

**قياس أثر قواعد حوكمة الشركات وجودتها على توزيعات الأرباح
النقدية بالشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية
دراسة تطبيقية**

**Measuring the impact of the rules and the quality of
corporate governance on the cash dividends for
companies recorded the Egyptian securities Exchange
Applied Study**

دكتوراه/ صفاء محمد أحمد عمار (*)

الملخص:

هدف هذا البحث بشكل رئيسى إلى دراسة العلاقة بين تطبيق قواعد حوكمة الشركات والممارسات الجيدة لها على توزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المسجلة فى بورصة الأوراق المالية المصرية. وتفرع من هذا الهدف الرئيسى الأهداف الفرعية التالية:

- ١ - بيان العلاقة الوثيقة بين تطبيق قواعد حوكمة الشركات وتحسين قدرة الشركات على توزيعات الأرباح النقدية بها.
- ٢ - الخروج بنتائج توضح العلاقة المعنوية بين ممارسات حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح النقدية.

وتقترح الباحثة وجوب الإلتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات التى تؤدى إلى حماية حقوق المساهمين وخصوصا الأقلية عند اتخاذ قرار توزيعات الأرباح النقدية. ولتحقيق الهدف من البحث اعتمدت الباحثة على أسلوب تحليل المحتوى للقوائم المالية والايضاحات المتممة للشركات المسجلة

(*) مدرس المحاسبة - كلية التجارة «بنات» جامعة الأزهر - تفهنا الأشراف.

ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣م حتى عام ٢٠١٦م، وتم اقتراح نموذجين لقياس أثر قواعد وجودة حوكمة الشركات على توزيعات الأرباح النقدية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية، ثم تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على ثلاث مراحل بدأت بالتحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، تلى ذلك وصف لبيانات الدراسة ثم المرحلة الأخيرة انتهت بتقدير النماذج واختبار الفروض.

وتوصلت الدراسة إلى أهمية وضرورة الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات لحماية حملة الأسهم وخصوصاً الأقلية عند اتخاذ قرار توزيعات الأرباح النقدية، حيث إن هذه القواعد لا تمثل نصوصاً قانونية أمرة ولا يوجد إلزام قانوني بها، واتضح أن توزيعات الأرباح النقدية في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الغالب تكون بديلاً عن ممارسات حوكمة شركات منخفضة.

الكلمات المفتاحية: قواعد حوكمة الشركات، ممارسات حوكمة الشركات، توزيعات الأرباح النقدية، الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

Abstract:

This research aimed mainly to study the relationship between the application of the rules of corporate governance and its good's practices on the cash dividends from the companies recorded in the Egyptian securities Exchange. Branch of this main goal the following sub objectives:

1. Show of the close relationship between the application of the rules of corporate governance and improve the ability of companies to cash dividend in it.
2. Come up with results illustrate significant relationship between corporate governance practices and dividends.

The researcher suggests requiring adherence to the application of corporate governance rules are conducive to protecting the rights of shareholders, especially the minority when making a cash dividend decision. To achieve the aim of the research, the researcher depend on a content analysis of the financial statements and Complement clarifications to companies recorded the Egyptian securities Exchange during the period from 2013 until 2016, it has been proposed two models for measuring the impact of the rules and the quality of corporate governance on the cash dividends for companies recorded the Egyptian Exchange, then analyze the results Applied study in three phases began verifying the validity of the data for statistical analysis, followed by a description of the study data, and the final stage ended in estimating models and hypothesis testing.

The study came to the importance and necessity of commitment to apply the rules of corporate governance to protect shareholders, especially the minority when making a cash dividend decision, as these rules do not represent legal provisions peremptory There is no obligation legal, and it turns out that the cash dividend in companies recorded the Egyptian securities Exchange often be a substitute for weaker corporate governance practices.

Key words: the rules of corporate governance, corporate governance practices, cash dividends, companies recorded the Egyptian securities Exchange.

مشكلة البحث:

يوضح نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح Agency Model of Dividends أنه عندما يمتلك المساهمين حقوق أكبر فأنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في أسلوب توزيعات الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر إما من خلال الحماية القانونية للدولة أو من خلال تطبيق ممارسات حوكمة الشركات. Corporate Governance Practices. حيث تفترض نظرية الوكالة Agency Theory أن المساهمين يفضلون خيار توزيع الأرباح أكثر من خيار إحتجاز الأرباح، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة Emerging Markets وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً منذ عدة سنوات، وهذه الأسواق موجودة في الشرق الأوسط، وآسيا، وأوروبا الغربية، وأمريكا الجنوبية، وأفريقيا، وروسيا وغيرها ذات الحماية الأضعف للمستثمر. (La Porta et al, 2000)

وقد تم بحث العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات الجيدة وتوزيعات الأرباح في العديد من الدول وخلال فترات زمنية متنوعة، ونتج عن هذه الدراسات نتائج متنوعة ومختلفة بهذا الشأن، من هنا تأتي فكرة البحث، للإجابة على التساؤلات التالية:

الأول: هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تطبيق قواعد حوكمة الشركات المتمثلة في الملكية الإدارية، حجم مجلس الإدارة، استقلال مجلس الإدارة، الفصل بين الوظائف وبين توزيعات الأرباح النقدية بالشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية؟

الثاني: هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تطبيق ممارسات حوكمة الشركات وبين توزيعات الأرباح النقدية بالشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية؟

هدف البحث:

يتمثل هدف البحث بشكل رئيسي في دراسة العلاقة بين تطبيق قواعد حوكمة الشركات والممارسات الجيدة لها على توزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية. وتفرع من هذا الهدف الرئيسى الأهداف الفرعية التالية:

- ١ - بيان العلاقة الوثيقة بين تطبيق قواعد حوكمة الشركات وتحسين قدرة إدارة الشركات على اتخاذ قرار توزيعات الأرباح النقدية بها.
- ٢ - الخروج بنتائج توضح العلاقة المعنوية بين ممارسات حوكمة الشركات الجيدة وتوزيعات الأرباح النقدية.

أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من الاعتبارات الآتية:

- ١ - إن توزيعات الأرباح النقدية في الشركة كقرار مالى، ليس أمراً بسيطاً فهو يحمل في طياته مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذا القرار يجب أن يتم في ضوء الهدف الذى تسعى إلى تحقيقه الشركة فقد يمتد آثار هذا القرار على فرص الاستثمار وخيارات التمويل المتاحة للشركة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلات مالية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضرورى لمجابهتها.

- ٢- توجيه مديري الشر-كات بعدم الإستحواذ منفردين بقرار توزيعات الأرباح النقدية، فلا بد من عرض هذا القرار في اجتماعات مجلس الإدارة، وأخذ تفضيلات حملة الأسهم في الاعتبار.
- ٣- أهمية وضرورة التوسع في الإلتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشر-كات في الشر-كات المساهمة المصرية.
- ٤- محاولة تحقيق جودة ممارسات حوكمة الشر-كات في البيئة المحاسبية المصرية والذي سينعكس على قرارات المستثمرين وحركة سوق الأوراق المالية المصرى.
- ٥- تحاول الدراسة البحثية الحالية استنتاج مؤشرات تساعد المستثمرين والمحليلين الماليين عند اختيارهم توجيه استثماراتهم نحو شراء أسهم شركة معينة.

حدود البحث:

- الشر-كات التى توجه لها الدراسة التطبيقية بالبحث هى الشر-كات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، مع استبعاد قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك، وقطاع شركات التأمين، والسياحة والترفيه.
- سوف تقتصر الفترة الزمنية لتحليل المحتوى للقوائم المالية والايضاحات المتممة للشر-كات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية من عام ٢٠١٣م حتى عام ٢٠١٦م.
- لن تتعرض الدراسة إلا لبعض قواعد حوكمة الشر-كات التى تخدم الهدف من البحث وتساعد فى إجراء الدراسة التطبيقية.

منهج البحث:

سوف تعتمد الدراسة في البحث على:

- ١- المنهج الاستقرائي، وذلك بالاستفادة من المراجع العربية والأجنبية والمقالات والدوريات المحكمة والدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث بالإضافة إلى استخدام شبكة الانترنت.
- ٢- الدراسة التطبيقية معتمدة على تحليل المحتوى للقوائم المالية والايضاحات المتممة للشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣م حتى عام ٢٠١٦م، بالاعتماد على نموذجين لقياس أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات وممارسات حوكمة الشركات الجيدة على توزيعات الأرباح النقدية لهذه الشركات.
- ٣- فيما يتعلق بتحليل البيانات يتم الاستعانة بالاختبارات الإحصائية الملائمة من برنامج الحزم الإحصائية SPSS، EVIEWS 05.

خطة البحث:

- المبحث الأول: توزيعات الأرباح النقدية.
- المبحث الثاني: قواعد وممارسات حوكمة الشركات الجيدة وعلاقتها بتوزيعات الأرباح النقدية.
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.
- المبحث الرابع: منهجية البحث وبناء النموذج.
- المبحث الخامس: الدراسة التطبيقية واستخلاص النتائج.

المبحث الأول

توزيعات الأرباح النقدية Cash Dividends

تمثل أساليب توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة في مجال المحاسبة المالية، وينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بأسلوب التوزيعات Dividends، فمثلاً هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟ والواقع أن قيام الشركة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعنى احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، حيث أثبتت العديد من الدراسات أن توزيعات الأرباح النقدية من أكبر العوامل التي تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.

أولاً: مفهوم توزيعات الأرباح Cash Dividends:

يمكن تعريف توزيعات الأرباح النقدية بأنها:

معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجارى من السلع والخدمات، كما تؤثر توزيعات الأرباح على السعر السوقى للسهم. (زرقون، ٢٠١٠)

ثانياً: دوافع توزيع الأرباح للشركات:

تلجأ الشركة إلى توزيع جزء من الأرباح المحققة، نظراً للأسباب التالية: (زرقون، ٢٠١٠).

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عندما تقرر الشركة زيادة رأس المال.
- عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للشركة، وخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت.
- تلجأ الشركات لعملية توزيعات الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

ثالثاً: أساليب توزيعات الأرباح النقدية:

هناك كثير من الأساليب والطرق التى تتبعها الشركات فى توزيعات الأرباح، من أهمها:

أ - توزيعات أرباح تتسم بالاستقرار Stability:

ويتمثل هذا الأسلوب من التوزيعات Dividends بأن تقوم الشركة بتوزيع أرباح ذات قيمة مستقرة ولا تتيح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب وفقاً لتغير أرباح الشركة. حيث إن توزيعات الأرباح المستقرة تؤدي إلى أن الشركة لا ترفع أو تخفض الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ارتفعت أو انخفضت أرباحها، أى أن هناك التزاماً ضمناً من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى المستقر من الأرباح الموزعة الذى قد لا تبرره احتمالات ارتفاع أو انخفاض أرباح الشركة مستقبلاً. ونجد في الواقع أن كثير من الشركات تتبع هذا الأسلوب من توزيعات الأرباح المستقرة وذلك للإعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك وبالتالي يكون لهذا الأسلوب تأثيراً إيجابياً على سعر سهم الشركة في السوق.

ب- توزيعات أرباح تتسم بالثبات Constancy:

يعتمد هذا الأسلوب من التوزيعات Dividends على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين. وبناءً على أن الأرباح تتغير من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتغير أيضاً تبعاً لذلك. ويعاب على هذا الأسلوب هو أن الشركة إذا ما حققت أرباح منخفضة في فترة من الفترات وعند إلزامها بنسبة ثابتة لتوزيع الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جداً، أو قد تحقق الشركة خسائر في إحدى الفترات وتتوقف عن توزيع الأرباح، ولتجنب الآثار السلبية الخاصة بتغير مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيعات Dividends التي يتم إقرارها عند تطبيق ذلك الأسلوب تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل وليست النسبة التي يتم الإلتزام بها بصورة قاطعة كل عام. بمعنى آخر فإن هناك مرونة لتلك النسبة من عام لآخر تبعاً للظروف التي تمر بها الشركة وبالتالي يجب عمل دراسات مستفيضة لمستويات الأرباح المتوقعة خلال الأعوام التالية.

