

أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية

الدكتور علاء محمد موسى

أستاذ المحاسبة المشارك، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية، البحرين

أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية

د. د. علام محمد موسى ❖

ملخص:

تعتبر هذه الدراسة حلقة في سلسلة دراسات استهدفت بحث حوكمة الشركات وتأثيراتها المختلفة في سوق الكويت المالية. في الدراسة الحالية، نبحث سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بحوكمة الشركات، وقد اختبرت نظريتين مفسرتين لهذه العلاقة استناداً إلى بيانات (١٧٥) شركة من سبعة قطاعات مختلفة داخل سوق الكويت المالية، وخلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١١)، وبما يمثل (٧٠٠) مشاهدة. وباستخدام مجموعة من الاختبارات المعلمية وغير المعلمية؛ حصلت الدراسة على أدلة تجريبية تدعم وجود علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات والتوزيعات، وتدعم فرضية أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لجودة حوكمة الشركات، ولم يشب هذه العلاقة مشكلة التأثير المتداخل، كما لم يؤثر عليها صعوبات التمويل الخارجي.

الكلمات الدالة: سياسة توزيع الأرباح؛ حوكمة الشركات؛ سوق الكويت المالية؛ نظرية الوكالة؛ صعوبات التمويل الخارجي.

تستند هذه الدراسة في تفسيرها لتوزيعات الأرباح إلى نظرية الوكالة (agency theory)، وهي إحدى أهم النظريات المفسرة لها؛ فوفقاً لهذه النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح تحدد وفقاً لتكلفة الوكالة (agency cost) بانفصال الملكية عن الإدارة؛ فالمدبرون قد يتبعون سياسة توزيع الأرباح التي تحقق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الملاك؛ إذ إن توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يعمل على تخفيض تعارض المصالح بين الملاك والمدبرين (agency conflict) من خلال تخفيض كمية السيولة المتاحة والتي يمكن للمدبرين استغلالها في تعظيم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح حملة الأسهم. علاوة على ذلك، فإن توزيعات الأرباح تعمل على الحد من تعارض المصالح داخل الشركة من خلال تعريضها لرقابة أكبر من قبل السوق المالية، وهي تعمل كذلك على زيادة احتمال لجوء الشركة للتمويل بالملكية - نظراً لانخفاض السيولة لديها نتيجة التوزيعات - من خلال إصدار أسهم جديدة، ومن ثم زيادة رقابة الملاك والسوق المالية لها (Jiraporn et al, 2011).

❖ أستاذ المحاسبة المشارك، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية، البحرين.

وفقاً للإطار العام لنظرية الوكالة، فإن هناك صلة مباشرة بين جودة حوكمة الشركات (corporate governance quality) وسياسة توزيع الأرباح؛ إذ تحقق حوكمة الشركات التوازن بين مصالح حملة الأسهم والمديرين، ومن ثم تحد من مشكلات الوكالة؛ وعليه، فإن الشركات ذات حوكمة الشركات الجيدة من المفترض أن يقل فيها تعارض المصالح بين حملة الأسهم والمديرين، وكنتيجة نهائية من المفترض أن يكون لحكومة الشركات دورٌ في سياسة توزيع الأرباح (Adjaoud and Ben-Amar, 2010).

مشكلة الدراسة:

هناك جدل واسع في الأدب المالي والمحاسبي حول سياسة توزيع الأرباح في الشركات، من حيث مسيبتها، والعوامل المؤثرة فيها، وأدوارها المختلفة في قيمة الشركة، وتخفيض مشكلات الوكالة فيها، وغيرها. مؤخراً تم تسليط الضوء من أكثر من دراسة حول علاقة حوكمة الشركات بسياسة توزيع الأرباح؛ كأحد الجهود المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، وقد نتج عن هذا الجدل نظريتان مفسرتان لهذه العلاقة، إحداهما تقوم على وجود علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح؛ فالشركات التي تتمتع بمستوى جيد من حوكمة الشركات تسعى إلى تخفيض مشكلات الوكالة فيها، من خلال توزيع الجزء الأكبر من الأرباح؛ حتى لا يستغل من قبل المديرين في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة حملة الأسهم. أما التفسير الآخر لعلاقة حوكمة الشركات بالتوزيعات فهو قائم على وجود علاقة عكسية بينهما، بمعنى أن تكون توزيعات الأرباح بديلاً عن جودة حوكمة الشركات، فالشركات التي تتمتع بمستوى جيد من حوكمة الشركات تسعى إلى احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح للدخول في مشروعات تعود بالنفع على الشركة ومساهميها، ومن ثم ستخفض التوزيعات.

بحثت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والحوكمة في عدة بلدان وعبر فترات زمنية مختلفة، وقد أعطت الدراسات السابقة نتائج متباينة في هذا الصدد، من هنا تأتي الفجوة البحثية للدراسة الحالية، والتي تكمن في تقديمها دليلاً إضافياً حول هذه العلاقة من سوق ناشئة كسوق الكويت المالية، مما يسهم في إثراء أدبيات الموضوع أولاً، ويسهم ثانياً في تفسير سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية، بعد أن نكون قد أعطينا مؤشرات حول مستوى جودة حوكمة الشركات فيها.

تكمن مشكلة الدراسة الأساسية في الإجابة عن التساؤلات التالية: هل حققت الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت المالية شروط حوكمة الشركات؟

هل يتحقق دور لحوكمة الشركات في تخفيض مشكلات الوكالة في سوق الكويت المالية من خلال دورها في التأثير على سياسة توزيع الأرباح؟

أهداف الدراسة وأهميتها:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم دليل إضافي حول علاقة حوكمة الشركات بسياسة توزيع الأرباح، وكذلك فإنها تهدف إلى تقديم نتائج تساهم في تحديد مستوى جودة حوكمة الشركات في سوق الكويت المالية، وتفسير إحدى العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى ذلك الخروج بتوصيات من شأنها ترشيد قرارات كل من المستثمرين والمشرفين على عمل سوق الكويت المالية، وتكمن أهميتها في تقديمها الدليل التطبيقي من إحدى الأسواق المالية الناشئة وهو سوق الكويت المالية، وهو ما لم يتم بحثه في الدراسات السابقة، التي ركزت على بحث هذه العلاقة في الأسواق المتقدمة، كما أن من أهميتها أنها تأتي استكمالاً لمجموعة من الدراسات التي استهدفت بحث حوكمة الشركات في الكويت وعلاقتها بمختلف الجوانب؛ مما يساهم في إثراء أدبيات نظرية الوكالة التي تفسر سياسة توزيع الأرباح، وتساهم في النقاش الدائر حول هذه العلاقة الجدلية، بالإضافة إلى فحص علاقتها بالخصائص المختلفة للشركة: حجم الشركة، وربحيتها، وحجم مديونيتها، وفرص نموها.

بُحِثَت العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح في سبعة قطاعات اقتصادية داخل سوق الكويت المالية، وخضعت ستة وثمانون بالمائة تقريباً من شركاتها للبحث والتحليل خلال فترة أربع سنوات، وقد وُظِّفَت أربعة خصائص لحوكمة الشركات لقياس مستوى حوكمة الشركات في الشركات الكويتية، هذه الخصائص مستقاة من مجموعة خصائص مثالية لحوكمة الشركات قدمتها منظمة (Institutional Shareholder Services ISS) واستخدمت في الفترة الأخيرة من قبل العديد من الدراسات في مجال المحاسبة والمالية والقانون، وأثبتت فائدتها في عدة مجالات.

تم تنظيم الدراسة في ستة أجزاء أساسية: يهدف الجزء الأول إلى التأسيس النظري لحوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة التي توطر العلاقة بينهما، ثم يستعرض الجزء الثاني الدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات الدراسة، أما في الجزء الثالث فيختص ببناء منهجية الدراسة من خلال تحديد مجتمع الدراسة وعينتها، وبيان أسلوب الدراسة في قياس متغيراتها، ثم بناء فرضيات الدراسة والنماذج الرياضية المستندة إليها وأسلوب اختبارها، أما الجزء الرابع فقد خصص للدراسة

الوصفية، يليه الجزء الخامس الذي خصص للدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات، أما الجزء الأخير فإنه يعمد إلى مناقشة نتائج الدراسة وتقديم التوصيات مع بيان محددات الدراسة واقتراح دراسات مستقبلية.

الإطار النظري والدراسات السابقة:

سياسة توزيع الأرباح على المساهمين:

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي أرباح الشركة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة، والمفاضلة بين هذين الاختيارين أو الموازنة بينهما يعتبر من أهم القرارات التمويلية في الشركة؛ فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توفر السيولة الكافية لذلك، وهو يعني «ضمناً» أن ليس لدى الإدارة فرص للاستثمار في المستقبل، أما احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح يعطي مؤشرات أن هناك استثمارات وفرصاً لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات رابحة تسعى إلى تمويلها مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم، ويعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة أرخص مصادر التمويل بالملكية، وقد يكون المصدر الوحيد لتمويل الشركة إذا كانت فرص دخولها الأسواق المالية محدودة. وهناك مجموعة من الأنماط لسياسة توزيع الأرباح التي يمكن للشركة أن تتبعها، أولها اتباع سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع، بحيث تحقق هذه السياسة الاستثمارية في التوزيعات، ولكنها متقلبة من فترة لأخرى تبعاً لحجم الأرباح، أما الانتظام في التوزيعات فيحققها اتباع الشركة لسياسة توزيع أرباح منتظمة بغض النظر عن حجم الأرباح المتحققة، أو قد تلجأ الشركة إلى اتباع سياسة توزيع الأرباح المتبقية إذا ما كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثمارات، وتوزع ما تبقى من الأرباح (عواد، ٢٠١١: ٤٧).

أثير جدل واسع في الأوساط العلمية حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للشركة منذ أن أصدر (Miller and Modigliani, 1961) نظريتهما التي نادى أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له في القيمة السوقية للأسهم، وإنما تتأثر قيمة الشركة بكفاءة قرارات الاستثمار. حسب هذه النظرية فإن المستثمرين يساؤون بين الحصول على توزيعات الأرباح وبين إعادة استثمار الشركة لأرباحها لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم (نور، ٢٠٠٣: ٤٤). أثارت هذه النظرية الجدل بسبب استنادها إلى بعض الافتراضات غير الواقعية، خاصة ما يتعلق بعدم وجود ضرائب أو تكاليف تمويل

وتوافر جميع المعلومات لكل المستثمرين، ولذلك ظهرت نظرية (1963) Gordon، والذي اعتقد أن لسياسة توزيع الأرباح تأثيراً مباشراً على قيمة الشركة السوقية من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي، ويتفق (Gordon) مع (Modigliani and Miller) في عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للسهم في حالة واحدة فقط، وهي عندما يتساوى معدل العائد المطلوب على الاستثمار مع معدل العائد المتوقع على الاستثمار. أما النظرية الثالثة المفسرة لتوزيعات الأرباح فهي «نظرية أثر محتوى المعلومات» والتي تنادي بأن توزيعات الأرباح هي إشارة عن توقع الإدارة لأرباحها في المستقبل؛ لذا فإن توزيع جزء من الأرباح يفوق الجزء المتوقع يعني أن لدى إدارة الشركة رؤى مستقبلية حول زيادة الأرباح، وهي قادرة على المحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، ومن ثم سيرتفع سعر السهم السوقي، والعكس إذا ما وزعت الشركة أرباحاً أقل من المتوقع.

اختُبرت هذه النظريات في السوق المالية الأردنية، فقد بينت دراسة شبيطة وحداد (2010) دعماً لنظرية (Modigliani and Miller) في قطاع الصناعة؛ إذ تبين وجود علاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في ذلك القطاع، في حين أكدت هذه النتيجة دراسات أخرى في قطاعات مختلفة (Al-Mwalla et al, 2010; Khrawish, 2011)، كما تتفق مع نتائج دراسة زعرب وشراب (2007) التي وجدت تأثيراً للإعلان عن توزيعات أرباح في أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات أجريت على السوق المالية الأمريكية وبينت وجود علاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم منها دراسة (McManus, et al, 2002)، إلا أن دراسة شبيطة وحداد (2010) لم تجد تأثيراً للمخاطر النظامية وحجم الشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم، وهي بذلك تختلف عن نتائج دراسة نور والفضل (2003)، في حين أجريت دراسة أخرى على السوقيين الماليين الأردني والعراقي أوضح فيها نور (2003) أن هناك علاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، كما بين وجود تأثير للمخاطر النظامية في هذه العلاقة، فالشركات الأردنية والعراقية تسعى إلى تخفيض مخاطرها النظامية عبر زيادة توزيعاتها.

