

العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي

علام محمد موسى حمدان*

ملخص

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح في عينة مكونة من (175) شركة مساهمة عامة كويتية، وهي تمثل (86%) من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة (2008-2011). وباستخدام مجموعة من الاختبارات المعلمية وغير المعلمية، حصلت الدراسة على أدلة تجريبية تدعم وجود علاقة ايجابية بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، وتدعم فرضية أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لجودة الحاكمية المؤسسية، ولم تؤثر في هذه العلاقة صعوبات التمويل الخارجي.

الكلمات الدالة: الحاكمية المؤسسية؛ توزيعات الأرباح؛ سوق الكويت المالية؛ نظرية الوكالة؛ صعوبات التمويل الخارجي.

المقدمة

وعلاقتها بمختلف الجوانب؛ مما يسهم في إثراء أدبيات نظرية الوكالة التي تفسر سياسة توزيع الأرباح، وتسهم في النقاش الدائر حول هذه العلاقة الجدلية، بالإضافة إلى فحص علاقتها بالخصائص المختلفة للشركة: حجم الشركة، وربحيتها، وحجم مديونيتها، وفرص نموها.

تكمن مشكلة الدراسة الأساسية في الإجابة عن التساؤلات الآتية: هل حققت الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية شروط الحاكمية المؤسسية؟ هل يتحقق دور للحاكمية المؤسسية في تخفيض مشكلات الوكالة في السوق المالية الكويتية من خلال دورها في التأثير على سياسة توزيع الأرباح؟.

بُحثت العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح في سبعة قطاعات اقتصادية داخل سوق الكويت المالية، وخضعت ست وثمانون بالمائة تقريباً من شركاتها للبحث والتحليل خلال فترة أربع سنوات، وقد وظفت أربع خصائص للحاكمية المؤسسية لقياس مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركات الكويتية، وهذه الخصائص مستقاة من مجموعة خصائص مثالية للحاكمية المؤسسية قدمتها منظمة (Institutional Shareholder Services ISS) واستخدمت في الفترة الأخيرة من قبل العديد من الدراسات في مجال المحاسبة والمالية والقانون، واثبتت فائدتها في عدة مجالات.

وفقاً للإطار العام لنظرية الوكالة، فإن هناك صلة مباشرة بين جودة الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Quality) وسياسة توزيع الأرباح؛ إذ تحقق الحاكمية المؤسسية التوازن بين مصالح حملة الأسهم والمديرين، ومن ثم تحد من مشكلات الوكالة؛ وعليه، فإن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة لا بد من أن يقل فيها تضارب المصالح بين حملة الأسهم والمديرين، وكننتيجة نهائية فإن الحاكمية المؤسسية لا بد أن يكون لها دور في سياسة توزيع الأرباح (Adjaoud and Ben-Amar, 2010).

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم دليل اضافي حول علاقة الحاكمية المؤسسية بسياسة توزيع الأرباح، وتكمن أهميتها في تقديمها الدليل التطبيقي من احدى الأسواق المالية الناشئة وهي السوق المالية الكويتية، 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 الحاكمية المؤسسية في الكويت

* أستاذ المحاسبة المشارك، رئيس قسم المحاسبة والاقتصاد، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية، مملكة البحرين.

Allamh3@hotmail.com

تاريخ استلام البحث 2013/4/9 وتاريخ قبوله 2013/10/20.

نظمت الدراسة في خمسة أجزاء أساسية: الجزء الأول منها يهدف إلى التأصيل النظري للحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة التي توّطر العلاقة بينهما، ثم يستعرض الجزء الثاني الدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات الدراسة، أما 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 واسلوب اختبارها، يليه الجزء الرابع الذي خصص للدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات، أما الجزء الأخير، فإنه يعمد إلى مناقشة نتائج الدراسة وتقديم التوصيات مع بيان محددات الدراسة واقتراح دراسات مستقبلية.

1. الإطار النظري والدراسات السابقة:

1.1. سياسة توزيع الأرباح على المساهمين:

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة (الميداني، 2010)، والمفاضلة بين هذين الاختيارين أو الموازنة بينهما يعد من أهم القرارات التمويلية في الشركة؛ فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توافر السيولة الكافية لذلك، وهو يعني "ضمنياً" أن ليس لدى الإدارة فرص للاستثمار في المستقبل، أما احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فيعطي مؤشرات أن هناك استثمارات وفرص لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات رابحة تسعى إلى تمويلها مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم، ويعد 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 الاستمرارية 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 كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتوزع ما تبقى من الأرباح (عواد، 2011).

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة (الميداني، 2010)، والمفاضلة بين هذين الاختيارين أو الموازنة بينهما يعد من أهم القرارات التمويلية في الشركة؛ فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توافر السيولة الكافية لذلك، وهو يعني "ضمنياً" أن ليس لدى الإدارة فرص للاستثمار في المستقبل، أما احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فيعطي مؤشرات أن هناك استثمارات وفرص لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات رابحة تسعى إلى تمويلها مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم، ويعد 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 الاستمرارية 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 كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتوزع ما تبقى من الأرباح (عواد، 2011).

توزيعات الأرباح، يليهما حجم الشركة، في حين تتأثر عكسياً بتوزيعات أسهم المنحة. ولم تكن التوزيعات النقدية للفترة السابقة هي وحدها التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح الحالية، بل الأرباح المتوقعة للفترة القادمة التي تعد أحد أهم العوامل التي يأخذها في الحسبان متخذ قرار التوزيع في الشركات الكويتية، يليها مستوى السيولة الحالية (Alshammari, 2012). كما أشارت دراسات أخرى إلى ان متخذ القرار الكويتي لا يتبع منهج "متبقي التوزيعات" المقترح من (Modigliani and Miller) الذي يقوم على توزيع ما يتبقى من الأرباح بعد تمويل الاستثمارات المجدية، فلا يوجد ارتباط بين سياستي التوزيع والاستثمار في الشركات الكويتية (الديحاني واللوغانى، 2004)، كما أن متخذي القرار يهتمون بمحفزات دفع التوزيعات ذات التأثير في قيمة الشركة، ولا يولون اهتماماً للمحفزات الأخرى التي لا تؤثر في قيمة الشركة (Al-Deehani, 2003). وكانت دراسة Boursesli and Abdulsalam, (2005) قد وجدت أن الشركات الكويتية الموزعة للأرباح تميزت بأنها الأعلى ربحية، وذات نسب سوقية إلى دفترية أعلى، والأكثر نمواً، والأكبر حجماً، والأقل مديونية. كما أشارت نتائجها إلى أن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في السوق المالية الكويتية هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية.