ج- توزيعات على أساس استثمار الأرباح المحتجزه Invest Retained Earnings:

وفقاً لهذا الأسلوب من التوزيعات Dividends تحاول الشركة إعادة استثمار الأرباح المحتجزه كلما اتاحت لها الفرصة في مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي كان سوف يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم. ويترتب على تطبيق هذا الأسلوب تغير مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توافر

المشروعات الإستثمارية التى يمكن الإستثمار فيها باستخدام الأرباح المحتجزة.

وفى ظل تطبيق هذا الأسلوب فإن الشركات التى ترغب فى معدلات نمو مرتفعة هى التى تتجه إلى إحتجاز الأرباح لتمويل مشروعاتها التوسعية، بينما الشركات التى لا ترغب فى تحقيق معدلات نمو فتتجه لتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدى على المساهمين نظراً لعدم الحاجة لإعادة إستثمار تلك الأرباح.

د- توزيعات أرباح نقدية منخفضة Low Cash Dividends بالإضافة إلى مبلغ آخر فى سنوات الرواج Saleability:

يتمثل هذا الأسلوب فى إلترم الشركة بتوزيع مقدار نقدى منخفض كعائد للمساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدى آخر كعائد إضافى يتم توزيعه فى السنوات التى ترتفع فيها أرباح الشركة كثيراً، وبذلك نجد أن هذه التوزيعات الإضافية Additional distributions تتوقف على أرباح الشركة واحتياجاتها من الأموال وهو ما تتبعه شركة جنرال موتورز، وبالتالى يرى مؤيدوا هذا الأسلوب أن توزيع هذا العائد الإضافى فى سنوات الربح المرتفع يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين إنطباعاً وهمياً بأن الزيادة فى الأرباح زيادة دائمة يمكن الإعتماد عليها بشكل مستديم.

رابعاً: العوامل المؤثرة على أسلوب توزيعات الأرباح النقدية؛

من الضرورى أن يأخذ فى الاعتبار مختلف العوامل المؤثرة على أسلوب توزيعات الأرباح النقدية، والتى من أهمها (الزهاى، ٢٠١٢، وسيمنار، ٢٠١٠):

١ - التشريعات القانونية Legal legislation:

تخضع الشركات لبعض القوانين التي تحكم أسلوب توزيع الأرباح والتي توضح أن توزيعات الأرباح يجب أن يتم دفعها من الأرباح المحققة أو المحتجزة، وترتكز هذه القوانين على ثلاث قواعد رئيسية هي:

- قاعدة صافي الأرباح: وتوضح أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية أو الماضية.

- قاعدة ضعف رأس المال: وهذه تحمي المقرضين بمنع دفع توزيعات الأرباح من رأس المال.

- قاعدة الإعسار: وتوضح هذه القاعدة أن الشركات لا تستطيع دفع توزيعات الأرباح عند الإفلاس Bankruptcy.

وتوجد في بعض الدول قوانين تلزم شركات المساهمة بالاحتفاظ باحتياطي الزامى بنسبة معينة من الأرباح الصافية، فهذه الأنظمة والقوانين تحد من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير مقدار الأرباح الموزعة على المساهمين.

أيضا من أجل حماية المقرضين الذين أقرضوا الشركة ووفروا مصادر التمويل، تقوم التشريعات القانونية بوضع قيود على الشركة المقترضة بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة للتوزيع (على حملة الأسهم) مجموع أرباح السنة الحالية والأرباح المحتجزة.

أما إذا كان على الشركة إلتزامات مستحقة أو تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها إلى الإفلاس Bankruptcy، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه الشركات من توزيع الأرباح. أيضا هناك بعض الشركات تجنب المساهمين ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها

أرباح نقدية، فإذا تبين للجهات القانونية والضريبية أن شركة معينة تماطل في دفع الأرباح للمساهمين لهذا الغرض فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.

٢- حالة السيولة Liquidity situation:

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توافر السيولة النقدية Liquidity فقد تكون الشركة محققة لأرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل أصول الشركة وتوسعة العمليات التشغيلية وخاصة الشركات التي تنمو بمعدلات عالية وتستعمل كافة مصادر التمويل المتاحة لها لتمويل التوسع، وأيضاً بعض الشركات تعاني من ضائقة سيولة في مراحل الكساد الإقتصادي نظراً لانخفاض المبيعات فإن هذا يحد من قدرة الشركات على دفع الأرباح الموزعة نقداً.

٣- قيود اتفاقيات وعقود القروض Constraints of agreements and loan contracts

من الممكن أن تضع الاتفاقيات والعقود مع الدائنين والمقرضين وملاك الأسهم الممتازة التي تتفق عليها الشركة قيوداً على حرية الشركة في اتخاذ قرار توزيع الأرباح، فعلى الشركة أن تلتزم بأمور معينة مثل: جدول تسديد القرض وبالتالي فإن الأرباح الصافية تستعمل أولاً لتسديد فوائد وأقساط القرض المستحقة، وقد تلزم إتفاقية القرض للشركة بعدم توزيع أى أرباح على المساهمين من الأرباح التي تحققها الشركة إلا بعد سداد فوائد وأقساط القرض وأيضاً قد تحظر عليها توزيع أرباح على المساهمين إذا انخفض رأس المال العامل عن مستوى معين، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة المجمعة

للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أى توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.

٤- معدلات نمو الشركة The company's growth rates:

إذا ما توافر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن إستخدام هذه الأرباح فى تمويلها. ومن الشائع أن الشركات ذات النمو السريع والتي تتاح أمامها فرص استثمارية عالية تفضل تمويل الإستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتى أو داخلى) بدلاً من توزيع الجزء الأكبر منها واللجوء للتمويل الخارجى عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات، لأن هذا التمويل يحملها «تكلفة التعاملات المالية» التي تتعلق بإصدار وبيع الأسهم أو السندات، ويمكن تجنب هذه التكلفة بالكامل إذا ما تم إستخدام الأرباح فى التمويل.

ولذلك تلجأ الشركات إلى إستثمار الأرباح الحالية فى أصول أكثر سيولة (الأوراق المالية المتداولة فى السوق المالى) وهذا يعنى إمكانية الحصول على هذه الأموال وتوجيهها فى الوقت المناسب إلى الاستثمارات أو الفرص الاستثمارية المربحة. وبالتالي يلاحظ أنه كلما كان معدل نمو الشركة سريعاً، كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع فى الأصول وبالتالي زاد احتمال احتجاز الشركة للأرباح بدلاً من توزيعها.

٥- ثبات الإيرادات The stability of revenue:

إن الشركة التي تشهد استقراراً نسبياً فى الأرباح غالباً ما تدفع نسبة أعلى من الأرباح الموزعة بخلاف تلك الشركات التي لديها تذبذب Volatility فى الأرباح، وبالتالي يتجه مجلس الإدارة نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح فى الشركة تحسباً للمستقبل.

٦- التعامل مع سوق الأوراق المالية Deal with stock market:

تعانى الشركات الصغيرة والجديدة من القدرة المحدودة على الاقتراض والتمويل بإصدار أسهم وذلك لأنها لا تكون معروفة جيداً من قبل المصارف والمستثمرين في أسواق الأوراق المالية، ولذلك تتجه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بالشركات الكبيرة والقديمة التي توزع نسب أرباح أكبر على المساهمين.

٧- تفضيلات المساهمين الحاليين The existing shareholders Preferences:

تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين للشركة دوراً هاماً في تحديد أسلوب توزيع الأرباح، ففي الشركات التي تمتلكها مجموعة صغيرة من الأفراد يكون الاتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح وذلك لأن المساهمون قد يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق احتجاز الأرباح عوضاً عن إصدار الأسهم حتى لا يخسروا سيطرتهم على الشركة وأيضاً إذا كان معدل الضريبة على دخل المساهمين الحاليين مرتفع فإنهم يفضلون احتجاز الأرباح وأخذ عائدهم في شكل ربح رأسمالي لأنه يخضع لمعدل ضريبة أقل.

٨- تفضيلات المستثمرين المرتقبيين ودرجة المخاطرة The prospective investors preferences and the degree of risk:

تضع الشركات أساليب توزيع الأرباح بها وفقاً لطبيعة الإستجابة المتوقعة للمستثمرين، ذلك أن المستثمرين يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناء على معايير منها طبيعة أسلوب توزيع الأرباح في الشركة، والشركات عموماً تختلف في نظرهم وفقاً لأسلوب توزيع الأرباح، فهناك شركات تقوم بتوزيع

نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك شركات تتبع أسلوب توزيعات أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن الشركة التي تعتمد على أسلوب توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها وبالتالي مخاطرتها متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم السهم وبالتالي زيادة قيمة السهم وإرتفاع ثروة المساهمين.

٩- الإعتبارات الضريبية Tax considerations:

إن الموقف الضريبي للمساهمين يؤثر بشكل كبير على الرغبة في التوزيعات Dividends، فعلى سبيل المثال نجد أن الشركة التي يمتلكها عدد محدود من الأفراد الذين يخضعون لمعدلات ضريبية عالية من الأرجح أن يدفع لهم توزيعات أرباح منخفضة نسبياً، فالمساهمون يفضلون الحصول على دخلهم في شكل فائض قيمة بدلاً من أن تكون في شكل توزيعات، والتي تكون معرضة لمعدلات عالية من ضريبة الدخل الشخصية، ومع ذلك فإن المساهمين الذين يخضعون لمعدلات ضريبية منخفضة، قد يرغبوا في الحصول على توزيعات أرباح مرتفعة.

١٠- نوع القطاع Sector type:

قد يؤثر نوع النشاط أو نوع القطاع الذي تنتمي إليه منشآت الأعمال في توزيعات الأرباح، وقد أشار (Campbell, 1996) أن بعض القطاعات تتميز توزيعات الأرباح فيها بالاستمرارية والاستقرار وبعض القطاعات تختلف توزيعاتها من فترة لأخرى، حيث أن متغير نوع القطاع أو نوع الصناعة يؤثر في أسلوب توزيع الأرباح. وقد لوحظ أن الشركات المالية المدرجة في

بورصة كوالا لمبور للأوراق المالية، حيث كان هناك المزيد من فرص النمو في قطاعات معينة، كقطاع صناعة البناء والتشييد، وذلك يرجع إلى توزيعات الأرباح النقدية كان منخفضاً. وفي الصناعات التي كانت فرص نموها منخفضة، كقطاع المزارع وصناعة المنتجات الاستهلاكية، ارتفع الفائض النقدي فيها، وبالتالي تم توزيع أرباح أعلى. (Omarn, 2004)

المبحث الثانى

قواعد وممارسات حوكمة الشركات الجيدة وعلاقتها بتوزيعات الأرباح النقدية

عرفها مركز حوكمة الشركات Corporate Governance Center بأنها: «مجموعة الطرق والأساليب التى تطبق على مستوى الشركة لحل مشاكل الحوكمة، ويتوقف استخدام هذه الطرق والأساليب على مدخل الحوكمة المطبق فى الدولة» (CGC, 2002, P.4).

وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation (IFC) بأنها: «هى النظام الذى يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم فى أعمالها» (يوسف، ٢٠٠٧، ص: ٤).

وقد عرفتها منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD, 2010) بأنها: «مجموعة من القواعد والعلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والملاك وجميع الأطراف التى لها علاقة مع الشركة، وهو الأسلوب الذى يقدم الهيكل أو الإطار المنظم الذى يتم من خلاله تحديد الأهداف وتحقيقها ومراقبة الأداء والإشراف الدقيق والنتائج والأسلوب الناجح لممارسة السلطة الذى يجب أن يقدم الحوافز اللازمة لمجلس الإدارة والإدارة العليا فى السعى لتحقيق الأهداف الموضوعه لخدمة مصالح الشركة ومساهمتها وتسهيل المراقبة الجيدة لاستخدام موارد وأصول الشركات والمؤسسات بكفاءة وفعالية».