هناك العديد من العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، فهناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة وربحياتها ونسب نموها وتوزيعات الأرباح، على حين تؤثر المديونية والمخاطرة بشكل سلبي على التوزيعات، كما أن أصول الشركة وسيولتها لم يكن لها تأثير في توزيعات الأرباح في السوق المالية السعودية (Salameh et al, 2012)، أما في سوق الكويت المالية فقد أوضحت (Al-Kuwari, 2012) أن الحصة المملوكة من

السابق، والربحية، وحجم الشركة، في حين لم يجد تأثيراً للمديونية في سياسة توزيع الأرباح، وهذا ما يخالف الأسواق المالية لدى مثيلاتها في السعودية والكويت.

بالعودة إلى الحديث عن الأردن فقد أجريت العديد من الدراسات حول العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح؛ منها دراسة (Al-Malkawi, 2007) التي بينت أن لحجم وعمر الشركة وربحيته علاقة إيجابية بتوزيعات الأرباح، كما وجدت أن للرافعة المالية علاقة عكسية بتوزيعات الأرباح، وقد خلصت هذه الدراسة إلى دعم نظرية الوكالة والاتساق مع نظرية أولويات التمويل، في حين لم تدعم ارتباط عدم تماثل المعلومات بالتوزيعات في السوق المالية الأردنية، ثم أعاد (Malkawi, 2008) اختبار العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح في الأردن مع حجم عينة أكبر ونماذج مختلفة، وقد توصل إلى أن العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح تتشابه في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة، فحجم الشركة وربحيته وعمرها الزمني من العوامل الشائعة التأثير إيجاباً بسياسة توزيع الأرباح، في حين تؤثر الرافعة المالية بشكل سلبي على سياسة توزيع الأرباح، وقد وجد أن سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية تتميز بالاستقرارية (Al-Qaisi and Omet, 2010)، وهي كذلك لا تتأثر بممارسات إدارة الأرباح؛ فالشركات التي تمارس إدارة الأرباح وتُظهر أرباحاً مرتفعة لا يقابلها تدفقات نقدية فعلية تتأى بنفسها عن توزيعات أرباح، وذلك لعدم توفر السيولة الكافية لديها من جهة، ولضمان عدم تعرضها إلى أزمات مالية جراء توزيع أرباح وهمية (عواد، ٢٠١١)، وتؤكد دراسة (رمضان، ٢٠٠٤) أن الشركات الأردنية من الناحية العملية لا تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين، مما يعني أن سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات الأردنية على مستوى السوق مستقلة عن سياسة الاستثمار. بل تحاول الحفاظ على سياسة توزيع أرباح نقدية مستقرة. تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Syed et al, 2010) التي لم تجد تأثيراً لإدارة الأرباح في سياسة توزيع الأرباح لبلدين هما الصين والباكستان، وتختلف هذه النتيجة مع دراسة (Hamdan, 2010) التي وجدت علاقة بين إدارة الأرباح الموجبة وتوزيعات الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، فالإدارة في هذه الشركات لم تستطع الموازنة بين إدارة الأرباح لتحقيق مصالحها الشخصية وأهم القرارات المالية، وهي سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم فإنها قد تكون عرضة لأزمات مالية حادة جراء القيام بتوزيعات لأرباح وهمية لم يقابلها تدفقات نقدية حقيقية.

حوكمة الشركات وتطبيقاتها في الكويت:

تعرف حوكمة الشركات على أنها: «مجموعة من الآليات التي تدار بها العلاقة بين مختلف الأطراف ذات العلاقة بالشركة، بما يضمن تحقيق العدالة والشفافية ومصالح مختلف تلك الأطراف»، وتسمى حوكمة الشركات السليمة إلى تحقيق العديد من الأهداف وتمنح العديد من المميزات، فالحوكمة 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)، وتسمى حوكمة الشركات نحو منع التحريفات وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من 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 الملازم لتوجيه حركة النشاط الاقتصادي، وبطبيعة الحال يتطلب تحقيق تلك الأهداف ضرورة تحسين فعالية واستقلال مراقب الحسابات (أبو عمشة، ٢٠١١).

في الكويت، لم تراخ القوانين والتشريعات تحقيق حوكمة الشركات؛ ولا أدل على ذلك سوى انخفاض ترتيب الكويت عالمياً من المرتبة (٤٦) إلى (٦٠) في الفترة الأخيرة (بورسلي، ٢٠١١)، ولقد برهنت الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية على أن ممارسات الحوكمة المطبقة من قبل الشركات الكويتية (إن وجدت) لم تواكب وتيرة نمو الشركات المنافسة في الأسواق المجاورة والأسواق العالمية. ومن بين دول مجلس التعاون الست، احتلت دولة الكويت في مؤشر مدركات الفساد المرتبة الأخيرة، كما تم تصنيفها باعتبارها واحدة من أقل دول مجلس التعاون الخليجي في مؤشر التنافسية، ومؤشر سهولة ممارسة الأنشطة التجارية، كما تتسم الكويت بضعف عام في البيئة التشريعية والتنظيمية والرقابية (CSR's, 2010)؛ فمثلاً يرى (Al-Wasmi, 2011) أن قانون الشركات (١٩٦٠/١٥) يحتوي على 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، لأن هذا الفصل الضروري ليس من ضمن المتطلبات المعمول بها في الكويت، وهذا يمثل عقبة رئيسية للوصول إلى أفضل الممارسات في الحوكمة، كذلك أورد قانون الشركات الكويتي مجموعة عبارات ومصطلحات عامة حول مراقب الحسابات، ولكنه لم يشير بشكل مباشر وواضح إلى طبيعة العلاقة بين الموكل والوكيل، 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 مزاولة مهنة مراقبة الحسابات من جهة أخرى، وكذلك لم يلزم قانون الشركات بإنشاء لجان للإدارة في الشركة، سواء لجان للتدقيق، أو التعيين. وعلى الرغم من أن بعض الشركات قد تُشكل لجان فيها، فإن ذلك لا يعتبر ممارسة مثالية لحوكمة الشركات، لأنها لا تتطلب أن تتشكل من أعضاء مستقلين من مجلس الإدارة، كما أن الأعضاء (المديرين) المستقلين لم يُشر إليهم أصلاً في قانون الشركات الكويتي (١٥/١٩٦٠)، كما أن المادة (١٤٥) من قانون الشركات سمحت لمجلس الإدارة أن يتشكل من المديرين التنفيذيين فقط، مما يدل بشكل واضح على عدم الأخذ بالممارسة المثالية لحوكمة الشركات في الكويت، وعلاوة على ذلك لم يعط قانون الشركات الكويتي 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 (حمدان وآخرون، ٢٠١٣؛ Al-Wasmi, 2011). أما خليجياً فإن الكويت تحتل المرتبة الثانية في حوكمة الشركات بعد عُمان، وتليها الإمارات العربية المتحدة والبحرين وقطر على التوالي (Baydoun et al, 2013).

أجريت العديد من الدراسات لرصد حوكمة الشركات في الكويت وعلاقتها بمختلف الجوانب، في الفترة الأخيرة جاءت دراسة حمدان، السرطاوي، وجبر، (٢٠١٣) التي استطلعت مدى التزام (٢٢٢) شركة كويتية لستة مبادئ من حوكمة الشركات، ومن ثم دراسة أثرها في تحسين أداء هذه الشركات المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم. توصلت هذه الدراسة إلى وجود تطبيق بمستوى متوسط وذو دلالة إحصائية لشروط الحوكمة في الشركات الكويتية، ولم يكن هناك تمايز بينها في ذلك، 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، في حين لم يكن لها دور في معدل العائد على الاستثمار باعتباره مؤشراً على الأداء المالي، والعائد على السهم العادي باعتباره مؤشراً على أداء الأسهم، ولم تجد الدراسة أثراً للحاكمية في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة، ومدى ونوع نشاطها، إلا أثراً للحاكمية في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة، وفي دراسة أخرى لحمدان، (٢٠١١) لم تجد تأثيراً لحوكمة الشركات في الشركات الكويتية في

تحسين مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية لتلك الشركات، غير أن وجود لجنة تدقيق إحدى خصائص حوكمة الشركات أسهم في تحسين الإفصاح الطوعي في الشركات الكويتية، ولم يكن من تأثير في الإفصاح الطوعي إلا لهذه الخاصة من خصائص حوكمة الشركات، أما بقية خصائصها (نسبة المديرين غير التنفيذيين من مجلس الإدارة، نسبة المديرين ممن تربطهم صلة قرابة إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة، وازدواجية أدوار المديرين بين الإدارة التنفيذية ورئاسة مجلس الإدارة) فلم يكن لها تأثير (Al-Shammari and Al-Sultan, 2010). أما عن علاقة حوكمة الشركات بإدارة المخاطر، فقد قدم أبو عمشة (٢٠١١) دليلاً على أن الحوكمة تعتبر أمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي يسهم في تحسين أداء المنظمات الكويتية من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر؛ عن طريق تحديد الصلاحيات والمهام بين مختلف الأطراف المشاركة في الحد من هذه المخاطر، واستنتجت الدراسة أن من الدعائم الأساسية لحوكمة الشركات وجود جهاز تدقيق داخلي كفء ولجنة للتدقيق يسهمان في حماية حقوق المساهمين، والحفاظ على الأموال، وتوفير المعلومات الموثوق بها.

افترضت عدة دراسات سابقة (مثل: Chung & Zhang, 2011) أن حوكمة الشركات الجيدة تجلب المستثمرين المؤسساتيين (يقصد بالمستثمرين المؤسساتيين كل المستثمرين غير الأفراد، من بنوك وشركات وجهات حكومية وشبه حكومية) للاستثمار في الشركة، كما أن لها دوراً في تحديد قيمة الشركة واستمراريتها (الشهادات وعبد الجليل، ٢٠١٢)، غير أن دراسة (Hamdan and Al-Sartawi, 2013) التي أجريت في سوق الكويت المالية قد وجدت أن حوكمة الشركات هي طاردة للاستثمار المؤسسي في الشركات الكويتية؛ بمعنى وجود علاقة سلبية بين حوكمة الشركات والاستثمار المؤسسي. في الجهة المقابلة، وجد (Alfaraih et al, 2012) أن للمستثمرين المؤسساتيين دوراً بارزاً في دعم آليات حوكمة الشركات في الشركات الكويتية مما ينعكس إيجاباً على أداء تلك الشركات، في حين وجدت دراستهم علاقة سلبية بين الملكية الحكومية في الشركات الكويتية وأدائها. أما في الإمارات العربية المتحدة فقد وجدت دراسة (Aljifri and Moustafa, 2007) أن نسبة الملكية الحكومية كان لها تأثير معنوي في أداء الشركات في سوق أبو ظبي ودبي الماليين، في حين كان لنسبة ملكية المؤسسات تأثير ضعيف في أداء الشركات، وفي المملكة العربية السعودية لم تجد دراسة (Fallatah and Dickins, 2012) تأثيراً لآليات حوكمة الشركات في أداء الشركة، ولكن وجدت تأثيراً لها في قيمة الشركة. أما في الكويت فقد درست العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركات في دراسة (Al-Saidi, 2010) والتي لم تجد تأثيراً لحجم مجلس الإدارة وازدواجية

الأدوار في أداء الشركات الكويتية، في حين وجدت أن للتوزيعات والسيطرة العائلية دوراً في أداء الشركات.

فرضيات الدراسة المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح:

بحث الدراسات السابقة (مثل: Jiraporn et al, 2011; Adjaoud and Ben-Amar, 2010; Renneboog and Szilagy, 2006; Michaely and Roberts, 2006; La Porta et al, 2000)، في فرضيتين مفسرتين للعلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح، الأولى تنادي بوجود علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، والثانية تقول بوجود علاقة عكسية بينهما، وقد تم توظيف هاتين الفرضيتين في هذه الدراسة كما يلي:

فرضية التوزيعات نتيجة لجودة حوكمة الشركات:

تستند الفرضية الأولى على فرضية التدفق النقدي الحر (free cash flow hypothesis)، ويطلق عليها «فرضية النتيجة» (outcome hypothesis). وفقاً لهذه الفرضية، فإن المديرين في الشركات ذات حوكمة الشركات المنخفضة يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية دون توزيعها من أجل استغلالها في تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال توزيعها على شكل علاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليهم دون اعتبار لمصالح حملة الأسهم. في المقابل، فإن الشركات التي تتمتع بحاكمية مؤسسية جيدة (strong governance) لا يستطيع المديرين استغلال التدفقات النقدية الحرة في تحقيق مصالحهم الشخصية وإنما يتم توزيعها على حملة الأسهم. أي بمعنى آخر، فإن هناك علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات (corporate governance quality) وتوزيعات الأرباح، ويمكن التعبير عنها كما يلي: «توجد علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح».

إن سياسة توزيع الأرباح المتوقعة وفقاً لهذه النظرية هي نتيجة (outcome) لجودة أو مستوى حوكمة الشركات في الشركة (Jiraporn et al, 2011). بحيث يمارس المساهمون الضغط على المديرين للقيام بتوزيع الجزء الأكبر من الأرباح بدلاً من استخدامها لتحقيق منافعهم الخاصة (La Porta et al, 2000; Mitton, 2004; Jiraporn and Ning, 2006; Adjaoud and Ben-Amar, 2010).