في البحرين حددت دراسة Juhmani (2009) العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية، وقد تبين أن أكثر العوامل تأثيراً في توزيعات الأرباح الحالية هي على الترتيب: توزيعات الأرباح للعام السابق، والربحية، وحجم الشركة. بينما لم يجد تأثيراً للمديونية في سياسة توزيع الأرباح، وهذا ما يخالف الأسواق المالية مثيلاتها في السعودية والكويت.

وبالعودة 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 الشركة وعمرها وربحيتها علاقة إيجابية بتوزيعات الأرباح، كما وجدت أن للرافعة المالية علاقة عكسية بتوزيعات الأرباح، وقد خصلت هذه الدراسة إلى دعم نظرية الوكالة والاتساق مع نظرية أولويات التمويل، بينما لم تدعم ارتباط عدم تماثل المعلومات بالتوزيعات

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 مع نتائج دراسة نور والفضل، (2003)، بينما في دراسة أخرى أجريت على السوقيين الماليين الأردني والعراقي، بين 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.

وُجد العديد من العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، فهناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة وربحيتها ونسب نموها وتوزيعات الأرباح، بينما تؤثر المديونية والمخاطرة بشكل سلبي على التوزيعات، في حين أن أصول الشركة وسيولتها لم يكن لها تأثير في توزيعات الأرباح في السوق المالية السعودية (Salameh et al, 2012)، أما في السوق المالية الكويتية، فقد أوضحت (Al-Kuwari, 2012) أن الحصة المملوكة من الحكومة باعتبارها أحد كبار المساهمين تؤدي دوراً مهماً في مراقبة قرار توزيع الأرباح، وقد لوحظت زيادة احتمالات التوزيعات بزيادة استثمار المؤسسات الحكومية وربحية الشركة، بينما تتخفف التوزيعات بزيادة الرافعة المالية للشركة، وبشكل عام، فقد وجدت هذه الدراسة أن التوزيعات في سوق الكويت تهدف إلى تخفيض نزاع الوكالة وتعارض المصالح (agency conflict) بالإضافة إلى حماية حقوق الأقلية وتجنب استغلالهم. وكانت (Al-Kuwari, 2009) قد بينت سابقاً العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في السوق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، كانت النتائج متشابهة إلى حد كبير؛ فملكية الحكومة في أسهم الشركة وحجم الشركة وربحيتها كلها عوامل لها تأثير إيجابي في توزيعات الأرباح، بينما كان للمديونية أثر سلبي في توزيعات الأرباح. في الوقت ذاته، وبينت نتائج دراسة (Al-Mutairi and Al-Omar, 2009) أن توزيعات الأرباح في سوق الكويت المالية تتأثر طردياً بكل من العائد على السهم، والتوزيعات النقدية للفترة السابقة ويعد هاذان العاملان من أكثر العوامل تأثيراً على

لظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال آليات تحقق إحكام الرقابة والسيطرة على الوحدات الاقتصادية جميعها، وتحقيق مصالح مختلف الأطراف (زيدان، 2005)، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على تحسين الإطار القانوني والنظامي الملائم لتوجيه حركة النشاط الاقتصادي، وبطبيعة الحال يتطلب تحقيق تلك الأهداف ضرورة تحسين فعالية مراقب الحسابات واستقلالها (أبو عمشة، 2011).

في الكويت، لم تراخ القوانين والتشريعات تحقيق الحاكمية المؤسسية؛ وما يدل على ذلك انخفاض ترتيب الكويت عالمياً من المرتبة (60) إلى (46) في الفترة الأخيرة (بورسلي، 2011)، ولقد برهنت الأزمة المالية على أن ممارسات الحوكمة المطبقة من 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 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 (1960/15) يحتوي على بعض الأدوات المتعلقة بالحاكمية، ومثال على ذلك الحقوق الأساسية الخاصة بالمساهمين، لكنه لم يسهم من عدة نواحي في التحقق من كفاءة الأدوات المتعلقة بالحاكمية المؤسسية، 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 رئيسة للوصول إلى أفضل الممارسات في الحاكمية، كذلك فإن قانون الشركات الكويتي اورد مجموعة عبارات ومصطلحات عامة حول مراقب الحسابات، ولكنه لم يشر بشكل مباشر وواضح الى طبيعة العلاقة بين الموكل والوكيل، الامر الذي افرز اختلافاً في وجهات النظر بين الحقوقيين والمختصين، وأدى أيضاً إلى عدم انسجام بعض الاحكام الخاصة بمراقب الحسابات في قانون الشركات الكويتي من جهة، والقانون رقم (5) لسنة (1981) في شأن مزاوله مهنة مراقبة الحسابات من جهة

في السوق المالية الأردنية. وقد أعاد (Al-Malkawi, 2008) اختبار العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح في الأردن مع حجم عينة أكبر ونماذج مختلفة، وتوصل إلى أن العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح تتشابه في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة، فحجم الشركة وريحتها وعمرها الزمني من العوامل شائعة التأثير إيجاباً بسياسة توزيع الأرباح، بينما 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 الأرباح، وذلك لعدم توافر السيولة الكافية لديها من جهة، ولضمان عدم تعرضها إلى أزمات مالية جراء توزيع أرباح وهمية (عواد، 2011). وتتفق 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 قراراتها المالية سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم فإنها قد تكون عرضة لأزمات مالية حادة جراء القيام بتوزيعات لأرباح وهمية لم يقابلها تدفقات نقدية حقيقية.

