

## أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت المالية

\* علام محمد حمدان  
\*\* عبدالمطلب محمد السرطاوي  
\*\*\* رائد جميل جبر  
\* الجامعة الأهلية، مملكة البحرين  
\*\* الجامعة الأهلية، مملكة البحرين  
\*\*\* الأكاديمية العربية للعلوم  
المالية والمصرفية، الأردن

### الملخص

تشمل هذه الدراسة قسمين: الأول هو الدراسة الوصفية، وقد هدفت إلى استطلاع مدى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الشركات الكويتية، ومن ثم دراسة التمايز بينها في مستوى التطبيق. والقسم الثاني هو الدراسة التطبيقية التي هدفت إلى دراسة أثر حوكمة الشركات في تحسين أداء الشركات الكويتية المالي، والتشغيلي وأداء الأسهم، بالإضافة إلى دراسة هذه العلاقة في ظل اختلاف حجم الشركة، ودرجة مديونيتها، ونوع نشاطها. تضمنت عينة الدراسة (٩٦,٥) بالمائة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، بواقع (٢٢٢) شركة موزعة على تسعة قطاعات اقتصادية. أشارت نتائج الدراسة الوصفية إلى وجود تطبيق بمستوى متوسط وذي دلالة إحصائية لشروط حوكمة الشركات في سوق الكويت المالية، ولم يكن هناك تمايز بين الشركات الكويتية في تطبيق حوكمة الشركات. أما الدراسة التطبيقية فقد أشارت إلى تأثير حوكمة الشركات في مؤشر واحد من مؤشرات الأداء المالي، وهو القيمة السوقية المضافة، وتأثيرها على جميع مؤشرات الأداء التشغيلي، بينما لم يكن لها دور في معدل العائد على الاستثمار كمؤشر على الأداء المالي، والعائد على السهم العادي كمؤشر على أداء الأسهم. ولم تجد الدراسة أثراً لحوكمة الشركات في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة، ومديونيتها، ونوع نشاطها، إلا أثراً للحوكمة في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة. وبناء على هذه النتائج أوصت الدراسة بضرورة تطوير دليل ومؤشر لحوكمة الشركات في سوق الكويت المالية، والرقابة على تطبيق مبادئها من جانب الجهات المنظمة والمشرفة على عمل السوق، مع جملة من التوصيات الأخرى بشأن الدراسات المستقبلية.

### مصطلحات علمية

حوكمة الشركات، الأداء  
المالي، الأداء التشغيلي، أداء  
الأسهم، سوق الكويت المالية.

خلال آليات تحقق إحكام الرقابة والسيطرة على جميع الوحدات الاقتصادية، وتحقيق مصالح مختلف الأطراف (زيدان، ٢٠٠٥)، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على تحسين الإطار القانوني والنظامي الملائم لتوجيه حركة النشاط الاقتصادي. وبطبيعة الحال يتطلب تحقيق تلك الأهداف ضرورة تحسين فعالية واستقلال مراقب الحسابات (أبو عمشة، ٢٠١١)، ويبين بشير (٢٠٠٣) أهداف حوكمة الشركات في حماية مصالح المساهمين في المقام الأول، وتحقيق العدالة في معاملتهم، وحماية حقوق أصحاب المصالح المختلفة في المنشأة، وتوفير المعلومات الخاصة بالمؤسسة، ووضع إستراتيجية واضحة للمؤسسة تعمل على تحقيق أهدافها، وتؤدي حوكمة الشركات إلى ترشيد ممارسات المديرين ومجلس الإدارة، وترشيد ممارسات المحاسبين العاملين بالشركات ومراقبي الحسابات، وما يقومون به من أعمال لإظهار المراكز المالية للشركات، وكذلك ترشيد ممارسات المستثمرين وما يقومون به من تأثير في قرارات الاستثمار داخل الشركة، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق الحوكمة لأهدافها التي تتمثل في تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية، وزيادة معدل النمو الاقتصادي، وزيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية في المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركات (Eugene and Jensen, 2009).

**يُورخ** بعض الكتاب لظهور حوكمة الشركات بالمشكلات المالية التي تعرضت لها كبرى الشركات العالمية؛ وهو ما أدى إلى المطالبة بضرورة وجود مجموعة من الضوابط والأعراف والمبادئ الأخلاقية والمهنية لتحقيق الثقة والمصداقية في المعلومات الواردة في القوائم المالية (انظر: سليمان، ٢٠٠٦)، غير أن إجراءات حوكمة الشركات هي أبعد من كونها ردة فعل على أزمات مالية هنا أو هناك؛ فقد ظهرت إجراءات حوكمة الشركات منذ أن ظهرت الشركات المساهمة العامة ونظرية الوكالة، فالإجراءات التي تحكم علاقة المساهمين بمجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية، والجهات ذات العلاقة بالشركة تم التطرق إليها من قديم، غير أن الأزمات المالية الأخيرة وتتابع الانهيار في كبرى الشركات العالمية جعل من الضرورة تأطير هذه القواعد والقوانين، وتطويرها من أجل حماية مصالح جميع الأطراف في المنشأة (حمدان، ٢٠١٢).

تسعى حوكمة الشركات السليمة إلى تحقيق عدة أهداف، وتمنح كثيرا من المميزات، فحوكمة الشركات الجيدة، توفر لمجلس الإدارة الحوافز المناسبة للوصول إلى الأهداف التي هي في مصلحة المؤسسة، وتسهل إيجاد عملية مراقبة فاعلة، ومن ثم تساعد المؤسسات على استغلال مواردها بكفاءة (ياسين، ٢٠٠٨)، وتسعى حوكمة الشركات نحو منع التلاعب والتحريفات والخداع وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من

## مشكلة الدراسة

تساعد حوكمة الشركات السليمة على خفض المخاطر في المؤسسة، وعلى تداول أسهمها في الأسواق المالية، ورفع قيمة هذه الأسهم، حيث أصبح لحوكمة الشركات قيمة ضمنية تنعكس فعلياً على سعر السهم، كما تحسن حوكمة الشركات من نوعية وكفاءة القيادة في المؤسسة، ومن جودة إنتاجها السلعي أو الخدمي، وتسهم كذلك في دعم الشفافية في عمليات المؤسسة، كما تعزز من ثقة المجتمع في مصداقية البيانات المالية الصادرة عنها (حمدان، ٢٠١٢)؛ لذا فإن مشكلة الدراسة الأساسية تتمثل في الإجابة عن التساؤلات الآتية:

أ - ما مستوى حوكمة الشركات في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية؟ وهل هناك تفاوت في تطبيق حوكمة الشركات بين الشركات الكويتية؟

ب - هل تسهم حوكمة الشركات في تحسين أداء الشركة المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم؟

ج - هل من أثر لحوكمة الشركات في أداء الشركات في ظل اختلاف: حجم الشركة، ومديونيتها، ونوع نشاطها؟

## أهمية الدراسة وأهدافها

تنبع أهمية الدراسة من تناولها لموضوع حوكمة الشركات في سوق

الكويت للأوراق المالية، التي يتطلع إليها المحللون المالبون والمستثمرون على أنها إحدى أقدم، وأهم، وأنشط الأسواق المالية العربية. لذا فإن تحديد مستوى حوكمة الشركات في هذه السوق سيعطي مؤشرات لها مدلولاتها عن مستوى الشفافية التي تتمتع بها الشركات المدرجة فيها، وستسهم النتائج في مشروع تطوير دليل حوكمة الشركات في الكويت، كما أن دراسة وتحليل أداء الشركات وعلاقته بحوكمة الشركات سيعطي مؤشرات هي الأولى عن علاقة حوكمة الشركات بالأداء في سوق الكويت المالية. أما أهداف الدراسة فإنها تتمثل في النقاط الآتية:

أ - قياس مستوى حوكمة الشركات في الشركات الكويتية، وهو ما يسهم في تطوير مقياس لحوكمة الشركات، يتم من خلاله قياس مستوى حوكمة الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية.

ب - اختبار العلاقة المفترضة التي أشارت لها الدراسات السابقة حول علاقة حوكمة الشركات بالأداء، مع تضمين مقياس جديدة للأداء، وتقديم دليل إضافي من سوق الكويت المالية يسهم في أدبيات الموضوع السابقة من خلال إثبات أو دحض هذه العلاقة.

ج - دراسة أثر حجم الشركة، ومديونيتها، ونوع نشاطها في العلاقة بين حوكمة الشركات

OECD بأنها "مجموعة من العلاقات بين إدارة المؤسسة ومجلس إدارتها ومساهميها والأطراف ذات العلاقة بها، وهي تتضمن الهيكل الذي من خلاله يتم وضع أهداف المؤسسة والأدوات التي يتم بها تنفيذ هذه الأهداف، ويتحدد بها أيضاً أسلوب متابعة الأداء".

وقد لخص الشمري (٢٠١١: ٥٣) الأهداف الرئيسية للحوكمة في: ضمان قيام شركات ناجحة تسعى لخدمة المجتمع، وحماية حقوق المساهمين والدائنين وعملاء الشركة، وتحقيق الشفافية في القرارات التي تهم جميع من له علاقة بالشركة، والتعزيز من مستوى المسؤولية لدى المديرين.

وفي ضوء الأزمة المالية-الاقتصادية العالمية التي حدثت مؤخراً قفز مفهوم حوكمة الشركات إلى صدارة الاهتمامات، وأضحى قضية رئيسة بالنسبة إلى مجتمعات الأعمال في كل الاقتصادات، وقد أخذت مجتمعات الأعمال في تعلم وإعادة تعلم درس مفاده أنه لا يوجد أي بديل يُغني عن وضع الأنظمة الأساسية للأعمال والإدارة موضع التنفيذ؛ لكي تُصبح تلك الأعمال ذات قدرة على النجاح والمنافسة؛ سواء على المحلي أو الدولي (باطويح، ٢٠١١: ٦٦).

### حوكمة الشركات في الكويت

إن تدني ترتيب الكويت عالمياً من المرتبة ٤٦ إلى ٦٠ وليعدّ دليلاً على عدم مراعاة التشريعات في الكويت لمعايير

ومؤشرات الأداء، وهو ما يسهم في بيان الفروق في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في سوق الكويت المالية وانعكاس ذلك في الأداء.

### الإطار النظري

#### حوكمة الشركات

تكمن فلسفة حوكمة الشركات في الفصل بين ملكية رأس المال الشركة والإدارة، وعملية الرقابة والإشراف داخل هذه الشركات، وهو ما يعرف بنظرية الوكالة، والتي وجد أن لها آثاراً إيجابية في مختلف جوانب أداء الشركات. عندما تنفصل الملكية عن الإدارة مع زيادة حجم الشركة وتحولها إلى شركة عامة تبرز أهمية كفاءة نظام الحوكمة، وضرورة أن تدار الشركة بما يحقق أفضل مصلحة للملاك (بورسلي، ٢٠١١: ٢٤)، ليس فقط ضمان مصلحة الملاك وإنما كل الأطراف ذات العلاقة بالشركة. وقد أعيد التأكيد على أهمية مبادئ حوكمة الشركات بعد الأزمات المالية الأخيرة وتتابع الانهيار في كبرى الشركات العالمية جعل من الضرورة تأطير هذه القواعد والقوانين، وتطويرها من أجل حماية مصالح جميع الأطراف في المنشأة (حمدان، ٢٠١١).

ورد كثير من التعريفات لحوكمة الشركات، من أشهرها تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنموية (Organization for Economic Co-Operation and Development

الإدارة، كما أن الأعضاء (المديرين) المستقلين لم يتم الإشارة لهم أصلاً في قانون الشركات الكويتي (١٥/١٩٦٠)، وكذلك سمحت المادة ١٤٥ من قانون الشركات لمجلس الإدارة أن يتشكل فقط من المديرين التنفيذيين، ويدل ذلك بشكل واضح على عدم الأخذ بالممارسة المثالية لحوكمة الشركات في الكويت. وعلاوةً على ذلك فإن قانون الشركات الكويتي لم يعطِ تعريفاً واضحاً لواجبات أعضاء مجلس الإدارة، والذي يستدل به فقط من خلال صياغة القانون. وهذا الوضع من المرجح أن يتسبب في ارتباك واضح عند تحميل الإدارة المسؤولية عن تصرفاتها. ومن هنا فإنه يُنصح أن يتم تعريف واجبات الإدارة بكل وضوح في قانون الشركات الكويتي. وقد بينت نتائج الاختبار التي قام بها الباحث (Al-Wasmi, 2011) أنه على الرغم من أن قانون الشركات الكويتي قد أعطى ما يسمى الحقوق الأساسية للمساهمين، فإن الممارسة الفعلية في الكويت قد جعلت تركيز الملكية والسيطرة بيد كبار المساهمين، ومن ثم فإن عملية السيطرة هذه سوف تؤدي لحصول كبار المساهمين على المكاسب على حساب الأقلية؛ ولهذا السبب، فإنه يُنصح المساهمون أن يسعوا لتوفير سبل لإنصافهم قانونياً، ولحمايتهم من قيام كبار المساهمين من تقويض حقوقهم والانتقاص منها. وهذه السبل والحقوق القانونية والإجراءات اللازمة لم تتوافر في قانون الشركات الكويتي بالشكل المطلوب، على الرغم من أنها يجب أن تكون

الحوكمة، وعدم إدراك فوائد تطبيقها (بورسلي، ٢٠١١: ٢٦)، فقانون الشركات (١٥/١٩٦٠) يحتوي بعض الأدوات المتعلقة بالحوكمة، ومثال على ذلك الحقوق الأساسية الخاصة بالمساهمين، لكنه لم يسهم من عدة نواح في التحقق من كفاءة الأدوات المتعلقة بحوكمة الشركات، ومثال على ذلك عملية الفصل بين وظيفتي الرئيس التنفيذي (المدير العام) للشركة، ورئيس مجلس الإدارة؛ حيث إن هذا الفصل الضروري ليس من ضمن المتطلبات المعمول بها في الكويت، وهذا يمثل عقبة رئيسية للوصول إلى أفضل الممارسات في حوكمة الشركات (Al-Wasmi, 2011: 131)، كذلك أورد قانون الشركات الكويتي مجموعة عبارات ومصطلحات عامة حول مراقب الحسابات، ولكنه لم يشر بشكل مباشر وواضح إلى طبيعة العلاقة بين الموكل والوكيل، وهو الأمر الذي أفرز اختلافاً في وجهات النظر بين الحقوقيين والمختصين، وأدى أيضاً إلى عدم انسجام بعض الأحكام الخاصة بمراقب الحسابات في قانون الشركات الكويتي من جهة والقانون رقم ٥ لسنة ١٩٨١ في شأن مزاوله مهنة مراقبة الحسابات من جهة أخرى. وكذلك لم يلزم قانون الشركات بإنشاء لجان للإدارة في الشركة، سواء إنشاء لجان للتدقيق، أو التعيين. وعلى الرغم من أن بعض الشركات قد تُشكل لجان فيها، فإن ذلك لا يعدّ ممارسة مثالية للحوكمة المؤسسية، لأنها لا تتطلب أن تتشكل من أعضاء مستقلين من مجلس

المحاسبي. وتساءلت هذه الدراسة عما إذا كانت الشركات التي تتميز بأقل تأثير للمدير التنفيذي في قرارات مجلس الإدارة (مستوى مرتفع من الحوكمة) تتمتع بمستويات مرتفعة من التحفظ المحاسبي، مقارنة بالشركات التي يملك المدير التنفيذي فيها سلطات واسعة للتأثير في قرارات مجلس الإدارة، أشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بمجلس إدارة قوي تستخدم التحفظ المحاسبي كأحد آليات حوكمة الشركات، أما دراسة ياسين (٢٠٠٨) فقد بحثت دور التحفظ المحاسبي في تحسين جودة الإفصاح في ظل حوكمة الشركات في المصارف الأردنية، وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود تأثير للتحفظ في السياسات المحاسبية على جودة الإفصاح. غير أن متغيرات حوكمة الشركات لم يكن لها دور في هذه العلاقة. على الرغم من أن دراسة القطاونة (٢٠١١) التي أجريت مؤخراً على البنوك الأردنية قد وجدت دوراً لحوكمة الشركات في تحسين فاعلية العمل لدى العاملين في البنوك الأردنية.