أثبتت الاختبارات التجريبية أن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تدفع توزيعات أرباح أكبر لمساهميها، فقد بين (Renneboog and Szilagy, 2006) أن

الشركات ذات حوكمة الشركات القوية تدفع أرباحاً أعلى لمساهميها. واستنتج كل من Michaely and Roberts (2006) أن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تشجع على القيام بتوزيعات أرباح أعلى وأكثر ثباتاً.

فرضية التوزيعات بديلاً عن جودة حوكمة الشركات:

يطلق على هذه الفرضية بفرضية البديل (substitution hypothesis) وهي تقوم على أن سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات التعارض بين حملة الأسهم والمديرين، وحسب وجهة نظر مؤيدي هذه الفرضية فإن سياسة توزيع الأرباح وتخفيض تكلفة الوكالة تستندان بشكل كبير على تقييدات أعمال الإدارة (restriction on managerial actions)؛ ففي وضع تتعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المديرون على استغلال النقدية في استثمارات غير كفؤة، أو استخدامها كتوزيعات أرباح، ولكن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين، أو بعبارة أخرى، فإن هناك علاقة عكسية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح. ويمكن التعبير عن هذه الفرضية كما يلي: «توجد علاقة عكسية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح».

فتوزيعات الأرباح المرتفعة هي البديل عن مستوى حاكمية منخفضة (larger dividends substitute for weaker governance)، أي أن الشركات التي تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها تعكس مستوى منخفضاً من الحوكمة في هذه الشركات (Jiraporn et al, 2011). فارتفاع مستوى حوكمة الشركات يعتبر بديلاً عن سياسة توزيع الأرباح وبحيث أن الشركات التي تتمتع بحاكمية مؤسسية جيدة تنخفض فيها كلفة الوكالة وافتراق الإدارة عن الملكية؛ ومن ثم تتعدم الحاجة إلى استخدام أداة توزيع الأرباح للحد من تعارض المصالح بين الملاك والمديرين (La Porta et al, 2000; John and Knyazeva, 2006; Adjaoud and Ben-Amar, 2010).

تسعى الدراسة الحالية إلى بحث العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات في سوق الكويت المالية، سعياً وراء فهم سلوك توزيعات الأرباح في هذه السوق الناشئة، بعد تقييم مستوى حوكمة الشركات في شركاتها، ونجادل في أن هذه القضية تثير اهتمام العديد من الأطراف لعدة أسباب: أولها أن سوق الكويت المالية تعتبر سوقاً ناشئة وتثير اهتمام الكثير من المستثمرين والباحثين، وثانيها أن سوق الكويت المالية تفتقر لمبادئ حوكمة الشركات وحماية المستثمر مقارنة بالأسواق

المتقدمة، ولذا سيكون من المفيد بمكان إلقاء الضوء على مستوى حوكمة الشركات لما لذلك من مؤشرات قد تسهم في تطوير منظومة القوانين المنظمة لعمل الشركات، ثالثهما أن الشركات المساهمة العامة الكويتية تتميز بدرجة عالية من تركيز الملكية (ownership concentration) مع سيطرة للملكية العائلية (Al-Mutairi, 2013)؛ مما يزيد من مشكلات الوكالة وعليه من المفيد بمكان دراسة دور حوكمة الشركات في الحد من تعارض المصالح داخل الشركات الكويتية.

مجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر جمع البيانات:

تتكون سوق الكويت المالية من سبعة قطاعات اقتصادية عدا شركات السوق الموازي والشركات غير الكويتية، وهي في مجموعها (٢٠٣) شركات حتى نهاية عام ٢٠١١. شملت عينة هذه الدراسة على (١٧٥) شركة اكتملت لها كافة البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة للفترة (٢٠٠٨-٢٠١١)، بعد أن تم استثناء (٢٨) شركة لم تتوفر لها البيانات أو تلك التي توقفت عن التداول أو أدمجت مع شركات أخرى، ويوضح الجدول التالي مجتمع وعينة الدراسة:

جدول رقم (١)
مجتمع الدراسة وعينتها

القطاع	الشركات المدرجة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة
قطاع البنوك	٩	٠	٩
قطاع الاستثمار	٥٢	١١	٤١
قطاع التأمين	٧	٠	٧
قطاع العقارات	٣٩	٦	٣٣
قطاع الصناعة	٢٩	٣	٢٦
قطاع الخدمات	٦١	٨	٥٣
قطاع الأغذية	٦	٠	٦
المجموع	٢٠٣	٢٨	١٧٥

وقد استندت الدراسة على قاعدة بيانات سوق الكويت المالية والقوائم المالية والملاحظات المرفقة بها، للحصول على بيانات توزيعات الأرباح وحوكمة الشركات وغيرها من متغيرات الدراسة.

نموذج الدراسة:

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين توزيعات الأرباح وجودة حوكمة الشركات في السوق الكويتية، وللوصول إلى أفضل تمثيل لهذه العلاقة فقد استخدم نموذج الانحدار المتعدد، والذي تم التعبير عن المتغير التابع بسياسة توزيع الأرباح، أما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في أربعة خصائص لحوكمة الشركات، كما تم تعزيز نموذج الدراسة بعدد من المتغيرات الضابطة. في نموذج الدراسة الأول تم توظيف أربعة متغيرات لحوكمة الشركات كمتغيرات مستقلة، وهو كما يلي:

$$DPR_{i,t} = a + \beta_1 Ownership_{i,t} + \beta_2 BoardSize_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 Duties_{i,t} + \beta_5 CSize_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \sum_{k=1}^{n=7} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \dots\dots\dots (1)$$

حيث إن:

$DPR_{i,t}$: المتغير التابع: سياسة توزيع الأرباح للشركة (i) في السنة (t).

α : قيمة الثابت في النموذج، وهي قيمة توزيعات الأرباح دون أخذ أثر عوامل حوكمة الشركات والمتغيرات الضابطة الأخرى.

$\beta_{1..18}$: الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.

$Ownership_{i,t}$: المتغير المستقل الأول: معيار حوكمة الشركات الخاص بنسبة ملكية المديرين في أسهم الشركة (i) في السنة (t).

$BoardSize_{i,t}$: المتغير المستقل الثاني: معيار حوكمة الشركات الخاص بحجم مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t).

$Indep. i, t$: المتغير المستقل الثالث: معيار حوكمة الشركات الخاص باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t).

$Duties_{i,t}$: المتغير المستقل الرابع: معيار حوكمة الشركات الخاص بالفصل بين واجبات رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة (i) في السنة (t).

- CSize_{i,t}: متغير ضابط: حجم الشركة (i) في السنة (t).
- EPS_{i,t}: متغير ضابط: الأرباح بالسهم للشركة (i) في السنة (t).
- Leverage_{i,t}: متغير ضابط: الرافعة المالية للشركة (i) في السنة (t).
- Growth_{i,t}: متغير ضابط: فرص النمو للشركة (i) في السنة (t).
- Sector_{i,k}: متغير ضابط: نوع القطاع الذي تنتمي له الشركة (i)، وهو يقسم إلى سبعة قطاعات (k = 7).
- ϵ_i : الخطأ العشوائي.

أسلوب قياس المتغيرات:

وظفت الدراسة مجموعة من المقاييس لمتغيراتها، استندت في ذلك إلى عدد من الدراسات السابقة ذات العلاقة مع تطوير لتلك المقاييس والاختيار من بينها ما يتناسب والبيانات المفصّل عنها في قاعدة بيانات سوق الكويت المالية، وفيما يلي بيان طريقة قياس متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والضابطة.

سياسة توزيع الأرباح:

تستكشف دراستنا تأثير جودة حوكمة الشركات في تحديد السياسة المثلى لتوزيعات الأرباح في الشركات الكويتية، وهي بذلك تسعى إلى إثبات إحدى الفرضيتين السابقتين المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح، ولقياس سياسة توزيع الأرباح استخدمت الدراسة متغيراً وكيلاً (proxy variable) لسياسة توزيع الأرباح، وهو معدل توزيع الأرباح على المساهمين (Payout Ratio)؛ وهو يساوي الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين مقسمة على الأرباح الصافية للشركة (الميداني، ٢٠١٠: ١٤٧)، وذلك على غرار العديد من الدراسات في هذا المجال (على سبيل المثال: John and Knyazeva, 2006; Jiraporn et al, 2011).

جودة حوكمة الشركات:

لقياس جودة حوكمة الشركات (corporate governance quality) تم استخدام الملاحظات المرفقة بالقوائم المالية والمفصّل عنها من قبل سوق الكويت المالية لتحديد مدى تلبية الشركات شروط جودة حوكمة الشركات. تم استقاء أربعة قواعد لحوكمة الشركات من مجموعة القواعد المقدمة من منظمة «الخدمات المؤسسية للمساهمين»

هذه القواعد الأربعة التي تم فحص مدى التزام الشركات الكويتية بها بعد مراعاة حجم الإفصاح في سوق الكويت المالي هي: القاعدة الأولى: نسبة ملكية المديرين، بحيث يجب أن تتراوح نسبة ملكية المديرين في أسهم الشركة بين ١٪ ولا تزيد عن ٢٠٪ من مجموع الأسهم، وقد أعطيت هذه القاعدة الرمز (Ownership). القاعدة الثانية: حجم مجلس الإدارة، بحيث يجب أن يتراوح عدد أعضاء مجلس الإدارة بين ٦ ولا يزيد عن ١٥ عضواً، وقد أعطيت هذه القاعدة الرمز (BoardSize). القاعدة الثالثة: استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، بحيث يجب أن يتكون مجلس الإدارة بما لا يقل عن ٥٠٪ من الأعضاء المستقلين من خارج الشركة، وقد أعطيت هذه القاعدة الرمز (Indep.). القاعدة الرابعة: الفصل بالواجبات، بحيث يجب الفصل بين واجبات رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وقد أعطيت هذه القاعدة الرمز (Duties).

ولإعطاء قياس لهذه القواعد يُمكن من توظيفها في نموذج الدراسة، فقد استخدمت المتغيرات الثنائية التوزيع (Dichotomous variables) لهذا الغرض، بحيث يعطى الرقم (١) للشركة إذا حققت شرط حوكمة الشركات، والرقم (٠) إذا لم تحقق هذا الشرط.

المتغيرات الضابطة:

تساعد المتغيرات الضابطة (control variables) في النموذج على ضبط العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، وبيانها بصورتها الأقرب للواقع؛ وذلك من خلال تقليل نسبة الخطأ العشوائي في النموذج مما يسهم في تمثيل المتغير التابع بشكل أفضل، كما أنه يسهم في بيان علاقة المتغيرات الأخرى مع المتغير التابع، وقد ضمنت الدراسة نموذجها بالمتغيرات الضابطة التالية:

حجم الشركة:

تعاني الشركات الصغيرة والجديدة من استطاعة محدودة على الاقتراض وعلى التمويل بإصدار أسهم. والسبب أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيداً من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، لذلك تعتمد مثل هذه الشركات على الأرباح المحتجزة كمصدر التمويل بالملكية الرئيسي، ويكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح (الميداني، ٢٠١٠: ٦٩٣)، أما الشركات الكبيرة فهي تمتلك فرصاً أكبر للوصول إلى الأسواق المالية الداخلية والخارجية، ومن ثم فهي أقل اعتماداً على الأرباح المحتجزة

في تمويل استثماراتها (Holder et al, 1998). ولذلك تم أخذ حجم الشركة باعتبارها أحد المتغيرات الضابطة، والذي تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي (natural logarithm) لمجموع أصول الشركة، وأعطى هذا المتغير الرمز (CSize)، يتوقع أن تكون له علاقة موجبة بالتوزيعات.

ربحية الشركة:

تؤثر أرباح الشركة الحالية (أو السابقة والتي تظهر بصورة أرباح محتجزة) في تحديد سياسة توزيع الأرباح، وتعتبر من أهم العوامل التي ينظر إليها متخذ قرار التوزيع، وإذا ما علمنا أن هذه الأرباح تعتبر من مصادر التمويل الداخلي للشركة، فإن ما تبقى منها غالباً ما يتم توزيعه على المساهمين، وقد أدرج هذا المتغير ضمن المتغيرات الضابطة بعد أن تم استخدام معدل الأرباح بالسهم (Earnings per Share EPS) لتكون متغيراً وكيلاً عنه، والذي يتوقع أن تكون له علاقة موجبة بالتوزيعات.

تقييدات اتفاقيات القروض:

تضع اتفاقيات القروض التي تأخذها الشركة قيوداً على حرية الإدارة في اتخاذ قرار توزيع الأرباح، وقد تلزم اتفاقية القرض الشركة بعدم توزيع أي أرباح على المساهمين بعد أخذ القرض، أو إذا انخفضت الرأسمال العامل عن مستوى معين (الميداني، ٢٠١٠: ٦٩٢). كذلك فإن زيادة قروض الشركة من شأنه أن يخفض من التدفقات النقدية الحرة فيها مما يجنبها مشاكل الوكالة المشار إليها سابقاً (Farinha, 2010; Renneboog and Trojanowski, 2007; Adjaoud and Ben-Amar, 2003)، ولهذا فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين تقييدات اتفاقيات القروض ومعدل توزيعات الأرباح على المساهمين. أما قياس تقييدات اتفاقيات القروض فقد تم من خلال الرافعة المالية (Financial Leverage)، وهي معدل الديون إلى إجمالي الأصول (الميداني، ٢٠١٠: ١٥٨؛ 262؛ Jiraporn, et al, 2011).