وعرفها مركز المديرين المصرى بأنها: «تنظيم وبيان للسلوك الجيد فى إدارة الشركات وفقاً لأفضل الممارسات العالمية بما يحقق توازناً بين مصالح الأطراف المختلفة» (مركز المديرين المصرى، ٢٠١١).

واكتسبت حوكمة الشركات أهمية أكبر بالنسبة للأسواق المالية الناشئة نظراً لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة. كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى انخفاض الإشراف والرقابة، وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة. ويؤدي إتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات إلى بيئة تقاوم القرارات غير الرشيدة للإدارة، وتنشر الشفافية في الحياة الاقتصادية، وتكافح مقاومة الشركات للإصلاح.

وحوكمة الشركات الجيدة، في شكل الإفصاح عن المعلومات المالية، يمكن أن تعمل على تخفيض المشاكل الناجمة عن الوكالة. كما أنها تساعد على حماية حملة الأسهم والمستثمرين المرتقنين من الفساد الإداري. وما لم يتمكن المستثمرون من الحصول على ما يضمن لهم عائداً - في شكل توزيعات للأرباح - على استثماراتهم، فإن التمويل لن يتدفق إلى الشركة، وبدون التدفقات المالية لن يمكن تحقيق النمو على المدى الطويل للشركة.

وإحدى الفوائد الكبرى التي تنشأ من تحسين تطبيق ممارسات حوكمة الشركات هي زيادة فرص التمويل وإمكانية الحصول على مصادر أرخص للتمويل وهو ما يزيد من أهمية الحوكمة بشكل خاص بالنسبة للأسواق المالية الناشئة بالدول النامية.

إن حوكمة الشركات الجيدة تؤدي إلى توافر نظام لأسواق مالية تتمتع بالكفاءة. وتهتم حوكمة الشركات بتطوير الأسواق المالية الناشئة بالدول النامية عن طريق النظر في الهياكل الاقتصادية وهياكل الأعمال التي تعزز القدرة الاقتصادية للقطاع الخاص، وتجعل هذه الدول أكثر جذبا

للمستثمرين، الذين يكونون على قناعة باحتمالات حصولهم على عائد أكبر - في شكل توزيعات للأرباح - من الشركات التي تدار بشكل جيد، ومن ثم فإن المستثمرين مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع. كما أنهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين أو محاباتهم لذوى الصلة بهم في غياب قواعد حوكمة الشركات الجيدة.

فممارسات حوكمة الشركات الجيدة تحمى حقوق حملة الأسهم، كما أن الحوكمة توفر لحملة الأسهم نسبة أكبر من السيولة Liquidity وذلك بينائها الثقة والكفاءة في أسواق المال، الأمر الذى يتيح لهم فرصة أكبر في تنويع استثماراتهم وبيعها إذا أرادوا ذلك.

وتلعب حوكمة الشركات دوراً مهماً في تحقيق حماية حقوق المساهمين وذلك من خلال الاحتفاظ بسجلات تثبت ملكيتهم للأسهم وشفافية المعلومات وتقديمها في الوقت المناسب، فضلاً عن ضمان حقوق المساهم بما في ذلك الحصول على حصة من الأرباح السنوية وحق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

أولاً؛ مزايا حوكمة الشركات للشركات والمستثمرين :

١ - تحمى حقوق المستثمرين Protect the Rights of Investors:

حوكمة الشركات الجيدة تحمى حقوق المستثمرين، وخاصة حقوق الأقلية Minority rights منهم، فيما يتعلق بحقوقهم في إبداء رأيهم بخصوص إدارة الشركة للصفقات الكبرى ومعرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم.

٢- تحسين أداء الشركات :Improvement Firm's Performance

الشركات التى تدار بشكل جيد يكون أداؤها أفضل وتعطى قيمة للمستثمرين والمقرضين والعاملين والعملاء، بل والمجتمع على حد سواء. كما أن الحوكمة الجيدة للشركات تساهم فى خلق مناخ جيد للأعمال، مما يشجع الاستثمارات المحلية والأجنبية، وهو الأمر الذى يؤدى بدوره لخلق فرص عمل وزيادة رفاهية المواطنين.

٣- تقليل من تكلفة رأس المال :Reduce the Cost of Capital

الشركات التى تطبق أسس الحوكمة الجيدة تتوقع تخفيض تكلفة رأس مالها، ومن ثم تستطيع أن تجتذب مستثمرين على نطاق أوسع، ومعظمهم من الذين يسعون للاستثمار طويل الأجل.

٤- تزيد السيولة :Excess Liquidity

الشركات التى تطبق أسس الحوكمة الجيدة توفر للمستثمرين نسبة أكبر من السيولة وذلك بنائها للثقة والكفاءة فى أسواق المال، الأمر الذى يتيح لهم فرصة أكبر فى تنويع أصولهم وبيعها إذا أرادوا ذلك.

٥- تخفف أثر المخاطر :Mitigate the impact of Reask

حوكمة الشركات الجيدة تقلل من احتمالات تعرض الشركات للمخاطر المختلفة بما فى ذلك تعرضها للدعاوى القانونية.

٦- تقوى السمعة :Strong Reputation

يدرك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التى تدار بشكل جيد، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا

العائد المرتفع. كما أنهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين أو محاباتهم لذوى الصلة بهم.

٧- تحسين الاستراتيجية Improvement Strategy:

من المتوقع أن تحسن الشركات التي تطبق أسس الحوكمة الجيدة إدارتها في مجالات مثل إعداد استراتيجيتها، علاوة على أنها تضمن أن الاستحواذ والدمج يتم لأسباب عملية سليمة، وإن نظم منح مكافآت العاملين فيها مبنية على أساس كفاءة الأداء.

٨- تبنى علاقات قوية بين أصحاب المصلحة Building Strong

:Relationships Among Stakeholders

الشركات إذا تصرفت بمسؤولية وبعدل يمكن أن تبنى علاقات قوية ومثمرة وطويلة المدى مع كل أصحاب المصلحة بما في ذلك الدائنين والعاملين والعملاء والموردين والمجتمع المحلي. وأخيراً فإن إجراءات الحوكمة الجيدة لمواجهة احتمالات فشل الأعمال تحمى الدائنين وتحد من مسؤولية حملة الأسهم.

ثانياً: أسباب الحاجة إلى حوكمة الشركات:

ظهرت الحاجة الملحة والضرورية لحوكمة الشركات من الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات ذات الملكية الواسعة والمتفرقة للأشخاص. ويسعى المستثمرون إلى استثمار أموالهم في الشركات المدرة للربح لكي يحصلوا على أرباح من استثماراتهم فيما بعد، ولكن كثيراً من المستثمرين لا يجدون الوقت ولا يمتلكون الخبرة اللازمة لتشغيل الشركة وضمان الحصول منها على عائد مناسب على الاستثمار. ونتيجة لذلك يلجأ المستثمرون

لمديرون من ذوى الخبرة لإدارة أعمال الشركة اليومية مع الأخذ فى الاعتبار
زيادة ربحيتها وتحسين أدائها على المدى الطويل.

ومع ذلك، تمتد الحاجة إلى حوكمة الشركات فى الأسواق المالية الصاعدة
Emerging Markets إلى ما هو أبعد من حل المشاكل الناجمة من الفصل بين
الملكية والإدارة، فهذه الأسواق تتعرض بصفة مستمرة لمسائل مثل نقص
رؤوس الأموال، والإساءة إلى الأقلية The Minority من حملة الأسهم،
والإخلال بالعقود، والاستيلاء على الأصول، والعمل للمصلحة الذاتية،
والأسوأ من ذلك أن هذه التصرفات تمضى دون مسألة.

وتتمتع الشركات الخاضعة للسيطرة المركزة Concentrated Control
(الملكية الإدارية أو العائلية أو لقلّة من الأشخاص) بمزايا معينة، منها المراقبة
للشركة عن قرب وبالتالي تقليل احتمالات حدوث سوء للتصرفات. وعلاوة
على ذلك فإنهم يمتلكون جزء كبير من الأسهم ومن حقوق السيطرة وبالتالي
يميلون إلى الإبقاء على استثماراتهم لمدة طويلة، ونتيجة لذلك يؤيدون
القرارات التى تطور من أداء الشركة على المدى الطويل دون القرارات
المصممة لجلب المكاسب على المدى القصير.

أما بالنسبة للشركات الخاضعة للسيطرة المشتتة Dispersion Control
(فيها عدد كبير من الأشخاص يمتلكون عدد صغير من الأسهم) لا
يستطيعون مراقبة الشركة عن كثب وبالتالي فإنهم يعتمدون على أعضاء مجلس
إدارة مستقلون فى مراقبة وتقييم تصرفات مديري الشركة بموضوعية،
وهؤلاء الأعضاء المستقلون يحمون حقوق المساهمين بشدة وبالتالي فهذه
الشركات تكون أقل عرضه للفساد، وبالتالي يميل المساهمين بهذه الشركات

إلى تعظيم الربح بالمدى القصير على حساب تطوير الأداء على المدى الطويل، وهذا يؤدي إلى نزاع دائم بين المديرين والمساهمين، وبالتالي يسحب المساهمين استثماراتهم من هذه الشركة وتوجيهها لشركة أخرى أكثر توزيعاً للأرباح وهذا يؤدي بدوره إلى انعدام الاستقرار بالشركة.

ثالثاً: حوكمة الشركات فى مصر:

فى المنطقة العربية تعد جمهورية مصر. الدولة العربية الرائدة فى مجال تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات، وفى عام ٢٠٠١ طلبت مصر. من صندوق النقد الدولى بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية تقييم مدى تطبيق معايير الحوكمة بها كأول دولة عربية يتم تقييمها، توصل التقييم إلى أن مصر. تطبق ٦٢٪ من معايير الحوكمة، بدأت مصر. تشريع القوانين التى تزيد من التزام الشركات بمعايير الحوكمة وذلك مثل قانون القيد بهيئة سوق المال وفى سنة ٢٠٠٣ صدر قرار وزير التجارة الخارجية رقم ٦٧٥ بإنشاء مركز للمديرين تابع للوزارة لنشر. فكر الحوكمة فى مصر، وفى سنة ٢٠٠٤ تم تقييم مصر. مرة أخرى وتوصل التقييم إلى أن مصر. تطبق ٨٢٪ من معايير الحوكمة وبتاريخ ١٣/١٠/٢٠٠٥ أصدرت وزارة الاستثمار قواعد مبادئ حوكمة الشركات طبقاً لإصدارات منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).

المبحث الثالث

الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

تقوم الباحثة في هذا القسم بتحليل أدبيات الفكر المحاسبي التي اهتمت بأثر قواعد حوكمة الشركات وممارسات حوكمة الشركات الجيدة على توزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وتطوير الفروض المتعلقة بها كما يلي:

أولاً: قواعد حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح النقدية:

١ - الملكية الإدارية (Managerial Ownership) وتوزيعات الأرباح النقدية:

تشير الملكية الإدارية إلى تملك الإدارة لجزء من أسهم الشركة، وتظهر نظرية الوكالة Agency Theory أن ملكية الأسهم من قبل المديرين تساعد على تقارب مصالحهم مع حملة الأسهم وتساعد على توزيعات أرباح أكثر، من ناحية أخرى يمكن النظر إلى أن الملكية الإدارية تؤدي إلى تخفيض توزيعات الأرباح لدوافع أخرى مثل تخفيض الضرائب أو قرار التمويل الذاتي.

وعلى الإدارة أن تختار بين قرار تقسيم أرباح الشركة الصافية بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة (الميداني، ٢٠١٠)، والمفاضلة بين هذين الاختيارين أو الموازنة بينهما يعد من أهم القرارات التمويلية في الشركة، فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توافر السيولة Liquidity الكافية لذلك، وهو يعنى «ضمنياً» أن ليس لدى الشركة فرص للاستثمار في المستقبل.