يسهم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في جذب المستثمرين Chung (٢٠١١)؛ فقد بحثت دراسة Chung and Zhang (2011) العلاقة بين حوكمة الشركات والملكية المؤسسية، وطرحت الدراسة تساؤلاً عما إذا كانت حوكمة الشركات الجيدة تسهم في جذب

متاحة للمساهمين، وان تخضع لشروط معينة لتجنب الوصول إلى التقاضي بشكل مبالغ فيه (Al-Wasmi, 2011: 132).

### الدراسات السابقة

يستعرض هذا القسم من الدراسة الدراسات السابقة ذات العلاقة بحوكمة الشركات، والأخرى التي بحثت العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء، وأخيراً يبين الفجوة البحثية ومساهمة الدراسة الحالية.

### الدراسات السابقة ذات العلاقة بحوكمة الشركات

سعت دراسة حمدان (٢٠١١) إلى البحث في مستوى حوكمة الشركات في الشركات الكويتية وعلاقتها بالتحفظ المحاسبي. وعلى الرغم من وجود مستوى مقبول من حوكمة الشركات في الشركات الكويتية لم تسهم في تحسين مستوى التحفظ المحاسبي في هذه الشركات، وهو ما يختلف عن نتائج دراسة Lara et al. (2009) التي بينت أن مستويات حوكمة الشركات المرتفعة يتبعها ارتفاع في مستوى التحفظ المحاسبي المشروط (conditional accounting conservatism). أما دراسة Lara et al. (2007) فقد بحثت في العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة (board of directors characteristics) - كأحد مؤشرات حوكمة الشركات - والتحفظ

١ - المستثمرون المؤسسيون مثل صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي، والبنوك، والشركات، أو هي كل المستثمرين غير الأفراد.

الأردنية الداعمة للحوكمة، وهذه الحقوق يتم أخذها في الاعتبار في كل القرارات عدا تلك القرارات المهمة والمتعلقة بالحصص الكبرى من الأصول. كما لاحظ الباحثون مستوى مرتفعاً من الإفصاح والشفافية في الشركات الأردنية، وذلك بسبب تبني الأردن لمعايير المحاسبة الدولية ومعايير التدقيق الدولية.

وعن إدارة المخاطر في ظل حوكمة الشركات جاءت دراسة أبو عمشة (٢٠١١) التي بحثت هذه العلاقة في المصارف الكويتية، وقد توصلت الدراسة إلى أن وجود حوكمة الشركات يعدّ أمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي يساهم في تحسين أداء المنظمات من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر؛ عن طريق تحديد الصلاحيات والمهام بين مختلف الأطراف المشاركة في الحد من هذه المخاطر. استنتجت الدراسة أن من الدعائم الأساسية لحوكمة الشركات وجود جهاز تدقيق داخلي كفاء ولجنة للتدقيق يساهمان في حماية حقوق المساهمين، والحفاظ على الأموال، وتوفير المعلومات الموثوق بها. ولكن هل من دور لحوكمة الشركات في ضمان استمرارية الشركة وتجنبها خطر الإفلاس؟ للإجابة عن ذلك جاءت دراسة Kocmanova et al. (2011) التي بحثت دور حوكمة الشركات في استمرارية الشركة (corporate governance and sustainability) من وجهة نظر التكامل بينهما وبالارتباط مع مقاييس الأداء، بينت نتائج هذه الدراسة أن حوكمة الشركات تعدّ العنصر الأهم في

المستثمرين المؤسسيين، وقد شملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية (New York Stock Exchange) والسوق المالية الأمريكية (American Stock Exchange)، وأشارت نتائج الدراسة التطبيقية إلى أن ملكية المؤسسات لأسهم الشركة يساهم في تحسين مستوى حوكمة الشركات، وبيدها عن تنازع المصالح الشخصية، وفي الوجه الآخر للعملة، بينت الدراسة أن المستثمرين المؤسسيين غالباً ما ينجذبون للاستثمار في الشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة (governance quality) لمقابلة مسؤولياتهم الائتمانية وتجنب المخاطر، وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (الشحادات وعبد الجليل، ٢٠١٢) التي أجريت على مجموعة من المستثمرين المؤسسيين في سوق عمان للأوراق المالية. وبينت نتائجها وجود أهمية لمبادئ حوكمة الشركات في تحديد قيمة المنشأة واستمراريته، وأثر ذلك في قرار المستثمر المؤسسي في سوق عمان المالية، والتي اهتمت بمستوى الإفصاح للشركات، وآليات المساواة فيها بين المستثمرين والحفاظ على حقوقهم، وبمدى فعالية رقابة مجالس الإدارة. وكانت دراسة Shanikat and Abbadi (2011) قد درست واقع حوكمة الشركات في الأردن، كما أنها حددت إطاراً للحوكمة ينقسم إلى بعدين أساسيين هما: الجانب المؤسسي والجانب التشريعي. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن حقوق المساهمين الأساسية محترمة في القوانين

إدارة الأرباح؛ إذ كلما ارتفعت مستويات حوكمة الشركات أدى ذلك إلى تقييد حرية الإدارة في ممارسة إدارة الأرباح، كما أن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات يسهم في ارتفاع توقعات المستثمرين لها في السوق المالية (Cheung et al., 2011).

أدت الفصائح المتعددة لمهنة المحاسبة والتدقيق إلى الحاجة إلى زيادة الموثوقية بالتقارير المالية من خلال تطبيق قواعد حوكمة الشركات السليمة؛ فالعلاقة بين جودة المعلومات وحوكمة الشركات قد نوقشت بقوة في البلدان المتقدمة، ومؤخراً جذبت العلاقة بين حوكمة الشركات والإفصاح المالي انتباه الباحثين في الدول الناشئة، لذا ناقش كثير من الدراسات دور حوكمة الشركات في تحسين جودة التقارير المالية. وفي هذا السياق جاءت دراسة Klai and Omri (2011)، التي ناقشت دور آليات حوكمة الشركات (خصائص مجلس الإدارة وتركيبه الملكية) في تحسين جودة التقارير المالية الصادرة عن الشركات التونسية للفترة (١٩٩٧-٢٠٠٧)، وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن الملكية العائلية، والأجنبية، وتركيز الملكية (blockholders or ownership concentration) تخفض من جودة التقارير المالية، وتحسن الرقابة المالية من قبل الدولة والمؤسسات المالية من جودة الإفصاح المالي. في السياق نفسه عمدت دراسة حمدان ومشتهى (٢٠١١) إلى فحص تأثير إحدى آليات حوكمة الشركات وهي لجان التدقيق في رأي مدقق الحسابات الخارجي في عينة من

استمرارية الشركة ونموها الاقتصادي وزيادة ثقة المستثمرين فيها. تتفق هذه النتائج مع توصيات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) التي نادت بأن حوكمة الشركات تساعد على زيادة الثقة في اقتصاد السوق، ووجد أبو حمام، (٢٠٠٩) أن تطبيق قواعد حوكمة الشركات يسهم في تعزيز دور الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، كما أن تطور ثقافة الحوكمة انعكس بشكل إيجابي على تحسين موقع الشركة واستمراريتها.

ومن كوريا قدم Kang and Kim (2011) دليلاً على إسهام إدارة الأرباح (earnings management) في العلاقة السببية بين حوكمة الشركات وأداء الشركة، وشملت عينة الدراسة (١١٠٤) شركة مدرجة في السوق المالية الكورية (Korean Stock Exchange)، وأشارت النتائج إلى أن الشركات التي تتمتع بنظام حوكمة راسخ ومتين شهدت أقل ممارسات إدارة الأرباح. مثل هذه العلاقة من شأنها أن تزيد العلاقة السببية بين حوكمة الشركات السليمة وتحقيق أداء متميز من قبل الشركات؛ فالنتائج التجريبية لهذه الدراسة أوضحت أن الشركات التي أعادت تطبيق مبادئ حوكمة الشركات حققت أداءً متديناً، مقارنةً بغيرها من الشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة. وعن علاقة إجراءات حوكمة الشركات في ممارسات إدارة الأرباح بينت دراسة (حمدان وآخرون، ٢٠١٢) أن هناك أثراً ذا دلالة إحصائية لمستوى حوكمة الشركات في الشركة ومدى ممارستها



الداخلية، والمراجع الخارجي، والمراجع الداخلي، وإدارة المخاطر. أظهرت نتائج هذه الدراسة عدم وجود دور للجان التدقيق في الشركات المساهمة العامة السعودية في تفعيل حوكمة الشركات من خلال محاور الدراسة الخمسة. وتختلف هذه النتيجة مع نتائج دراسة سابقة لها وهي دراسة الرحيلي (٢٠٠٨) التي بينت أن لجان التدقيق في الشركات المساهمة العامة السعودية تقوم بدور مهم في تفعيل تطبيق حوكمة الشركات. هذا الاختلاف في نتائج الدراستين قد يعود لاعتمادهما على بيانات حكومية تم استقاؤها من الاستبانة بوصفها أداة لجمع البيانات، وهو ما أعطى نتائج مختلفة. إن مثل هذه العلاقة يمكن أن تُدرس من خلال قياس مدى تحقيق الشركات المساهمة السعودية لخصائص لجان التدقيق والمشار إليها في كثير من الدراسات (مثل: حمدان ومشتهى، ٢٠١١)، ومن ثم قياس علاقتها بمستويات حوكمة الشركات في هذه الشركات، ومن شأن هذا القياس أن يعطي نتائج أكثر دقة. عموماً، فإن إفصاح الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق السعودية وفقاً لمتطلبات حوكمة الشركات لم يكن بالشكل المطلوب؛ بسبب حداتها وعدم النص في لائحة حوكمة الشركات الصادر عام ٢٠٠٦ على أية عقوبات في حالة عدم الالتزام بها (القرني، ٢٠١٠).

ولكن هل من أثر لقواعد حوكمة الشركات في أداء المدقق الداخلي؟ هذا ما سعى إلى دراسته زريقات (٢٠١١) الذي

الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وأظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي لكل من حجم لجنة التدقيق، والخبرة المالية لأعضاء اللجنة، على تقرير مدقق الحسابات الخارجي، كما تبين وجود تأثير سلبي لملكية أعضاء لجنة التدقيق في أسهم الشركة على تقرير مدقق الحسابات الخارجي، وفي الوقت نفسه، لم يكن لمعيار استقلالية أعضاء لجنة التدقيق (تنفيذي، وغير تنفيذي)، ولعدد مرات الاجتماعات أي تأثير في رأي مدقق الحسابات الخارجي. أما دراسة Hamdan et al. (2013) فقد بحثت دور لجان التدقيق، وهي أحد آليات حوكمة الشركات، في تحسين جودة الأرباح ووجدت الدراسة علاقة عكسية بين حجم لجنة التدقيق وجودة الأرباح، وكذلك بين نسبة ملكية أعضاء لجنة التدقيق لأسهم الشركة وجودة الأرباح، وعلاقة طردية بين عدد اجتماعات لجنة التدقيق وجودة الأرباح، ولم تجد الدراسة دوراً لاستقلالية أعضاء لجنة التدقيق وخبرتهم المالية في تحسين جودة الأرباح. وكانت دراسة عبد اللطيف (٢٠٠٧) قد أشارت إلى ملاءمة مسؤوليات لجان التدقيق الواردة في التشريعات الأردنية لأداء دورها في تفعيل حوكمة الشركات. أما دراسة المعزاز وبصفر (٢٠١٠) فقد بحثت دور لجان التدقيق في تفعيل حوكمة الشركات في الشركات المساهمة العامة السعودية، وذلك من خلال تفعيل الحوكمة في خمسة محاور أساسية هي: القوائم المالية، ونظام الرقابة

الدراسات التي أجريت في الاقتصاديات الناشئة أشارت إلى وجود تلك العلاقة، انظر: (Price *et al.*, 2011; Zheka, 2006; Durnev and Kim, 2005; Bai *et al.*, 2004; Black, 2001)، بينما اختلفت نتائج الدراسات السابقة في الولايات المتحدة وكندا حول العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء؛ فبعضها مثل: (Bozec *et al.*, 2008; Brown and Caylor, 2006) أشار إلى وجود علاقة موجبة بين حوكمة الشركات والأداء في الولايات المتحدة وكندا، وبعضها الآخر مثل: (Fodor and Diavatopoulos, 2010; Gupta *et al.*, 2009) أشار إلى عدم وجود علاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركات في الولايات المتحدة وكندا (Bozec and Bozec, 2012).

أما من جنوب شرقي آسيا فقد جاءت دراسة (Ibrahim and Abdul Samad, 2011) التي بحثت في العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء في الشركات العائلية والشركات المساهمة العامة (غير العائلية) في ماليزيا للفترة الممتدة من (١٩٩٩-٢٠٠٥)، ودلت النتائج التجريبية لهذه الدراسة على أن الشركات العائلية تحقق معدل عائد على الملكية أفضل من الشركات غير العائلية، غير أن آليات حوكمة الشركات كحجم مجلس الإدارة، وازدواجية الأدوار، واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لها تأثير مهم على الأداء في الشركات غير العائلية. كما أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة - إحدى خصائص حوكمة الشركات - لها تأثير في تحسين الأداء المالي للمصارف. هذا ما توصلت إليه

عمد إلى اختبار أثر تعليمات دليل حوكمة الشركات الصادر عن البنك المركزي الأردني في تحسين جودة التدقيق الداخلي في البنوك الأردنية بالاعتماد على مدى تأثير بنود حوكمة الشركات في مكونات جودة التدقيق الداخلي التي حددها معهد المدققين الداخليين (Institute of Internal Auditors IIA)، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر لحوكمة الشركات في تحسين جودة التدقيق الداخلي من خلال زيادة الالتزام بميثاق أخلاقيات مهنة التدقيق الداخلي، وزيادة الالتزام بمعايير التدقيق الداخلي، وتطوير الأداء المهني للمدققين الداخليين، وأخيراً تحسين ممارسات وأساليب التدقيق الداخلي. أما ما يتعلق بعلاقة حوكمة الشركات بالتدقيق الخارجي فقد توصلت دراسة دهمش والهنيني (٢٠٠٨) إلى أن كفاءة نظام الحوكمة في الشركات المساهمة يؤثر إيجاباً على استقلالية مدقق الحسابات.

### الدراسات السابقة ذات العلاقة بأثر حوكمة الشركات في الأداء

أثارت العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء اهتمام الباحثين في مختلف أنحاء العالم؛ إذ اتفقت الدراسات التي أجريت في أوروبا على وجود علاقة موجبة بين حوكمة الشركات وأداء الشركات انظر: (Toledo, 2009; Blom and Schauten, 2008; Toudas and Karathanassis, 2007; Beiner *et al.*, 2006; Pagett and Shabbir, 2005; Fernandez and Rodriguez *et al.*, 2004)، وكذلك فإن معظم

(institutional investors)، وكذلك ينعكس الدور الإيجابي لحوكمة الشركات في قدرة الشركة على سداد التوزيعات.