فرص نمو الشركة:

لعلّ من الطبيعي أن تحتاج الشركات التي تنمو بمعدلات سريعة إلى تمويل كبير لمواجهة احتياجات التوسع، وستعتمد مثل هذه الشركات للاستفادة من كافة مصادر التمويل، وإلى احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح لتوفير احتياجات التمويل بالملكية (الميداني، ٢٠١٠)، ولذا أدرج متغير فرص النمو (growth opportunities) لتكون

متغيراً ضابطاً والذي تم التعبير عنه بنسبة نمو الأصول في السنة الحالية عن السنة السابقة، وقد أعطي هذا المتغير الرمز (Growth)، ويتوقع أن يكون ذا علاقة عكسية بمعدل توزيعات الأرباح على المساهمين.

نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة:

يلاحظ أن توزيعات الأرباح تختلف من قطاع اقتصادي لآخر، فبعض القطاعات تتميز بتوزيعات الأرباح فيها بالاستمرارية والاستقرار والبعض الآخر من القطاعات تختلف توزيعاتها من فترة لأخرى، وهذا ما أشار إليه Campbell, (1996) من أن متغير الصناعة يؤثر في سياسة توزيع الأرباح، ولهذا استخدمت الدراسة نوع القطاع على أنه متغير ضابط (industry dummies)، وعوضت عنه بالقيمة (١) للشركة والقيمة (٠) للشركات الأخرى من بقية القطاعات.

الدراسة الوصفية:

وجدت معظم الدراسات السابقة أن هناك اختلافاً في خصائص الشركات الموزعة وغير الموزعة للأرباح (انظر على سبيل المثال: عواد، ٢٠١١؛ Fama and French, 2001; Boursli and Abdulsalam, 2005; DeAngelo, DeAngelo, and Stulz, 2011; Jiraporn, et al, 2010; Adjaoud and Ben-Amar, 2010; 2006)، لذلك تهدف الدراسة الوصفية إلى إلقاء نظرة أولية على متغيرات الدراسة وخاصة توزيعات الأرباح واختلافها تبعاً لاختلاف مستوى حوكمة الشركات وخصائص الشركة الأخرى: كالحجم، والربحية، والمديونية، ومعدل النمو، وقد ظهر التحليل الوصفي في الجداول (٢-٥).

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (٢) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة جميعها، المتصلة منها والمنفصلة، فالوسط الحسابي لمعدل توزيع الأرباح على المساهمين خلال فترة الأربع سنوات كانت (٥, ٧) بالمائة بانحراف معياري مرتفع يشير إلى اختلاف شركات العينة في معدل توزيعاتها، وقد تميزت فترة الدراسة بانخفاض معدل التوزيعات؛ فالربع الأخير لم يتجاوز (١٠) بالمائة؛ وهذا بدوره يشير إلى اعتماد الشركات الكويتية على المصادر الداخلية في تمويلها مما يجد من توزيعاتها. وتشير البيانات الإحصائية كذلك إلى تفاوت الشركات الكويتية في حجمها؛ فالربع الأول لحجم الأصول هو ما

دون (٣٨) مليون دينار كويتي تقريباً، في حين أن الربع الأخير يجمع الشركات ما دون (٢٢٧) مليون دينار، والشيء نفسه يقال بالنسبة للأرباح بالسهم الذي لوحظ أنها متفاوتة بشكل كبير بين الشركات الكويتية. تشير الرافعة المالية إلى معدل الالتزامات إلى الأصول، وهو يشير كذلك إلى مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل أصولها، وقد لوحظ أن متوسط اعتماد الشركات الكويتية على الديون في تمويلها يتجاوز (٥٨) بالمائة، مع انحراف معياري مرتفع وفرق كبير بين الربع الأول والأخير، يشير كل ذلك إلى تفاوت كبير في اعتماد الشركات الكويتية على الديون في تمويل أصولها. أما نسبة النمو للشركات الكويتية خلال فترة الدراسة فقد ظهرت بمتوسط (٤, ٤٠) بالمائة مع تباين كبير بينها.

أما عن شروط حوكمة الشركات ومدى وفاء الشركات الكويتية بها، فيظهر الجزء الثاني من الجدول رقم (٢) التكرارات والنسب المئوية لهذه الشروط كونها متغيرات منفصلة (dichotomous variables). لوحظ من الإحصاء الوصفي لشروط حوكمة الشركات أن شرط «الفصل بالواجبات» كان من أكثر الشروط التي التزمت بها الشركات الكويتية بنسبة تحقق (٧٠) بالمائة تقريباً، يليه شرط «استقلالية أعضاء مجلس الإدارة» والذي التزمت به نحو (٥٤) بالمائة من الشركات الكويتية، يليه شرط «نسبة ملكية المديرين» بنسبة تحقق (٥٠) بالمائة تقريباً، وقد تبين أن أقل الشروط تحققاً كان شرط «حجم مجلس الإدارة» بنسبة لم تتجاوز (٤٢) بالمائة. طورت الدراسة مؤشراً لحوكمة الشركات (gov-score) في سوق الكويت المالية، وقد ظهرت النتائج الإحصائية لهذا المتغير في الجزء الأول من الجدول (٢) ضمن المتغيرات المتصلة (continuous variables)، إذ تبين أن متوسط هذا المؤشر هو (٥٣) بالمائة؛ مما يشير إلى التزام متوسط من قبل الشركات الكويتية بشروط حوكمة الشركات.

وصف خصائص الشركة تبعاً لمدى توزيع الشركات للأرباح؛

يهدف الجدول رقم (٣) من الإحصاء الوصفي إلى إعطاء صورة حول اختلاف الشركات التي قامت بتوزيعات أرباح عن تلك التي لم تقم بالتوزيعات تبعاً لخصائصها المختلفة. إذ يظهر هذا الجدول أن الشركات التي وزعت أرباحاً خلال فترة الدراسة (٢٠٠٨-٢٠١١) هي الأكبر حجماً، والأكثر ربحية (مقاسة بأرباح السهم الواحد)، وهو ما يتفق ودراسة Boursesli and Abdulsalam, (2005)، وكذلك تبين أنها تعتمد أكثر في تمويلها على الديون، وهو ما يختلف عن نتائج الدراسات السابقة، سواء في البيئة الكويتية أو غيرها (كدراسة Al-Kuwari, 2005; Boursesli and Abdulsalam, 2005).

(2012; 2009)؛ فالعلاقة بين التوزيعات والديون لا بد أن تكون سالبة لأن الشركات الأعلى مديونية تواجه أكثر من غيرها أزمات مالية، لذا فهي الأقل توزيعاً للأرباح، ولكن قد تلجأ الشركة للديون من أجل تعظيم أرباحها، ومن ثم زيادة التوزيعات، أو قد تلجأ للديون من أجل القيام بالتوزيعات، حينها تكون العلاقة بين التوزيعات والديون موجبة، كما أن زيادة الديون يؤشر إلى استقرار في الأرباح (وإلا لما أقدم الممولون على منح الشركات تسهيلاتهم) ومن ثم فإن استقرار الأرباح يتبعها زيادة في التوزيعات (Bouresli and Abdulsalam, 2005).

وقد لوحظ كذلك أن الشركات الأكثر توزيعاً هي الأكثر نمواً خلال الفترة، وكانت دراسة (Bouresli and Abdulsalam, 2005) قد وجدت أن الشركات الكويتية الأقل توزيعاً هي الأقل نمواً. هذا وكانت الاختلافات في الحجم والأرباح بالسهم ذات دلالة إحصائية عند أقل من واحد بالمائة وفقاً لاختبار (t-Test) المعلمي، وكانت جميع الاختلافات ذات دلالة إحصائية وفقاً لاختبار (z-Test) غير المعلمي.

وصف شروط حوكمة الشركات تبعاً لمدى توزيع الشركات للأرباح:

يظهر الجدول رقم (٤) تباين شروط حوكمة الشركات بين الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح، وتلك التي لم تقم بالتوزيعات خلال فترة الدراسة. إذ يظهر أن (١٣٨) شركة أوفت بشروط حوكمة الشركات الخاص بنسبة ملكية المديرين من مجموع (٢٢٨) قامت بتوزيعات أرباح بنسبة (٦٠) بالمائة، و(٩٠) شركة من تلك التي وزعت أرباحاً لم تف بشروط الحوكمة الأول، أما الشركات التي لم توزع أرباحاً فإن (٥، ٤٤) بالمائة منها حققت شرط حوكمة الشركات الأول و(٥٥، ٥) بالمائة منها لم يحقق هذا الشرط، وقد كان التباين بين الشركات الموزعة وغير الموزعة للأرباح في تحقيق الشرط الأول للحاكمية ذا دلالة إحصائية عند أقل من واحد بالمائة وفقاً للاختبارات المعلمية وغير المعلمية، وهذا التباين كان في صالح الشركات الموزعة للأرباح، كذلك الشرط الثاني الخاص بحجم مجلس الإدارة فقد تمايزت الشركات الموزعة للأرباح به، غير أن هذا التمايز لم يكن ذا دلالة إحصائية، سواء بالاختبار المعلمي (t-test) أو غير المعلمي (z-test).

أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية

جدول رقم (٢)

الإحصاء الوصفي لتوزيعات الأرباح وخصائص الشركة ومؤشرات حوكمة الشركات، للفترة ٢٠٠٨-٢٠١١

الجزء الأول						
الربع الأخير 75th	الربع الأول 25th	الانحراف المعياري Standard deviation	الوسيط Median	الوسط الحسابي Mean	عدد المشاهدات Obs.	خصائص الشركة Firm characteristics
٠,١٠٠	٠,٠٠٠	٠,١٧٢	٠,٠٠٠	٠,٠٧٥	٧٠٠	معدل توزيع الأرباح على المساهمين
٢٢٧,٤٨٦	٣٧,٩٣٧	١,٥٣٧,٩٩١	١٠٧,١٣١	٤٦١,٣٧٧	٦٧٢	حجم الشركة
١٩,٥٢٠	١٨,٢٧٣-	٥٥,٤٥٨	٢,٤٥٥	١,٣٦١	٦٧٨	الأرباح بالسهم
٠,٦٦٧	٠,٢٦٠	١,١٦٦	٠,٤٧١	٠,٥٨٦	٦٦٦	الرافعة المالية
٠,١٤٨	٠,٠٦٦-	٢,٧٧٨	٠,٠٢٥	٠,٤٠٤	٤٩٧	نسبة النمو
٠,٧٥٠	٠,٢٥٠	٠,٢٩١	٠,٥٠٠	٠,٥٣٠	٧٠٠	مؤشر حوكمة الشركات العام
الجزء الثاني						
الشركات التي لم تحقق شروط الحوكمة Frequency of 0's			الشركات التي حققت شروط الحوكمة Frequency of 1's			شروط حوكمة الشركات Corporate governance characteristics
النسبة Percent		العدد Frequency	النسبة Percent		العدد Frequency	
٥٠,٣		٣٥٢	٤٩,٧		٣٤٨	نسبة ملكية المديرين
٥٨,٣		٤٠٨	٤١,٧		٢٩٢	حجم مجلس الإدارة
٤٦,٣		٣٢٤	٥٣,٧		٣٧٦	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
٣٣,١		٢٣٢	٦٦,٩		٤٦٨	الفصل بالواجبات

جدول رقم (٣)
خصائص الشركة تبعاً لمدى توزيع الشركة أو عدم توزيعها للأرباح

اختبارات الفروق		الشركات التي لم تقم بتوزيعات للأرباح				الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح				خصائص الشركة
Two-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	Independent Samples Test t-statistics	Standard deviation	Median	Mean	عدد المشاهدات	Standard deviation	Median	Mean	عدد المشاهدات	
***١,٨٣٩	***٤,٩٢٥	٨٣٦,٠٨٦	٠,٤٤٠٠١	٢٥٦,٨٩٧	٤٤٤	٢,٤٤٩,٦٣٢	٥٧٠,١١١	٧٦٤,٩٠٨	٢٢٦	حجم الشركة
***٩,٥٢١	***١٣,٢٩٢	٣٧,٩٠٧	٨,٥٧٠-	١٦,٥٩٥-	٤٥٠	٦٦,٥٥٥	٢٧,١٣٠	٣٦,٧٨٩	٢٢٨	الأرباح بالسهم
***١,٥٣٦	٤٥٧,٠	٥٨٨,٠	١٠٥,٠	٧٥٥,٠	٢٤٤	١٦٦,١	٤٢٦,٠	١٤٠,٠	٢٢٤	الرافعة المالية
***٧,٦٥٢	٢٢٥,٠	٢,٠٠٠	٤٥٠,٠	٦٥٣,٠	٣٣١	٣,٩٢٥	-٣٤,٠	٧٦٤,٠	٤٦١	نسبة النمو