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 لأسلوب توزيع الأرباح التي يمكن للشركة أن تتبعها، أولها اتباع أسلوب توزيع نسبة ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع، بحيث تحقق هذه الأسلوب الاستمرارية في التوزيعات Dividends ولكنها متقلبة من فترة لأخرى تبعاً لحجم الأرباح، أما الانتظام في التوزيعات Dividends فيحققها اتباع الشركة لأسلوب توزيع أرباح منتظمة بغض النظر عن حجم الأرباح المتحققة، أو قد تلجأ الشركة إلى اتباع أسلوب توزيع الأرباح المتبقية إذا كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتوزع ما تبقى من الأرباح (عواد، ٢٠١١)، وبذلك يمكن للباحثة صياغة الفرض الأول في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

«هناك علاقة ارتباط معنوية موجبة بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية».

٢- حجم مجلس الإدارة (Board Size) وتوزيعات الأرباح النقدية:

لم تتفق الدراسات المحاسبية على الحجم المثالي لمجلس الإدارة كما لم تتفق على تأثيره على توزيعات الأرباح، وقد أشارت دراسة (Mohammad et al., 2013) إلى أن الحجم المناسب لمجلس الإدارة يتراوح ما بين (٨-١٠) أعضاء ويرتبط بعلاقة موجبة مع أداء الشركة بينما أشار دليل قواعد ومعايير الحوكمة المصري الصادر في فبراير ٢٠١١م في الفقرات رقم (٢-٤-٥) على أنه يجب ألا يقل مجلس الإدارة عن خمسة أعضاء ولم يحدد الحد الأقصى، ويلاحظ أن الحجم المناسب لمجلس الإدارة يرتبط بنوع النشاط فقد يكون الحجم الكبير أداة ضغط فعالة على سلوك الإدارة في توزيعات الأرباح في حين أن الحجم الصغير قد يكون أفضل لسهولة اتخاذ قرار بعدم إجراء أى توزيعات Dividends. ولم تجد دراسة (Abbott et al., 2004) أى علاقة بين حجم

مجلس الإدارة وجودة التقارير المالية، وما تتضمنه من أرباح محاسبية. وبذلك يمكن للباحثة صياغة الفرض الثاني في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

«هناك علاقة ارتباط معنوية موجبة بين حجم مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المقيمة ببورصة الأوراق المالية المصرية».

٣- استقلال أعضاء مجلس الإدارة (Independent Board) وتوزيعات الأرباح النقدية:

تلعب استقلالية مجلس الإدارة دوراً هاماً في الحد من تضارب المصالح بين الملاك وبين المديرين فهي تعزز من قيام مجلس الإدارة بمهامه الإشرافية والرقابية، وقد أكدت دراسة (Larcker, et al., 2007) أن تزايد نسبة الأعضاء المستقلين الخارجيين في تشكيل المجلس تؤثر إيجابياً على فاعلية الرقابة التي تتم على أداء الإدارة التنفيذية، أي هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح واستقلال مجلس الإدارة. وقد أكدت قواعد حوكمة الشركات الصادرة عن مركز المديرين المصري التابع لوزارة الاستثمار في مارس عام ٢٠١١م (على أن العضو المستقل هو العضو الذي يكون مستقلاً عن الإدارة، وأن يكون ارتباطه الوحيد بالشركة من خلال عضويته في مجلس الإدارة، فلا يكون من كبار المساهمين بالشركة أو من كبار العملاء أو الموردين).

وبذلك يمكن للباحثة صياغة الفرض الثالث في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

«توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين استقلال أعضاء مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية».

٤ - الفصل بين مهام المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة (Spread Chair) وتوزيعات الأرباح النقدية:

من الخصائص المميزة لمجلس الإدارة هو فصل أو دمج منصب المدير التنفيذي (العضو المنتدب) ومنصب رئيس مجلس الإدارة وهو ما يسمى بالقيادة الثانية (Chief Executive Officer (CEO أو ثنائية المنصب. فالمدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يؤديان وظيفتان مختلفتان، لذا من الأفضل عدم شغلها من قبل شخص واحد. وهو ما أكدته دليل الحوكمة المصري حيث نص على «أن يتولى المجلس تعيين رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، ويفضل ألا يجمع ذات الشخص بين الصفتين، فإذا كان الجمع بين المنصبين ضرورياً وجب أن يتم توضيح أسباب ذلك في التقرير السنوي للشركة» (دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات، ٢٠١١، ص ٩).

وقد أكدت دراسة (Anwer & Scott, 2013) على أن الثقة المفرطة في الإدارة وازدواجية دورى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يجعل المنشأة تحت إدارة شخص واحد مما يسمح له بالسيطرة على المعلومات المتاحة وتقديمها إلى أعضاء المجلس بالطريقة التي يراها مناسبة وتتفق مع أهدافه. ويرى (Arc & Michael, 2010) أن ازدواجية دور المدير التنفيذي تضعف من قدرة وفعالية المجلس في الإشراف على الإدارة التنفيذية، وبالتالي يزداد تحكم المدير التنفيذي في توزيع الأرباح المحاسبية.

كما سبق يتضح أهمية الفصل بين مهام المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة للحد من مشاكل الوكالة لحماية مصالح الشركة والمساهمين، وضمان جودة ونزاهة التقارير المالية للشركة بما يمكن المستثمرين من فهم المخاطر المرتبطة بأنشطة وأعمال الشركة وضمان تطبيق أسلوب توزيع للأرباح تتوافق مع المخاطر التي تواجهها الشركة. وبذلك يمكن للباحثة صياغة الفرض الرابع في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

«توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين الفصل بين مهام المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية».

ثانياً: ممارسات حوكمة الشركات الجيدة Corporate Governance Quality وتوزيعات الأرباح النقدية:

وجدت دراسة (Al-Kuwari, 2012) أن التوزيعات في سوق الكويت تهدف إلى تخفيض نزاع الوكالة وتعارض المصالح agency conflict، بالإضافة إلى حماية حقوق الأقلية Minority rights وتجنب استغلالهم. وهناك العديد من الدراسات التي بحثت العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات الجيدة Corporate Governance Quality وتوزيعات الأرباح Dividends، بناءً على فرض وجود علاقة طردية بين جودة ممارسات حوكمة الشركات Corporate Governance Quality وتوزيعات الأرباح، وتستند هذه الفرضية على فرضية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Hypothesis ويطلق عليها «فرضية النتيجة Outcome Hypothesis»، ووفقاً لذلك فإن الشركات التي تتمتع بممارسات حوكمة شركات جيدة لا يستطيع مديروها استغلال التدفقات النقدية الحرة في تحقيق مصالحهم الشخصية، وإنما يتم توزيعها على حملة

الأسهم، والشركات ذات ممارسات حوكمة الشركات المنخفضة يميل المدبرون فيها إلى الاحتفاظ بالنقدية من غير توزيعها من أجل استغلالها في تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال توزيعها كعلاوات أو بالدخول في صفقات تعود بالنفع الشخصي. عليهم من غير اعتبار لمصالح حملة الأسهم. (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Renneboog & Szilagyi, 2006; Michaely & Roberts, 2006; Mitton, T., 2004). وبذلك يمكن للباحثة

صياغة الفرض الخامس في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

«توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين ممارسات حوكمة الشركات الجيدة ككل وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية».

ثالثاً: المتغيرات الضابطة وتوزيعات الأرباح:

أُتضح أن هناك العديد من العوامل المؤثرة في توزيعات الأرباح، فهناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة وربحيته 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).

١ - حجم الشركة Corporeat Size: (مجموع أصول الشركة في نهاية العام)

يُعد حجم الشركة من المتغيرات الهامة ذات الدلالة الإحصائية في أدبيات الفكر المحاسبي المؤثرة في توزيعات الأرباح، وقد أوضحت دراسة (Salameh, et al, 2012; Al-Kuwari, 2012; Al-Malkawi, 2007) أن حجم الشركة له تأثير إيجابي في توزيعات الأرباح، ويتفق (حمدان، ٢٠١٤ و Boursesli & Abdulsalam, 2005) في أن الشركات التي وزعت أرباح هي

الأكبر حجماً. حيث أن الشركات كبيرة الحجم يقل اعتمادها على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها لامتلاكها فرصاً كبيرة على الاقتراض وعلى التمويل من الأسواق المالية الداخلية والخارجية، أما بالنسبة للشركات الصغيرة والحديثة مقدرتها محدودة على الاقتراض وعلى التمويل وبالتالي تلجأ إلى التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة بإصدار أسهم جديدة. في حين أن دراسة (شبيطة وحداد، ٢٠١٠) وجدت أنه لا يوجد تأثيراً لحجم الشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم.

وتم تقسيم الشركات حسب حجمها إلى شركات كبيرة وأخرى صغيرة، بناء على حجم أصولها، فإذا كان متوسط أصول الشركة خلال فترة الدراسة يفوق وسيط أصول الشركات جميعها، تعتبر من الشركات كبيرة الحجم، وما دون الوسيط تعتبر من الشركات صغيرة الحجم.

٢- ربحية السهم Earnings per Share:

تمثل قيمة الأرباح التي تحققت لكل سهم أصدرته الشركة، وأحياناً يسمى معدل ربح السهم ويحسب بقسمة صافي الأرباح على متوسط عدد الأسهم المتدولة للشركة، ويقيس هذا المعدل ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح (لكن هذا لا يعنى ما سيقبضه حملة الأسهم)، لأن الشركات عادة تقوم بإعادة استثمار كل أو جزء من الأرباح وتحويل جزء آخر ضمن الاحتياطات.

وقد توصلت دراسة (McManus, et al, 2002) إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم، وقد بينت نتائج دراسة (نور والفضل، ٢٠٠٣) والتي أجريت على السواقين الماليين الأردني والعراقي، أن هناك علاقة بين توزيعات الأرباح وبين العوائد السوقية غير العادية للأسهم،

ودعمت هذه النتيجة دراسة (شبيطة وحداد، ٢٠١٠) في قطاع الصناعة في السوق المالية الأردنية حيث توصلت إلى وجود علاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في ذلك القطاع، كما بينت دراسة (Al-Salameh, et al, 2012; Al-Mutairi and Al-Omar, 2009) Kuwari, 2012; في السوق المالية السعودية والكويتية أن ربحية السهم لها تأثير إيجابي (طردى) في توزيعات الأرباح، أيضاً توصل (Al-Malkawi, 2007) لنفس النتيجة في الأردن.

٣- الرافعة المالية Financial Leverage: (إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام)

تمثل الديون ضغوطاً على منشآت الأعمال حيث قد تؤدي إلى زيادة احتمالية فشلها أو تعثرها المالي مما قد يدفعها إلى المحافظة على مستوى معين من الأرباح (السهل، ٢٠٠٩). وقد أوضحت دراسة (Salameh, et al, 2007; Al-Kuwari, 2012; Al-Malkawi, 2012) أن التوزيعات تنخفض بزيادة الرافعة المالية للشركة. أي أن هناك علاقة سلبية بين نسبة المديونية وتوزيعات الأرباح، وهذا عكس ما توصل إليه (Juhmani, 2009) بأنه لا يوجد تأثيراً للمديونية في أسلوب توزيع الأرباح في سوق البحرين للأوراق المالية.

ولاختبار مدى تأثير نسبة المديونية في توزيعات الأرباح، تم تقسيم الشركات إلى مجموعتين حسب نسبة الرافعة المالية، وتقاس بقسمة الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول، تشمل المجموعة الأولى الشركات التي تبلغ فيها نسبة المديونية أكبر من وسيط الرافعة المالية للشركات جميعها، وتشمل الثانية الشركات التي تبلغ فيها نسبة المديونية أقل من وسيط الرافعة المالية للشركات جميعها.