وكان تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح كذلك محل اهتمام دراسة (Jiraporn et al. 2011) التي سعت إلى بحث هذه العلاقة في الشركات الأمريكية، وقد توصلت إلى أن الشركات ذات المستوى المرتفع في تطبيق حوكمة الشركات تميل بدرجة كبيرة إلى سداد التوزيعات، وتكون هذه التوزيعات مرتفعة مقارنة بالشركات الأخرى؛ وهو ما يؤكد أن حوكمة الشركات لها تأثير واضح على القرارات المهمة للشركة مثل سياسة توزيع الأرباح. وتعد هذه الدراسة امتداداً لدراسة (Adjaoud and Ben-Amar 2010) التي هدفت إلى دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح في كندا، والتي توصلت إلى أن الشركات التي تطبق الحوكمة تتميز بتوزيعات أسهم مرتفعة، كما وجدت هذه الدراسة أن تكوين مجلس الإدارة والسياسة الخاصة بحقوق المساهمين يؤثران بطريقة إيجابية في مؤشرات توزيع الأرباح، وكذلك توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين كل من حجم الشركة ومستوى التدفق النقدي الحر وتوزيعات الأرباح، ووجود علاقة عكسية بين مخاطر الشركة وتوزيعات الأرباح.

وجاءت دراسة (Yu 2011) لتبحث في العلاقة بين مستوى حوكمة الشركات والمعلومات المفيدة المتضمنة في أسعار الأسهم (stock price informativeness) في

دراسة (Mahmood and Abbas 2011) التي أجريت على (٢١) من المصارف القيادية في باكستان.

أما دراسة (Christensen et al. 2010) فقد بحثت العلاقة بين تطبيق التوصيات الأسترالية للحوكمة وأداء الشركات المالي الذي تم قياسه من خلال المقياس المحاسبي "العائد على الأصول"، والمقياس المستند إلى السوق وهو مؤشر "Tobin's Q". وقد توصلت الدراسة إلى أن تطبيق التوصيات الأسترالية بشأن أفضل ممارسة لحوكمة الشركات والمتعلقة باللجان الفرعية تسهم في تحسين العائد المالي للشركات، بينما وجد أن للمبادئ الخاصة باستقلالية مجلس الإدارة، وبخاصة استقلالية المديرين لها تأثير سلبي في العوائد المالية للشركات؛ سواءً العائد على الأصول أو مؤشر "Tobin's Q"، بينما تضاربت النتائج بشأن تأثير ازدواجية دور المدير التنفيذي وحجم مجلس الإدارة في كل من العائد المالي المستند إلى المقياس المحاسبي والآخر المستند إلى مقياس السوق.

في السياق نفسه، عمدت دراسة (Gurbuz et al. 2010) إلى دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي في (١٦٤) شركة مدرجة في سوق إسطنبول للأوراق المالية (Istanbul Stock Exchange ISE) للفترة الممتدة من (٢٠٠٥-٢٠٠٨)، وبينت النتائج أن لآليات حوكمة الشركات تأثيراً إيجابياً على الأداء المالي للشركة وبشكل خاص تأثير المستثمرين المؤسسيين

الشركات في أداء الأسهم فقد تبين أن لها تأثيراً إيجابياً في ربحية السهم في قطاع الصناعة، غير أن تأثيرها في القيمة السوقية المضافة كان ضعيفاً في الشركات بوجه عام.

بالعودة إلى الكويت بحثت دراسة Al-Shammari and Al-Sultan (2010) العلاقة بين حوكمة الشركات والإفصاح الطوعي في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. وقد شملت الدراسة (170) شركة موزعة على جميع القطاعات داخل السوق المالية، وتحرت الدراسة أربع خصائص لحوكمة الشركات هي: نسبة المديرين غير التنفيذيين من مجلس الإدارة، نسبة المديرين ممن تربطهم صلة قرابة بإجمالي أعضاء مجلس الإدارة، وازدواجية أدوار المديرين بين الإدارة التنفيذية ورئاسة مجلس الإدارة، ولجنة التدقيق. بينت نتائج الدراسة أن نسبة الإفصاح الطوعي في الشركات الكويتية هي (19) بالمائة، وقد لاحظت الدراسة ارتفاع مستوى الإفصاح الطوعي في الشركات الكويتية؛ إذ أشارت دراسة Al-Shammari (2008) إلى أن نسبة الإفصاح الطوعي هي (15) بالمائة، وهذه الزيادة تشير بدورها إلى ارتفاع درجة الشفافية في الإفصاح لدى الشركات الكويتية، كذلك أشارت النتائج إلى أن وجود لجنة تدقيق - إحدى خصائص حوكمة الشركات - يسهم في تحسين الإفصاح الطوعي في الشركات الكويتية. أما بقية خصائص حوكمة الشركات فلم يكن لها دور في الإفصاح

٢٢ بلداً من البلدان المتقدمة، وجدت هذه الدراسة أن المعلومات المفيدة المتضمنة في أسعار الأسهم - كما تم قياسها بتذبذب عائد السهم على مستوى الشركة ومعاملات استجابة الأرباح المستقبلية - تزداد بزيادة مستوى حوكمة الشركات. وقد بينت التحليلات الإضافية أن جميع الآليات ذات الصلة بحوكمة الشركات - باستثناء الحوكمة العائدة إلى مجلس الإدارة - تتصل بشكل إيجابي بالمعلومات المفيدة المتضمنة في أسعار الأسهم، وأخيراً وجدت هذه الدراسة أن الحوكمة على مستوى الشركات تقوم بدور أكثر أهمية في تعزيز عوائد أسهم الشركات في البلدان التي لديها بيئات مؤسسية قوية.

أما دراسة الجعدي (٢٠٠٧) فقد درست دور حوكمة الشركات في أداء الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، دلت النتائج أن لحوكمة الشركات تأثيراً متبائناً في الأداء المالي للشركات؛ ففي الوقت الذي يكون فيه هذا التأثير قوياً في القطاعات بوجه عام وعلى مستويات الحوكمة العليا والوسطى فيما يتعلق بمتغير القيمة السوقية المضافة، يكون هذا التأثير ضعيفاً في قطاع الخدمات فيما يتعلق بمتغير العائد على الاستثمار وكذلك على مستوى الحوكمة المتوسط. أما ما يتعلق بالأداء التشغيلي فإن لحوكمة الشركات تأثيراً في كل من هامش صافي الربح، والعائد التشغيلي على الأصول في الشركات بوجه عام باستثناء قطاع الخدمات. أما ما يتعلق بأثر حوكمة

المدرجة في السوق المالية، وهو ما يسهم في تقديم صورة واضحة عن مستوى حوكمة الشركات، كما أنها تسعى إلى بيان أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي والتشغيلي وأداء الأسهم، وهو ما بحثته عدة دراسات سابقة في بيئات مختلفة والآن نقدم دليلاً إضافياً من الكويت على هذه العلاقة المفترضة، وفي النهاية تبين الدراسة مدى اختلاف العلاقة السابقة في ظل اختلاف حجم الشركة ومديونيتها ونوع نشاطها، وهذه الجوانب الثلاثة تعدّ الإسهام الحقيقي للدراسة.

### تصميم منهجية الدراسة

يشمل هذا الجزء من الدراسة أسلوب اختيار عينة الدراسة، ثم تطوير مجموعة من الفرضيات، ومن ثم وضع أنموذج للدراسة يهدف إلى تمثيل العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة، ثم تحديد أسلوب قياس المتغيرات.

### عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

استخدمت عدة مصادر لجمع البيانات لتوظيفها في التحليل الإحصائي لغايات اختبار الفرضيات، فقد استخدمت البيانات المالية والإفصاحات الأخرى للشركات المفصح عنها في قاعدة بيانات سوق الكويت للأوراق المالية لغرض جمع بيانات عن خصائص حوكمة الشركات، ومؤشرات الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم. ويشمل مجتمع الدراسة كل الشركات المدرجة في سوق الكويت المالية حتى نهاية عام (٢٠١٠)، وعددها (٢٣٠)

الطوعي، وقد أوصى الباحثان بضرورة تحسين الإفصاح الطوعي في الشركات الكويتية من خلال دعم خصائص حوكمة الشركات فيها، وهو ما يسهم في تحسين قرارات المستثمرين ومستخدمي المعلومات المالية في السوق الكويتية، كذلك فإن التطبيق السليم لحوكمة الشركات يسهم في تحسين سيولة الشركة (Chung et al., 2010)، فقد وجدت دراسة (Tang and Wang, 2011) أدلة قوية تدعم هذه الفرضية من أن التطبيق السليم لحوكمة الشركات يسهم في زيادة سيولة الشركة؛ إذ بينت أن زيادة مستويات الحوكمة (١) بالمائة يسهم في زيادة نسبة مبيعات الشركة السنوية (١,٢) بالمائة.

### إسهام الدراسة الحالية

تسعى الكويت قدماً في عملية الإصلاح والتحرر المالي من خلال إعادة هيكلة النظام المالي والمؤسساتي وعلى رأسها سوق الكويت للأوراق المالية؛ فالشفافية المالية والمؤسساتية كانتا أهم الأهداف التي تسعى لهما، ومما يحقق ذلك هو حوكمة الشركات؛ التي تعدّ معياراً لضبط وتنسيق علاقات الأطراف المختلفة ذات المصالح بالشركة؛ لذا فإن وجود دليل ومؤشر على حوكمة الشركات يعدّ أمراً بالغ الأهمية في هذا الصدد، فالدراسة الحالية تبنى على الجهود السابقة التي درست حوكمة الشركات في الكويت، وتحاول تقديم دليل على مستوى حوكمة الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية، من خلال استطلاع شامل لجميع الشركات

جدول ١  
مجتمع وعينة الدراسة

عينة الدراسة	الشركات المدرجة	الشركات المستثناة	القطاع
٩	٠	٩	قطاع البنوك
٥٠	٢	٥٢	قطاع الاستثمار
٧	٠	٧	قطاع التأمين
٣٧	٢	٣٩	قطاع العقارات
٢٨	١	٢٩	قطاع الصناعة
٥٨	٣	٦١	قطاع الخدمات
٦	٠	٦	قطاع الأغذية
١٣	٠	١٣	الشركات غير الكويتية
١٤	٠	١٤	شركات السوق الموازية
٢٢٢	٨	٢٣٠	المجموع

على السابق، يمكن وضع مجموعة من فرضيات الدراسة بصيغتها العدمية، وتأسيسها النظري على الوجه الآتي:

#### فرضية الدراسة الرئيسية الأولى

$H_{01}$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات المساهمة العامة الكويتية في تطبيق خصائص حوكمة الشركات.

#### فرضية الدراسة الرئيسية الثانية

$H_{02}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين أداء الشركات المساهمة العامة الكويتية.

بحثت عدة دراسات سابقة العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركة، انظر على سبيل المثال: (Gürbüz *et al.*, 2010; Brown *et al.*, 2009; Brown and Caylor, 2002; Weir *et al.*, 2006; (جعيدي، ٢٠٠٧)

شركة، ومن بينها تم اختيار الشركات التي تتوافر لها جميع البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة، وهي (٢٢٢) شركة، بينما تم استثناء (٨) شركات. ويظهر الجدول (١) مجتمع الدراسة موزعاً على القطاعات الاقتصادية، والشركات المستثناة من المجتمع وصولاً لعينة الدراسة.

#### تطوير فرضيات الدراسة والنماذج الرياضية

تكمن مشكلة الدراسة الأساسية في الإجابة عن التساؤلات الآتية: هل تفي الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بشروط حوكمة الشركات؟ هل يمكن إثبات العلاقة النظرية الداعية إلى وجود علاقة بين الوفاء بمتطلبات حوكمة الشركات وتحسين أداء الشركة؟ وهل تختلف هذه العلاقة في ظل اختلاف حجم الشركة، ومدى ونوع نشاطها؟ بناء

عوامل حوكمة الشركات والمتغيرات الضابطة الأخرى.

$\beta_{1..15}$ : الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.

OLSh<sub>i</sub>: ملكية أكبر مساهم في الشركة (i).

SBoard<sub>i</sub>: حجم مجلس إدارة الشركة (i).

OThLSh<sub>i</sub>: ملكية أكبر المساهمين في الشركة (i).

IndepB<sub>i</sub>: استقلالية أعضاء مجلس إدارة الشركة (i).

ChCSEO<sub>i</sub>: الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة (i).

PManager<sub>i</sub>: ملكية المديرين في أسهم الشركة (i).

CSize<sub>i</sub>: متغير ضابط: حجم الشركة (i).

Leverage<sub>i</sub>: متغير ضابط: الرافعة المالية للشركة (i).

Sector<sub>i,k</sub>: متغير ضابط: نوع القطاع الذي تنتمي له الشركة (i)، وهو ينقسم إلى سبعة قطاعات (k = 7).

$\varepsilon_i$ : الخطأ العشوائي.

تدرس الفرضية الرئيسية الثانية علاقة خصائص حوكمة الشركات بأداء الشركة، وتقسم الدراسة الأداء إلى الأداء المالي، والأداء التشغيلي، وأداء الأسهم؛ بحيث سيصار إلى فحص مدى تأثيرها إيجابياً بخصائص حوكمة الشركات، ولهذا فإن فرضية الدراسة الرئيسية الثانية تم تقسيمها إلى عدة فرضيات فرعية تبعاً لتقسيم الأداء؛ ومن ثم سيصار إلى بناء

واستناداً إلى دراسات سابقة كدراسة (حمدان، ٢٠١١؛ ياسين، ٢٠٠٨)، ومدى توافر إفصاحات عن حوكمة الشركات في سوق الكويت المالية، كيفت الدراسة الحالية مجموعة من خصائص حوكمة الشركات كمتغيرات مستقلة فرعية وهي: ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة، وحجم مجلس الإدارة، ونسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة، واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وملكية المديرين. أما المتغير التابع في نموذج الدراسة فهو أداء الشركة. كما تم تعزيز نموذج الدراسة بعدد من المتغيرات الضابطة تهدف إلى ضبط العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، وتقليل نسبة الخطأ العشوائي في النموذج؛ وصولاً إلى أفضل تمثيل للعلاقة بين خصائص حوكمة الشركات والأداء. ويمكن كتابة نموذج الدراسة الرياضي الرئيس، الذي يخدم الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة على الوجه الآتي:

$$\begin{aligned} Perf_i = & \beta_0 + \beta_1 OLSh_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i \\ & + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i \\ & + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots \end{aligned} \quad (1)$$

حيث إن:

Perf<sub>i</sub>: المتغير التابع الرئيس: أداء الشركة (i).

$\beta_0$ : قيمة الثابت في النموذج، وهي مستوى الأداء للشركة دون أخذ أثر

$$ROI_i = \beta_0 + \beta_1 OLSh_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots\dots (1.2)$$

حيث إن:

$ROI_i$ : المتغير التابع الفرعي الثاني: معدل العائد على الاستثمار للشركة (i).

أثر خصائص حوكمة الشركات في تحسين الأداء التشغيلي: تم قياس الأداء التشغيلي من خلال مؤشرين هما: هامش صافي الربح، ومعدل العائد على الأصول؛ لذا يمكن عرض الفرضيات الفرعية الخاصة بقياس تأثير خصائص حوكمة الشركات في الأداء التشغيلي على الوجه الآتي:

$H_{02.3}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين هامش صافي الربح للشركات المساهمة العامة الكويتية.

ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية على الوجه الآتي:

$$NPM_i = \beta_0 + \beta_1 OLSh_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots\dots (1.3)$$

حيث إن:

$NPM_i$ : المتغير التابع الفرعي الثالث: هامش صافي الربح للشركة (i).

$H_{02.4}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين العائد على الأصول للشركات المساهمة العامة الكويتية.