عدد المشاهدات الإجمالي هو (١٧٥ شركة × ٤ سنوات) وهو ٧٠٠ مشاهدة، مع ملاحظة وجود قيم مفقودة في جميع البيانات.
ذات دلالة إحصائية عند: * /١٠٠، ** /٥، *** /١.٪

جدول رقم (٤)
شروط حوكمة الشركات تبعا لمدى توزيع الشركة أو عدم توزيعها للأرباح

اختبارات الفروق		الشركات التي لم تقم بتوزيعات للأرباح			الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح			شروط حوكمة الشركات	
Mann-Whitney Test	Independent Samples Test	الشركات التي لم تقم بتوزيعات للأرباح	الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح	الشركات التي لم تقم بتوزيعات للأرباح	الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح	عدد المشاهدات	عدد المشاهدات	شروط حوكمة الشركات	
z-statistics	t-statistics	Frequency of 1's تحقق شروط الحوكمة	Frequency of 1's تحقق شروط الحوكمة	Frequency of 1's تحقق شروط الحوكمة	Frequency of 1's تحقق شروط الحوكمة	Obs.	Obs.	الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح	الشركات التي لم تقم بتوزيعات للأرباح
***٣,٩٧٤-	***٤,٠١٦	٢٦٢	١٢	٩٠	١٢٨	٤٧٢	٢٢٨	نسبة ملكية المديرين	
		(٥٥,٥)	(٥٤,٤)	(٣٩,٥)	(٦٠,٥)				
٠,١٨١-	٠,١٨١-	٢٧٤	٧٦١	١٣٤	٩٤	٤٧٢	٢٢٨	حجم مجلس الإدارة	
		(٥٨,١)	(٤١,٤)	(٥٧,٨)	(٤١,٢)				
١,٠٥٦-	١,٠٥٦	٢٢٥	٧٤٢	٩٦	١٢٩	٤٧٢	٢٢٨	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة	
		(٤٧,٧)	(٥٢,٣)	(٤٣,٤)	(٥٦,٦)				
***٣,٣٢٧-	***٣,٣٥٢-	١٣٧	٣٢٥	٩٥	١٣١	٤٧٢	٢٢٨	الفصل بالتواجبات	
		(٢٩,٠)	(١٨)	(٤١,٧)	(٥٨,٣)				

عدد المشاهدات الإجمالي هو (١٧٥ شركة × ٤ سنوات) وهو ٧٠٠ مشاهدة.
لأعلى عدد الشركات التي حققت شروط حوكمة الشركات، وإلى الأسفل (بين قوسين) النسبة المئوية.
ذات دلالة إحصائية عند: * /١٠، ** /٥، *** /١.

جدول رقم (٥)
توزيعات الأرباح وخصائص الشركة تبعاً لمستوى حوكمة الشركات

اختبارات الفروق			ارتباط المتغيرات مع حوكمة الشركات		مستوى حوكمة الشركات						المتغيرات
Mann-Whitney Test	Independent Samples Test	التميز في الوسط	Correlation coefficients	الشركات ذات المنخفضة الحوكمة	العدد	الشركات ذات المرتفعة الحوكمة	العدد	جميعها	العدد		
z-statistic	t-statistic	Mean Difference		Low gov-score	Obs.	High gov-score	Obs.	Full sample	Obs.		
-١,٦١١	١,٦٠١	٠,٢٣	***,١١١	٠,٠٥٠	٢١٢	٠,٠٧٢	٤٧٤	٠,٠٧٥	٧٠٠	معدل توزيع الأرباح على المساهمين	
***٤,٥٧٣-	***٣,٠٢٩	٣٧٩,٦٠٣	***,٠٠٠	٧٧٧,٧٧١	٢٠٢	٥٧٨,٤٩٠	٤٧٠	٤٦١,٣٧٧	٦٧٢	حجم الشركة	
-٥,٢٤١	٠,٥٧٤-	٢,٦٦٥-	١,٠٠٠	٣,٢٢٤	٢٠٤	٠,٠٥٥	٤٧٤	١,٠٣١	٦٧٧	الأرباح بالسهم	
***٢,٠١٧-	***٢,٢٥٦-	٠,٢٢٢-	٠,٠٠٠	١٤٨٠	٢٠٠	٦١٥٠	٤٦٤	٠,٠٥٦	٦٦٦	الرافعة المالية	
-١,٤٦٠	١,٥٧٠	٠,١٥١	٠,٠٠٠	٠,٢٤٠	٤٤١	٠,٠٤٢	٣٤٨	٠,٠٤٤	٤٩٧	نسبة النمو	

نات دلالة إحصائية عند: * ١٠٪، ** ٥٪، *** ١٪.

كذلك فإن الشرط الثالث قد تميزت الشركات الموزعة للأرباح في تحقيقه، غير أن الاختلاف في الشرط الثالث لم يكن ذا دلالة إحصائية نظراً لتقارب نسب تحقيقه بين الشركات الموزعة (٥٦, ٦) بالمائة) وغير الموزعة للأرباح (٥٢, ٣) بالمائة). أما الشرط الرابع الخاص بالفصل بين واجبات المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، فقد كان الاختلاف في صالح الشركات غير الموزعة للأرباح عند نسبة معنوية أقل من واحد بالمائة.

وصف اختلاف الشركات في توزيعات الأرباح وخصائصها الأخرى تبعاً لمستوى الحوكمة:

تم تقسيم الشركات الكويتية حسب مؤشر حوكمة الشركات (gov-score) إلى شركات ذات حاكمية مرتفعة تزيد فيها نسبة الحوكمة عن الوسيط (= Median 0.50) وأخرى ذات حاكمية منخفضة تقل فيها نسبتها عن نسبة الوسيط. ثم تم إيجاد الوسط الحسابي لمعدل توزيع الأرباح على المساهمين وخصائص الشركة الأخرى في كل من الشركات ذات الحوكمة المرتفعة والأخرى ذات الحوكمة المنخفضة، وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول رقم (٥).

من هذا الجدول يلاحظ أن هناك اختلافاً في معدل توزيعات الأرباح على المساهمين بين الشركات تبعاً لاختلاف مستوى حوكمة الشركات فيها؛ فالشركات ذات الحوكمة المرتفعة وزعت ما متوسطه (٨, ٢) بالمائة، في حين أن الشركات ذات الحوكمة المنخفضة لم توزع سوى (٥, ٩) بالمائة، باختلاف بالمتوسط (Mean diff.) بلغ (٢, ٣) بالمائة لصالح الشركات ذات الحوكمة المرتفعة؛ غير أن هذا الاختلاف بينهما لم يكن ذا دلالة إحصائية وفقاً لاختبارات الفروق المعلمية (t-test) وغير المعلمية (z-test)، والاستنتاج الأخير في علاقة التوزيعات بالحوكمة أنهما يرتبطان بنسبة (١١) بالمائة عند دلالة معنوية أقل من واحد بالمائة.

أما ما يتعلق بحجم الشركة، فقد تبين أن الشركات الكبيرة الحجم هي الأكثر التزاماً بشروط حوكمة الشركات؛ فمتوسط أصول الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة قد بلغ (٥٧٨, ٥) مليون دينار كويتي تقريباً، على حين أن متوسط أصول الشركات ذات الحوكمة المنخفضة قد بلغ تقريباً (١٨٨, ٩) مليون دينار، وقد كان هذا الاختلاف ذا دلالة إحصائية عند أقل من واحد بالمائة وفقاً للاختبارات المعلمية وغير المعلمية، وكذلك كان الارتباط بين حجم الشركة ومستوى حوكمة الشركات طردياً بنسبة (٩, ١) بالمائة وذات دلالة إحصائية عند أقل من واحد بالمائة.

أما ما يتعلق بالأرباح إلى السهم، فقد أظهر الجدول رقم (٥) أن متوسط الأرباح بالسهم للعينة الشركات جميعها بلغ (١,٣٦١) دينار للسهم الواحد، وقد تمايزت الشركات ذات الحوكمة المنخفضة بالأرباح إلى السهم؛ إذ بلغ المتوسط لها (٣,٢٢٤) دينار للسهم الواحد، في حين حققت الشركات ذات الحوكمة المرتفعة أرباحاً للسهم ما متوسطه (٠,٥٥٩) دينار. غير أن هذا الاختلاف لم يكن ذا دلالة إحصائية ولم يتجاوز الارتباط بين الأرباح بالسهم ومستوى حوكمة الشركات (٠,١) بالمائة، وهو غير دال إحصائياً كذلك.

وبالنظر إلى ثلاثية العلاقة بين حوكمة الشركات وكل من معدل توزيعات الأرباح والأرباح بالسهم، يمكن ملاحظة أن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة، وإن حققت أرباحاً للسهم أقل، فإنها وزعت أرباحاً أكبر من الشركات ذات الحوكمة المنخفضة والتي حققت أرباحاً أعلى إلى السهم ولكنها وزعت أرباحاً أقل؛ وهذا يشير إلى مسألتين هما: الأولى أن الشركات ذات حوكمة الشركات المنخفضة تعتمد بشكل أكبر على تمويلها الداخلي من خلال احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح دون توزيعه، فهي الأصغر حجماً ولديها فرص محدودة في التمويل الخارجي، على عكس الشركات ذات الحوكمة المرتفعة والتي تعتمد - كما هو واضح - على المصادر الخارجية في التمويل. المسألة الثانية أن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تحاول تخفيض تعارض المصالح بين الملاك والمديرين عبر توزيعها الجزء الأكبر من الأرباح لكي لا يستغل من قبل الإدارة في تحقيق مصالح خاصة.

غير أن الصورة قد اختلفت عند النظر إلى الرافعة المالية والتي تبين أن الشركات ذات الحوكمة المرتفعة هي الأقل اعتماداً على الديون في تمويلها، في حين أن الشركات ذات الحوكمة المنخفضة هي الأكثر اعتماداً على الديون في التمويل، بيد أنها لم تحقق نسبة نمو مرتفعة كالشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة والتي اعتمدت على مصادرها الداخلية بشكل أكبر في التمويل ووزعت أرباحاً أعلى وحققت نسبة نمو أعلى على الرغم من تحقيقها لأرباح بالسهم أقل، وهذا قد يؤشر إلى دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة إدارة أصول الشركة واستغلالها الاستغلال الأمثل وتحقيق التوازن بين مصالح مختلف الأطراف في الشركة.

الدراسة التطبيقية:

للحصول على مؤشرات أخرى حول علاقة سياسة توزيعات الأرباح بحوكمة الشركات تم استخدام تحليل الانحدار لنموذج الدراسة، والذي تم السيطرة عليه بعدد من المتغيرات الضابطة ذات الأثر في سياسة توزيع الأرباح.

تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares OLS) كون المتغير التابع «سياسة توزيع الأرباح» كان متغيراً متصللاً (continuous variable). ولتأكيد النتائج تم استخدام الانحدار اللوجستي (logistic regressions) كون المتغير التابع «سياسة توزيع الأرباح» كان متغيراً ثنائياً (dichotomous variable)؛ بحيث تم تقسيم الشركات إلى قسمين: القسم الأول الشركات التي قامت بتوزيعات للأرباح وقد أعطيت الرقم (1) وأخرى لم تقم بالتوزيعات وأعطيت الرقم (0).

وفي نموذجي الانحدار السابقين تم إدراج جميع شروط حوكمة الشركات كمتغيرات مستقلة تارة، ومؤشر الحوكمة باعتباره متغيراً مستقلاً وحيداً تارة أخرى، وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول رقم (6)، الذي يظهر أن النموذجين الثاني والرابع اللذين تم فيهما فحص تأثير مؤشر حوكمة الشركات في التوزيعات هما أكثر تمثيلاً لهذه العلاقة؛ حيث تبين أن معامل التحديد المعدل للنموذج الثاني أكبر منه للنموذج الأول، وكذلك إحصائية (Akaike) للنموذج الرابع كانت أقل منها للنموذج الثالث. عموماً، هذا يعني أن الاعتماد على النموذجين الثاني والرابع هو أدق في دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والتوزيعات.

اختبار الفرضيات حول تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح:

يظهر الجدول رقم (6) أن متغير «مؤشر حوكمة الشركات» كان ذا أثر إيجابي في سياسة توزيع الأرباح مع دلالة إحصائية عند أقل من 5% في النموذجين الثاني والرابع؛ فالشركات التي تتمتع بمستوى جيد من حوكمة الشركات تزيد توزيعاتها النقدية في سوق الكويت المالية، هذه النتيجة تدفعنا لقبول فرضية أن التوزيعات تأتي نتيجة لجودة حوكمة الشركات (outcome hypothesis)، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات التي وجدت علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات، منها دراسة (Renneboog and Szilagyi, 2006) الذي بين أن الشركات ذات حوكمة الشركات القوية تدفع أرباحاً أعلى لمساهميها. واستنتج كل من (Michaely and Roberts, 2006) أن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تشجع على القيام بتوزيعات أرباح أعلى وأكثر ثباتاً، ومؤخراً دراسة (Adjaoud and Ben-Amar, 2010)، ودراسة (Jiraporn et al, 2011) اللتين وجدتا أن تمتع الشركات بمستوى جيد من حوكمة الشركات يسهم في تخفيض مشكلات الوكالة بين حملة الأسهم والمديرين من خلال توزيع الجزء الأكبر من الأرباح لئلا تستغل في تحقيق مصالح شخصية من قبل المديرين.