٤- فرص نمو الشركة Growth Opportunity: (نسبة نمو الأصول السنة الحالية عن السنة السابقة)

احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح يعطى مؤشرات أن هناك استثمارات وفرص لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات رابحة تسعى إلى تمويلها مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم. وقد أوضحت دراسة (Bouresli and Abdulsalam, 2005) أن الشركات الكويتية الموزعة للأرباح تميزت بأنها الأعلى ربحية وذات نسب سوقية أعلى من الدفترية، وهي الأكثر نمواً والأكبر حجماً والأقل مديونية. وقد أشار (الميداني، ٢٠١٠) أنه من الطبيعي أن تحتاج الشركات التي تنمو بمعدلات سريعة إلى تمويل كبير لمواجهة حاجات التوسع، وستعتمد مثل هذه الشركات إلى الاستفادة من مصادر التمويل كافة، واحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح لتوفير حاجات التمويل بالملكية. وبالتالي فقد أدرج متغير فرص النمو كمتغير ضابط تم التعبير عنه بنسبة نمو الأصول في السنة الحالية عن السنة السابقة، ويتوقع أن يكون ذا علاقة سلبية بمعدل توزيعات الأرباح على المساهمين.

٥- نوع القطاع Sector type:

قد يؤثر نوع النشاط أو نوع القطاع الذي تنتمي إليه منشآت الأعمال في توزيعات الأرباح، وقد أشار (Campbell, 1996) أن بعض القطاعات تتميز توزيعات الأرباح فيها بالاستمرارية والاستقرار وبعض القطاعات تختلف توزيعاتها من فترة لأخرى، حيث أن متغير نوع القطاع أو نوع الصناعة يؤثر في أسلوب توزيع الأرباح، ولهذا فقد استخدمت الدراسة نوع القطاع كمتغير ضابط وعوضت عنه بمتغير وهمي يأخذ (صفر) إذا كانت الشركة تمارس

أعمال ذات طابع تجارى أو خدمى، وتأخذ قيمة (١) إذا كانت الشركة تمارس أعمال ذات طابع صناعى، ويأخذ قيمة (٢) إذا كانت الشركة تمارس أعمال ذات طابع تكنولوجى عالى.

المبحث الرابع

منهجية البحث وبناء النموذج

استهدف البحث تحليل أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات وممارسات حوكمة الشركات الجيدة على توزيعات الأرباح النقدية للشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الباحثة على أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis للقوائم والتقارير المالية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٢ م حتى عام ٢٠١٦ م). ويمكن بيان منهجية البحث من خلال النقاط التالية:

أولاً: أسلوب قياس متغيرات الدراسة:

تم قياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

المتغير التابع: توزيعات الأرباح النقدية:

يتم استخدام متغيراً بديلاً Proxy variable لتوزيعات الأرباح النقدية وهو: معدل توزيع الأرباح على المساهمين Payout Ratio ويحسب عن طريق قسمة الأرباح المقرر توزيعها للمساهمين على الأرباح الصافية للشركة، ويعد هذا المعدل الأكثر انتشاراً في الدراسات المحاسبية (John and Knyazeva, 2006 والميداني، ٢٠١٠ و Jiraporn et al, 2011 وحمدان، ٢٠١٤)، ولهذا يتم تقسيم الشركات إلى قسمين: القسم الأول شركات وزعت أرباح، القسم الثاني شركات لم توزع أرباح.

المتغيرات المستقلة: قواعد حوكمة الشركات:

تمثل قواعد حوكمة الشركات Corporate Governance Quality المتغيرات المستقلة في الدراسة، وقد اعتمدت الباحثة على بعض المتغيرات

الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة، والتي أمكن قياسها بالجدول رقم (١) مثل نسبة ملكية المديرين، وحجم مجلس الإدارة، واستقلال أعضاء مجلس الإدارة، وفصل وظيفة رئيس مجلس الإدارة عن وظيفة المدير التنفيذي. المتغيرات الضابطة (الرقابة):

تشمل المتغيرات الضابطة كما يتضح من الجدول رقم (١) بعض العوامل المؤثرة على المتغير التابع، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ومن أهم المتغيرات: حجم الشركة، وربحية الشركة، والرافعة المالية، وفرص نمو الشركة، ونوع القطاع الذي تنمى إليه الشركة.

وفي ضوء استقراء الدراسات السابقة يمكن للباحثة توضيح طريقة قياس متغيرات الدراسة وعلاقتها المتوقعة بتوزيعات الأرباح من خلال الجدول التالي:

قياس أثر قواعد حوكمة الشركات وجودتها على توزيعات الأرباح النقدية بالشركات
المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية..دراسة تطبيقية د/ صفاء محمد أحمد عمار

جدول رقم (١) طريقة قياس متغيرات الدراسة وعلاقتها بتوزيعات الأرباح

رمز المتغير	المتغيرات	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة بتوزيعات الأرباح	مصادر البيانات
أولاً: المتغير التابع:				
DPS (Dividends Per Share)	توزيعات الأرباح النقدية	توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية العام، وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما تحققه الشركة من أرباح خلال العام.		القوائم المالية للشركات عينة الدراسة
ثانياً: المتغيرات المستقلة:				
Ownership	الملكية الإدارية	نسبة الاسهم المملوكة بواسطة الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية داخل الشركة.	+	القوائم المالية والايضاحات المتممة للشركات عينة الدراسة
BoardSize	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة.	+	
BoardIndep.	استقلال مجلس الإدارة	نسبة تمثيل الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة (عدد الأعضاء المستقلين - المديرين غير التنفيذيين من خارج الشركة - إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة).	+	
Sepchair	فصل الوظائف	متغير وهمي يأخذ (صفر) إذا كان هناك ازدواج وظيفي ويأخذ (١) إذا كان رئيس مجلس الإدارة هو المدير التنفيذي.	+	
Gov-Quality	ممارسات حوكمة الشركات الجيدة	متغير وهمي يأخذ (صفر) في حالة عدم وجود حوكمة، ويأخذ (١) إذا في حالة وجود حوكمة.	+	

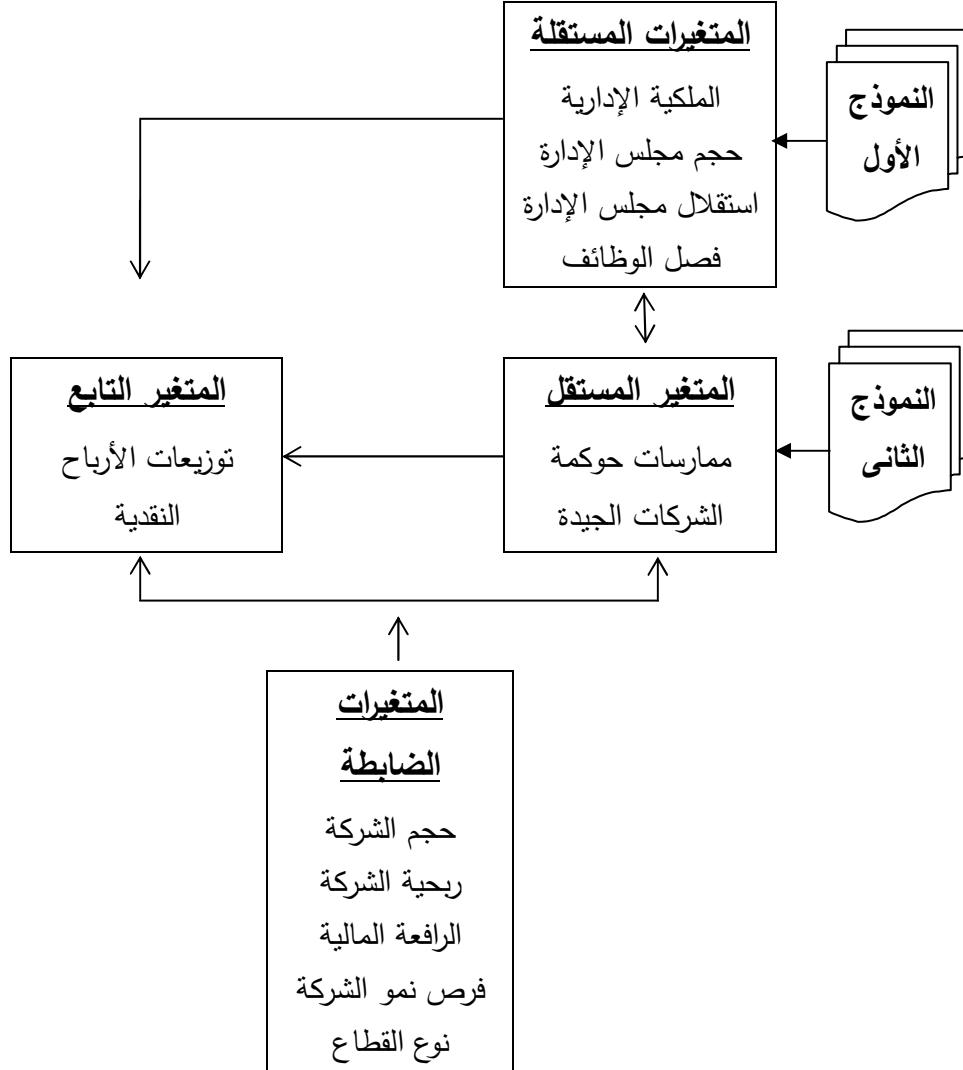
رمز المتغير	المتغيرات	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة بتوزيعات الأرباح	مصادر البيانات
ثالثاً: المتغيرات الضابطة:				
CSize	حجم الشركة	مجموع أصول الشركة في نهاية العام.	+	القوائم المالية للشركات عينة الدراسة
EPS	ربحية السهم	معدل ربح السهم.	+	
LEV	الرافعة المالية	إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام.	-	
Growth	فرص نمو الشركة	نسبة نمو الأصول للسنة الحالية عن السنة السابقة.	-	
Sector	نوع القطاع	متغير وهمي يأخذ (صفر) إذا كانت الشركة تمارس أعمال ذات طابع تجارى أو خدمى، وتأخذ قيمة (١) إذا كانت الشركة تمارس أعمال ذات طابع صناعى، ويأخذ قيمة (٢) إذا كانت الشركة تمارس أعمال ذات طابع تكنولوجى عالى.	-/+	

ثانياً: نماذج الدراسة:

بناء على ما تم عرضه من خلال مشكلة الدراسة وأهدافها وفروضها، حاولت الباحثة اقتراح نموذجين لقياس أثر جودة حوكمة الشركات على توزيعات الأرباح للشركات المسجلة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، كما استخدمت الدراسة بعض المتغيرات الضابطة التى من شأنها ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، كما يظهر فى الشكل رقم (١):

شكل رقم (١)

إطار البحث ونموذجي العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة



النموذج الأول: أثر قواعد حوكمة الشركات على توزيعات الأرباح:

يتم تمثيل هذه العلاقة باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، كما يتضح من المعادلة التالية:

$$DPS_{i,t} = a + \beta_1 Ownership_{i,t} + \beta_2 BoardSize_{i,t} + \beta_3 BoardIndep._{i,t} + \beta_4 Sepchair_{i,t} + \beta_5 CSIZE_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \sum_{k=1}^{15} \beta_k Sector_{i,k} + \epsilon_i \quad (1)$$

حيث إن:

$DPS_{i,t}$: المتغير التابع وهو توزيعات الأرباح للشركة (i) في السنة (t).

α : قيمة الثابت في النموذج، وهى قيمة توزيعات الأرباح من غير أخذ أثر قواعد حوكمة الشركات والمتغيرات الضابطة الأخرى.

$\beta_{1..8}$: الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.

$Ownership_{i,t}$: المتغير المستقل الأول نسبة ملكية المديرين في أسهم الشركة (i) في السنة (t).

$BoardSize_{i,t}$: المتغير المستقل الثانى حجم مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t).

$BoardIndep._{i,t}$: المتغير المستقل الثالث استقلال أعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t).

