدارة من خلال نموذج (Poulain-Rehm(2006 الذي يبحث في خلق القيمة و توزيعها على الشركاء (الموظفين و المساهمين و المقرضين و الدولة).

أقرت الدراسة بالأثر الايجابية لسياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة في النموذج الأول وتوزيعها في النموذج الثالث (توزيع القيمة للمساهمين) من هنا تكمن أهمية توزيع الأرباح بالنسبة للمساهمين.

بالرغم من تعدد الدراسات الباحثة في أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، تعد هذه الدراسة من أوائل الدراسات الباحثة عن خلق وتوزيع القيمة بنموذج (Poulain 2006) Rehm للمؤسسات خفية الاسم في إطار مجلس الشركات فهذا لا ينفي وجود عدة نقائص.

أولاً، يعد حجم العينة متوسط مما لا يسمح بتعميم النتائج التي تم الحصول عليها. ثانياً، يعد الإطار الزمني والمكاني محدوداً نوعاً ما فهو لم يشمل السنوات التي ظهر فيها فيروس كورونا وتأثيراته، ومن هنا يمكن إدراج المدة الزمنية الممتدة من 2019 - 2022. و توسيعه الحدود المكانية للدراسة لتشمل دول أخرى مثل دول الشرق الأوسط و لإجراء مقارنة على النتائج المتحصل عليها. ثالثاً، يمكن الأخذ بالنظر متغيرات أخرى تتعلق بمجلس الإدارة مثل حضور المرأة في مجلس الإدارة ومدة أعضاء مجلس الإدارة ومكافئات المديرين ولجان مجالس الإدارة المتخصصة في التدقيق والتسمية والمكافأة يمكن ان يؤدي الى نتائج مغايرة. رابعاً، تتأثر سياسة توزيع الأرباح بتركيبية المساهمين مثل تركيز الملكية وملكية المديرين وملكية الدولة وملكية البنوك والمؤسسات المالية. خامساً، يلعب المستوى المعرفي للمديرين والمساهمين وسلوكياتهم دوراً مهماً في توزيع الأرباح وخلق للقيمة وتوزيعها بين المؤسسات والتي لو اخذنها بعين الاعتبار يمكن ان تؤدي الى نتائج مختلفة.