أما عن تأثير الخصائص الفرعية لحوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح، يظهر الجدول رقم (٦) نتائج النموذج الأول والذي يدرس تأثير الخصائص الفرعية لحوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح التي تم التعبير عنها بمعدل توزيعات الأرباح على المساهمين وهو متغير متصل، وكذلك نتائج اختبار النموذج الثالث الذي تم فيه التعبير عن سياسة توزيع الأرباح بالمتغير الثنائي المنفصل. من هذه النتائج يلاحظ أن خاصيتي «نسبة ملكية المديرين» و«الفصل بالواجبات» كان لهما تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية في توزيعات الأرباح عند نسبة معنوية أقل من ٥٪. أما خاصية «استقلالية أعضاء مجلس الإدارة» فقد كان لها تأثير إيجابي غير ذي دلالة إحصائية في توزيعات الأرباح، وكذلك الخاصية الثانية المتعلقة بحجم مجلس الإدارة فقد كان لها تأثير سلبي في توزيعات الأرباح غير ذي دلالة إحصائية.

جدول رقم (٦)

الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية وبطريقة الانحدار اللوجستي لمؤشر الحوكمة وخصائص الشركة الأخرى على التوزيعات

النماذج				الرمز	المتغيرات المستقلة
الانحدار اللوجستي		المربعات الصغرى العادية			
Logistic regressions		Ordinary Least Squares			
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول		
	**٢,٥٠٢		**٢,٠١٢	Ownership	نسبة ملكية المديرين
	(٠,٠١٢)		(٠,٠٣١)		
	١,٤٨٢-		٠,٠٠١-	BoardSize	حجم مجلس الإدارة
	(٠,١٣٨)		(٠,٩٩٩)		
	٠,٣٠٩		١,١٩٢	Indep.	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
	(٠,٧٥٨)		(٠,٢٣٤)		
	**١,٩١٥		**٢,٤٨٥	Duties	الفصل بالواجبات
	(٠,٠٤٦)		(٠,٠١٤)		
***٢,٦٣٦		**٢,٤٢٦		Gov-score	مؤشر حوكمة الشركات
(٠,٠٠٨)		(٠,٠١٦)			

تابع جدول رقم (٦):

النماذج				الرمز	المتغيرات المستقلة
الانحدار اللوجستي		المربعات الصغرى العادية			
Logistic regressions		Ordinary Least Squares			
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول		
***٤,٣٠١	***٤,٩٥٤	***٥,٤٩٩	***٥,٤١٠	CSize	حجم الشركة
(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)		
***٩,٧٩٧	***٩,٧٢٢	***١٥,٤١٢	***١٥,١٧٨	EPS	الأرباح بالسهم
(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)	(٠,٠٠٠)		
٠,٣٧٢	٠,٥٣٥	١,٢٩٦	١,٢٤٩	Leverage	الرافعة المالية
(٠,٧١٠)	(٠,٥٩٣)	(٠,١٩٦)	(٠,٢١٢)		
١,١١٩-	١,١٢٣-	٠,٣٤٨-	٠,٤٤٥-	Growth	نسبة النمو
(٠,٢٦٣)	(٠,٢٦٢)	(٠,٧٢٨)	(٠,٦٥٧)		
		٠,٤٤٥	٠,٤٤٦	R ²	معامل التحديد
		٠,٤٣٢	٠,٤٣٠	Adjusted R ²	معامل التحديد المعدل
		***٣٥,١٤٠	***٢٧,٥٩١	F-Test	اختبار «فيشر»
		٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	p-value	دلالة اختبار «فيشر»
٠,٧٥٩	٠,٧٦٢			Akaike	

للأعلى قيمة (T-Test)، وأسفل منها قيمة المعنوية (p-value).

ذات دلالة إحصائية عند: * ١٠٪، ** ٥٪، *** ١٪.

المتغير الضابط «نوع القطاع» - الذي يشمل (٧) متغيرات وهمية Dummy variables - أدرج ضمن النماذج ولكن لم يتم التقرير عنه في الجدول السابق لغايات الاختصار في النتائج.

اختبار تأثير المتغيرات الضابطة:

يلاحظ من الجدول رقم (٦) أن متغير حجم الشركة - الذي تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول - كان ذا تأثير إيجابي بتوزيعات الأرباح، وذا دلالة إحصائية عند أقل من ١٪ في النماذج الأربعة، فالشركات الكبيرة تميزت بدفع توزيعات

أكبر للمساهمين في سوق الكويت المالية، والشيء نفسه يقال بالنسبة للمتغير «الأرباح بالسهم». أما متغير «الرافعة المالية» فقد كان ذا تأثير إيجابي، بمعنى أن بعض الشركات التي تعتمد أكثر على الديون في تمويلها قد توزع أرباحاً أعلى؛ يُفسر ذلك بأنها قد تكون أكثر ربحية، أو أن بعض الشركات قد تضطر للاستدانة من أجل القيام بتوزيعات للأرباح، قد يكون ذلك جراء نقص السيولة لديها، على أية حال، لم يكن هذا المتغير ذا دلالة إحصائية في أي من النماذج الأربعة. أخيراً، فإن نسبة النمو كانت ذات أثر عكسي غير دال إحصائياً في توزيعات الأرباح؛ ويفسر ذلك بأن الشركات ذات نسبة النمو المرتفعة تعتمد إلى احتجاز الأرباح دون توزيعها.

فحص التأثير المتداخل بين توزيعات الأرباح والحوكمة:

من التحليل السابق يظهر وجود تأثير لجودة حوكمة الشركات في توزيعات الأرباح. ولكن من المحتمل أن يكون سبب هذا التأثير وجود تأثير متبادل أو متداخل بين المتغيرين (potential endogeneity)؛ بمعنى وجود تأثير لتوزيعات الأرباح في حوكمة الشركات. هذه العلاقة التبادلية لا يمكن أن تتحقق في علاقة توزيعات الأرباح بحوكمة الشركات، بسبب أن قرار توزيع الأرباح هو قرار آني يرتبط بالمديرين وبسياسة الإدارة في الشركة، في حين أن قرار بناء هيكل متين لحوكمة الشركات هو قرار طويل الأجل ويتعلق بثقافة الشركة بأكملها (Jiraporn et al, 2011).

يتفق هذا التصور مع العديد من الدراسات التي لم تجد تأثيراً متداخلاً بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات، منها دراسة (John and Knyazeva, 2006) التي أثبتت أن العلاقة التبادلية بين توزيعات الأرباح وحوكمة الشركات هي في اتجاه تأثير الحوكمة في توزيعات الأرباح، كما أشار (Ciceksever, et al, 2006) إلى أن قرار هيكل حوكمة الشركات هو قرار متخذ سلفاً ولا يتأثر بسياسة توزيع الأرباح. ويرى (Jiraporn et al, 2011) أن سياسة توزيع الأرباح وإن ارتبطت بجودة حوكمة الشركات في بعض الشركات، إلا أن هذه العلاقة لا يمكن أن تتحقق على مستوى الصناعة بأكملها.

وللتأكد من عدم وجود التأثير المتداخل بين المتغيرين فإننا نستخدم طريقة (Granger Causality test) والمستخدم من قبل كل من (Granger, 1969; Jiraporn and Ning, 2006; Adjaoud and Ben-Amar, 2010). هذه الطريقة تقوم على تقدير النموذجين التاليين:

النموذج الأول:

$$DPR_{i,t} = a_0 + a_1 CG - Score_i (t-1) + a_2 DPR_i (t-1) + \sum_{k=1}^{n=11} \alpha_k Control Variables_{i,k} + \varepsilon_i \quad \dots\dots\dots (2)$$

حيث إن:

$DPR_{i,t}$: المتغير التابع: معدل توزيع الأرباح على المساهمين للشركة (i) في السنة الحالية (t).

$CG-Score_i (t-1)$: متغير مستقل: مؤشر حوكمة الشركات للشركة (i) في السنة السابقة (t-1).

$DPR_i (t-1)$: متغير مستقل: سياسة توزيع الأرباح للشركة (i) في السنة السابقة (t-1).
 $Control Variables_{i,k}$: مجموعة المتغيرات الضابطة، وعددها (11) متغيراً للسنة الحالية.
 ε_i : الخطأ العشوائي.

النموذج الثاني:

$$CG - Score_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG - Score_i (t-1) + \beta_2 DPR_i (t-1) + \sum_{k=1}^{n=11} \beta_k Control Variables_{i,k} + \varepsilon_i \quad \dots\dots\dots (3)$$

حيث إن:

$CG-Score_{i,t}$: المتغير التابع: مؤشر حوكمة الشركات للشركة (i) في السنة الحالية (t).

$CG-Score_i (t-1)$: متغير مستقل: مؤشر حوكمة الشركات للشركة (i) في السنة السابقة (t-1).

$DPR_i (t-1)$: متغير مستقل: معدل توزيع الأرباح على المساهمين للشركة (i) في السنة السابقة (t-1).

$Control Variables_{i,k}$: مجموعة المتغيرات الضابطة، وعددها (11) متغيراً للسنة الحالية.
 ε_i : الخطأ العشوائي.

وحتى لا يكون هناك تأثير متداخل بين المتغيرين (التوزيعات والحوكمة) وتكون العلاقة فقط في اتجاه واحد من خلال تأثير حوكمة الشركات في توزيعات الأرباح؛ فإن إحصائية (α_1) في النموذج الأول يجب أن تكون مختلفة عن الصفر وبدلالة إحصائية،

في حين يجب أن تكون إحصائية (β_2) في النموذج الثاني لا تختلف عن الصفر بدلالة إحصائية (Jiraporn and Ning, 2006; Adjaoud and Ben-Amar, 2010). في المقابل إذا كان هناك تأثير لتوزيعات الأرباح في حوكمة الشركات يجب أن تكون (β_2) مختلفة عن الصفر وبدلالة إحصائية، في حين أن تكون إحصائية (α_1) لا تختلف عن الصفر بدلالة إحصائية.

هذا يعني أن يكون لمؤشر حوكمة الشركات في السنة السابقة ($CG-Score_{t-1}$) تأثير في سياسة توزيع الأرباح للسنة الحالية؛ بمعنى أن تكون العلاقة بينهما أصيلة ومستمرة عبر السنوات وليست أنية، فحوكمة الشركات كما أسلفنا قرار إستراتيجي وليس أنياً ويمتد أثره عبر السنوات. في المقابل لا يكون لسياسة توزيع الأرباح في السنة السابقة أي تأثير في هيكل حوكمة الشركات في السنة الحالية، أو بعبارة أخرى لا يستطيع المديرون - ممن في يديهم سياسة توزيع الأرباح- التأثير على هيكل الحوكمة الحالي. هذا التحليل للتأثير المتداخل أبسط وأقرب للمنطق من التحليل الذي جاءت به دراسة (Jiraporn et al, 2011) والمستند إلى تحليل المربعات الصغرى العادية ذات المرحلتين (two-stage least squares 2SLS). على أية حال، ظهر تحليل التأثير المتداخل بين متغيري الحوكمة والتوزيعات كما في الجدول رقم (٧)، وقد تم فيه تقدير النموذجين السابقين لفترة ثلاثة سنوات (٢٠٠٩-٢٠١١) فقط بعد أن تم أخذ فترة إبطاء سنة واحدة للخلف (Lagged -1) لمتغيري حوكمة الشركات ومعدل توزيع الأرباح على المساهمين كما يظهر في النموذجين السابقين (٢، ٣).

يلاحظ من الجدول رقم (٧) أن متغير «مؤشر حوكمة الشركات» (α_1) في النموذج الأول له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية في متغير «معدل توزيعات الأرباح على المساهمين» (عند أقل من ٥٪)، وفي المقابل فإن متغير «معدل توزيعات الأرباح على المساهمين في السنة السابقة» (β_2) في النموذج الثاني لم يكن يختلف عن الصفر وهو غير دال إحصائياً؛ مما يعني وجود تأثير لحوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، وليس العكس، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة التي أثبتت عدم وجود علاقة تبادلية بين حوكمة الشركات والتوزيعات إلا في اتجاه واحد هو تأثير الحوكمة في التوزيعات؛ وعليه يمكن الاطمئنان لنتائج اختبار الفرضيات.