$Sepchair_{i,t}$: المتغير المستقل الرابع فصل الوظائف بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة (i) في السنة (t).

$CSIZE_{i,t}$: المتغير الضابط الأول حجم الشركة (i) في السنة (t).

$EPS_{i,t}$: المتغير الضابط الثانى ربح السهم للشركة (i) فى السنة (t).

$LEV_{i,t}$: المتغير الضابط الثالث الرافعة المالية للشركة (i) فى السنة (t).

$Growth_{i,t}$: المتغير الضابط الرابع فرص النمو للشركة (i) فى السنة (t).

$Sector_{i,k}$: المتغير الضابط الخامس نوع القطاع الذى تنتمى إليه الشركة (i).

ε_i : الخطأ العشوائى.

النموذج الثانى: أثر ممارسات حوكمة الشركات الجيدة على توزيعات الأرباح:

يتم تمثيل هذه العلاقة باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، كما يتضح من المعادلة التالية:

$$DPS_{i,t} = a + \beta_1 Gov-Quality_{i,t} + \beta_2 CSize_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \sum_{k=1}^{15} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \text{ ----- (2)}$$

حيث إن:

$Gov-Quality_{i,t}$: المتغير المستقل وهو جودة حوكمة الشركات ككل للشركة (i) فى السنة (t).

المبحث الخامس الدراسة التطبيقية

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات التي تتداول أسهمهما في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (من عام ٢٠١٣م وحتى عام ٢٠١٦م). وقد بلغ عدد هذه الشركات حتى نهاية عام ٢٠١٦م (٢٢٨) شركة موزعة على سبعة عشر قطاعاً، وقد اختارت الباحثة عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- ١- استبعاد قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك، وقطاع شركات التأمين، والسياحة والترفيه.
 - ٢- أن تكون الشركة قد وردت في كتاب الإفصاح السنوي الصادر عن البورصة المصرية للمائة شركة الأكثر نشاطاً لعام واحد على الأقل خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٣م حتى عام ٢٠١٦م.
 - ٣- أن تتوفر التقارير المالية عن الشركة بانتظام وأن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.
- وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد ٤٣ شركة لتمثل عينة الدراسة، ويوضح الجدول رقم (٢) مجتمع الدراسة والشركات المستبعدة.

قياس أثر قواعد حوكمة الشركات وجودتها على توزيعات الأرباح النقدية بالشركات
المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية..دراسة تطبيقية د/ صفاء محمد أحمد عمار

جدول رقم (٢) مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار العينة

م	اسم القطاع	مجتمع الدراسة	الشركات المستبعده	عينة الدراسة
١	الكيمائيات	٨	٦	٢
٢	الأغذية والمشروبات	٢٩	٢٥	٤
٣	العقارات	٣٠	٢٦	٤
٤	التشييد ومواد البناء	٢٥	٢٠	٥
٥	الموارد الأساسية	١٠	٦	٤
٦	السياحة والترفيه	١٧	١٧	—
٧	المنتجات المنزلية والشخصية	١٠	٧	٣
٨	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	١٩	١٥	٤
٩	الغاز والبتروك	٣	١	٢
١٠	الاتصالات	٤	١	٣
١١	الإعلام	١	—	١
١٢	الرعاية الصحية والأدوية	١٥	١٠	٥
١٣	تكنولوجيا المعلومات	٤	٢	٢
١٤	الموزعون وتجارة التجزئة	٥	٢	٣
١٥	المرافق	١	—	١
١٦	البنوك	١٤	١٤	—
١٧	الخدمات المالية بخلاف البنوك	٣٣	٣٣	—
	الإجمالي	٢٢٨	١٣٢	٤٣

من الجدول السابق وجد أن عدد القطاعات الداخلة في عينة الدراسة ثلاثة عشر قطاع من إجمالي سبعة عشر. قطاعاً بعد استبعاد قطاع البنوك، والخدمات المالية بخلاف البنوك، وقطاع شركات التأمين، والسياحة والترفيه نظراً لظروف إستثنائية تمر بها هذه القطاعات.

ثانياً؛ مصادر الحصول على البيانات:

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات المرتبطة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية والايضاحات المتممة للشركات المنشورة في مواقعها على شبكة الانترنت، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (EGID)، وموقع مباشر مصر، وموقع البورصة المصرية.

ثالثاً؛ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض:

تم تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على ثلاث مراحل بدأت بالتحقق من صلاحية البيانات للتحليل الاحصائي، تلى ذلك وصف لبيانات الدراسة ثم المرحلة الأخيرة انتهت بتقدير النماذج واختبار الفروض، وفيما يلي سرد لهذه المراحل الثلاثة:

٣-١ صلاحية البيانات للتحليل الاحصائي:

٣-١-١ اختبار التوزيع الطبيعي:

تم استخدام اختبار كولموجوروف - سميرنوف (Kolmogorov-Smirnov) بالاستعانة ببرنامج الحزم الاحصائية (SPSS) للتأكد من أن التوزيع الذي تتخذه بيانات الدراسة يتبع التوزيع الطبيعي وذلك بالنسبة لمتغيرات الدراسة المتصلة Continuous Variables (الملكية الإدارية، حجم مجلس الإدارة،

قياس أثر قواعد حوكمة الشركات وجودتها على توزيعات الأرباح النقدية بالشركات
المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية..دراسة تطبيقية د/ صفاء محمد أحمد عمار

استقلال مجلس الإدارة، حجم الشركة، ربحية الشركة، الرافعة المالية، فرص
نمو الشركة)، والمتغير الوهمي Dummy Variables (نوع القطاع).

الجدول رقم (٣) اختبار التوزيع الطبيعي (Kolmogorov-Smirnov Test)
المتغيرات الدراسة

المتغيرات	Kolmogorov-Smirnov Z	مستوى الدلالة Sig.
الملكية الإدارية	٢,٨١٧	٠,١٨٤
حجم مجلس الإدارة	١,٨٠٢	٠,١٤٥
استقلال مجلس الإدارة	٢,٨١٤	٠,١٦١
حجم الشركة	٢,٨٥٨	٠,١١٢
ربحية الشركة	٣,٨٠٢	٠,١٥٤
الرافعة المالية	٢,٨٦٣	٠,١٨٤
فرص نمو الشركة	٥,٨٣٦	٠,١٤٧
نوع القطاع	١,٠٥٠	٠,٢٢٠

يظهر بالجدول رقم (٣) السابق أن القيم الاحتمالية للمتغيرات أكبر من
مستوى الدلالة (٠,٠٥)، وهذا يدل على أنها تتبع التوزيع الطبيعي.

بالنسبة للمتغير الوهمي Dummy Variable (فصل الوظائف)، فإنه لا
ينحصر لشروط التوزيع الطبيعي لأنه متغير ثنائي.

٣-١-٢ اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test):

تعتمد قوة النموذج الخطي العام أساساً على فرضية استقلال كل متغير من
المتغيرات المستقلة (Independency) وإذا لم يتحقق هذا الشرط، فإن النموذج

الخطى العام سوف يبطل العمل به، ولا يمكن اعتباره جيداً لعملية تقدير المعلمات، وفحص التداخل الخطى يتم من خلال إيجاد معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) بين جميع المتغيرات المستقلة، حيث أن وجود الارتباط بين متغيرين مستقلين يفوق الـ ٥٠٪، يشير إلى وجود مشكلة للتداخل الخطى. والاختبار الحاسم في الكشف عن مشكلة التداخل الخطى هو احتساب معامل (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة والضابطة، ومن ثم يتم التوصل لمعامل (Inflation Variance Factor-VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة والضابطة، ويعد هذا الاختبار مقياساً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة، وقد أشار (Gujarati, 2003) إلى أن الحصول على قيمة (VIF) تتجاوز الـ (١٠) يشير إلى وجود مشكلة التعدد الخطى للمتغير المستقل أو الضابط، وفيما يلي اختبار التداخل الخطى:

جدول رقم (٤) اختبار (Inflation Variance Factor-VIF) للتداخل الخطى

المتغيرات		النموذج الأول		النموذج الثاني	
		Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
الملكية الإدارية		٠,٣٧٩	٣,٨٢٣		
حجم مجلس الإدارة		٠,٤١٧	٢,٤٧٢		
استقلال مجلس الإدارة		٠,٣١٢	٣,٤٢١		
فصل الوظائف		٠,٤٩٨	٢,٠٠٨		
جودة حوكمة الشركات ككل		-	-	٠,٣٤١	٣,٠٢٤
حجم الشركة		٠,٣٤٩	٢,٨٧٩	٠,٣٦٨	٢,٨١٦
ربحية الشركة		٠,٢١٩	٤,٥٧٢	٠,٣٨٥	٤,٩٣٤
الرافعة المالية		٠,٣٠١	٣,٢٦٣	٠,٣١٥	٣,٥١٦
فرص نمو الشركة		٠,٥١٩	١,٨٧٢	٠,٥١٦	٢,١٣٤
نوع القطاع		٠,٨٧٠	١,١٣٧	٠,٨٦١	١,٢٧٥

يتبين من الجدول السابق رقم (٤) أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة لم تتجاوز (١٠)، إذن لا توجد مشكلة تعدد خطى للمتغيرات المستقلة أو الضابطة.

٣-١-٣ اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test):

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج إذا كانت المشاهدات المتجاورة مترابطة، وهذا يؤثر في صحة النموذج، إذ سينتج أثر غير حقيقى للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، وللتحقق من وجود هذه المشكلة بالنموذج تستخدم اختبارات معينة مثل اختبار (Durbin Watson Test)، حيث يعتبر هذا الاختبار من أكثر الطرق استخداما بين الاقتصاديين القياسيين، وتتراوح قيمة هذا الاختبار بين (٠، ٤) وقد بين (بشير، ٢٠٠٣) أن النتيجة المثلى تتراوح بين (١,٥ - ٢,٥) والتي تشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتى بين القيم المتجاورة للمتغيرات وقد ظهرت قيمة D-W المحسوبة كما هى بالجدول رقم (٥).

جدول رقم (٥) اختبار الارتباط الذاتي

النموذج	D-W	٤ - (D-W)
الأول: قواعد حوكمة الشركات	١,٩٨٦	٢,٠١٤
الثانى: جودة حوكمة الشركات ككل	١,٩٠٦	٢,٠٩٤

يلاحظ من الجدول السابق أن قيمة D-W المحسوبة للنموذج الأول ١,٩٨٦، وللنموذج الثانى ١,٩٠٦ وقد وقعتا القيمتان المحسوبتان بين (١,٥ - ٢,٥) وهى نتيجة مثلى تخلو من مشكلة الارتباط الذاتى الموجب أو السالب، وتلك النتيجة تثبت أن النموذج صحيح، وسينتج أثر حقيقى للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع بدرجة كبيرة.