1.2. الحاكمية المؤسسية وتطبيقاتها في الكويت:

تعرف الحاكمية المؤسسية بأنها: "مجموعة من الآليات التي تدار بها العلاقة بين مختلف الأطراف ذات العلاقة بالشركة، بما يضمن تحقيق العدالة والشفافية ومصالح مختلف تلك الأطراف"، وتسعى الحاكمية المؤسسية السليمة الى تحقيق العديد من الأهداف، وتمنح العديد من المميزات. فالحاكمية الجيدة، توفر لمجلس الإدارة الحوافز المناسبة للوصول إلى الأهداف التي تصب في مصلحة المؤسسة، وتسهل إيجاد عملية مراقبة فاعلة، ومن ثم تساعد المؤسسات في استغلال مواردها بكفاءة (ياسين، 2008)، وتسعى الحاكمية المؤسسية الى منع التلاعب والتحريفات والخداع وتخفيض الأثر السلبي

ومديونيتها، ونوع نشاطها، بينما وجدت أثراً للحاكمية في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة. وفي دراسة أخرى اجراها حمدان، (2011) لم تجد تأثيراً للحاكمية المؤسسية في الشركات الكويتية في تحسين مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية لتلك الشركات، غير أن وجود لجنة تدقيق. إحدى خصائص الحاكمية المؤسسية. اسهم على تحسين الإفصاح الطوعي في الشركات الكويتية، ولم يكن إلا لهذه الخاصية من خصائص الحاكمية المؤسسية تأثير في الإفصاح الطوعي، اما بقية خصائصها (نسبة المديرين غير التنفيذيين من مجلس الإدارة، ونسبة 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 الحاكمية المؤسسية بإدارة المخاطر، فقد قدم أبو عمشة، (2011) دليلاً على أن الحاكمية تعد 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 للحاكمية المؤسسية وجود جهاز تدقيق داخلي كفاء ولجنة للتدقيق يسهمان في حماية حقوق المساهمين، والحفاظ على الأموال، وتوفير المعلومات الموثوق بها.

افتترضت عدة دراسات سابقة مثل دراسة : 2011, (Chung & Zhang) أن الحاكمية المؤسسية الجيدة تجلب المستثمر المؤسسي للاستثمار في الشركة، كما ان لها دوراً في تحديد قيمة الشركة واستمراريتها (الشهادات وعبد الجليل، 2012)، غير أن دراسة Hamdan and Al-Sartawi (2013) التي أجريت في السوق المالية الكويتية وجدت أن الحاكمية المؤسسية هي طاردة للاستثمار المؤسسي في الشركات الكويتية؛ اي وجود علاقة سلبية بين الحاكمية المؤسسية والاستثمار المؤسسي. وفي الجهة المقابلة، وجد (Alfaraih et al, 2012) أن للمستثمرين المؤسستين دورا بارزا في دعم آليات الحاكمية المؤسسية في الشركات الكويتية مما ينعكس إيجاباً على أداء تلك الشركات، بينما وجدت دراستهم علاقة سلبية بين الملكية الحكومية في الشركات

أخرى، وكذلك لم يلزم قانون الشركات بإنشاء لجان للإدارة في الشركة سواء لجان للتدقيق، أو للتعيين. وعلى الرغم من أن بعض الشركات قد تُشكل لجان فيها، فإن ذلك لا يعد ممارسة مثالية للحاكمية المؤسسية، لأنها لا تتطلب أن تتشكل من أعضاء مستقلين من مجلس الإدارة، كما أن الأعضاء (المديرين) المستقلين لم يتم الإشارة اليهم أصلاً في قانون الشركات الكويتي (1960/15)، كما أن المادة (145) من قانون الشركات سمحت لمجلس الإدارة أن يتشكل فقط من المديرين التنفيذيين، مما يدل بشكل واضح على عدم الأخذ بالممارسة المثالية لحوكمة الشركات في الكويت، وعلاوة على ذلك فإن قانون الشركات الكويتي لم يعط تعريفًا واضحًا لواجبات أعضاء مجلس الإدارة، الذي يستدل به فقط من خلال صياغة القانون. وهذا الوضع من المرجح أن يتسبب في ارتباك واضح عند تحميل الإدارة المسؤولية عن تصرفاتها. من هنا فإنه يُنصح أن يتم تعريف واجبات الإدارة بكل وضوح في قانون الشركات الكويتي (حمدان وآخرون، 2013؛ Al-Wasmi, 2011). أما خليجياً فإن الكويت تحتل المرتبة الثانية في الحاكمية المؤسسية بعد عُمان، وتليها الإمارات العربية المتحدة والبحرين وقطر على التوالي (Baydoun et al, 2013).

أجريت العديد من الدراسات لرصد الحاكمية المؤسسية في الكويت وعلاقتها بمختلف الجوانب، في الفترة الأخيرة جاءت دراسة حمدان، والسرطاوي، وجبر، (2013) التي استطلعت مدى التزام (222) شركة كويتية لستة مبادئ من الحاكمية المؤسسية، ومن ثم دراسة أثرها في تحسين أداء هذه الشركات المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم. وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود تطبيق بمستوى متوسط وذي دلالة احصائية لشروط الحاكمية في الشركات الكويتية، ولم يكن هناك تمايز بينها في ذلك، أما الدراسة التطبيقية، فقد أشارت إلى تأثير الحاكمية المؤسسية على 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 للحاكمية في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة،

مؤسسية جيدة (strong governance) لا يستطيع مديروها استغلال التدفقات النقدية الحرة في تحقيق مصالحهم الشخصية، وإنما يتم توزيعها على حملة الأسهم. أي بمعنى آخر، إن ثمة علاقة طردية بين جودة الحاكمية المؤسسية (corporate governance quality) وتوزيعات الأرباح، ويمكن التعبير عنها كما يأتي: "توجد علاقة طردية بين جودة الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح".

إن سياسة توزيع الأرباح المتوقعة وفقاً لهذه النظرية هي نتيجة (outcome) لجودة أو مستوى الحاكمية المؤسسية 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 الحاكمية المؤسسية المرتفعة تدفع توزيعات أرباح أكبر لمساهميها، فقد بين (2006) Renneboog and Szilagyi أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية القوية تدفع أرباحاً أعلى لمساهميها. واستنتج كل من (2006) Michaely and Roberts أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المرتفعة تشجع على القيام بتوزيعات أرباح أعلى وأكثر ثباتاً.