جدول رقم (٧)
اختبار التأثير المتبادل (المتداخل) بين حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح

التموج الثاني CG-Score (t)		التموج الأول DPR (t)		الرمز	المتغيرات
t-Statistic (p-value)	الميل (β) Coefficient	t-Statistic (p-value)	الميل (β) Coefficient		
***٣,٣٤٥ (٠,٠٠٠)	٠,٥٩٩	***٣,٤٥١ (٠,٠٠٢١)	٠,٠١٥	-/+	مؤشر الحوكمة المؤسسة للسنة السابقة
٠,٨٢٢- (٠,٤٠٦)	٠,٠٠٤-	***٢٢,٤٩٦ (٠,٠٠٠)	٠,١٤٦	-	معدل توزيع الأرباح على المساهمين للسنة السابقة
١,٩٦٣ (٠,٠٥٠)	٠,٠٩٩	***٢,١٩٤ (٠,٠٢٩)	٠,٠٠٧	+	حجم الشركة
٠,٧١٣ (٠,٤٧٦)	٠,٠١٢	***١٠,٣٤٩ (٠,٠٠٠)	٠,٠٠١	+	الأرباح بالسهم
٠,٠٠٣ (٠,٩٩٨)	٠,١٤٨	١,٤٠٧ (٠,١٦٠)	٠,٠٠٥	-/+	الرافعة المالية
***٣,٢٢٠ (٠,٠٠١)	٠,٠٨٥	١,٢٤٤ (٠,٢١٤)	٠,٠٠٢	-/+	نسبة النمو
				٠,٧١٠	معامل التحديد
				٠,٧٠٧	معامل التحديد المعدل
				***١١٩,٠٨٣	اختبار «فيشر»
				٠,٠٠٠	دلالة اختبار «فيشر»

للأعلى قيمة t-test، وأسفل منها قيمة المعنوية (p-value).
 ذات دلالة إحصائية عند: * /١٠، ** /٥، *** /١.
 المتغير الضابط «نوع القطاع» الذي يشمل (٧) متغيرات وهمية أدرج ضمن النماذج ولكن لم يتم التقرير عنه في الجدول السابق لغايات الاختصار في النتائج.

علاقة توزيعات الأرباح بحوكمة الشركات في ظل قيود التمويل الخارجي؛

تفترض النظرية أن هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح وحوكمة الشركات فقط في حال أن الشركة لا تواجه صعوبات في التمويل الخارجي (external financing constraints)، فالشركات التي تقوم بالتوزيعات تلجأ عادة إلى التمويل الخارجي؛ نظراً لنفاذ تمويلها الداخلي في التوزيعات أو قد تلجأ للتمويل الخارجي للقيام بالتوزيعات. على أية حال، فإن الشركات التي تواجه صعوبات في التمويل الخارجي لن تستطيع القيام بالتوزيعات وستتقي حينها العلاقة الإيجابية بين التوزيعات وحوكمة الشركات.

وعلى غرار العديد من الدراسات التي بحثت في دور صعوبات التمويل الخارجي في العلاقة بين التوزيعات والحوكمة (على سبيل المثال: Miller and Roch, 1985; Chae et al, 2009; Jiraporn et al, 2011)، فإن الدراسة الحالية تعطي دليلاً إضافياً حول هذه العلاقة من سوق ناشئة كسوق الكويت المالية.

لقياس مدى مواجهة الشركة لصعوبات في الحصول على التمويل الخارجي تم استخدام «عدم تماثل المعلومات» (information asymmetry)؛ إذ إنه في ظل عدم تماثل المعلومات التي يحصل عليها مجموعتا المديرين والممولين فإن الفئة الأخيرة تحجم عن تمويل الشركة بسبب عدم قدرتها على مراقبة أعمال الشركة ونقص ما لديها من معلومات حول وضع الشركة الحالي والمستقبلي والتي تكون متاحة للمديرين (Miller and Roch, 1985)، وقد عرف عدم تماثل المعلومات على أنه الحالة التي تكون فيها بعض المعلومات المهمة معروفة لبعض المستثمرين فقط وليس لجميعهم، ويؤدي عدم تماثل المعلومات إلى جعل السوق المالية غير كفؤة (علي، ٢٠٠٩: ٢٦). إن المعلومات المتاحة لصناع السوق بشأن الأوراق المالية تكون عادة أقل مما هو متاح لإدارة المنشأة، وهو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات (هندي، ٢٠١٢).

وقد أشار علي، (٢٠٠٩) إلى أن عدم تماثل المعلومات يرتبط ارتباطاً وثيقاً بنظرية الوكالة (agency theory)، التي تهدف إلى تعظيم منفعة الأطراف الداخلة في هذه العلاقة، إلا أن حالة عدم التأكد بسبب عدم تماثل المعلومات بين الأطراف سيؤدي إلى تعارض بالمصالح، وفي مجال التمويل الخارجي فإن إدارة الشركة تمتلك قدراً أكبر من المعلومات -مقارنة بما يمتلكه الممول- والتي تخص كيفية الاستثمار وحجم المخاطرة التي تقابل العائد، كما أن الشركة تسعى إلى استثمار الأموال المقترضة في مشاريع

أكثر ربحية، مما يعني أنها أكثر مخاطرة كذلك وهذا ما لا يفضله الممولون؛ مما يعني وجود حالة عدم تماثل للمعلومات ونشوب تعارض في مصالحهما. ومن ثم فإن الشركة ستواجه صعوبات في الحصول على تمويل خارجي وإن حصلت عليه فسيكون بتكلفة أكبر. فهل هناك تأثير لحوكمة الشركات في توزيعات الأرباح في سوق الكويت المالية في ظل صعوبات التمويل الخارجي؟

للإجابة عن السؤال السابق، سيتم استخدام عدم تماثل المعلومات كمغير وكيل (proxy variable) لصعوبات التمويل الخارجي، وقد تم استخدام طريقة الهامش (Bid-Ask Spread) وهي الطريقة المستخدمة من قبل العديد من الدراسات السابقة (انظر: Lee et al, 1993; Healy et al, 1999)، إذ إن المستثمرين يقومون بالبيع والشراء بناءً على المعلومات المتوفرة لديهم، ووجود معلومات خاصة لدى بعض المستثمرين يدفع الهامش إلى الزيادة؛ نظراً لوجود عدم تماثل للمعلومات، والذي يتم قياسه في هذه الحالة بالفرق بين سعر أفضل عرض بيع وسعر أفضل طلب شراء مقسوماً على متوسط السعر اليومي للسهم (علي، ٢٠٠٩: ٦١-٦٢). ولدراسة أثر حوكمة الشركات في التوزيعات في ظل الصعوبات المالية تم تقسيم الشركات إلى قسمين: القسم الأول الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة، وهي التي تزيد عن الوسيط، والأخرى ذات حوكمة الشركات المنخفضة وهي التي تتخفف فيها الحوكمة إلى ما دون الوسيط، وفي كل نموذج تم دراسة تأثير عدم تماثل المعلومات باعتبار ذلك متغيراً مستقلاً، وخصائص الشركة الأخرى كمتغيرات ضابطة في المتغير التابع «توزيعات الأرباح» باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول رقم (٨).

جدول رقم (٨)
اختبار تأثير صعوبات التمويل الخارجي في العلاقة بين حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح

نموذج الشركة ذات الحوكمة المنخفضة		نموذج الشركة ذات الحوكمة المرتفعة		الإشارة المتوقعة	الرمز	المتغيرات
t-Statistic (p-value)	Coefficient	t-Statistic (p-value)	Coefficient			
٠,٩٠٠ (٠,٤٦٤)	٦,٨٢٨	٠,٠٢١- (٠,٩٨٣)	٠,٠٢٧-	-	ASY	صعوبات التمويل الخارجي
١,٤١٩ (٠,٢٥١)	٠,٠٢٥	٠,٥٧٠ (٠,٥٧٥)	٠,٠١٣	-/+	CSize	حجم الشركة
**٣,٣٠٢ (٠,٠٤٦)	٠,٠٠٠	**٧,٧٥٢ (٠,٠٠٠)	٠,٠٠٤	-/+	EPS	الأرباح بالسهم
٠,٦٣٠- (٠,٥٧٤)	٠,٠٣١-	٠,٠٥٧ (٠,٩٥٦)	٠,٠٠٦	-/+	Leverage	الرافعة المالية
٠,٢١٥ (٠,٨٤٤)	٠,٠٢٠	١,١٢٦- (٠,٢٧٤)	٠,١١٣-	-	Growth	نسبة النمو
٠,٩٤٣		٠,٨٠٦			معامل التحديد	
٠,٨٤٩		٠,٧٥٥			معامل التحديد المعدل	
٩,٩٨٩		١٥,٨٠٥			اختبار فيشر	
٠,٠٤٣		٠,٠٠٠			دلالة اختبار فيشر	

للأعلى قيمة t-test، وأسفل منها قيمة المعنوية (p-value).
 ذات دلالة إحصائية عند: * ١٠٪، ** ٥٪، *** ١٪.
 المتغير الضابط «نوع القطاع» الذي يشمل (٧) متغيرات وهمية أدرج ضمن النماذج ولكن لم يتم التقرير عنه في الجدول السابق لغايات الاختصار في النتائج.

من الجدول (٨) وبالنظر إلى إشارة الميل (Coefficient) لمتغير «صعوبات التمويل الخارجي» نلاحظ أنه سالب لنموذج الشركات ذات الحوكمة المرتفعة، وموجب لنموذج الشركات ذات الحوكمة المنخفضة؛ وهذا يعني أن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تُحجم عن دفع توزيعات أرباح للمساهمين عند مواجهتها لصعوبات التمويل الخارجي، في حين أن الشركات ذات الحوكمة المنخفضة فإنها قد تقوم بالتوزيعات على الرغم من مواجهتها لصعوبات في التمويل. على أية حال، فإن هذه العلاقات لم تكن ذات دلالة إحصائية في النموذجين، وعليه لا يمكننا القول إن صعوبات التمويل الخارجي تؤثر في العلاقة بين الإيجابية بين حوكمة الشركات والتوزيعات في الشركات الكويتية، هذه النتائج تختلف عن نتائج العديد من الدراسات السابقة (مثلاً: Jiraporn et al, 2011; Chae et al, 2009) والتي بينت أن هناك تأثيراً إيجابياً لحوكمة الشركات في التوزيعات فقط عندما لا تواجه الشركة صعوبات في التمويل الخارجي.

مناقشة نتائج الدراسة والتوصيات:

هناك نظريتان مفسرتان للعلاقة بين توزيعات الأرباح وحوكمة الشركات؛ الأولى تقوم على أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لزيادة جودة حوكمة الشركات في الشركة، وذلك في سبيل توزيع الجزء المتاح من النقدية للحد من تعارض المصالح وتكلفة الوكالة فيها، وبمعنى آخر، وجود علاقة موجبة بين الحوكمة والتوزيعات. النظرية الثانية، تقوم على وجود علاقة عكسية بين التوزيعات وجودة حوكمة الشركات؛ وتبريرها في ذلك أن انعدام الرقابة والشفافية وانخفاض الحوكمة تقود الإدارة إلى استغلال موارد الشركة في استثمارات غير كفؤة أو توزيعها على المساهمين، في حين أن وجود حاكمية مرتفعة يعمل على استغلال التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين.

اختبرت هذه النظريات في عدة أسواق مالية متقدمة، وقد أعطت الدراسات السابقة نتائج متباينة في هذا الصدد، غير أن هذه النظريات لم تتل نصيبها من البحث والدراسة في الأسواق المالية العربية الناشئة؛ من هنا فإن الدراسة الحالية هدفت إلى البحث في العلاقة بين توزيعات الأرباح وحوكمة الشركات في (٨٦) بالمائة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالية خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١١)، وفي ثنايا ذلك اختبرت عدة متغيرات ضابطة منها حجم الشركة، والأرباح بالسهم، والمديونية، وفرص نمو الشركة، ونوع القطاع. يمكن تلخيص نتائج الدراسة وتوصياتها كما يلي:

نتائج الدراسة:

عبر استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية الوصفية والتجريبية توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج هي كما يلي:

أولاً - نتائج الدراسة الوصفية:

١- تبين من الدراسة الوصفية أن الشركات التي وزعت أرباحاً كانت الأكبر حجماً، وأكثر ربحية، ومديونية، وتتمو بشكل أسرع مقارنة مع غيرها من الشركات التي لم تقم بالتوزيعات.

٢- وجدت الدراسة من استطلاع مدى تحقق شروط حوكمة الشركات أن الشركات الكويتية تفي فيها مجتمعة بنسبة تزيد عن (٥٠) بالمائة تقريباً، وقد تبين أن أكثر هذه الشروط تطبيقاً هو شرط الفصل بالواجبات بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، يليه شرط استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، وشرط ملكية المديرين، وأقلها تطبيقاً هو شرط حجم مجلس الإدارة.

٣- تميزت الشركات الموزعة للأرباح بأنها الأكثر تطبيقاً لشرط الحوكمة الخاص بنسبة ملكية المديرين وشرطي حجم مجلس الإدارة واستقلالية أعضائه، في حين تميزت الشركات غير الموزعة للأرباح بتطبيق شرط الفصل بالواجبات.