٣-٢ تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة:

بعد التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، يمكن تحليل متغيرات الدراسة واختبار فروضها واستخلاص النتائج على النحو التالي:

٣-٢-١ اختبار الفرض الأول: المتعلق بأثر قواعد حوكمة الشركات على توزيعات الأرباح (النموذج الأول):

٣-٢-١-١ نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis:

لاختبار العلاقة بين قواعد حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح تم إجراء تحليل الارتباط وقد أظهرت النتائج كما يتضح من الجدول رقم (٦) التالي:

جدول رقم (٦) نتائج تحليل الارتباط بيرسون لمتغيرات نموذج الدراسة الأول

Sector	Growth	LEV	EPS	CSIZE	Sepchair	Indep.	BoardSize	Ownership	DPR	Variables
									١	DPR
								١	**٠,٧١٠-	Ownership
							١	**٠,٦٢٢-	**٠,٦٨٣	BoardSize
						١	**٠,٥٦٧	**٠,٦٨٥-	**٠,٧٩٧	Indep.
					١	**٠,٤٨٢	**٠,٦٣٣	**٠,٥٤٥-	**٠,٥٣٣	Sepchair
				١	**٠,٥٨١	**٠,٦٩٩	**٠,٦٥١	**٠,٥٩٣-	**٠,٧٠٧	CSIZE
			١	**٠,٥٩٩	**٠,٦٣٨	**٠,٦٨٤	**٠,٧١٣	**٠,٦٥١	**٠,٧٩٣	EPS
		١	**٠,٦٥٣-	**٠,٧٢١	**٠,٥٤٩-	**٠,٧٥٧	**٠,٦٥١	**٠,٦٨٦-	**٠,٧٦٣	LEV
	١	**٠,٦٤١	**٠,٧١٢	**٠,٦٤٧	**٠,٥٧٨	**٠,١٩٦	**٠,٢٥٥	٠,١٠٩	**٠,٥٧٣-	Growth
١	**٠,٠٦٩	**٠,٢٢٨	**٠,٠٧١	**٠,٢٥٦	**٠,١٧١	**٠,١٧٧	**٠,١٥٠	**٠,١٥٠	**٠,٢١٠	Sector

* الارتباط معنوي عند مستوى ٥٪ ** الارتباط معنوي عند مستوى ١٪

من الجدول السابق يلاحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-٠,٧١٠)، وأيضا بين فرص النمو حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-٠,٥٧٣)، وهناك علاقة ارتباط طردية قوية بين كل من حجم مجلس الإدارة بقيمة (٠,٦٨٣)، واستقلال أعضاء مجلس الإدارة بقيمة (٠,٧٩٧)، وحجم الشركة بقيمة

(٠,٧٠٧)، وربحية السهم بقيمة (٠,٧٩٣)، والرافعة المالية بقيمة (٠,٧٦٣)،
وفصل الوظائف بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة حيث كانت بقيمة
(٠,٥٣٣)، وكذلك نوع القطاع بقيمة (٠,٢١٠).

٣-٢-١ نتائج تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression:

تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares (OLS في صياغة نموذج الانحدار لقياس أثر المتغيرات المستقلة الخاصة بقواعد حوكمة الشركات على المتغير التابع توزيعات الأرباح. ويعتبر نموذج الانحدار الخطي OLS linear Regression هو أكثر نماذج الانحدار استخداماً في الدراسات المحاسبية، ويعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار، كما يلي:

جدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول

تفسير المعاملات عند مستوى معنوية (٠,٠٥)	T-Test		معاملات الانحدار (β)	الخطأ المعياري Std.Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات
	القيمة الاحتمالية P-value	قيمة الاختبار				
	٠,٠٠٠	- ٦,٤٧٣	-	٠,٥٤٧	٢,٧٣١-	Constant (a)
ذات تأثير معنوي سالب	٠,٠٤٣	- ١,٨١٩	- ٠,١٠٣	١,٣٧٠	٢,٤٩١-	Ownership
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٤٤	٠,٣٢٦	٠,٠١٦	٠,٠٣٦	٠,٠١٢	BoardSize
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٠٢	٧,٣٠٨		٠,٣٦٤	٢,٦٥٨	BoardIndep.
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٤٣	١,٣٠٤	٠,٠٥٧	٠,٠٨١	٠,١٠٦	Sepchair
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٢٤	٢,٨٩٥	٠,١٥٣	٠,٠٢٥	٠,٧١	CSIZE
لا تؤثر معنويًا	٠,٠٦٣	٤,٤٩	٠,٢٨٦	٠,٠٩٤	٠,٤٦٩	EPS
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٠١	٤,٠٢١	٠,٢٢٦	٠,٠٢٨	٠,١١٣	LEV
ذات تأثير معنوي سالب	٠,٠٤٦	- ٠,٣٧٧	- ٠,٠١١	٠,٠٤٣	٠,٠١٦-	Growth
لا تؤثر معنويًا	٠,١٢٩	١,٥٢	٠,٠٦٨	٠,٠٩٧	٠,١٤٨	Sector
					٠,٦٧٣ ٠,٦٨٤ ٧٨,٣٢٧ ٠,٠٠١	معامل التحديد معامل التحديد المعدل اختبار فيشر (F test) دلالة اختبار فيشر

يتضح من الجدول رقم (٩) أن قيمة (F) = ٧٨,٣٢٧ وهو ما يشير إلى أن النموذج على المعنوية، كما أن قيمة معامل التحديد المعدل (Adj R²) = ٠,٦٨٤ وهذا يؤكد على أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، وبالتالي يمكن تفسير معظم المتغيرات بواسطة النموذج بنسبة ٦٨,٤٪، وفيما يتعلق بأثر

الملكية على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٤٣ وهى أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوى سالب وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الأول، وتتعارض تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (حمدان، ٢٠١٤)، وتفسير ذلك يرجع إلى أن زيادة نسبة الملكية الإدارية تزيد من دوافع الإدارة للمنفعة الذاتية حيث تتجه لعدم إجراء توزيعات للأرباح لتحقيق دوافع متعددة منها استخدام الأرباح في التمويل الذاتى بدلاً من الاقتراض الخارجى وتخفيض الضرائب التى قد تفرض على المنشأة.

وفىما يتعلق بأثر حجم مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٤٤ وهى أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوى موجب وهو ما يثبت صحة الفرض الثانى، وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (حمدان، ٢٠١٤)، وتفسير ذلك يرجع إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤدى إلى إشراف ورقابة أكثر على المديرين ومنعهم من الامتناع عن إجراء توزيعات للأرباح، وهذا يصب فى مصلحة حملة الأسهم.

وفىما يتعلق بأثر استقلال أعضاء مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٠٢ وهى أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوى موجب وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث.

وفىما يتعلق بأثر الفصل بين مهام المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٤٣

وهي أكبر من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوي موجب وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع، وتفسير ذلك يرجع إلى أن الفصل بين مهام المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحد من مشاكل الوكالة لحماية مصالح الشركة والمساهمين، وضمان تطبيق أسلوب توزيع للأرباح يتوافق مع المخاطر التي تواجهها الشركة.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة لوحظ أنه فيما يتعلق بأثر حجم الشركة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٢٤ وهي أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوي موجب، وتفسير ذلك أن زيادة الديون مؤثر على استقرار الأرباح يتبعها زيادة في التوزيعات (Bouresli & Abdulsalam, 2005).

وفيما يتعلق بأثر ربحية السهم على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٦٣ وهي أكبر من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي. ونظرياً وفي الحالة الطبيعية هناك علاقة طردية ما بين ربحية السهم الواحد وتوزيعات الأرباح، أي ارتفاع الأول يستلزم ارتفاع الثاني، والعكس صحيح.

وفيما يتعلق بأثر الرافعة المالية على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٠١ وهي أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوي موجب.

وفيما يتعلق بأثر فرص نمو الشركة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٤٦ وهي أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوي سالب، وذلك عكس ما توصلت له

دراسة (Bouresli & Abdulsalam,2005)، ويعزى هذا الاختلاف إلى اختلاف بيئة الدراسة الحالية، إضافة لتأثير عوامل أخرى على سياسة توزيع الأرباح.

وفىما يتعلق بأثر نوع القطاع على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,١٢٩ وهى أكبر من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوى.

٣-٢-٢ اختبار الفرض الثانى: المتعلق بأثر جودة حوكمة الشركات ككل على توزيعات الأرباح (النموذج الثانى):

٣-٢-٢-١ نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis:

لاختبار العلاقة بين جودة حوكمة الشركات ككل وتوزيعات الأرباح تم إجراء تحليل الارتباط وقد أظهرت النتائج كما يتضح من الجدول رقم (٨) التالى:

جدول رقم (٨) نتائج تحليل الارتباط بيرسون لمتغيرات نموذج الدراسة الثانى

Sector	Growth	LEV	EPS	CSIZE	Gov-Quality	DPR	Variables
						١	DPR
					١	***,٧٠٣-	Gov-Quality
				١	***,٦٤٧	***,٧٠٧	CSIZE
			١	***,٥٩٩	***,٦٦٥	***,٧٩٣	EPS
		١	***,٦٥٣-	***,٧٢١	***,٧٢٩	***,٧٦٣	LEV
	١	***,٦٤١	***,٧١٢	***,٦٤٧	***,٨٠٦	***,٥٧٣-	Growth
١	***,٠٦٩	***,٢٢٨	***,٠٧١	***,٢٥٦	***,٦٤٢	***,٢١٠	Sector

* الارتباط معنوى عند مستوى ٥٪ ** الارتباط معنوى عند مستوى ١٪ ***

من الجدول السابق يلاحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين ممارسات حوكمة الشركات الجيدة وتوزيعات الأرباح حيث كانت قيمة معامل

الارتباط (-٠,٧٠٣)، وأيضا بين فرص النمو حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-٠,٥٧٣)، وهناك علاقة ارتباط طردية قوية بين كل من حجم الشركة بقيمة (-٠,٧٠٧)، وربحية السهم بقيمة (-٠,٧٩٣)، والرافعة المالية بقيمة (-٠,٧٦٣)، ونوع القطاع بقيمة (-٠,٢١٠).

٣-٢-٢ نتائج تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression:

تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares (OLS في صياغة نموذج الانحدار لقياس أثر المتغيرات المستقلة الخاصة بممارسات حوكمة الشركات الجيدة على المتغير التابع توزيعات الأرباح، ويعرض الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار، كما يلي:

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثاني

تفسير المعاملات عند مستوى معنوية (٠,٠٥)	T.Test		معاملات الانحدار (β)	الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات
	القيمة الاحتمالية P.Value	قيمة الاختبار				
	٠,٠٠٠	٥,٣٧٩	-	٠,٤١٧	٢,٠١٤-	Constant (a)
ذات تأثير معنوي سالب	٠,٠١٧	٠,٣٦٣-	٠,٠٢٣-	١,٤٨٩	٠,٥٤٠-	Gov-Quality
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٤١	٣,٠٥٩	٠,١٤٤	٠,٠٢٢	٠,٠٦٧	CSIZE
لا تؤثر معنويا	٠,٠٥٤	٣,٥٨٠	٠,٢٠٦	٠,٠٩٧	٠,٣٤٦	EPS
ذات تأثير معنوي موجب	٠,٠٠١	٣,٤٠٢	٠,١٨٣	٠,٠٢٧	٠,٠٩٢	LEV
ذات تأثير معنوي سالب	٠,٠٢٣	١,٣٤٦-	٠,٠٨٥-	٠,٠٣٣	٠,٠٤٩-	Growth
لا تؤثر معنويا	٠,١١٥	١,٥٤٨	٠,٠٩٣	٠,٠٧٦	٠,٠١٢	Sector
					٠,٦٢٨ ٠,٦٣٥ ٧٢,٨٦١ ٠,٠٠١	معامل التحديد معامل التحديد المعدل اختبار فيشر (F test) دلالة اختبار فيشر

يتضح من الجدول رقم (٩) أن قيمة $F = ٧٢,٨٦١$ وهو ما يشير إلى أن النموذج على المعنوية، كما أن قيمة معامل التحديد المعدل $(Adj R^2) = ٠,٦٣٥$ ، وهذا يؤكد على أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، وبالتالي يمكن تفسير معظم المتغيرات بواسطة النموذج بنسبة $٥٣,٥\%$.