2.2. فرضية التوزيعات كبديل عن جودة الحاكمية المؤسسية:

يطلق على هذه الفرضية بفرضية البديل (substitution hypothesis) وهي تقوم على أن سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات النزاع 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 المديرين على استغلال النقدية في استثمارات غير كفوة، أو استخدامها كتوزيعات أرباح، بينما في الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات ذات كفاءة مما يقلل من فرص

الكويتية وأدائها. أما في الإمارات العربية المتحدة فقد وجدت دراسة (2007) Aljifri and Moustafa أن نسبة الملكية الحكومية كان لها تأثير معنوي في أداء الشركات في سوقي (أبو ظبي ودبي) الماليين، بينما كان لنسبة ملكية المؤسسات تأثير ضعيف في أداء الشركات، بينما في المملكة العربية السعودية لم تجد دراسة (2012) Fallatah and Dickins تأثيراً لآليات الحاكمية المؤسسية في أداء الشركة، بينما وجدت تأثيراً لها في قيمة الشركة. أما في الكويت فقد درست العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وأداء الشركات في دراسة (2010) Al-Saidi التي لم تجد تأثيراً لحجم مجلس الإدارة وازدواجية الأدوار في أداء الشركات الكويتية، بينما وجدت أن للتوزيعات والسيطرة العائلية دوراً في أداء الشركات.

2. فرضيات الدراسة المفسرة للعلاقة بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح:

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

2.1. فرضية التوزيعات كنتيجة لجودة الحاكمية المؤسسية:

تستند الفرضية الأولى إلى فرضية التدفق النقدي الحر (free cash flow hypothesis)، ويطلق عليها "فرضية النتيجة" (outcome hypothesis). ووفقاً لهذه الفرضية، فإن المديرين في الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المنخفضة يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية من غير توزيعها من أجل استغلالها في تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال توزيعها كعلاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليهم من غير اعتبار لمصالح حملة الأسهم. في المقابل، فإن الشركات التي تتمتع بحاكمية

الكويتية تعد سوقاً ناشئة وتثير اهتمام كثيرين من المستثمرين والباحثين، وثانيها أن السوق المالية الكويتية تفتقر الى قوانين الحاكمية المؤسسية وحماية المستثمر مقارنة بالأسواق المتقدمة ولذا سيكون من المفيد بمكان إلقاء الضوء على مستوى الحاكمية المؤسسية لما لذلك من مؤشرات قد تسهم في تطوير منظومة القوانين المنظمة لعمل الشركات، وثالثها أن الشركات المساهمة العامة الكويتية تتميز بدرجة عالية من تركيز الملكية (ownership concentration) مع سيطرة للملكية العائلية، مما يزيد من مشكلات الوكالة. وعليه، فإن من المفيد بمكان دراسة دور الحاكمية المؤسسية في الحد من تعارض المصالح داخل الشركات الكويتية.

3. مجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر جمع البيانات:

تتكون السوق المالية الكويتية من سبعة قطاعات اقتصادية عدا شركات السوق الموازي والشركات غير الكويتية، وهي في مجموعها (203) شركة حتى نهاية عام 2011. شملت عينة هذه الدراسة على (175) شركة اكتملت لها البيانات اللازمة كافة لتقدير متغيرات الدراسة للفترة (2008-2011)، بعد أن تم استثناء (28) شركة لم تتوافر لها البيانات، أو تلك التي توقفت عن التداول، أو أدمجت مع شركات أخرى، ويوضح الجدول الآتي مجتمع الدراسة وعينتها:

الجدول (1)

مجتمع الدراسة وعينتها

القطاع	الشركات المدرجة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة
قطاع البنوك	9	0	9
قطاع الاستثمار	52	11	41
قطاع التأمين	7	0	7
قطاع العقارات	39	6	33
قطاع الصناعة	29	3	26
قطاع الخدمات	61	8	53
قطاع الأغذية	6	0	6
المجموع	203	28	175

توزيعها على المساهمين، أو بعبارة أخرى، فإن ثمة علاقة عكسية بين جودة الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح. ويمكن التعبير عن هذه الفرضية كما يأتي: "توجد علاقة عكسية بين جودة الحاكمية المؤسسية 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 الحاكمية في هذه الشركات (Jiraporn et al, 2011). فارتفاع مستوى الحاكمية المؤسسية يعد بديلاً عن سياسة توزيع الأرباح، حيث إن الشركات التي تتمتع بحاكمية مؤسسية جيدة تنخفض فيها كلفة الوكالة وافتراق الإدارة عن الملكية؛ ومن ثم تنعدم الحاجة إلى استخدام أداة توزيع الأرباح لتسكين النزاعات بين الملاك والمدراء (La Porta et al, 2000; John and Knyazeva, 2006; Adjaoud and Ben-Amar, 2010).

تسعى الدراسة الحالية إلى بحث العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والحاكمة المؤسسية في سوق الكويت للأوراق المالية، سعياً وراء فهم سلوك توزيعات الأرباح في هذه السوق الناشئة، بعد تقييم لمستوى الحاكمية المؤسسية في شركاتها، وثمة جدال في أن هذه القضية تثير اهتمام العديد من الأطراف لعدة أسباب: أولها أن السوق المالية

$Duties_{i,t}$: المتغير المستقل الرابع: معيار الحاكمية المؤسسية 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.

5. أسلوب قياس المتغيرات

وظفت الدراسة مجموعة من المقاييس لمتغيراتها، واستندت في ذلك الى جملة من الدراسات السابقة ذات العلاقة مع تطوير لتلك المقاييس والاختيار من بينها ما يتناسب والبيانات المفصح عنها في قاعدة بيانات سوق الكويت المالية، وفيما يأتي بيان طريقة قياس متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والضابطة.

5.1. سياسة توزيع الأرباح:

تستكشف هذه الدراسة تأثير جودة الحاكمية المؤسسية في تحديد السياسة المثلى لتوزيعات الأرباح في الشركات الكويتية، وهي بذلك تسعى إلى اثبات احدى الفرضيتين السابقتين المفسرة للعلاقة بين الحاكمية المؤسسية 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، 2010) وذلك على غرار العديد من الدراسات في هذا المجال، على سبيل المثال: (John and Knyazeva, 2006; Jiraporn et al., 2011).

وقد استندت الدراسة على قاعدة بيانات السوق المالية الكويتية والقوائم المالية والملحوظات المرفقة بها، للحصول على بيانات توزيعات الأرباح والحاكمة المؤسسية وغيرها من متغيرات الدراسة.