خمس نماذج رياضية فرعية، وذلك على الوجه الآتي:

أثر خصائص حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي: تم قياس الأداء المالي من خلال مؤشرين هما: القيمة السوقية المضافة، ومعدل العائد على الاستثمار، لذا يمكن عرض الفرضيات الفرعية الخاصة بقياس تأثير خصائص حوكمة الشركات في الأداء المالي والنماذج الرياضية المساندة لها على الوجه الآتي:

$H_{02.1}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين القيمة السوقية المضافة للشركات المساهمة العامة الكويتية.

ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية على الوجه الآتي:

$$MVA_i = \beta_0 + \beta_1 OLSh_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots\dots (1.1)$$

حيث إن:

$MVA_i$ : المتغير التابع الفرعي الأول: القيمة السوقية المضافة للشركة (i).

$H_{02.2}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين العائد على الاستثمار للشركات المساهمة العامة الكويتية.

ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية على الوجه الآتي:



### فرضية الدراسة الرئيسية الثالثة

$H_{02}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين أداء الشركات المساهمة العامة الكويتية، في ظل اختلاف حجم الشركة، ومستوى المديونية، ونشاط الشركة.

تدرس الفرضية الرئيسية الثالثة مدى وجود أثر لحوكمة الشركات في تحسين أداء الشركة تبعاً أولاً: لاختلاف الحجم؛ فهل هذه العلاقة هي أكثر وضوحاً في الشركات الكبيرة أم الصغيرة؟ وثانياً تبعاً لحجم مديونية الشركة، وثالثاً تبعاً لاختلاف نشاطها.

### أسلوب قياس متغيرات الدراسة

تم اختيار متغيرات الدراسة وأسلوب قياسها بناء على الدراسات السابقة وبما يتوافق مع ما هو مفصّل عنه في سوق الكويت المالية. ويظهر الجدول (٢) أسلوب قياس متغيرات الدراسة المستقلة، والتابعة، بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة.

### التأكد من صلاحية البيانات

قبل البدء باختبار نماذج الدراسة المفضية لاختبار فرضياتها لا بد قبلها أن تختبر صحة البيانات للتحليل الإحصائي من خلال اختبار مدى اقتراب بيانات المتغيرات المتصلة من توزيعها الطبيعي، وتم معالجة بعضها ممن لا تقترب من توزيعها الطبيعي باستخدام اللوغاريتم

ويمكن توضيح النموذج الرياضي

الداعم لهذه الفرضية على الوجه الآتي:

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 OLSh_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots \dots (1.4)$$

حيث إن:

$ROA_i$ : المتغير التابع الفرعي الرابع: معدل العائد على الأصول للشركة (i).

أثر خصائص حوكمة الشركات في تحسين أداء الأسهم

تم قياس أداء الأسهم من خلال العائد على السهم العادي. ويمكن بيان الفرضية الفرعية التي تدرس تأثير خصائص حوكمة الشركات في أداء الأسهم على الوجه الآتي:

$H_{02.5}$ : لا توجد مؤشرات ذات دلالة إحصائية حول علاقة خصائص حوكمة الشركات بتحسين العائد على السهم العادي للشركات المساهمة العامة الكويتية.

ويمكن توضيح النموذج الرياضي

الداعم لهذه الفرضية على الوجه الآتي:

$$EPS_i = \beta_0 + \beta_1 OLSh_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots \dots (1.5)$$

حيث إن:

$EPS_i$ : المتغير التابع الفرعي الخامس: معدل العائد على السهم العادي للشركة (i).

## جدول ٢ أسلوب قياس متغيرات الدراسة

التعريف والقياس	الرمز	المتغيرات
هي الفرق بين القيمة السوقية للشركة بالإضافة إلى ديونها، ورأس المال المقدم من الملاك بالإضافة إلى الالتزامات، وتحسب من خلال ((عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم السوقى في نهاية العام) + الدين) - ((عدد الأسهم المتداولة × القيمة الاسمية للسهم) + الالتزامات طويلة الاجل).	MVA	المتغيرات التابعة: أداء الشركات أولاً: الأداء المالي: القيمة السوقية المضافة
ويقاس من خلال قسمة صافي الربح والفوائد على متوسط رأس المال المستثمر.	ROI	معدل العائد على الاستثمار ثانياً: الأداء التشغيلي:
وهو يشير إلى نسبة التتقي من كل دينار مبيعات كإرباح، ويحسب من خلال قسمة صافي الربح على الإيرادات.	NPM	هامش صافي الربح
يشير معدل العائد على الأصول إلى كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، ويشير كذلك إلى نسبة ربحية الشركة إلى أصولها، ويحسب من خلال قسمة صافي الربح على مجموع الأصول.	ROA	العائد على الأصول
وتشير إلى حصة السهم العادي الواحد من أرباح الشركة. ولهذه النسبة أهمية بالغة لدى المستثمرين الذين يعتمدون عليها في اتخاذ كثير من قراراتهم الاستثمارية، وتم حسابها من خلال (صافي الأرباح - حصة الأسهم المتأثرة من الأرباح إن وجدت) ÷ المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدره.	EPS	العائد على السهم العادي ثالثاً: أداء الأسهم: المتغيرات المستقلة: خصائص حوكمة الشركة:
يجب الا تزيد نسبة الملكية لأكثر مساهم على ٢٠٪ من الأسهم المصدره، فإنما كانت نسبة الملكية لأكثر مساهم لا تفوق ٢٠٪ تعطى الشركة الرقم (١) والا تعطى (٠).	OLSh	نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة
يجب ألا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة عن ٧ ولا يزيد عن ١٣ عضواً، فإنما حققت الشركة هذا الشرط تعطى الرقم (١) والا تعطى الرقم (٠).	SBoard	حجم مجلس الإدارة

تابع / جدول ٢  
أسلوب قياس متغيرات الدراسة

التعريف والقياس	الرمز	المتغيرات
يجب ألا تزيد نسبة الملكية لأكثر ثلاثة مساهمين في الشركة على ٥٠٪ من مجموع الأسهم المصدره، فإذا حققت الشركة هذا الشرط تعطى الرقم (١) ولا تعطى الرقم (٠).	OTHsh	نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
يجب أن يتكون مجلس الإدارة من ٥٠٪ من الأعضاء المستقلين، فإذا حققت الشركة هذا الشرط تعطى الرقم (١) ولا تعطى الرقم (٠).	IndepB	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
يجب أن يكون هناك فصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، فإذا حققت الشركة هذا الشرط تعطى الرقم (١) ولا تعطى الرقم (٠).	ChCEO	الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي
يجب ألا تزيد ملكية المديرين في أسهم الشركة على ٢٠٪ من أسهم الشركة المصدره، فإذا تحققت هذا الشرط تعطى الشركة الرقم (١) ولا تعطى الرقم (٠).	PManager	ملكية المديرين
المتغيرات الضابطة:		
اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول.	Size	حجم الشركة
نسبة إجمالي الأصول إلى إجمالي الالتزامات.	Leverage	الرافعة المالية
	Sector	نوع القطاع الاقتصادي:
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع البنوك، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع البنوك
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع الاستثمار، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع الاستثمار
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع التأمين، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع التأمين
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع العقارات، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع العقارات
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع الصناعة، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع الصناعة
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع الخدمات، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع الخدمات
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من قطاع الأغذية، وإلا تعطى الرقم (٠).		قطاع الأغذية
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من الشركات غير الكويتية، وإلا تعطى الرقم (٠).		شركات غير كويتية
تعطى الشركة الرقم (١) إذا كانت من شركات السوق الأولي، وإلا تعطى الرقم (٠).		شركات السوق الأولي

### الدراسة الوصفية

تم استخدام مجموعة من المقاييس الإحصائية الوصفية، واختبارين لمقارنة مؤشرات الأداء وخصائص حوكمة الشركات بين القطاعات الاقتصادية. وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول (٣، ٤، ٥).

### وصف مؤشرات الأداء

يلاحظ من الجزء الأول من الجدول (٣) أن متوسط القيمة السوقية المضافة (market value added) للشركات الكويتية موجبة: وهذا مؤشر جيد على أداء الشركات الكويتية في العام ٢٠١٠ وتحققها لقيمة سوقية مضافة تفوق قيمتها الدفترية، ولكن يلاحظ أن الشركات الكويتية قد حققت مؤشرات سالبة لمؤشرات الأداء الآتية: العائد على الاستثمار (return on investment)، وهامش مجمل الأرباح (net profit margin)، والعائد على الأصول (return on assets)، والعائد على السهم العادي (earnings per share)، وعلى الرغم من أن الشركات الكويتية قد حققت مؤشرات أداء سالبة خلال العام ٢٠١٠، فإنها احتفظت بقيمة سوقية مرتفعة، وهو ما يبرر تحقيقها لقيمة سوقية مضافة في نهاية هذا العام، من الجدول (٣) يلاحظ كذلك أن متوسط حجم الشركات الكويتية هو (٤٨٥٩) مليون دينار كويتي، وقد لوحظ انخفاض اعتمادها على الديون في تمويل أصولها؛ إذ بلغ متوسط الرافعة المالية لها (٢,٤) بالمائة. أخيراً يلاحظ أن الالتواء (Skewness) لجميع المتغيرات

الطبيعي (natural log.)، ووجد أن نماذج الدراسة تخلو من مشكلة التداخل الخطي. أما عن مشكلة الارتباط الذاتي فقد تم معالجتها باستخدام الـ (lag. 1)، وأخيراً تم اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي ومعالجته في نماذج الدراسة باستخدام اختبار (White). يتبين مما سبق أن نماذج الدراسة الخمسة الفرعية صحيحة وقادرة على قياس العلاقات التي بنيت من أجلها؛ إذ تعبر جميع المتغيرات في الطرف الأيمن عن متغيرات غير عشوائية عدا المتغير الأخير  $\varepsilon_{i,t,1}, \varepsilon_{i,t,2}, \varepsilon_{i,t,3}, \varepsilon_{i,t,4}, \varepsilon_{i,t,5}$  الذي يفترض أنه يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط صفر وتباين ثابت يمكن التعبير عنه بـ  $\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_3^2, \sigma_4^2, \sigma_5^2$ ، وجميع هذه المتغيرات هي متغيرات مستقلة، أما المتغيرات التابعة في النماذج فلها نفس التوزيع الاحتمالي للخطأ العشوائي  $\varepsilon_{i,t,1}, \varepsilon_{i,t,2}, \varepsilon_{i,t,3}, \varepsilon_{i,t,4}, \varepsilon_{i,t,5}$  بتباين  $\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_3^2, \sigma_4^2, \sigma_5^2$ ، ومتوسط هو:

$$\begin{aligned} & \beta_0 + \beta_1.\lambda(OLSh_i) + \beta_2.\lambda(SBoard_i) + \\ & \beta_3.\lambda(OLThSh_i) + \beta_4.\lambda(IndepB_i) + \\ & \beta_5.\lambda(ChCSEO_i) + \beta_6.\lambda(PManager_i) + \\ & \beta_7.\lambda(CSize_i) + \beta_8.\lambda(Leverage_i) + \\ & \beta_k.\lambda\left(\sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Secotor_{i,k}\right) + 0 \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

بعد الاطمئنان إلى صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، سيتم في الأجزاء الآتية وصف متغيرات الدراسة باستخدام عدة مقاييس وصفية، ثم اختبار نماذج الانحدار لفحص فرضيات الدراسة.

على الأصول، إذ كانت المقارنة لصالح قطاع الأغذية والصناعة، ثم التأمين ولكن ليس بدلالة إحصائية. وأخيراً فإن مقارنة العائد على السهم العادي كانت لصالح قطاع الأغذية ولكن ليس بدلالة إحصائية؛ وعليه يمكن القول أن قطاع البنوك في سوق الكويت المالية هو الأفضل من حيث مؤشرات الأداء؛ إذ إن القطاعات الاقتصادية الأخرى - وإن تغلبت عليه ببعض المؤشرات - لم تكن ذات دلالة إحصائية.

#### وصف خصائص حوكمة الشركات

يظهر الجزء الثاني من الجدول (٣) الإحصاء الوصفي لخصائص حوكمة الشركات في الشركات الكويتية. يلاحظ وجود تفاوت في مدى تحقق شروط حوكمة الشركات في هذه الشركات، بالنظر إلى الخاصية الأولى وهي ملكية أكبر مساهم في الشركة والتي اشترط ألا تتجاوز (٢٠) بالمائة. يلاحظ أن (٦٥) شركة فقط أوفت بهذا الشرط؛ ونسبتها (٢٩) بالمائة من العينة، بينما (١٥٧) شركة لم تف بهذا الشرط إذ كان أهم مساهم يمتلك أكثر من (٢٠) بالمائة من أسهم الشركة، وهو ما يعني أعلى سيطرة على قرارات الشركة. أما ما يتعلق بحجم مجلس الإدارة والذي تشترط حوكمة الشركات أن يكون بين (٧-١٣) عضواً، فيلاحظ أن أكثر من نصف الشركات الكويتية قد أوفت بهذا الشرط؛ إذ تبين أن (٥٢) بالمائة من الشركات يتراوح حجم مجلس إدارتها بين (٧-١٣) عضواً.

السابقة لا يقترب من الصفر، والتفرطح (Kurtosis) لا يقترب من (٣) وهذا يشير إلى أن هذه المتغيرات لا تقترب من التوزيع الطبيعي.

#### مقارنة مؤشرات الأداء

ولمقارنة مؤشرات الأداء بين القطاعات الاقتصادية داخل سوق الكويت المالية، تم استخدام اختبار (Bonferroni) لإيجاد متوسط التمايز (mean difference)، ضمن اختبار (OneWay ANOVA)، إذ تم مقارنة قطاع البنوك بالقطاعات الاقتصادية الأخرى؛ نظراً لأن الدراسة لا تتسع لمقارنة كل القطاعات بعضها ببعض، وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول (٥)، وظهر متوسط التمايز إلى الأعلى بينما ظهرت قيمة (p-value) أسفل منها بين قوسين. وتشير قيمة متوسط التمايز الموجبة إلى أن المقارنة كانت في صالح القطاع المقارن وهو البنوك، بينما تشير القيمة السالبة لمتوسط التمايز إلى أن المقارنة كانت في غير صالح قطاع البنوك.