وفيما يتعلق بأثر جودة ممارسات حوكمة الشركات على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة $(P.Value) = ٠,٠١٧$ وهى أقل من مستوى المعنوية $(٠,٠٥)$ مما يشير إلى وجود تأثير معنوى سالب وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الخامس، وفي رأى الباحثة أن هناك علاقة عكسية بين جودة ممارسات حوكمة الشركات Corporate Governance Quality وتوزيعات الأرباح، وتفسير ذلك أن انخفاض مستوى الحوكمة يعد بديلاً عن أسلوب توزيع الأرباح، أى أن الشركات التى تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها تعكس مستوى منخفضاً من الحوكمة فى هذه الشركات، ومن ثم تظهر الحاجة إلى استخدام أداة وهى توزيع الأرباح لتسكين النزاعات بين حملة الأسهم والمديرين، فى حين أن الشركات التى تتمتع بحوكمة شركات جيدة ترتفع فيها كلفة الوكالة وتقترن الإدارة مع الملكية، إذن توزيعات الأرباح المرتفعة هى البديل عن مستوى حوكمة منخفضة larger dividends substitute for weaker governance ، وهذا يتفق مع دراسات (Jiraporn et al, 2011; John & Knyazeva, 2006; La Porta et al, 2000) وهذا عكس ما توصلت إليه دراسة (حمدان، ٢٠١٤) بوجود علاقة ايجابية بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، ودراسة (المنزوع، ٢٠٠٦) من عدم وجود تأثير لحوكمة الشركات على توزيعات (مقسوم) الأرباح المتمثل بنسبة توزيع الأرباح.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة لوحظ أنه فيما يتعلق بأثر حجم الشركة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٤١، وهى أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوى موجب.

وفيما يتعلق بأثر ربحية السهم على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٥٤ وهى أكبر من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوى. ونظرياً وفي الحالة الطبيعية هناك علاقة طردية مابين ربحية السهم الواحد وتوزيعات الأرباح، أى ارتفاع الأول يستلزم ارتفاع الثانى، والعكس صحيح.

وفيما يتعلق بأثر الرافعة المالية على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٠١ وهى أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوى موجب.

وفيما يتعلق بأثر فرص نمو الشركة على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,٠٢٣ وهى أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود تأثير معنوى سالب.

وفيما يتعلق بأثر نوع القطاع على توزيعات الأرباح توضح نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (P.Value) = ٠,١١٥ وهى أكبر من مستوى المعنوية (٠,٠٥) مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوى.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج العامة:

- ١- حوكمة الشركات هي ثقافة وأسلوب في ضبط العلاقة بين ملاك الشركة ومجلس إدارتها والمتعاملين معها وهي ليست ملزمة بموجب القانون.
- ٢- أهمية وضرة الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات لحماية حملة الأسهم عند اتخاذ قرار توزيعات الأرباح النقدية، حيث أن هذه القواعد لا تمثل نصوصاً قانونية أمرة ولا يوجد الزام قانوني بها، وإنما هي تنظيم وبيان للممارسات الجيدة في الشركات وفقاً لأفضل الممارسات الموصى بها عالمياً وهذا يحقق توازناً بين مصالح مديري إدارة الشركة وحملة الأسهم والأطراف الآخرين المتأثرين بالشركة.
- ٣- عدم تعويل المستثمرين على أن ممارسات حوكمة الشركات الجيدة ليست هي فقط المعيار على توزيعات أرباح نقدية، ولكن توزيعات الأرباح النقدية تكون في أغلب الحالات بديلاً عن ممارسات حوكمة الشركات المنخفضة.

ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية:

- ١- توجد علاقة ارتباط سلبية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح، ويرجع ذلك إلى أن زيادة نسبة الملكية الإدارية تزيد من دوافع الإدارة للمنفعة الذاتية حيث تتجه لعدم إجراء توزيعات للأرباح لتحقيق دوافع متعددة منها استخدام الأرباح في التمويل الذاتي بدلاً من الاقتراض الخارجي أو تجنب الضرائب التي قد تفرض على التوزيعات.
- ٢- توجد علاقة ارتباط ايجابية بين حجم مجلس الإدارة وتوزيعات، ويرجع

ذلك إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤدي إلى إشراف ورقابة أكثر على المديرين ومنعهم من الامتناع عن إجراء توزيعات للأرباح، وهذا يصب في مصلحة حملة الأسهم.

٣- توجد علاقة ارتباط ايجابية بين استقلال أعضاء مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح، ويرجع ذلك إلى أن استقلال مجلس الإدارة يلعب دوراً هاماً في الحد من تضارب المصالح بين حملة الأسهم وبين المديرين فهي تعزز من قيام مجلس الإدارة بمهامه الإشرافية والرقابية التي تتم على أداء الإدارة التنفيذية عند اتخاذ قرار توزيعات الأرباح.

٤- توجد علاقة ارتباط ايجابية بين الفصل بين مهام المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح، ويرجع ذلك إلى أن الفصل بين مهام المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحد من مشاكل الوكالة ويحمي مصالح الشركة والمساهمين، ويضمن تطبيق أسلوب توزيع للأرباح يتوافق مع المخاطر التي تواجهها الشركة.

٥- توجد علاقة ارتباط سلبية بين ممارسات حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، ويرجع ذلك إلى أن الشركات التي تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعتبر ذلك بديلاً عن مستوى حوكمة منخفضة. وخصوصاً أن مراقبي حسابات الشركات لم يعدوا مطالبين بأن يقدموا تقرير سنوي للهيئة العامة للرقابة المالية عن مدى التزام الشركة بقواعد الحوكمة- وذلك في النسخة الجديدة من قواعد الحوكمة لشركات الأوراق المالية سبتمبر ٢٠١٦، ٢٨.

٦- بالنسبة للمتغيرات الضابطة لوحظ أنه فيما يتعلق بأثر حجم الشركة

والرافعة المالية على توزيعات الأرباح يوجد تأثير معنوى موجب، وفيما يتعلق بأثر فرص نمو الشركة على توزيعات الأرباح يوجد تأثير معنوى سالب، وفيما يتعلق بأثر ربحية السهم ونوع القطاع على توزيعات الأرباح لا يوجد تأثير معنوى.

ثالثاً: التوصيات:

- ١- على إدارات الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وغيرها من الشركات التى ترغب بتوزيع أرباح نقدية أن تدرك أن هذا القرار ليس بالأمر الهين فهو يحمل فى طياته مشكلة مزدوجة ومعقدة لأنه يؤثر على أهداف الشركة الاستثمارية والتمويلية.
- ٢- ضرورة إعطاء إدارات الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية أهمية متوازنة لقرار توزيعات أرباح واحتجازها والإعلان عن ذلك بالقوائم المالية والايضاحات المتممة، بهدف تحسين صورة الشركة لدى المستثمرين والمحللين الماليين.
- ٣- زيادة الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات لحماية صغار المساهمين، وأن تصبح هذه القواعد نصوصاً قانونية آمرة وتمثل الزام قانونى.
- ٤- إجراء دراسات وأبحاث تشمل جميع القطاعات المصرية - الأخرى التى لم تتناولها الدراسة - المدرجة فى بورصة الأوراق المالية لتصبح نتائج هذه الدراسات دليلاً للمستثمرين، فى تقييم قرار توزيعات الأرباح النقدية للشركات وعلاقته بمستوى تطبيق حوكمة الشركات.

الاتجاهات المستقبلية:

- ١- دراسة العوامل التي تؤدي إلى استقرار أو تذبذب توزيعات الأرباح النقدية بالشركات المصرية.
- ٢- دراسة علاقة قواعد حوكمة الشركات بالتوزيعات المجانية في شكل أسهم منحة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- ٣- دراسة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- ٤- دراسة العوامل المختلفة مثل توافر فرص للاستثمار وخيارات التمويل - ذاتي أو خارجي - التي تحدد معدل توزيع الأرباح للشركات المصرية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- ١- حمدان، علام محمد موسى (٢٠١٤)، «العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجى»، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، العدد ١، المجلد ١٠.
- ٢- زرقون، محمد (٢٠١٠)، «أثر الاكتتاب العام على أساليب توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسى الجزائر -»، مجلة الباحث، أغسطس، جامعة قاصدى مرباح- ورقلة، العدد ٨.
- ٣- السهلى، محمد بن سلطان القبانى (٢٠٠٩)، "التحفظ المحاسبى عند إعداد التقارير المالية للشركات المساهمة السعودية: دراسة تطبيقية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، العدد ١، المجلد ١٦.
- ٤- سيمنار سياسات توزيع الأرباح (٢٠١٠)، متاح على الموقع: www.mbagroup.ibda3.org
- ٥- شبيطة، دعاء فوزى 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.
- ٦- شركة مصر لنشر المعلومات mwww.egidegypt.co
- ٧- عفيفى، هلال عبد الفتاح (٢٠١١)، «العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح-دراسة اختبارية في البيئة المصرية»، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الأول.

- ٨- عواد، بهاء صبحي (٢٠١١)، «أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة»، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن.
- ٩- لزهارى، زواويد (٢٠١٢)، «دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبی المالي خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١»، رسالة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة.
- ١٠- مركز المديرين المصری (٢٠١١)، «دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر- العربية» (نسخة معدلة)، وزارة الاستثمار، مارس.
- ١١- مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، «دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة»، متاح على موقع: www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp
- ١٢- مركز المشروعات الدولية الخاصة (٢٠٠٨)، «نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة»، متاح على موقع: www.cipe-arabia.org
- ١٣- موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg
- ١٤- الميداني، محمد أيمن عزت (٢٠٠٦)، «الإدارة التمويلية في الشركات»، الطبعة الثالثة، دار العبيكان، الرياض.
- ١٥- 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.

١٦- يوسف، محمد حسين (٢٠٠٧)، «محددات الحوكمة ومعاييرها»، بنك
الاستثمار القومي، يناير.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Jiraporn, P., Kim, J., & Kim, Y. (2011), " Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation", **The Financial Review**, 46 (1): 251-279.
- 2- Abbott, L.J., Parkers, S. Peters, G.F. (2004), "Audit committee Characteristics and Restatements", **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, Vol., 23, (1),: 69- 87.
- 3- 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.
- 4- 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.
- 5- 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.
- 6- Al-Malkawi, H. Z. (2007), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the To bit Model", **Journal of Economic & Administrative Sciences**, 23 (2): 44-70.
- 7- 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.
- 8- Anwer S. Ahmed and Scott Duellmant (2013), "Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism" , **Journal of Accounting Research** , 51,(1): 1-30.
- 9- Arc Hlland and Michael Sykuta (2010), "Who's Monitoring The Monitor? Do Outside Performance: Evidence From

-
- Turkey", **Corporate Governance: and International Review**, 15, (4),: 265- 276
- 10- 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.
 - 11- Campbell, J. (1996), "Understanding risk and return", **Journal of Political Economy**, 104 (1): 298-345.
 - 12- Corporate Governance Center (2002), "Century Governance and Financial Reporting Principles", 21st, Kennesaw, GA: Kennesaw State University. www.theiia.org.
 - 13- Gujarati, D. (2003), "**Basic Econometrics**", Fourth edition, The McGraw-Hill Companies.
 - 14- John, K., and Knyazeva, A. (2006), " Payout policy, agency conflicts, and corporate governance", **Working paper**, New York University and University of Rochester
 - 15- Juhmani, O. I. (2009), "Determinants of Dividend Payout Policy: Evidence from Bahraini Firms", **Journal of International Finance and Economics**, 9 (2): 77-86.
 - 16- 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.
 - 17- Larcker, D., Richardson, S., and Tuna, I. (2007), "How Important Is Corporate Governance"? **Working Paper**, University of Pennsylvania. The Wharton School.,173-211.
 - 18- 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 from: www.ssrn.com/abstract=314781.
 - 19- 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.
 - 20- Mitton, T. (2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", **Emerging Markets Review**, 5 (1): 409-26.
 - 21- Mohammad Ziaul Hoque , MD .Rabiul Islam and Mohammad Nurul Azam (2013), "Board Committee Meetings and Firm Financial Performance: An Investigation of Australian Companies" , **International Review of Finance**,:1-26
 - 22- Omran, Mohammed (2004), "Dividend Policy, Trading Characteristics and Share Prices: Empirical Evidence from
-

- Egyptian Firms", **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, 7 (2): 121-133. Available from: [www. World Scientific. Com](http://www.WorldScientific.Com)
- 23- Renneboog, L. and Szilagyi P. (2006), "How relevant is dividend policy under low shareholder protection?", **Working paper**, Tilburg University.
- 24- 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.
- 25- www.oecd.org/document, 2004.