4. نموذج الدراسة:

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين توزيعات الأرباح وجودة الحاكمية المؤسسية في السوق الكويتية، وللوصول إلى أفضل تمثيل لهذه العلاقة، فقد استخدم نموذج الانحدار المتعدد، الذي تم التعبير عن المتغير التابع بسياسة توزيع الأرباح، أما المتغيرات المستقلة، فقد تمثلت في أربع خصائص للحاكمية المؤسسية، كما تم تعزيز نموذج الدراسة بعدد من المتغيرات الضابطة. وفي نموذج الدراسة الأول تم توظيف أربعة متغيرات للحاكمية المؤسسية كمتغيرات مستقلة، على النحو الآتي:

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

حيث إن:

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

α : قيمة الثابت في النموذج، وهي قيمة توزيعات الأرباح من غير أخذ أثر عوامل الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة الأخرى.

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

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

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

$Indep_{i,t}$: المتغير المستقل الثالث: معيار الحاكمية المؤسسية الخاص باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t).

5.2. جودة الحاكمية المؤسسية:

لقياس جودة الحاكمية المؤسسية (corporate governance quality) تم استخدام الملحوظات المرفقة بالقوائم المالية والمفصح عنها من السوق المالية الكويتية، لتحديد مدى تلبية الشركات لشروط جودة الحاكمية المؤسسية. وتم استقاء أربعة قواعد للحاكمية المؤسسية من مجموعة القواعد المقدمة من منظمة "الخدمات المؤسسية للمساهمين" (Institutional Shareholder Services ISS) العالمية، والمقسمة إلى ثماني فئات، هذه القواعد الأربعة التي تم فحص مدى التزام الشركات الكويتية بها بعد مراعاة حجم الإفصاح في سوق الكويت المالية، هي: القاعدة الأولى: نسبة ملكية المديرين، إذ يجب أن تتراوح نسبة ملكية المديرين في أسهم الشركة بين 1% ولا تزيد على 30% من مجموع الأسهم، وقد اعطيت هذه القاعدة الرمز (Ownership). القاعدة الثانية: حجم مجلس الإدارة، إذ يجب أن يتراوح عدد أعضاء مجلس الإدارة بين 6 ولا يزيد على 15 عضواً، وقد اعطيت هذه القاعدة الرمز (BoardSize). القاعدة الثالثة: استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، إذ يجب أن يتكون مجلس الإدارة بما لا يقل عن 50% من الأعضاء المستقلين من خارج الشركة، وقد اعطيت هذه القاعدة الرمز (Indep.). القاعدة الرابعة: الفصل بالواجبات، بحيث يجب الفصل بين واجبات رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وقد اعطيت هذه القاعدة الرمز (Duties). وإعطاء قياس لهذه القواعد يمكن من توظيفها في نموذج الدراسة فقد استخدمت المتغيرات ثنائية التوزيع (Dichotomous variables) لهذا الغرض، بحيث يعطى الرقم (1) للشركة إذا حققت شرط الحاكمية المؤسسية، والرقم (0) إذا لم تحقق هذا الشرط.

5.3. 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، وبيان علاقة المتغيرات الأخرى مع

المتغير التابع، وقد ضمنت الدراسة نموذجها بالمتغيرات الضابطة الآتية:

حجم الشركة:

تعاني الشركات الصغيرة والجديدة من استطاعة محدودة على الاقتراض وعلى التمويل بإصدار أسهم. والسبب أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيداً من المستثمرين في الأسواق المالية، لذلك تعتمد مثل هذه الشركات على الأرباح المحتجزة كمصدر التمويل بالملكية الرئيس، ويكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح (الميداني، 2010)، أما الشركات الكبيرة، فهي تمتلك فرصاً كبيرة للوصول للأسواق المالية الداخلية والخارجية ومن ثم فهي أقل اعتماداً على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها (Holder et al, 1998). ولذا، فقد تم أخذ حجم الشركة كأحد المتغيرات الضابطة، الذي 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 التي تظهر بصورة أرباح محتجزة) في تحديد سياسة توزيع الأرباح، وتعد من أهم العوامل التي ينظر لها متخذ قرار التوزيع، وإذا ما علمنا أن هذه الأرباح تعد 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) كمتغير وكيل عنه، الذي 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 اخذ القرض، أو إذا انخفضت الرأسمال العامل عن مستوى معين (الميداني، 2010). كذلك فإن زيادة قروض الشركة من شأنه أن يخفض

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

وفي نموذجي الانحدار السابقين تم إدراج شروط الحاكمية المؤسسية جميعها كمتغيرات مستقلة تارة، ومؤشر الحاكمية كمتغير مستقل وحيد تارة أخرى، وقد ظهرت النتائج كما هي في الجدول (2)، الذي يظهر أن النموذجين الثاني والرابع اللذين تم فيهما فحص تأثير مؤشر الحاكمية المؤسسية 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 الحاكمية المؤسسية والتوزيعات.

6.1. اختبار الفرضيات حول تأثير الحاكمية المؤسسية

في سياسة توزيع الأرباح:

يظهر الجدول (2) أن متغير "مؤشر الحاكمية المؤسسية" 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 الحاكمية المؤسسية تزيد توزيعاتها النقدية في سوق الكويت للأوراق المالية، هذه النتيجة تدفعنا لقبول فرضية أن التوزيعات تأتي كنتيجة لجودة الحاكمية المؤسسية (outcome hypothesis)، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات التي وجدت علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والحاكمة المؤسسية، منها دراسة (Renneboog and Szilagyi, 2006) الذي بين أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية القوية تدفع أرباحاً أعلى لمساهميها. واستنتج كل من (Michaely and Roberts, 2006) أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المرتفعة تشجع

من التدفقات النقدية الحرة فيها مما يجنبها مشكلات الوكالة المشار إليها سابقاً (Farinha, 2003; Renneboog and Trojanowski, 2007; Adjaoud and Ben-Amar, 2010) ولهذا، فمن المتوقع أن تكون 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 اجمالي الأصول (الميداني، 2010؛ Jiraporn, et al., 2011).

فرص نمو الشركة:

لعلّهُ من الطبيعي أن تحتاج الشركات التي تنمو بمعدلات سريعة إلى تمويل كبير لمواجهة حاجات التوسع، وستعتمد مثل هذه الشركات الى الاستفادة من مصادر التمويل كافة، واحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح لتوفير حاجات التمويل بالملكية (الميداني، 2010)، لذا؛ فقد ادرج متغير فرص النمو (growth opportunities) كمتغير ضابط تم التعبير عنه بنسبة نمو الأصول في السنة الحالية عن السنة السابقة، وقد اعطي هذا المتغير الرمز (Growth)، ويتوقع أن يكون ذا علاقة عكسية بمعدل توزيعات الأرباح على المساهمين.