٤- أظهرت الدراسة التحليلية للعلاقة التبادلية بين المتغيرات، أن الشركات ذات حوكمة الشركات الجيدة في سوق الكويت المالية هي الأكبر حجماً، والأقل مديونية، والأكثر نمواً وتوزيعاً للأرباح على الرغم من كونها الأقل ربحية إلى السهم.

ثانياً - نتائج الدراسة التطبيقية:

١- توصلت الدراسة إلى نتائج تدعم وجود علاقة موجبة بين توزيعات الأرباح وجودة حوكمة الشركات، فالشركات الكويتية التي ارتفعت فيها مستويات حوكمة الشركات زادت توزيعات الأرباح فيها خلال فترة الدراسة؛ مما يؤشر إلى أن تلك الشركات تعمل على تخفيض تكلفة الوكالة وإزالة التعارض بين حملة الأسهم والمديرين عبر توزيع الفائض من التدفقات النقدية التي لم تستخدم في التمويل الداخلي.

٢- دلت الاختبارات التجريبية أن العلاقة بين توزيعات الأرباح والحوكمة في سوق الكويت المالية هي فقط في اتجاه تأثير الحوكمة في التوزيعات ولا وجود لمشكلة التأثير المتداخل بينهما، مما يعطي تطمينات حول صدق هذه العلاقة.

- ٣- لم تستطع الدراسة إثبات أو نفي وجود علاقة لتوزيعات الأرباح في حوكمة الشركات في ظل قيود التمويل الخارجي، أو بمعنى آخر، لم تستطع إثبات تأثير صعوبات التمويل الخارجي في العلاقة بين الحوكمة والتوزيعات.
- ٤- أشارت الاختبارات إلى وجود تأثير إيجابي لكل من حجم الشركة وربحيتها في توزيعات الأرباح، ولم يكن للمتغيرات الضابطة الأخرى تأثير ذو دلالة معنوية في نموذج الدراسة.

توصيات الدراسة، ومحدداتها والدراسات المستقبلية؛

- ١- توصي الدراسة بالإسراع في تجهيز وإصدار معايير حوكمة الشركات في الكويت، مع الاسترشاد بأفضل الممارسات في هذا المجال من الدول المتقدمة والبيئات المشابهة للبيئة الكويتية.
- ٢- دعوة الشركات الكويتية لمزيد من الالتزام بأفضل ممارسات حوكمة الشركات؛ لما لذلك من تأثيرات على الشفافية والعدالة داخل المنظمة وحل للنزاعات وتعارض المصالح فيها.
- ٣- إن التطبيقات العملية لنتائج الدراسة تتأتى من رصد التأثير الإيجابي لكل من الحوكمة وحجم الشركة وربحيتها في التوزيعات وهي مؤشرات هامة للمستثمرين.
- ٤- تكمن محددات الدراسة في العينة والفترة الزمنية؛ لذا لا بد من الانتباه بشأن تعميم هذه النتائج والتي قد تختلف من عينة لأخرى أو من فترة زمنية لأخرى.
- ٥- لم تستطع الدراسة البحث في كافة العوامل المتعلقة بالعلاقة بين التوزيعات والحوكمة؛ لذا توصي بدراسة تأثير حوكمة الشركات في سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على قيمة الشركة في السوق الكويتية وغيرها من الأسواق الناشئة، كما توصي بدراسة علاقة التوزيعات بجودة الأرباح.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

- أبو عمشة محمد كمال، ٢٠١١، إدارة المخاطر في ظل التحكم المؤسسي للمصارف الكويتية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، المجلد ٣٧، العدد ١٤١: ٢٥٧-٣٢٢.
- بورسلي، أماني، ٢٠١١، آثار تطبيق معايير الحوكمة الحديثة وأسس التقييم، فصل في كتاب: حوكمة الشركات، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت: مكتبة آفاق.
- حمدان علاء محمد، ٢٠١١، تقييم مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية وعلاقته بحوكمة الشركات في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة جامعة الملك سعود: العلوم الإدارية، المجلد ٢٣، العدد ٢: ٢٢٣-٢٥٤.
- حمدان علاء، السرطاوي عبد المطلب، وجبر رائد، ٢٠١٣، أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت المالية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد ٢٠، العدد ٢: ٢٥٥-٣٠٢.
- الديحاني طلاع محمد، واللوغانبي نبيل عيسى، ٢٠٠٤، سياسة توزيع الأرباح النقدية وعلاقتها بسياساتي الاستثمار والتمويل: حالة تطبيقية في السوق الكويتية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السابع، العدد الأول: ١-٢٢.
- زعرب حمدي، وشراب صباح، ٢٠٠٧، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني: ٥٥٧-٥٧٠.
- زيدان عمرو، ٢٠٠٥، مراحل ومعوقات نمو الشركات الصناعية العائلية، العدد الأول، القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية.
- شبيطة دعاء فوزي، وحداد فايز سليم، ٢٠١٠، تأثير المخاطر النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد السابع والثلاثون، العدد الأول: ٢٠٤-٢٢١.
- الشحادات محمد قاسم، وعبد الجليل توفيق حسن، ٢٠١٢، أثر تبني الشركات المساهمة العامة الأردنية لمبادئ حوكمة الشركات في قرارات المستثمر المؤسسي في بورصة عمان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد ٨، العدد ١: ١-٢١.
- علي هيثم يوسف، ٢٠٠٩، أثر عدم تماثل المعلومات على معدل العائد السوقي للسهم في ظل التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة للفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٧، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- عواد، بهاء صبحي، ٢٠١١، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن.

- الميداني محمد أيمن عزت، ٢٠١٠، الإدارة التمويلية في الشركات، الإصدار الثالث، الطبعة السادسة، دار العبيكان للنشر: الرياض.
- نور عبد الناصر، ٢٠٠٣، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد السابع عشر، العدد الأول: ٦٧-٤١.
- نور عبد الناصر، والفضل مؤيد، ٢٠٠٣، علاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد الثلاثون، العدد الأول: ١٩٧-١٨٣.
- ياسين محمد، ٢٠٠٨، قياس مستوى التحفظ في السياسات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وأثره على جودة الإفصاح عن البيانات المالية للبنوك التجارية الأردنية، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. 2010. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? Journal of Business Finance & Accounting, 37 (5) & (6): 648-667.
- Al-Deehan, T. M. 2003. Determinants of Dividend Policy: The Case of Kuwait. Journal of Economic & Administrative Sciences, 19 (2): 59-76.
- Alfaraih, M., Alanezi, F., and Almujaed, H. 2012. The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait. International Business Research, 5 (10): 192-200.
- Aljifri, K., and Moustafa, M. 2007. The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UAE Firms: An Empirical Analysis. Journal of Economic & Administrative Sciences, 23 (2): 71-93.
- Al-Kuwari, D. 2009. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. Global Economy & Finance Journal, 2 (2): 38-63.
- Al-Kuwari, D. 2012. Are Large Shareholders Conducting Influential Monitoring in Emerging Markets? An Investigation into the Impact of Large Shareholders on Dividend Decisions: The Case of Kuwait. Research in World Economy, 3 (2): 52-67.
- Al-Malkawi, H. Z. 2007. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. Journal of Economic & Administrative Sciences, 23 (2): 44-70.
- Al-Malkawi, H. Z. 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. International Journal of Business, 13 (2): 177-195.
- Al-Mutairi, A. 2013. Ownership Concentration, Family Control and Corporate Value. Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies. 39 (148): 17-41.

-
- Al-Mutairi, A., and Al-Omar, H. 2009. Dividend Payout, Earnings and Size in Banking Sector: Evidence from Kuwait. *The Arab Journal of Accounting*, 12 (1): 78-93.
 - Al-Mwalla, M., and Al-Omari, A. 2010. The Relationship between P/E Ratio, Dividend Yield Ratio, Size and Stock Returns in Jordanian Companies: A Co-integration Approach. *International Research Journal of Finance and Economics*, (49): 87-103.
 - Al-Qaisi, K. M., and Omet, G. M. 2010. Dividend Policy at the Amman Stock Exchange: The Stability Issue During 1995-2005. *Journal of Dirasat, Administrative Sciences*, 37 (1): 229-236.
 - Al-Saidi, M. 2010. Corporate governance and firm performance: the case of Kuwait. PhD thesis, University of Portsmouth.
 - 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.
 - Alshammari, T. 2012. Dividend Policies in Kuwait. Las Vegas International Academic Conference, 15th to 17th October, Las Vegas, Nevada, United States of America.
 - AL-Wasmi , M. 2011. Corporate Governance Practice In the GCC: Kuwait as a Case Study, Unpublished doctoral dissertation, Brunel University.
 - Baydoun, N., Maguire, W., Ryan, N., and Willett, R. 2013. Corporate governance in five Arabian Gulf countries. *Managerial Auditing Journal*, 28 (1): 7-22.
 - Bouresli, A. K., and Abdulsalam, F. A. 2005. Exploring Determinants of Dividend Payout Policies: Evidence from Kuwait Stock Exchange. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 12 (2): 313-344.
 - Campbell, J. 1996. Understanding risk and return. *Journal of Political Economy*, 104 (1): 298-345.
 - Chae, J., Kim, S., and Lee, E. 2009. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Banking and Finance*, 33 (1): 2093-2101.
 - Chae, J., Kim, S., and Lee, E. 2009. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Banking and Finance*, 33 (1): 2093-2101.
 - Chung, K., and Zhang, H. 2011. Corporate Governance and Institutional Ownership, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1): 247-273.
 - Ciceksever, B., Kale, J., and Ryan, H. 2006. Corporate governance, debt, and activist institutions. Working paper, Georgia State University.
 - CSR's, Capital Standards. 2010. Corporate Governance Code – Kuwait: Principles and Recommended Best Practices for Public Companies.
 - DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory, *Journal of Financial Economics*, 81 (1): 227-254.

- Fallatah, Y., and Dickins, D. 2012. Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6 (36): 10025-10034.
- Fama, E., and French, K. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60 (1): 3-43.
- Farinha, J. 2003. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (9&10): 1173-209.
- Gordon, M. J. 1963. Optimal Investments and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18 (2): 264-272.
- Granger, C. 1969. Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methods. *Econometrica*, 37 (3): 424-38.
- Hamdan, A., and Al-Sartawi, A. 2012. Corporate Governance and Institutional Ownership: evidence from Kuwait's financial sector. *Jordan Journal of Business Administration*, 9 (1):
- Hamdan, M. M. 2010. The Relationship between Creative Accounting and Dividend Payments: Evidence from Dubai Financial Market. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2 (7): 224-238.
- Healy, P., Hutton, A., and Palepu, K. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16 (1): 485-520.
- Holder, M., Langrehr, F., and Hexter, J. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27 (3): 73-82.
- Jiraporn, P., and Ning, Y. 2006. Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance, *Journal of Applied Finance*, 16 (1): 24-36.
- Jiraporn, P., and Ning, Y. 2006. Dividend Policy, Shareholder Rights and Corporate Governance Provisions. *Journal of Applied Finance*, (Fall/Winter), 24-36.
- Jiraporn, P., Kim, J., & Kim, Y. 2011. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *The Financial Review*, 46 (1): 251-279.
- John, K., and Knyazeva, A. 2006. Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. Working paper, New York University and University of Rochester.
- Juhmani, O. I. 2009. Determinants of Dividend Payout Policy: Evidence from Bahraini Firms. *Journal of International Finance and Economics*, 9 (2): 77-86.
- Khrawish, H. A. 2011. Dividend Yields and Expected Stock Returns: Evidence from Banking Sector in Amman Stock Exchange (ASE). *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (34): 134-146.
- Krinsky, I., and Lee, J. 1996. Earnings announcements and the components of the bid-ask spread. *Journal of Finance*, 51 (1): 1523-1535.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, 55 (1): 1-33.
- Lee, C., Mucklow, B., and Ready, M. 1993. Spreads, depths and the impact of earnings information: an intraday analysis. *The Review of Financial Studies*, 6 (1): 345-374.
- McManus, I.D., Gwilym, O. A., and Thomas, S. H. 2002. A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns, Size, Dividend Yield and Payout Ratio. Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=314781>.
- Michaely, R. and M. Roberts, 2006. Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry: Lessons from the dividend policies of private firms. Working paper, Cornell University.
- Miller, M. and Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34 (1): 411-433.
- Miller, M., and Rock, K. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40 (1): 1031-1051.
- Mitton, T. 2004. Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 5 (1): 409-26.
- Renneboog, L. and P. Szilagyi, 2006. How relevant is dividend policy under low shareholder protection? Working paper, Tilburg University.
- Renneboog, L., and Trojanowski, G. 2007. Control Structures and Payout Policy. *Managerial Finance*, 33 (1): 43-64.
- Syed, Z., Yuan, H., and Zafar, Z. 2010. Earnings Management and Dividend Policy An Empirical comparison between Pakistani Listed Companies and Chinese listed Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, (35): 51-60.