من الجدول (٥) وفيما يتعلق بالمؤشر الأول: القيمة السوقية المضافة، يلاحظ أن قيمة متوسط التمايز جاءت جميعها موجبة وذات دلالة إحصائية؛ وهو ما يشير إلى أن قطاع البنوك ذو قيمة سوقية مضافة أفضل من جميع القطاعات الأخرى، وكذلك مؤشر هامش صافي الربح، أما فيما يتعلق بمعدل العائد على الاستثمار فقد كان قطاع الأغذية هو الأفضل ولكن ليس بدلالة إحصائية، وكذلك معدل العائد

جدول ٣  
مقاييس الإحصاء الوصفي

Continuous variables المتصلة						
المتغير Variable	الرمز Label	الوسط الحسابي Mean	الانحراف المعياري SD	أقل قيمة Minimum	أكبر قيمة Maximum	الانزياح Skewness
القيمة السوقية المضافة (ملايين الدنانير الكويتية)	MVA	١٠٦,٢١٠	٥٦٩,١١٥	٩٢٠,٤٨٨-	٥,٠٧٩,٠٩١	٧,٨٩٧
معدل العائد على الاستثمار	ROI	٠,١٢٥-	٠,٤٧٦	٣,٠٠٥-	٠,٦٦٩	٣,٦٩٢-
هامش صافي الربح	NPM	١,٠٢١-	٣,٩٦٩	٣٢,٧٢٣-	١٣,٧٨٨	٤,٥٠٤-
معدل العائد على الأصول	ROA	٠,٠٢٧-	٠,١٧٩	١,٧٨٧-	٠,٧٧٠	٤,٧٥٨-
العائد على السهم العادي	EPS	٠,٠٠٩-	٠,٢١٥	٢,٩٥٩-	٠,٦٧٩	١١,٥٧٤-
حجم الشركة (ملايين الدنانير الكويتية)	CSize	٤,٨٥٩,٠٧٥	٦٤,٧٣٧,٣٥٢	٣,٢٣٨	٩٦٤,٧٧٩,٠٠٠	١٤,٨٨٦
الرافعة المالية	Leverage	٢,٢٨١	١١,٢٧٣	٠,٠٠١	١٢٤,٥٣٧	٨,١٣٦
						٧١,٣٤٥
						١٥,٩١٨
						٢٩,٦١٣
						٤٦,٢٩٩
						١٦١,٢٣٠
						٢٢١,٧١٩
						٧٥,٧٤٠

تابع / جدول ٣  
مقاييس الإحصاء الوصفي

Dichotomous variables المنفصلة				الجزء الثاني: متغيرات الدراسة المنفصلة	
الشركات التي لم تحقق شروط الحوكمة Frequency of 0's	النسبة Percent	الشركات التي حققت شروط الحوكمة Frequency of 1's	النسبة Percent	الرمز Label	المتغير Variable
٧٠,٧	٢٩,٣	٦٥	٢٩,٣	OLSh	نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة
٤٧,٧	٥٢,٣	١١٦	٥٢,٣	SBoard	حجم مجلس الإدارة
٥٥,٩	٤٤,١	٩٨	٤٤,١	OTLSh	نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
٥٥,٠	٤٥,٠	١٠٠	٤٥,٠	IndepB	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
٤٦,٨	٥٣,٣	١١٨	٥٣,٣	ChCSEO	الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي
٣٦,٠	٦٤,٠	١٤٢	٦٤,٠	PMManager	ملكية المديرين





جدول ٥  
المقارنات المتعددة لأداء الشركات الكويتية وخصائص حوكمة الشركات

F-Test	القطاعات الاقتصادية مقارنة بقطاع البنوك									
	شركات السوق الموازية	شركات غير كويتية	الإغنية	الخدمات	الصناعة	العقارات	التأمين	الاستثمار	السمة المقارنته	
٧,٢٩١	١,٢٩٠,٢١,٩٨٩	١,٣٥٠,٢٠١,٢١١	١,٣٣٢,٩٢٤,٢٩١	١,٤٧٥,٢٧٨,١٣٠	١,١١٣,٤٩١,٠٢٥	١,٤٤٤,١٧٢,٩٨٦	١,٠٠٢,٥٥٠,٢٣١	١,٧٢١,٣٢٣,٨٥٤	مقارنة مؤشرات الأداء ANOVA - Bonferroni	
(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	القيمة السوقية	
٣,٤٥٣	٠,١٧٩	٠,٣٨٠	٠,٠٨٥-	٠,١٣٢	٠,٠١٧	٠,٢١٣	٠,٠٣٠	٠,٤٦٠	معدل العائد على الاستثمار	
(٠,٠٠٠١)	(٠,٩١٧)	(٠,٧٧٢)	(٠,٨٩١)	(٠,٣٨٥)	(٠,١٣٩)	(٠,٨٣٤)	(٠,٥٧٨)	(٠,٢٠٨)	هامش صافي	
١,٨٦٤	٢,٦٧٢	٢,٣٠٤	٠,٩٨٥	١,٥٥٥	٠,٨٤٥	٢,١١٢	٠,٨١٩	٢,٢٢٩	الربح	
(٠,٠٦٧)	(٠,٦٦٦)	(٠,٩٨٣)	(٠,٢١٩)	(٠,٢٢٢)	(٠,٣٤١)	(٠,٠٨٩)	(٠,٩١١)	(٠,٨٣٠)	معدل العائد على الأصول	
٢,٨٤٨	٠,٠٣٦	٠,٠٢٠	٠,٠٨٤-	٠,٠٠٥	٠,٠٣٤-	٠,٠٩٣	٠,٠٠٨-	٠,١٠٧	معدل العائد على السهم	
(٠,٠٠٠٥)	(٠,٢٣٩)	(٠,٣٠٤)	(٠,٣٠٩)	(٠,٣٧٧)	(٠,٥٦٠)	(٠,١٣٤)	(٠,٣٩٧)	(٠,٨٨٨)	العائد على السهم	
١,٢٠٦	٠,٠٣٦	٠,٠٣٦	٠,٠٧٥-	٠,٠٠٩	٠,٠٠١	٠,٠٥٢	٠,٠٠٩	٠,١٠٩	العائد على السهم العادي	
(٠,٢٩٦)	(٠,٢١٢)	(٠,٥١٠)	(٠,٩٠١)	(٠,٦٧١)	(٠,٩٩٢)	(٠,٢٣١)	(٠,٧٧١)	(٠,٤٠٤)		

## تابع / جدول ٥ المقارنات المتعددة لإداء الشركات الكويتية وخصائص حوكمة الشركات

F-Ttest	القطاعات الاقتصادية مقارنة بقطاع البنوك										السمة المقارنة
	شركات السوق الموازية	شركات غير كويتية	الأغنية	الخدمات	الصناعة	المقارنات	التأمين	الاستثمار	مقارنة خصائص حوكمة الشركات		
١,٥٧٦١	٠,٢٦٢	٠,١٧٨-	٠,٣٣٣	٠,٠٩٢	٠,٠٤٨	٠,٠٦٣	٠,٠٤٨	٠,٠٨٧-	Oneway ANOVA - LSD		نسبة ملكية أكبر
(٠,١٣٤)	(٠,١٧٦)	(٠,٥١٣)	(٠,١٦٣)	(٠,٥٧٠)	(٠,٧٨٣)	(٠,٧٠٧)	(٠,٨٣٤)	(٠,٥٩٦)			مساهم من أسهم الشركة
٤,٤٤٧	٠,٧١٤	٠,٠٧٧	٠,٣٣٣	٠,٥٦٩	٠,٥٠٠	٠,٦٢٢	٠,٠٠٠	٠,٤٦٠			حجم مجلس الإدارة
(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٧٠٧)	(٠,١٨٢)	(٠,٠٠١)	(٠,٠٠٦)	(٠,٠٠٠)	(٠,٧٥٥)	(٠,٠٠٨)			نسبة ملكية أكبر
١,٤٥٣	٠,١٩٠	٠,٢٨٢-	٠,١٦٧	٠,٠٦٣-	٠,١٣١-	٠,١٨٠-	٠,٠٩٥-	٠,١٨٧-			ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
(٠,١٧٦)	(٠,٣٦٧)	(٠,١٨٩)	(٠,٥٢٢)	(٠,٧٢١)	(٠,٤٩٠)	(٠,٣٢٧)	(٠,٧٠٢)	(٠,٢٩٨)			استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
٣,١٤٧	٠,٤٢٩-	٠,٥٣٨-	٠,٣٣٣-	٠,٥٥٢-	٠,٦٠٧-	٠,٥٦٨-	٠,٢٨٦-	٠,٢٦٠-			مجلس الإدارة
(٠,٠٠٢)	(٠,٠٣٨)	(٠,٠١٠)	(٠,١٨٩)	(٠,٠٠٢)	(٠,٠٠١)	(٠,٠٠٢)	(٠,٢٣٩)	(٠,١٣٦)			الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والبير التنفيذي
٣,٤٨١	٠,٦٧٥	٠,١١١-	٠,٣٨٩	٠,٤٧٥	٠,٣١٧	٠,٣٣١	٠,٤٦٠	٠,٣٤٩			ملكية المديرين
(٠,٠٠١)	(٠,٠٠١)	(٠,٥٩٣)	(٠,١٢٥)	(٠,٠٠٦)	(٠,٠٨٥)	(٠,٠٧٣)	(٠,٠٥٨)	(٠,٠٤٦)			مؤشر حوكمة الشركات
٢,٦٨٨	٠,٣٤٩	٠,٠٠٩	٠,٤٤٤	٠,١٩٢	٠,٠٩٩	٠,٣٦٤	٠,٣٤٩	٠,٠٦٣-			
(٠,٠٠٨)	(٠,٠٨٢)	(٠,٩٦٦)	(٠,٠٧٢)	(٠,٢٥٤)	(٠,٥٨٠)	(٠,١٢٩)	(٠,١٣٩)	(٠,٧١٣)			
٢,٧٥٢	٠,٢٩٤	٠,١٦٢-	٠,٢٢٢	٠,١١٩	٠,٠٣٨	٠,٠٨٧	٠,٠٧٩	٠,٠٣٦			
(٠,٠٠٧)	(٠,٠١٨)	(٠,١٩٤)	(٠,١٤٤)	(٠,٢٥٠)	(٠,٧٣٣)	(٠,٤١٥)	(٠,٥٨٤)	(٠,٧٣٣)			

\* للأعلى قيمة متوسط التمايز (mean difference) وللأسفل بين قوسين \*\* (p-value) جميع الاختبارات تمت عند مستوى معنوية ٠/١.

جدول ٦  
نتائج الاختبارات غير المعلمية للفرضية الأولى

One-Sample Kolmogorov- Smirnov	Binomial Test					خصائص حوكمة الشركات
	Z-test	p-value	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	النسبة	
** ٠,٠٠٠٠	٦,٦٥٧	** ٠,٠٠٠٠	٠,٤٥٦	٠,٢٩٣	٠,٢٩٣ (٠,٧٠٧)	٦٥ (١٥٧) نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة
** ٠,٠٠٠٠	٥,٢٥١	٠,٥٤٦	٠,٥٠١	٠,٥٢٣	٠,٥٢٣ (٠,٤٧٧)	١١٦ (١٠٦) حجم مجلس الإدارة
** ٠,٠٠٠٠	٥,٥٢٨	٠,٠٩٣	٠,٤٩٨	٠,٤٤١	٠,٤٤١ (٠,٥٥٩)	٩٨ (١٢٤) نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
** ٠,٠٠٠٠	٥,٤٥٩	٠,١٥٩	٠,٤٩٩	٠,٤٥٠	٠,٤٥٠ (٠,٥٥٠)	١٠٠ (١٢٢) استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
** ٠,٠٠٠٠	٥,٣٢٠	٠,٣٨٣	٠,٥٠٠	٠,٥٣٢	٠,٥٣٢ (٠,٤٦٨)	١١٨ (١٠٤) الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي
** ٠,٠٠٠٠	٦,١٤٩	** ٠,٠٠٠٠	٠,٤٨١	٠,٦٤٠	٠,٦٤٠ (٠,٣٦٠)	١٤٢ (٨٠) ملكية المديرين

نات دلالة إحصائية عند مستوى: ٠,٠٠١، ٠,٠٠٥، ٠,٠١، ٠,٠٥، ٠,١ قيمة Z المجمولة هي ١,٦٥؛ للأعلى عند نسبة الشركات التي حققت شرط حوكمة الشركات، وللأسفل بين قوسين عدد ونسبة الشركات التي لم تحقق الشرط.

الشرط الثاني المتعلق بحجم مجلس الإدارة هما قطاعا البنوك والتأمين اللذين حققا هذا الشرط بنسبة كاملة. أما الشرط الرابع والمتعلق باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة فيلاحظ أن قطاع الصناعة هو الأفضل في تحقيقه؛ إذ إن ما يقرب من (٦١) بالمائة من الشركات الصناعية البالغ عددها ٢٨ شركة، يتصف نصف أعضاء مجلس الإدارة فيها بالاستقلالية ممن ليس لهم وظائف تنفيذية بالشركة. أما الشرط الخامس من شروط الحوكمة فقد وجد أن ثمانية بنوك من أصل تسعة تفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي. أما الشرط الأخير من شروط حوكمة الشركات فقد لوحظ أن قطاع الاستثمار هو الأكثر تطبيقاً له؛ بحيث لم تتجاوز نسبة ملكية المديرين عن (٢٠) بالمائة من أسهم الشركة، يليه في ذلك قطاع البنوك. وباستخدام المؤشر العام لحوكمة الشركات يمكن ترتيب القطاعات الاقتصادية في سوق الكويت المالية من حيث مستوى حوكمة الشركات، كما يلي: البنوك، الاستثمار، الصناعة، التأمين، العقارات، الخدمات، الأغذية.

#### مقارنة خصائص حوكمة الشركات

لمقارنة خصائص حوكمة الشركات بين القطاعات الاقتصادية وقطاع البنوك داخل سوق الكويت المالية، تم استخدام اختبار (LSD) لإيجاد متوسط التمايز (mean difference)، ضمن اختبار (OneWay ANOVA) كما يظهر الجدول (٥)، وقد جاءت النتائج موافقة لما ظهر في الجدول

وحول شرط ملكية أكبر ثلاثة مساهمين في أسهم الشركة، والتي اشترط ألا تتجاوز (٥٠) بالمائة، فيلاحظ أن الغالبية من الشركات لم تف بهذا الشرط، وكذلك شرط استقلالية أعضاء مجلس الإدارة. أما معيارا الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومعيار ملكية المديرين فقد أوفت غالبية الشركات بشروطهما.

أما الجدول (٤) فيظهر بشكل مفصل مدى وفاء القطاعات الاقتصادية في سوق الكويت للأوراق المالية لشروط حوكمة الشركات، كما تم تطوير مؤشر عام لحوكمة الشركات يشمل المبادئ جميعها. من هذا المؤشر يمكن القول إن قطاع البنوك هو الأكثر التزاماً بشروط حوكمة الشركات؛ إذ حقق شروطها المدروسة بنسبة (٥٥,٦) بالمائة؛ حيث إن ثلثي البنوك الكويتية تفي بالشرط الأول من شروط الحوكمة، وهو تحديد نسبة ملكية أكبر مساهم، والشرط الثالث المتعلق بنسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين. وجميعها تفي بالشرط الثاني المتعلق بحجم مجلس الإدارة، بينما لم يف أي بنك منها بالشرط الرابع المتعلق باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، وقد أوفت الغالبية العظمى منها بالشرطين الخامس والسادس. وبشكل عمودي، يلاحظ أن أكثر القطاعات الاقتصادية وفاء بالشرط الأول والثالث المتعلقين بتحديد النسبة العظمى لملكية أكبر مساهم وأكبر ثلاثة مساهمين هو قطاع الاستثمار. وأكثرهما وفاء بتطبيق

الدراسة عند مستويي معنوية (١) بالمائة و(٥) بالمائة، وذلك على الوجه الآتي:

### اختبار الفرضية الرئيسية الأولى

تهدف هذه الفرضية إلى البحث في مدى تمايز الشركات المساهمة العامة الكويتية من حيث تطبيق مبادئ حوكمة الشركات. وبما أن بيانات هذه الفرضية هي بيانات ثنائية التوزيع (dichotomous distribution)، بحيث أعطي الرقم (١) إذا أوفت الشركة بشرط حوكمة الشركات، ورقم (٠) لغير ذلك، وهو ما يعرف أيضاً بتوزيع ذي الحدين (binomial distribution) لهذا تم استخدام اختبار (Binomial test)، واختبار (One-Sample Kolmogorov-Smirnov) لاختبار هذه الفرضية، وقد ظهرت النتائج بالجدول (٦).

وقبل اختبار مدى وجود تمايز في تطبيق شروط حوكمة الشركات تم استخدام اختبار (One sample K-S)، لاختبار مدى معنوية تطبيق شروط حوكمة الشركات، من الجدول (٦) يلاحظ أن (Z-test) المحسوبة هي أكبر من قيمتها الجدولة وجميعها دالة إحصائياً عند مستوى معنوية (١) بالمائة. إذاً يستنتج أن الشركات المساهمة العامة الكويتية تفي بشروط حوكمة الشركات بدلالة إحصائية.