نوع القطاع الذي تنتمي اليه الشركة:

يلحظ أن توزيعات الأرباح تختلف من قطاع اقتصادي لآخر، فبعض القطاعات تتميز بتوزيعات الأرباح فيه بالاستمرارية والاستقرار وبعض القطاعات تختلف توزيعاتها من فترة لأخرى، وهذا ما اشار اليه (Campbell, 1996) حيث إن متغير الصناعة يؤثر في سياسة توزيع الأرباح، ولهذا فقد استخدمت الدراسة نوع القطاع كمتغير ضابط (industry dummies)، وعوضت عنه بالقيمة (1) للشركة والقيمة (0) للشركات الأخرى من بقية القطاعات.

6. الدراسة التطبيقية:

للحصول على مؤشرات حول علاقة سياسة توزيعات الأرباح بالحاكمة المؤسسية تم استخدام تحليل الانحدار لنموذج الدراسة، الذي تم السيطرة عليه بجملة من المتغيرات الضابطة ذات الأثر في سياسة توزيع الأرباح.

الأرباح على المساهمين وهو متغير متصل، وكذلك نتائج اختبار النموذج الثالث الذي تم فيه التعبير عن سياسة توزيع الأرباح بالمتغير الثنائي المنفصل. ويلحظ من هذه النتائج أن خاصيتي "نسبة ملكية المديرين" و "الفصل بالواجبات" كان لهما تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية في توزيعات الأرباح عند نسبة معنوية أقل من 5%. 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.

على القيام بتوزيعات أرباح أعلى وأكثر ثباتاً، ومؤخراً دراسة Jiraporn et al, (2011) اللتين وجدنا أن تمتع الشركات بمستوى جيد من الحاكمية المؤسسية 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 للحاكمة المؤسسية في سياسة توزيع الأرباح، يظهر الجدول (2) نتائج النموذج الأول الذي يدرس تأثير الخصائص الفرعية للحاكمة المؤسسية في سياسة توزيع الأرباح التي تم التعبير عنها بمعدل توزيعات

الجدول (2)

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

النماذج				الرمز	المتغيرات المستقلة
الإنحدار اللوجستي		المربعات الصغرى العادية			
Logistic regressions		Ordinary Least Squares			
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول		
	2.502**		2.012**	Ownership	نسبة ملكية المديرين
	(0.012)		(0.031)		
	-1.482		-0.001	BoardSize	حجم مجلس الإدارة
	(0.138)		(0.999)		
	0.309		1.192	Indep.	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
	(0.758)		(0.234)		
	1.915**		2.485**	Duties	الفصل بالواجبات
	(0.046)		(0.014)		
2.636***		2.426**		Gov-score	مؤشر الحاكمية المؤسسية
(0.008)		(0.016)			
4.301***	4.954***	5.499***	5.410***	CSize	حجم الشركة
(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		
9.797***	9.722***	15.412***	15.178***	EPS	الأرباح بالسهم
(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		
0.372	0.535	1.296	1.249	Leverage	الرافعة المالية
(0.710)	(0.593)	(0.196)	(0.212)		
-1.119	-1.123	-0.348	-0.445	Growth	نسبة النمو

النماذج				الرمز	المتغيرات المستقلة
الإندثار اللوجستي		المربعات الصغرى العادية			
Logistic regressions		Ordinary Least Squares			
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول		
(0.263)	(0.262)	(0.728)	(0.657)		
		0.445	0.446	R ²	معامل التحديد
		0.432	0.430	Adjusted R ²	معامل التحديد المعدل
		35.140***	27.591***	F-Test	اختبار "فيشر"
		0.000	0.000	p-value	دلالة اختبار "فيشر"
0.759	0.762			Akaike	

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

ذات دلالة إحصائية عند: *** 1%، ** 5%، و * 10%.

المتغير الضابط "نوع القطاع" الذي يشمل (7) متغيرات وهمية أدرج ضمن النماذج، ولكن لم يتم التقرير عنه في الجدول السابق لغايات الاختصار في النتائج.

والحاكمة المؤسسية فقط، في حال أن الشركة لا تواجه صعوبات في التمويل الخارجي (external financing constraints)، فالشركات التي تقوم بالتوزيعات عادة تلجأ الى تمويل خارجي؛ نظراً الى نفاذ تمويلها الداخلي في التوزيعات، أو قد تلجأ الى التمويل الخارجي للقيام بالتوزيعات. على أية حال، فإن الشركات التي تواجه صعوبات في التمويل الخارجي لن تستطيع القيام بالتوزيعات وستتفني حينها العلاقة الإيجابية بين التوزيعات والحاكمة المؤسسية.

وعلى غرار العديد من الدراسات التي بحثت في دور صعوبات التمويل الخارجي في العلاقة بين التوزيعات والحاكمة وعلى 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 للأوراق المالية.

ولقياس 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 المديرون والممولون، فإن الفئة الأخيرة تحجم عن تمويل الشركة بسبب عدم قدرتها على مراقبة اعمال الشركة ونقص ما لديها من معلومات حول

6.2. اختبار تأثير المتغيرات الضابطة:

يلحظ من الجدول (2) 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 1% في الأربعة نماذج، فالشركات الكبيرة تميزت بدفع توزيعات كبرى 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؛ ويُفسر ذلك بأنها قد تكون أكثر ربحية، أو أن بعض الشركات قد تضطر للاستدانة من أجل القيام بتوزيعات للأرباح، وقد يكون ذلك جزءاً نقص السيولة لديها، وعلى 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 من غير توزيعها.

6.3. علاقة توزيعات الأرباح بالحاكمة المؤسسية في

ظل قيود التمويل الخارجي:

تفترض النظرية أن هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح

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 المتوافرة لديهم، ووجود معلومات خاصة لدى بعض المستثمرين يدفع الهامش إلى الزيادة؛ نظراً إلى وجود عدم تماثل للمعلومات، الذي يتم قياسه في هذه الحالة بالفرق بين سعر أفضل عرض بيع وسعر أفضل طلب شراء مقسوماً على متوسط السعر اليومي للسهم (علي، 2009). ولدراسة أثر الحاكمية المؤسسية في التوزيعات في ظل الصعوبات المالية، تم تقسيم الشركات إلى قسمين: الأول منهما: الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المرتفعة، وهي التي تزيد على الوسيط، والثاني: الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المنخفضة، وهي التي تنخفض فيها الحاكمية إلى ما دون الوسيط، وفي كل نموذج تم دراسة تأثير عدم تماثل المعلومات وخصائص الشركة الأخرى كمتغيرات مستقلة في المتغير التابع "توزيعات الأرباح" باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول (3).

وضع الشركة الحالي والمستقبلي التي تكون متاحة للمديرين (Miller and Roch, 1985)، وقد عرف عدم تماثل المعلومات بأنه الحالة التي تكون فيها بعض المعلومات المهمة معروفة لبعض المستثمرين فقط وليس جميعهم، ويؤدي عدم تماثل المعلومات إلى جعل السوق المالية غير كفيّة (علي، 2009). إن المعلومات المتاحة لصناع السوق بشأن الأوراق المالية تكون عادة أقل مما هو متاح لإدارة المنشأة، وهو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات.

وقد أشار علي، (2009) 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 ستؤدي إلى تضارب في المصالح، وفي مجال التمويل الخارجي، فإن إدارة الشركة تمتلك قدرًا أكبر من المعلومات - مقارنة بما يمتلكه الممول - التي تخص كيفية الاستثمار وحجم المخاطرة التي تقابل العائد، كما أن الشركة تسعى إلى استثمار الأموال المقترضة في مشروعات أكثر ربحية، مما يعني أنها أكثر مخاطرة كذلك وهذا ما لا يفضل الممولون؛ مما يعني وجود حالة عدم تماثل للمعلومات ونشوب تضارب في مصالحهما. ومن ثم فإن الشركة ستواجه صعوبات في الحصول على تمويل خارجي وإن حصلت عليه فسيكون بتكلفة أكبر. فهل هناك تأثير للحاكمية المؤسسية في توزيعات

الجدول (3)

اختبار تأثير صعوبات التمويل الخارجي في العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح:

نموذج الشركات ذات الحاكمية المنخفضة		نموذج الشركات ذات الحاكمية المرتفعة		الإشارة المتوقعة	الرمز	المتغيرات
t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient			
(p-value)		(p-value)		Expected Sign		
0.900	6.828	-0.021	-0.027	-	ASY	صعوبات التمويل الخارجي
(0.434)		(0.983)				
1.419	0.025	0.570	0.013	+/-	CSize	حجم الشركة
(0.251)		(0.575)				

3.302** (0.046)	0.000	7.752*** (0.000)	0.004	+/-	EPS	الأرباح بالسهم
-0.630 (0.574)	-0.031	0.057 (0.956)	0.006	+/-	Leverage	الرافعة المالية
0.215 (0.844)	0.030	-1.126 (0.274)	-0.113	-	Growth	نسبة النمو
	0.943		0.806			معامل التحديد
	0.849		0.755			معامل التحديد المعدل
	9.989		15.805			اختبار "فيشر"
	0.043		0.000			دلالة إختبار "فيشر"

للأعلى قيمة *t*-test، وأسفل منها قيمة المعنوية (*p*-value).

ذات دلالة إحصائية عند: 1***%، 5**%، و 10°%.

المتغير الضابط "نوع القطاع" الذي يشمل (7) متغيرات وهمية أدرج ضمن النماذج ولكن لم يتم التقرير عنه في الجدول السابق لغايات الاختصار في النتائج.

وذلك في سبيل توزيع الجزء المتاح من النقدية للحد من تعارض المصالح وتكلفة الوكالة فيها، وبمعنى آخر، وجود علاقة موجبة بين الحاكمية والتوزيعات. والنظرية الثانية، تقوم على وجود علاقة عكسية بين التوزيعات وجودة الحاكمية المؤسسية؛ وتبريرها في ذلك أن انعدام الرقابة والشفافية وانخفاض الحاكمية تقود الإدارة إلى استغلال موارد الشركة في استثمارات غير كفيّة أو توزيعها على المساهمين، بينما وجود حاكمية مرتفعة يعمل على استغلال التدفقات النقدية في مشروعات كفيّة 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 والحاكمة المؤسسية في الشركات المدرجة في سوق الكويت المالية خلال الفترة (2008-2011)، وفي ثناياها، ذلك اختبرت عدة متغيرات ضابطة منها حجم الشركة، والأرباح بالسهم، والمديونية، وفرص نمو الشركة، ونوع القطاع. يمكن تلخيص نتائج الدراسة وتوصياتها كما يأتي:

ويتضح من الجدول (3) وبالنظر إلى إشارة الميل (Coefficient) لمتغير "صعوبات التمويل الخارجي" أنه سالب لنموذج الشركات ذات الحاكمية المرتفعة، وموجب لنموذج الشركات ذات الحاكمية المنخفضة؛ وهذا يعني أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المرتفعة تُحجم عن دفع توزيعات أرباح للمساهمين عند مواجهتها لصعوبات التمويل الخارجي، بينما الشركات ذات الحاكمية المنخفضة تقوم بالتوزيعات على الرغم من مواجهتها صعوبات 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 الحاكمية المؤسسية والتوزيعات في الشركات الكويتية، وهذه النتائج تختلف عن نتائج العديد من الدراسات السابقة مثلاً: (Jiraporn et al, 2011; Chae et al, 2009) التي بينت أن هناك تأثيراً إيجابياً للحاكمة المؤسسية في التوزيعات فقط عندما لا تواجه الشركة صعوبات مالية.

7. مناقشة نتائج الدراسة والتوصيات:

هناك نظريتان مفسرتان العلاقة بين توزيعات الأرباح والحاكمة المؤسسية؛ الأولى تقوم على أن زيادة التوزيعات تأتي كنتيجة لزيادة جودة الحاكمية المؤسسية في الشركة،

7.1. نتائج الدراسة:

- عبر استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية الوصفية والتجريبية، توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج، هي كما يأتي:
1. توصلت الدراسة إلى نتائج تدعم وجود علاقة موجبة بين توزيعات الأرباح وجودة الحاكمية المؤسسية، فالشركات الكويتية التي ارتفعت فيها مستويات الحاكمية المؤسسية 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.
 2. لم تستطع الدراسة إثبات وجود علاقة لتوزيعات الأرباح في الحاكمية المؤسسية أو نفيها في ظل قيود التمويل الخارجي، أو بمعنى آخر، لم تستطع إثبات تأثير صعوبات التمويل الخارجي في العلاقة بين الحاكمية والتوزيعات.
 3. أشارت الاختبارات إلى وجود تأثير إيجابي لكل من حجم الشركة وربحيته في توزيعات الأرباح، ولم يكن للمتغيرات الضابطة الأخرى تأثير ذو دلالة معنوية في نموذج الدراسة.