أما فيما يتعلق باختبار الفرضية الأولى المتعلقة بمدى تمايز الشركات الكويتية من حيث تطبيق شروط حوكمة الشركات، فقد تم استخدام اختبار ذي الحدين (Binomial test). وتنص الفرضية

(٤)، غير أنها أدق من حيث المقارنة بدلالة إحصائية؛ فمثلاً أظهر الجدول (٤) أن قطاع الاستثمار هو الأكثر تطبيقاً للشروط الأولى والثالث للحوكمة المتعلقة بنسبة ملكية أكبر مساهم وأكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة، وهذا ما أكدته الجدول (٥) الذي أظهر أن قطاع الاستثمار هو أفضل من قطاع البنوك في تطبيقهما، غير أن هذه المقارنة لم تكن ذات دلالة إحصائية، أما الشرط الثاني فإن قطاع البنوك هو الأفضل في تطبيقه من جميع القطاعات. أما ما يتعلق بالشرط الرابع فقد أظهر متوسط التمايز أن المقارنة كانت في صالح قطاع الصناعة وبدلالة إحصائية، يليه في ذلك قطاع التأمين والخدمات على حساب قطاع البنوك. أما الشرط الخامس المتعلق بالفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي فيبقى قطاع البنوك هو الأفضل، مقارنة بالقطاعات الاقتصادية الأخرى، وكذلك مؤشر ملكية المديرين. وبشكل عام فقد أظهرت نتائج مقارنة مؤشر حوكمة الشركات العام أن قطاع البنوك هو الأفضل ولكن ليس بدلالة إحصائية؛ فالاختلاف في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بين القطاعات الاقتصادية داخل سوق الكويت المالية تبقى ضئيلة ولا ترتقي للفروق ذات الدلالة الإحصائية.

### الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات

تم استخدام الاختبارات المعلمية (parametric tests)، وغير المعلمية (non-parametric tests)، لاختبار فرضيات

والاحتمالات أكبر من (٥) بالمائة؛ وهو ما يشير إلى رفض الفرضية البديلة، ومن ثم لا تتمايز الشركات الكويتية في تطبيق هذه الشروط.

وبما أن هناك شرطين فقط تتمايز الشركات الكويتية في تطبيقهما مقابل أربعة شروط لا تتمايز في تطبيقها؛ إذاً لا يمكن رفض الفرضية العدمية الأولى؛ فالشركات المساهمة العامة الكويتية لا تتمايز في تطبيقها لشروط حوكمة الشركات.

#### اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

تنتمي نماذج الدراسة إلى النموذج الخطي العام (general liner model)؛ وحيث إن بيانات الدراسة هي ذات طبيعة مقطعية (cross section data)، لذلك فإن نموذج الانحدار المستخدم لاختبار هذه النماذج، هو الانحدار المتعدد (multiple regression)، بطريقة المربعات الصغرى العادية (ordinary least squares)، وقد ظهرت النتائج بالجدول (٧).

#### إختبار الفرضية الفرعية الأولى: أثر خصائص حوكمة الشركات في القيمة السوقية المضافة

تهدف الفرضية الفرعية الأولى إلى قياس أثر خصائص حوكمة الشركات في تحسين القيمة السوقية المضافة للشركة. فهل ارتفاع مستوى المؤسسية في الشركة يسهم في زيادة ثقة المستثمرين؛ ومن ثم يزيد من قيمتها السوقية؟ للإجابة على هذا التساؤل تم اختبار الفرضية

العدمية: لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق شروط حوكمة الشركات بين الشركات الكويتية، ويمكن التعبير عنها بالرموز:

$$H_0 = p = p(\text{high-CorpGov}) = 0.5 \text{ and } q + p(\text{low-CorpGov}) = 0.5$$

إذ إن احتمال تطبيق شروط حوكمة الشركات يساوي احتمال عدم التطبيق؛ ومن ثم لا يوجد تمايز في التطبيق، وذلك مقابل الفرضية البديلة التي تنص على: وجود فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق شروط حوكمة الشركات بين الشركات الكويتية، ويمكن التعبير عنها بالرموز:

$$H_1 : p \neq 0.5(\text{and } q \neq 0.5)$$

من الجدول (٦) يلاحظ أن نتائج اختبار الشرط الأول أظهرت أن (٦٥) شركة فقط تفي بهذا الشرط نسبتها في ذلك (٣٠) بالمائة، بينما هناك ١٥٧ شركة لم تف بهذا الشرط ونسبتها (٧٠) بالمائة تقريباً. وقد كان الوسط الحسابي أقل من (٠,٥)، واحتمال الاختبار (p-value) أقل من (٥) بالمائة؛ وهو ما يشير إلى رفض الفرضية العدمية للشرط الأول وقبول البديلة منها التي تنص على: وجود تمايز بين الشركات الكويتية في تحقيق شرط حوكمة الشركات الخاص بتحديد نسبة ملكية أكبر مساهم في أسهم الشركة. ويقال الشيء نفسه عن الشرط الأخير الخاص بملكية المديرين لأسهم الشركة. أما الشروط الأربعة الباقية (الثاني، والثالث، والرابع، والخامس)، فقد كانت نسب تحقيق وعدم تحقيق هذه الشروط متقاربة،

علام حمدان و عبدالمطلب السرطاوي و رائد جبر

جدول ٧  
نتائج الانحدار المتعدد لإختبار نماذج الدراسة الفرضية

معلومات النموذج							
EPS	ROA	NPM	ROI	MVA	الإشارة المتوقعة		
الرمز							
المتغير							
١,٥٦٦	**٢,٢٢٣	**٣,٢٢٦	٠,٠٩١	**٢,١٩٥	+	OLSh	نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة
(٠,١١٩)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٨)	(٠,٩٢٧)	(٠,٠٠١)			المتغيرات المستقلة: شروط حوكمة الشركات
٠,٩٦٩	٠,٧٥٩	**٤,٠٨١	٠,٨٣٠	١,١٦٧	+	SBoard	حجم مجلس الإدارة
(٠,٣٢٤)	(٠,٤٤٩)	(٠,٠٠٠)	(٠,٤١٣)	(٠,٣٤٥)			
٠,٣٨٥	**١,٨٩٣	**١,٨٩٦	**٢,٤٤٣-	**٢,٤٠١	+	OTLSh	نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
(٠,٧٠١)	(٠,٠٤١)	(٠,٠٣٠)	(٠,٠١٥)	(٠,٠٠٠)			
١,٢٢٠	**٣,٤٦٩	**٢,٣٢٣	٠,٨٦٤	**١,٩٥٣	+	IndepB	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
(٠,٣٢٤)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠١١)	(٠,٣٨٩)	(٠,٠٣١)			
١,٥٥٢	٠,٦٣٣	**٤,٢٠٢	٠,٦١١-	**٤,٢٢٩	+	ChkSEO	الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي
(٠,١٢٢)	(٠,٥٢٧)	(٠,٠٠٠)	(٠,٥٤٢)	(٠,٠٠٠)			
٠,٤٨٣	**٣,١٤٣	**٢,٢٢٠	٠,٨٦٦	**٣,٢١٠	+	PManger	ملكية المديرين
(٠,٦٣٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٢)	(٠,٣٨٨)	(٠,٠٠٠)			
٠,٠٠٢-	٠,٢٩٢-	٠,٣٥٧-	٠,٤٠١-	٠,٧٣٢	+/-	CSize	حجم الشركة
(٠,٩٩٨)	(٠,٧٧١)	(٠,٧٢١)	(٠,٦٨٩)	(٠,٤٦٠)			المتغيرات الضابطة:
٠,١٨٦	٠,١١٥-	٠,١٤٦	**٤,١٧١	٢,٩٨١-	+/-	Leverage	الرافعة المالية
(٠,٨٥٣)	(٠,٩٠٩)	(٠,٨٨٤)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٦)			

تابع / جدول ٧  
نتائج الانحدار المتعدد لاختبار نماذج الدراسة الفورية

معلمات النموذج						الرمز	المنشور
EPS	ROA	NPM	ROI	MVA	الإشارة المتوقعة		
٠,١٨٨-	٠,٢٢٠	٠,٩٤١	١,١٧٤	*٦,٥٥٤	+/-	Banks	قطاع البنوك
(٠,٨٥١)	(٠,٨٢٦)	(٠,٣٤٨)	(٠,٢٤٢)	(٠,٠٠٠)	+/-	Investment	قطاع الاستثمار
*٢,٤٧٩-	*٢,٤٥٩-	*٢,١٧٧-	*٣,٠٨٩-	١,٦٤٥-	+/-	Insurance	قطاع التأمين
(٠,٠١٤)	(٠,٠١٥)	(٠,٠٣١)	(٠,٠٠٢)	(٠,٢٥٤)	+/-	Real Estate	قطاع العقارات
٠,١٣١	٠,١٢٤	٠,٥٤١	٠,٩٠٥	٠,٨٣٥-	+/-	Manuf.	قطاع الصناعة
(٠,٨٩٦)	(٠,٩٠١)	(٠,٥٨٩)	(٠,٣١٧)	(٠,٢٩٢)	+/-	Food	قطاع الأغذية
١,١٢١-	*٢,١٣٦-	١,٥٩٨-	٠,٤٨٠-	١,١١١-	+/-	Non-Kuw.	شركات غير كويتية
(٠,٣٦٤)	(٠,٠٣٤)	(٠,١١٢)	(٠,٦٣١)	(٠,١٧١)	+/-	Par.Mark.	شركات السوق الأول
٠,١١٦	١,٠٩٠	٠,٧٨٣	١,٢١٠	٠,٤٢٨-	+/-		
(٠,٩٠٨)	(٠,٣٧٧)	(٠,٤٣٥)	(٠,٢٢٨)	(٠,٦٢١)	+/-		
٠,٧٢٥	٠,٩١٠	٠,٢٦٧	١,٠٧٥	٠,٥٥١-	+/-		
(٠,٤٦٩)	(٠,٣٦٤)	(٠,٧٨٩)	(٠,٢٨٤)	(٠,٩٩٢)	+/-		
٠,٤٨٣-	٠,٠٥٢	٠,٤٠٣-	٠,٣٧٢-	٠,٩٩١-	+/-		
(٠,٦٣٠)	(٠,٩٥٨)	(٠,٦٨٨)	(٠,٧١١)	(٠,٣٠١)	+/-		
٠,٥١٠-	٠,٩١٥-	١,١٣٧-	٠,٧٥٨-	٠,٢٤٥-	+/-		
(٠,٦١١)	(٠,٣٦١)	(٠,٢٥٧)	(٠,٤٤٩)	(٠,٧١٩)	+/-		



تابع / جدول ٧  
نتائج الانحدار المتعدد لاختبار نماذج الدراسة الفورية

معلمات النموذج					الإشارة	الرمز	المتغير
EPS	ROA	NPM	ROI	MVA	التوقعة		
١,٠٨٢	*٢,٠٢٧	*٢,٢٥٠	**٢,٥٢٧	**٤,٥٣١	F-test		
(٠,٣٧٥)	(٠,٠١٢)	(٠,٠٢٣)	(٠,٠٠١)	(٠,٠٠٠)	p-value		
٠,٠٧٨	٠,١٣٧	٠,٠٨٩	٠,١٦٥	٠,٢٧١	R Square		
٠,٠٠٠٦	٠,٠٦٩	٠,٠١٨	٠,١٠٠	٠,٢١٢	Adjusted R Square		

- للأعلى قيمة اختبار (T-test) وللأسفل بين قوسين قيمة احتمالها (p-value).

- ذات دلالة إحصائية عند مستوى: /١ ، \*\*/٥ ، \*\*\*/١٠

- قيمة (T) المجمولة عند %/٥ ودرجات حرية (206) = 1-15-222، n، هي ١,٦٤٥.

- قيمة (F) المجمولة عند المقام (206) = 1-15-222، و البسط (β=١٥)، هي عند مستوى /١ كانت ٢,١٣، ومستوى %/٥ كانت ١,٧٢.

- قام البرنامج الإحصائي (SPSS) باستثناء متغير (قطاع الخدمات) وهو متغير ضابط من جميع نماذج الدراسة.

هل تسهم إجراءات تفعيل العمل المؤسساتي والالتزام بالقواعد والأنظمة والشفافية المؤسسية والمالية في ارتقاء ونمو الشركة، ومن ثم في زيادة عائد المستثمرين على استثماراتهم؟

من الجدول (٧) يلاحظ أن معامل التحديد للنموذج الثاني (١٦,٥) بالمائة؛ وهو نسبة التغيرات في المتغير التابع "معدل العائد على الاستثمار" التي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة "خصائص حوكمة الشركات" والمتغيرات الضابطة الأخرى. أما ما يتعلق بأثر خصائص حوكمة الشركات في معدل العائد على الاستثمار فيلاحظ أن خاصية واحدة كان لها دلالة إحصائية في نموذج العائد على الاستثمار وهي: نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة، وهناك خمس خصائص لم تكن ذات دلالة إحصائية، لهذا لا يمكن رفض الفرضية العدمية؛ إذ لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لخصائص حوكمة الشركات في تحسين معدل العائد على الاستثمار.

**اختبار الفرضية الفرعية الثالثة: أثر خصائص حوكمة الشركات في هامش**

#### صافي الربح

تظهر النتائج الواردة في الجدول (٧) أن معامل التحديد للنموذج الثالث (٨,٩) بالمائة، كما أن جميع خصائص حوكمة الشركات كانت ذات دلالة إحصائية في نموذج هامش صافي الربح، إما عند مستوى معنوية (١) بالمائة أو (٥) بالمائة.

العدمية الأولى للدراسة، والتي يمكن ترميزها رياضياً على الوجه الآتي:

$$(H_{02.1} : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0)$$

بمعنى عدم وجود تأثير لخصائص حوكمة الشركات في القيمة السوقية المضافة، مقابل الفرضية البديلة  $(H_{02.1} : \beta_{2-6} \neq 0)$ .

من الجدول (٧) يلاحظ أن معامل التحديد (R Square) للنموذج الأول (٢٧,١) بالمائة؛ وهو نسبة التغيرات في المتغير التابع "القيمة السوقية المضافة" التي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة "خصائص حوكمة الشركات" والمتغيرات الضابطة الأخرى. أما ما يتعلق بأثر خصائص حوكمة الشركات في القيمة السوقية المضافة فيلاحظ من الجدول (٧) أن خمس خصائص من حوكمة الشركات وهي (الأولى، الثالثة، الرابعة، الخامسة، والسادسة) كان لها أثر إيجابي ذو دلالة معنوية في نموذج القيمة السوقية المضافة؛ بحيث ظهرت قيمة (t-test) أكبر من قيمتها المجدولة واحتمالها أقل من (٥) بالمائة. وبناءً على هذه النتائج يمكن رفض الفرضية العدمية الأولى والقول إن خصائص حوكمة الشركات تسهم في زيادة القيمة السوقية للشركة.

**اختبار الفرضية الفرعية الثانية: أثر خصائص حوكمة الشركات في معدل العائد على الاستثمار**

تختبر الفرضية الفرعية الثانية أثر تحقيق خصائص حوكمة الشركات في تحسين معدل العائد على الاستثمار؛ بمعنى

على وجود أثر ذي دلالة إحصائية لخصائص حوكمة الشركات في تحسين العائد على أصول الشركة.