7.2. توصيات الدراسة، ومحدداتها والدراسات المستقبلية:

1. توصي الدراسة بالإسراع في تجهيز معايير الحاكمية المؤسسية وإصدارها في الكويت، مع الاسترشاد بأفضل الممارسات في هذا المجال من الدول المتقدمة والبيئات المشابهة للبيئة الكويتية.
2. دعوة الشركات الكويتية إلى مزيد من الالتزام بأفضل ممارسات الحاكمية المؤسسية؛ لما لذلك من تأثيرات على الشفافية والعدالة داخل المنظمة وحل للنزاعات، وتضارب المصالح فيها.
3. التطبيقات العملية لنتائج الدراسة تتأتى من رصد التأثير الإيجابي لكل من الحاكمية وحجم الشركة وربحيته في التوزيعات، وهي مؤشرات مهمة للمستثمرين.
4. تكمن محددات الدراسة في العينة والفترة الزمنية؛ لذا لا بد من الانتباه إلى تعميم هذه النتائج التي قد تختلف من عينة لأخرى أو من فترة زمنية لأخرى.
5. لم تستطع الدراسة البحث في العوامل المتعلقة بالعلاقة بين التوزيعات والحاكمة كافة؛ لذا توصي بدراسة تأثير الحاكمية المؤسسية في سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على قيمة الشركة في السوق الكويتية، وغيرها من الأسواق الناشئة، كما توصي بدراسة علاقة التوزيعات بجودة الأرباح.

المراجع

المراجع العربية

- حمدان علام، السرطاوي عبد المطلب، وجبر رائد، 2013، أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت المالية، *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، المجلد 20، العدد 2، ص 255-302.
- الديحاني طلاع محمد، واللوغانبي نبيل عيسى، 2004، سياسة توزيع الأرباح النقدية وعلاقتها بسياستي الاستثمار والتمويل: حالة تطبيقية في السوق الكويتية، *المجلة العربية للمحاسبة*، المجلد السابع، العدد الأول، ص 1-22.
- زعراب حمدي، و شراب صباح، 2007، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية، *مجلة الجامعة*

- أبو عمشة محمد كمال، 2011، إدارة المخاطر في ظل التحكم المؤسسي للمصارف الكويتية، *مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية*، المجلد 37، العدد 141، ص 257-322.
- بورسلي، أماني، 2011، *آثار تطبيق معايير الحوكمة الحديثة وأسس التقييم*، فصل في كتاب: حوكمة الشركات، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت: مكتبة آفاق.
- حمدان علام محمد، 2011، 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 23، العدد 2، ص 223-254.

رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن.

الميداني محمد أيمن عزت، 2010، **الإدارة التمويلية في الشركات**، الإصدار الثالث، الطبعة السادسة، دار العبيكان للنشر: الرياض.

نور عبد الناصر، 2003، 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، ص 41-67.

نور عبد الناصر، والفضل مؤيد، 2003، 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، ص 183-197.

ياسين محمد، 2008، **قياس مستوى التحفظ في السياسات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وأثره على جودة الإفصاح عن البيانات المالية للبنوك التجارية الأردنية**، رسالة دكتوراة غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، ص 557-570.

زيدان عمرو، 2005، **مراحل ومعوقات نمو الشركات الصناعية العائلية**، العدد الأول، القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية.

شبيطة دعاء فوزي، وحمداد فايز سليم، 2010، 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، ص 204-221.

الشحادات محمد قاسم، وعبد الجليل توفيق حسن، 2012، أثر تبني الشركات المساهمة العامة الأردنية لمبادئ حوكمة الشركات في قرارات المستثمر المؤسسي في بورصة عمان، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، المجلد 8، العدد 1، ص 1-21.

علي هيثم يوسف، 2009، **أثر عدم تماثل المعلومات على معدل العائد السوقي للسهم في ظل التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة للفترة 2002-2007**، رسالة دكتوراة غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

عواد، بهاء صبحي، 2011، **أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة**،

المراجع الأجنبية

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-Dehani, 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., 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.
- Chung, K., and Zhang, H. 2011. Corporate Governance and Institutional Ownership, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1): 247-273.
- CSR's, Capital Standards. 2010. Corporate Governance Code – Kuwait: Principles and Recommended Best Practices for Public Companies.
- 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.
- 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.
- Hamdan, A., and Al-Sartawi, A. 2013. Corporate Governance and Institutional Ownership: evidence from Kuwait's financial sector. *Jordan Journal of Business Administration*, 9 (1): 191-203.
- 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 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.
- 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 Roberts M.. 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 Szilagyi P. 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.
- Salameh, H., Al-Zu'bi, B., and Twairesh, A. 2012. Determinants of Dividends Policy in the Saudi Arabia Market. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 19 (2): 15-31.
- 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.

The Relation between Corporate Governance and Dividend and How It is Affected by External Financing Constraints

*Allam Mohammed Hamdan **

ABSTRACT

This study investigates the relation between corporate governance and dividend policy in a sample of 175 firms which resembles 86% of the listed firms in Kuwait Stock Exchange (KSE) in the period 2008-2011. Using a group of parametric and non-parametric tests, the study had empirical evidence that there is a positive relation between corporate governance and dividend policy and it supported the hypothesis that indicates that increasing dividend policy is related to the quality of corporate governance and external financing constraints did not affect that relation.

KEYWORDS: Dividend Policy; Corporate Governance; Kuwait Stock Exchange; Agency Theory; External Financing Constraints.

* Associate Professor of Accounting, Head of Accounting and Economics
Department, College of Business and Finance, Ahlia University, Manama,
Kingdom of Bahrain.
Allamh3@hotmail.com
Received on 9/4/2013 and Accepted for Publication on 20/10/2013.