### اختبار الفرضية الفرعية الخامسة: أثر خصائص حوكمة الشركات في العائد على السهم العادي

تدرس الفرضية الفرعية الأخيرة دور خصائص حوكمة الشركات في أداء الأسهم، الذي تم قياسه بالعائد على السهم العادي. ويعد هذا المؤشر من أهم المؤشرات التي يركز عليها المستثمرون والمحللون الماليون في تقييم الشركة وتقييم استثماراتهم. أظهرت نتائج اختبار نموذج الدراسة الفرعي الخامس الواردة في الجدول (٧) أن معامل التحديد للنموذج الخامس (٧,٨) بالمائة، كما يلاحظ أن قيمة (t-test) لجميع خصائص حوكمة الشركات كانت موجبة؛ بمعنى وجود علاقة طردية بين تطبيق خصائص حوكمة الشركات والعائد على السهم العادي؛ فإجراءات الحوكمة وتفعيل الرقابة الإدارية والمالية تسهم في تحسين أداء الشركة وقيمتها السوقية كما رأينا سابقاً، وهي كذلك لها علاقة طردية بالعائد على السهم العادي، غير أن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية فقد ظهرت قيم (t-test) أقل من قيمتها المجدولة، واحتمالها (p-value) أكبر من مستوى الخطأ المسموح به؛ وعلى ذلك، لا يمكن رفض الفرضية العدمية الفرعية الخامسة التي تنص على عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لخصائص حوكمة

وعلى ذلك، يمكن رفض الفرضية العدمية الثالثة وقبول البديلة لها، حيث تسهم خصائص حوكمة الشركات في تحسين مؤشر هامش صافي الربح في الشركات المساهمة العامة الكويتية؛ فإجراءات حوكمة الشركات تسهم في تحسين نشاط الشركة الإنتاجي من حيث الضبط والرقابة على التكاليف؛ وهو ما يزيد هامش الربح، كما أن لها دوراً في تحسين سمعة الشركة، ومن ثم في زيادة الطلب على منتجاتها.

### اختبار الفرضية الفرعية الرابعة: أثر خصائص حوكمة الشركات في معدل العائد على الأصول

تدرس الفرضية الفرعية الرابعة أثر خصائص حوكمة الشركات في تحسين العائد على أصول الشركة، وهو من مؤشرات الأداء التشغيلي، وعند اختبار هذه الفرضية أظهرت النتائج الواردة في الجدول (٧) أن معامل التحديد للنموذج الرابع (١٣,٧) بالمائة، كما لوحظ أن هناك أربع خصائص كان لها دلالة إحصائية في النموذج وهي: نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة، ونسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة، واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية المديرين، مقابل خاصيتين لم يكن لهما دلالة إحصائية وهما: حجم مجلس الإدارة، والفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي. وبناءً على هذه النتائج يمكن ترجيح رفض الفرضية العدمية الرابعة وقبول الفرضية البديلة التي تنص

السوقية المضافة كان هو الأكبر من بين كل النماذج، بحيث ظهر بواقع (٢١,٨) بالمائة، فالعلاقة بين حوكمة الشركات والأداء كانت أوضح ما يكون في أثرها في القيمة السوقية المضافة، ولهذا أيضاً كانت إحصائية (F-test) هي الأكبر وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (١) بالمائة.

### اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة

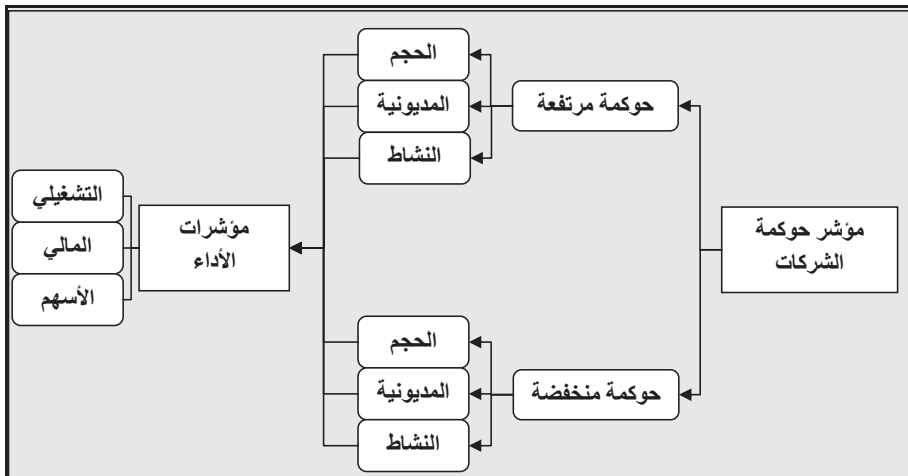
تم استخدام أسلوب تحليل المسار (path analysis) لاختبار الفرضية الرئيسية الثالثة الهادفة إلى التعرف إلى مدى وجود تأثير لحوكمة الشركات في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة، ودرجة مديونيتها، ونوع نشاطها، وقد أشار (عواد، ٢٠١١) إلى أن تحليل المسار يتم عن طريق بناء نموذجي انحدار؛ بحيث يتم تقسيم الشركات إلى قسمين، القسم الأول الشركات التي تتمتع بمستوى مرتفع من

الشركات في تحسين العائد على السهم العادي.

### مناقشة الفرضية الرئيسية الثانية

تبين من التحليل السابق للفرضيات الفرعية المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الثانية أن هناك ثلاث فرضيات بديلة مقبولة واثنيتين مرفوضتين؛ وعليه يمكن رفض الفرضية العدمية الرئيسية الثانية وقبول البديلة لها؛ إذ يوجد أثر لخصائص حوكمة الشركات في تحسين أداء الشركة.

ومن أجل مقارنة أي النماذج أكثر تمثيلاً للعلاقة بين حوكمة الشركات والأداء، ينظر لمعامل التحديد المعدل (adjusted R square)، الظاهر في الجدول (٧)، ويستخدم هذا المعامل لمقارنة النماذج المختلفة، ومنه يلاحظ أن معامل التحديد المعدل للنموذج الأول الخاص بالقيمة



الشكل رقم (١)  
أسلوب تحليل المسار

الحوكمة المرتفعة تتميز بقيمة سوقية أفضل من الشركات ذات الحوكمة المنخفضة.

أما عن تأثير حوكمة الشركات في مؤشرات الأداء الأخرى: العائد على الاستثمار، هامش صافي الربح، والعائد على الأصول، والعائد على السهم العادي، في ظل اختلاف الحجم فلم تتحقق هذه الشروط، وكذلك في دراسة أثر حوكمة الشركات في مؤشرات الأداء في ظل اختلاف المديونية والنشاط لم يظهر تحليل المسار أي دلالة إحصائية. وبناءً على هذه النتائج لا يمكن رفض الفرضية العدمية الرئيسية الثالثة، بحيث لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر حوكمة الشركات في أداء الشركات في ظل اختلاف حجم الشركة، ومديونيتها، ونشاطها.

#### مناقشة نتائج الدراسة ومقارنتها بالدراسات السابقة

هدفت هذه الدراسة إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية، تمثل الهدف الأول في استطلاع مدى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الشركات المساهمة العامة الكويتية، ثم دراسة أثر هذه المبادئ في تحسين مؤشرات الأداء لتلك الشركات، وأخيراً البحث في اختلاف علاقة حوكمة الشركات بالأداء تبعاً لمجموعة من المتغيرات هي حجم الشركة، ودرجة

حوكمة الشركات، والقسم الثاني الشركات التي لها مستوى منخفض من حوكمة الشركات (أقل من ٥٠ بالمائة على مؤشر حوكمة الشركات)، وفي كل نموذج سيتم قياس أثر الحجم، المديونية، ونوع النشاط في مؤشرات الأداء، ومن ثم مقارنة النموذجين (نموذج الشركات ذات الحوكمة المرتفعة، والآخر ذات الحوكمة المنخفضة) بحيث يتبين ما إذا كان لحوكمة الشركات أثر في مؤشرات الأداء في ظل متغيرات الحجم، والمديونية، والنشاط، وهو ما يوضحه الشكل (١).

وبتطبيق (٣٠) نموذج انحدار بسيط<sup>(٢)</sup>، ظهرت النتائج كما هي بالجدول (٨)، من هذا الجدول يمكن اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة على الوجه الآتي:

لكي يكون هناك تأثير لحوكمة الشركات في الأداء في ظل حجم الشركة، ودرجة مديونيتها، ونوع نشاطها، يجب أن تتحقق الشروط الآتية: أن تكون (F-test) دالة إحصائياً في نموذج الشركات ذات الحوكمة المرتفعة، والآخر ذات الحوكمة المنخفضة، وكذلك أن يظهر اختلاف بين النموذجين في معامل التحديد المعدل. من الجدول (٨) يلاحظ أن هذه الشروط تحققت فقط في دراسة أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة؛ فالشركات ذات

٢ - تم اختبار ٣٠ نموذج انحدار بسيط هي عبارة عن: مستويين لحوكمة الشركات ٣ X ٢ متغيرات وسيطة ٥ X مؤشرات للأداء.

جدول ٨  
نتائج تحليل المسار اللغزبية الرئيسية الثالثة

مؤشرات الأداء						
EPS	ROA	NPM	ROI	MVA	اقسام حوكمة الشركات	المتغيرات الوسيطة
٠,٢٢٧	٠,٩٩٩	٢٧٨٥	١,٠١٤	**١٢,٢٦٧	حوكمة شركات مرتفعة	حجم الشركة
(٠,٦٣٤)	(٠,٣٢٠)	(٠,٠٩٨)	(٠,٣٦٦)	(٠,٠٠٠)	حوكمة شركات مرتفعة	
((٠,٠٠٠٧))	((٠,٠٠٠))	((٠,٠١٥))	((٠,٠٠٠))	((٠,٥٢٥))	حوكمة شركات منخفضة	
٠,٠٠٧	٠,٠٠٦	٠,١١٩	٠,٠٦٨	**٤,٩٤٠	حوكمة شركات منخفضة	
(٠,٩٣١)	(٠,٩٤٠)	(٠,٧٣٠)	(٠,٧٩٥)	(٠,٠٢٨)	حوكمة شركات مرتفعة	
((٠,٠٠٧))	((٠,٠٠٧))	((٠,٠٠٦))	((٠,٠٠٦))	((٠,٠٣٦))	حوكمة شركات مرتفعة	الديونية
٠,٠١٣	٠,٠١٦	٠,٢٤٨	٠,٣٢٩	٠,٠٩٣	حوكمة شركات مرتفعة	
(٠,٩٠٩)	(٠,٩٠٠)	(٠,٦١٩)	(٠,٦٣٣)	(٠,٧٦١)	حوكمة شركات منخفضة	
((٠,٠٠٨))	((٠,٠٠٨))	((٠,٠٠٦))	((٠,٠٠٧))	((٠,٠٠٨))	حوكمة شركات منخفضة	
٠,٠٠٠	٠,٨٨٠	٠,٣٠١	٠,٤٠٦	٠,١٣٧	حوكمة شركات مرتفعة	
(٠,٩٨٨)	(٠,٣٥٠)	(٠,٥٨٤)	(٠,٥٢٥)	(٠,٧١٢)	حوكمة شركات مرتفعة	
((٠,٠٠٧))	((٠,٠٠١))	((٠,٠٠٥))	((٠,٠٠٤))	((٠,٠٠٦))	حوكمة شركات مرتفعة	
٢,٥١٩	١,٨٢٠	٠,٣٥٥	٢,٤٧٩	٠,١٣٨	حوكمة شركات منخفضة	نشاط الشركة
(٠,١١٥)	(٠,١٨٠)	(٠,٥٥٣)	(٠,١١٨)	(٠,٧١١)	حوكمة شركات منخفضة	
((٠,٠١٣))	((٠,٠٠٧))	((٠,٠٠٥))	((٠,٠١٢))	((٠,٠٠٧))	حوكمة شركات منخفضة	
٢,٧٥٠	**١,٩٢٤	٠,٠٨٧	*٤,٦١١	*٦,٣٨٤	حوكمة شركات منخفضة	
(٠,٠٠٩٩)	(٠,٠٠٩)	(٠,٧٦٨)	(٠,٠٣٣)	(٠,٠١٣)	حوكمة شركات منخفضة	
((٠,٠١٢))	((٠,٠٣٩))	((٠,٠٠٦))	((٠,٠٣٤))	((٠,٠٣٦))	حوكمة شركات منخفضة	

- للأصل قيمة  $F$ -test، وللأسفل قيمة (p-value)، وأسفل منها معامل التحديد المعدل (Adjusted R Square)

- ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية:  $*/٨$ ،  $**٥$ ،  $*/٥$

- قيمة (F) المحجولة عند النقام  $117 = 119 - 1 - 1 = 117$  والبسط  $(\beta = 1)$ ، هي عند مستوى معنوية  $٨/١$  كانت  $٦,٨٥$  ومستوى  $٥/١$  كانت  $٣,٩٢$

الشركات الكويتية، بينما وجد أن الشرط الأول الخاص بملكية أكبر مساهم في الشركة كان هو الأقل تطبيقاً.

د - وجد أن قطاع البنوك كذلك هو الأكثر تطبيقاً لمبادئ حوكمة الشركات بشكل عام، وبناءً على مؤشر حوكمة الشركات، يليه قطاعا الاستثمار والصناعة.

هـ - عند مقارنة القطاعات الاقتصادية داخل سوق الكويت المالية من حيث درجة حوكمة الشركات وجد أن قطاع البنوك هو الأفضل، ولكن ليس بدلالة إحصائية؛ فالاختلاف في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يبقى ضئيلاً ولا يرتقي للدلالة الإحصائية.

### نتائج الدراسة التطبيقية

أ - دلت النتائج الأولية للدراسة التطبيقية أن شروط حوكمة الشركات مطبقة بدلالة إحصائية في الشركات الكويتية، وهو ما يعطي مؤشراً جيداً حول التزامها بهذه الشروط، وكذلك لم تظهر النتائج أي تمايز بين الشركات الكويتية فيما يتعلق بتطبيق شروط حوكمة الشركات، وهو ما يؤكد النتائج الوصفية للدراسة.

ب - بحثت الدراسة دور حوكمة الشركات في الأداء المالي؛ من خلال مؤشر القيمة السوقية

مديونيتها، ونوع نشاطها، طورت الدراسة مجموعة من الفرضيات والنماذج الرياضية لاختبارها، واستقتت البيانات اللازمة لاختبارها من (٢٢٢) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد خرجت الدراسة بجملة من النتائج التي يمكن تلخيصها فيما يأتي:

### نتائج الدراسة الوصفية

أ - لوحظ من الدراسة الوصفية أن الشركات الكويتية قد حققت معدلات أداء منخفضة أو سالبة في سنة الدراسة؛ وقد يعود ذلك إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية عليها. إلا أن ذلك لم يؤثر في ثقة المستثمرين فيها؛ إذ احتفظت الشركات الكويتية بقيمة سوقية مضافة موجبة.

ب - عند مقارنة مؤشرات الأداء بين القطاعات الاقتصادية المختلفة داخل سوق الكويت المالية تبين أن قطاع البنوك هو الأفضل من حيث القيمة السوقية المضافة، وبدلالة إحصائية. غير أن القطاعات الأخرى تفوقت عليه في مؤشرات الأداء الأخرى، لكن هذا الفرق لم يكن ذا دلالة إحصائية.

ج - أما بخصوص تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، فقد تبين من الدراسة الوصفية أن شرط حوكمة الشركات الخاص بتحديد نسبة ملكية المديرين كان الأكثر تطبيقاً بين

الجعيدي (٢٠٠٧) التي وجدت تأثيراً لحوكمة الشركات في الأداء التشغيلي للشركات الأردنية.

د - لم تجد الدراسة أدلة تدعم العلاقة بين حوكمة الشركات والعائد على الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، وهو ما يختلف مع دراسة الجعيدي (٢٠٠٧) التي بينت أن حوكمة الشركات تسهم في تحسين ربحية السهم العادي في الشركات الأردنية.

هـ - عند دراسة أثر حوكمة الشركات في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة، ودرجة مديونيتها، ونوع نشاطها، تبين أن لحوكمة الشركات أثراً في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة فقط، بينما لم يكن لحوكمة الشركات أثر في مؤشرات الأداء الأخرى في ظل اختلاف الحجم، والمديونية، والنشاط.

### توصيات الدراسة

بناءً على النتائج السابقة تقدم الدراسة مجموعة من التوصيات لكل من المنظمين والمشرفين على عمل السوق المالية الكويتية، وكذلك للباحثين فيما يتعلق بالدراسات المستقبلية:

أ - التوصية الأهم لهذه الدراسة هي ضرورة قيام الجهات المنظمة لعمل السوق المالية الكويتية، والجهات الأخرى المشرفة عليها بتطوير

المضافة، ومعدل العائد على الاستثمار تبين أن حوكمة الشركات تسهم في تحسين القيمة السوقية المضافة كمؤشر على الأداء المالي، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة Ibrahim and Abdul Samad (2011) التي وجدت تأثيراً لحوكمة الشركات في الأداء المالي للشركات غير العائلية الماليزية، وكذلك دراسة Gurbuz et al. (2010) التي بينت أن لآليات حوكمة الشركات تأثيراً إيجابياً على الأداء المالي للشركة وبشكل خاص تأثير المستثمرين المؤسسيين في سوق إسطنبول. أما بخصوص تأثير حوكمة الشركات في معدل العائد على الاستثمار فلم تجد الدراسة الحالية ما يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما، وهو ما يتفق ودراسة الجعيدي (٢٠٠٧) التي دلت نتائجها على وجود تأثير متباين لحوكمة الشركات في الأداء المالي في سوق عمان المالية.

ج - أما عن أثر حوكمة الشركات في تحسين الأداء التشغيلي، فقد وجد أن لإجراءات حوكمة الشركات من خلال الفصل بين السلطات وتحديد الصلاحيات تسهم في تحسين الأداء التشغيلي للشركات، من خلال تحسين هامش صافي الربح، ومعدل العائد على الاستثمار، وتتفق هذه النتائج مع دراسة



بالفصل بين السلطات وصلاحيات المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، لما يوفره ذلك من شفافية في الإدارة.

د - دعوة الباحثين لدراسة أثر حوكمة الشركات في جودة الإفصاح المالي، وأثرها كذلك في جودة الأرباح، ودراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والملكية المؤسسية لأسهم الشركات الكويتية.

هـ - توصية بتوسيع عينة الدراسة لتشمل بقية أسواق المال الخليجية والعربية ذات الظروف المتشابهة، من أجل تأكيد أو دحض نتائج هذه الدراسة.

دليل حوكمة الشركات للشركات الكويتية، مع الاستفادة من الخبرات الإقليمية في هذا المجال، ومشاركة المهنيين والأكاديميين في وضع وتطوير مبادئ حوكمة الشركات، وبما يتناسب والبيئة الكويتية.

ب - دعوة لتطوير مؤشر لحوكمة الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية، بحيث يكون مؤشراً حول مستوى الحوكمة يستفيد منه المحللون الماليون وذوو العلاقة بالشركة.

ج - ضرورة الرقابة على تطبيق الشركات الكويتية لشروط حوكمة الشركات، وبخاصة ما يتعلق منها

## المراجع

كتاب: حوكمة الشركات، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت: مكتبة آفاق.

أيمن سليمان القطانة، ٢٠١١، مدى توافر أبعاد خصائص الحاكمية المؤسسية، وأثرها في دافعية العمل في البنوك التجارية العاملة في الأردن، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٣٨، العدد ١: ٧٦-١٠٢.

بهاء صبحي عواد، ٢٠١١، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمّان العربية للدراسات العليا، الأردن.

تركبي الشمري، ٢٠١١، حوكمة الشركات

إحسان صالح المعتاز، عفاف سالم بصفر، ٢٠١٠، دور لجان المراجعة في تفعيل حوكمة الشركات: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد ٢٤، العدد ٢: ١٩٣-٢٣٩.

أحمد عبد القادر القرني، ٢٠١٠، مسببات عدم إفصاح الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وفقاً لمتطلبات لائحة حوكمة الشركات: دراسة ميدانية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد ٢٤، العدد ٢: ١١١-١٥٧.

أمني بورسلي، ٢٠١١، آثار تطبيق معايير الحوكمة الحديثة وأسس التقييم، فصل في

عمرو زيدان، ٢٠٠٥، مراحل ومعوقات نمو الشركات الصناعية العائلية، العدد الأول، القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية

عوض سلامة الرحيلي، ٢٠٠٨، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات: حالة السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد ٢٢، العدد ١: ١٧٩-٢١٨.

قاسم محمد زريقات، ٢٠١١، أثر دليل الحاكمية المؤسسية الصادر عن البنك المركزي الأردني في تحسين جودة التدقيق الداخلي في البنوك الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، المجلد ٧، العدد ٢: ٢٠٩-٢٢٧.

ماجد إسماعيل أبو حمّام، ٢٠٠٩، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، فلسطين.

محمد باطويح، ٢٠١١، الحوكمة.. تشريع وثقافة وسلوك، فصل في كتاب: حوكمة الشركات، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت: مكتبة آفاق.

محمد بشير، ٢٠٠٣، التحكم المؤسسي ومدقق الحسابات، المؤتمر العلمي المهني الخامس لجمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، عمان، الأردن.

محمد قاسم الشحات، توفيق عبد الجليل، ٢٠١٢، أثر تبني الشركات المساهمة العامة

في دول الخليج العربي، فصل في كتاب: حوكمة الشركات، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت: مكتبة آفاق.

علام محمد حمدان، ٢٠١١، تقييم مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية وعلاقته بالحاكمية المؤسسية في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة جامعة الملك سعود: العلوم الإدارية، المجلد ٢٣، العدد ٢.

علام محمد حمدان، صبري ماهر مشتهى، ٢٠١١، علاقة خصائص لجنة التدقيق بنوع تقرير مدقق الحسابات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة ببورصة عمان، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد ١٤، العدد ١: ١٠٩-١٦٣.

علام محمد حمدان، عماد محمد أبو عجيلة، وعمر عيد الجعدي، ٢٠١٢، هل ساهمت إجراءات الحوكمة المؤسسية في تخفيض ممارسات إدارة الأرباح في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد ٦٠: ١٥١-١٧٤.

عمر عيد الجعدي، ٢٠٠٧، مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات: دراسة تطبيقية لنموذج Credit Lyonnais Securities Asia على الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

التجارية الأردنية، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن.

مضر علي عبد اللطيف، ٢٠٠٧، مدى ملاءمة مسؤوليات لجان التدقيق لأداء دورها في عملية التحكم المؤسسي: دراسة ميدانية لوجهات نظر مدققي الحسابات الأردنيين، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد ٣٤، العدد ٢: ٣٦٣-٣٨٤.

نعيم دهمش، وإيمان الهنيني، ٢٠٠٨، تطوير نظام للحاكمة المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية لتعزيز استقلالية مدقق الحسابات القانوني، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد ٢٢، العدد ٥: ١٤٨١-١٥١٨.

الأردنية لمبادئ الحاكمة المؤسسية في قرارات المستثمر المؤسسي في بورصة عمّان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد ٨، العدد ١: ١-٢١.

محمد كمال أبو عمشة، ٢٠١١، إدارة المخاطر في ظل التحكم المؤسسي للمصارف الكويتية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، المجلد ٣٧، العدد ١٤١: ٢٥٧-٣٢٢.

محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٦، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، العدد الأول، الإسكندرية: الدار الجامعية.

محمد ياسين، ٢٠٠٨، قياس مستوى التحفظ في السياسات المحاسبية في ظل الحاكمة المؤسسية وأثره على جودة الإفصاح عن البيانات المالية للبنوك

Adjaoud, F., and Ben-Amar, W. 2010. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders Protection or Expropriation?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5&6): 648-667.

Al-Shammari, B. 2008. Voluntary disclosure in Kuwait corporate annual reports, *Review of Business Research*, 8(1): 62-81.

Al-Shammari, B., and Al-Sultan, W. 2010. Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait, *International Journal of Disclosure and Governance*, 7(3): 262-280.

AL-Wasmi, M. 2011. Corporate Governance Practice In the GCC: Kuwait as a Case Study, Unpublished doctoral dissertation, Brunel University.

Bai, C., Liu, Q., Lu, J., Song, F., and Zhang, J. 2004. Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4): 599-616.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., and Zimmermann, H. 2006. An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12(2): 249-283.

- Black, S. 2001. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2 (1): 89-108.
- Blom, J., and Schauten, M.B.J. 2008. Corporate governance and the cost of debt. In Soares, J.O.J. Pina and M. Catalao-Lopes (Eds.), *New Developments in Financial Modeling*. Newcastle: Cambridge Scholars Publishing, 116-145.
- Bozec, R., and Bozec Y. 2012. The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29(1): 79-98.
- Bozec, R., Dia, M., and Bozec, Y. 2008. Governance-performance relationship: A re-examination using technical efficiency measures. *British Journal of Management*, 21(1): 684-700.
- Brown, D., and Caylor, L. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(1): 409-434.
- Brown, D., and Caylor, L. 2009. Corporate Governance and Firm Operating Performance, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2): 129-144.
- Cheung, Y., Connelly, J., Jiang, P., and Limpaphayom, P. 2011. Does Corporate Governance Predict Future Performance? Evidence from Hong Kong, *Financial Management*, 40(1): 159-197.
- Christensen, J., Kent, P., and Stewart, J. 2010. Corporate Governance and Company Performance in Australia, *Australian Accounting Review*, 20(4): 372-386.
- Chung, H., Elder, J., and Kim, J. 2010. Corporate Governance and Liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2): 265-291.
- Chung, K., and Zhang, H. 2011. Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2): 247-273.
- Durnev, A., and Kim, E. 2005. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation, *Journal of Finance*, 60(3): 1461-1493.
- Eugene, F., and Jensen, M. 2009. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-325.
- Fernandez-Rodriguez, E., Gomez-Anson, S., and Cuervo-Garcia, A. 2004. The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1): 29 - 46.
- Fodor, A. and Diavatopoulos, D. 2010. Does corporate governance matter for equity returns? Working Paper available on SSRN <http://www.ssrn.com>.

- Gupta, P., Kennedy, D., and Weaver, S. 2009. Corporate governance and firm value: Evidence from Canadian capital markets. *Corporate Ownership and Control*, 6(3): 293-307.
- Gurbuz, A., Aybars, A., and Kutlu, O. 2010. Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2): 21-37.
- Hamdan, A., Mushtaha, S., and Al-Sartawi, A. 2013. The Audit Committee Characteristics and Earnings Quality: evidence from Jordan. *The Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Accepted paper, 7(4), 2013.
- Ibrahim, H., and Abdul Samad, F. 2011. Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 3(1): 105-115.
- Jiraporn, P., Kim, J., and Kim, Y. 2011. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *The Financial Review*, 46(1): 251-279.
- Kang, S., and Kim, Y. 2011. Does Earnings Management Amplify The Association Between Corporate Governance And Firm Performance?: Evidence From Korea. *International Business & Economics Research Journal*, 10(1): 53-66.
- Klai, N., and Omri, A. 2011. Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms. *International Business Research*, 4(1): 158-166.
- Kocmanova, A., Hrebicek, J., and Docekalova, M. 2011. Corporate Governance and Sustainability. *Economics and Management*, 16(1): 543-550.
- Lara, J., Osma, B., and Penalva, F. 2007. Board of Directors Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence. *European Accounting Review*, 16(4): 727-755.
- Lara, J., Osma, B., and Penalva, F. 2009. Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14(1): 161-201.
- Mahmood, I., and Abbas, Z. 2011. Impact of Corporate governance on financial performance of banks in Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2(12): 217-228
- Pagett, C., and Shabbir, A. 2005. The UK code of corporate governance: Link between compliance and firm performance. Working Paper available on SSRN <http://www.ssrn.com/>
- Price, R., Roman, F., and Rountree, B. 2011. The impact of governance reform on performance and transpar-

- ency. *Journal of Financial Economics*, 99(1): 79-96.
- Shanikat, M., and Abbadi, S. 2011. Assessment of Corporate Governance in Jordan: An Empirical Study, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 5(3): 93-106.
- Tang, K., and Wang, C. 2011. Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(1): 47-60.
- Toledo, E. 2009. The relationship between corporate governance and firm value: A simultaneous equations approach for analyzing the case of Spain. Working Paper available on SSRN <http://www.ssrn.com/>
- Toudas, K., and Karathanassis, G. 2007. Corporate governance and firm performance: Results from Greek firms. Working Paper available on SSRN <http://www.ssrn.com/>
- Weir, C., Laing, D., and McKnight, P. 2002. Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies, *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1): 579-611.
- Yu, J. 2011. Stock Price Informativeness and Corporate Governance: An International Study. *International Review of Finance*, 11(4): 477-514.
- Zheka, V. 2006. Does corporate governance causally predict firm performance? Panel data and instrumental variables evidence. Working Paper available on SSRN <http://www.ssrn.com/>

**ABSTRACT**

**THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE  
FINANCIAL AND OPERATIONAL PERFORMANCE, AND  
ITS EFFECT ON STOCK PERFORMANCE IN THE KUWAIT  
STOCK EXCHANGE**

***ALLAM M. HAMDAN***

Ahlia University

***ABD AL MUTTALEB M. AL-SARTAWI***

Ahlia University

***RAED J. JABER***

The Arab Academy for Banking and Financial Sciences

The study consist of two sections, the first one is the descriptive study which inspects to which extent corporate governance is applied in Kuwaiti corporations, and how they differ in that aspect. The second section is the applied study, which aims at studying the effect of corporate governance in improving the financial and operational performance and stock performance, in addition to studying this relationship when the corporations differ in size, activity, and financial leverage. The study sample contained 96.5 percent of Kuwaiti corporations listed in Kuwait Stock Exchange; 222 corporations across 9 economic sectors. The descriptive study results showed that there is an average application which was statically significant to the corporate governance conditions in the Kuwait Stock Exchange, and there was no difference between Kuwaiti corporations in applying corporate governance conditions. The applied study showed that corporate governance affected only the market value added in the financial indexes, as well as all operational indexes. Corporate governance did not have any effect on return on investment as an index of financial performance, and earnings per share as an index of stock performance. The study did not find any effect of corporate governance based on difference in corporations' sizes, activities, or financial leverage, but it found one effect on the market value added due to the corporation's size. The study recommended that a guide and indicator be developed for measuring corporate governance in the Kuwait Stock Exchange, and there should be control on applying its conditions by the supervisory authorities.

علام محمد حمدان (دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، جامعة العلوم المالية والمصرفية، ٢٠٠٩، الأردن)، أستاذ مشارك، قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية، مملكة البحرين، له اهتمامات بحثية في مجالات، الحوكمة المؤسسية، وجودة الأرباح، وجودة التقارير المالية، وجودة التدقيق، والتحفيز المحاسبي، وإستراتيجيات التمويل والاستثمار، وهيكل وأداء الأسواق المصرفية.

عبدالمطلب محمد السرطاوي (دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، جامعة العلوم المالية والمصرفية، ٢٠٠٨، الأردن)، أستاذ المحاسبة المساعد، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية، مملكة البحرين، له اهتمامات بحثية في مجالات، الحوكمة المؤسسية، وجودة الأرباح، وجودة التقارير المالية، وجودة التدقيق، والتحفيز المحاسبي.

رائد جميل جبر (دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، جامعة العلوم المالية والمصرفية، ٢٠١٠، الأردن)، أستاذ المحاسبة المساعد، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، المملكة الأردنية الهاشمية، له اهتمامات بحثية في مجالات، الحوكمة المؤسسية، التدقيق الخارجي والداخلي، والمحاسبة الإسلامية، ونظم المعلومات المحاسبية، والمعايير المحاسبية.