

**التأثيرات المباشرة والوسيطة بين حوكمة الشركات، جودة
الأرباح، وسياسة التوزيعات النقدية
"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"**

**د. هلال عبد الفتاح عفيفي
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق**

ملخص (Abstract)

يهدف البحث إلى دراسة واختبار ما إذا كانت حوكمة الشركات تؤثر على سياسة التوزيعات، وما إذا كانت العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات تتأثر بجودة الأرباح. لذلك، يهدف البحث إلى الإجابة عن الأسئلة الآتية: (1) هل يوجد تأثير لحوكمة الشركات على التوزيعات النقدية؟ تحديداً، يختبر الباحث تأثير آليات لحوكمة الشركات تتضمن هيكل الملكية وتكوين مجلس الإدارة. (2) هل تعوض جودة الأرباح تأثير حوكمة الشركات على التوزيعات النقدية؟ بمعنى آخر، هل يوجد تأثير مباشر بين آليات حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية يمكن أن يعوض بتأثير غير مباشر من آليات حوكمة الشركات إلى التوزيعات النقدية عن طريق جودة الأرباح؟ ويستخدم الباحث أساليب مختلفة لاختبار تلك القضايا. أولاً: يستخدم الباحث تحليل الانحدار المتعدد، وذلك بصفة أساسية لاختبار العلاقات المباشرة بين حوكمة الشركات، جودة الأرباح، والتوزيعات النقدية. ثانياً: يستخدم الباحث أسلوب تحليل المسار أحادي الاتجاه لتحليل التأثير المباشر وغير المباشر لحوكمة الشركات على التوزيعات النقدية، ويعد ذلك إضافة مهمة للبحث. إن أهمية تحليل التأثيرات المباشرة وغير المباشرة تنبع من أن التأثير المباشر ينطوي على تأثير محتمل لضعف أو قوة الحوكمة على التوزيعات النقدية، وبذلك فإن التأثير غير المباشر يقترح إلى أي مدى تؤثر جودة الأرباح على العلاقة بين نقاط ضعف (أو قوة) حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية. ويختبر البحث الفروض على عينة من 87 شركة مصرية مسجلة في سوق الأوراق المالية (CASE) خلال عام 2009. وتتسق النتائج بصفة عامة مع فرض النموذج البديل المطور من قبل (La Porta et al. 2000)، بمعنى أن الشركة في ظل ممارسات ضعيفة للحوكمة تفضل مدفوعات توزيعات أكبر، حيث وجد الباحث دليلاً اختياريًا للمسار المباشر بين حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية، والمسار غير المباشر من خلال جودة الأرباح. تحديداً، باستخدام تحليل الانحدار، توصل الباحث إلى: (1) وجود علاقة دالة بين الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، تكوين مجلس الإدارة، متضمناً حجم المجلس، استقلالية المجلس، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، كآليات لحوكمة الشركة، والتوزيعات النقدية. (2) وجود علاقة دالة بين استقلالية المجلس وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، كآليات لحوكمة الشركة، والاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح. (3) وجود علاقة سالبة ودالة بين الاستحقاقات الاختيارية والتوزيعات النقدية. وتتمثل نتيجة البحث المهمة باستخدام تحليل المسار في التأثيرات الوسيطة، حيث إن الاستحقاقات الاختيارية تنطوي على تأثير ذي دلالة على العلاقة بين كل من استقلالية المجلس وازدواجية دور المدير التنفيذي والتوزيعات النقدية، حيث يوجد تأثير غير مباشر دال موجب وسالب، على التوالي، بذلك وجود انخفاض في التأثير المباشر السالب والموجب على التوالي لكل من المتغيرين على التوزيعات النقدية. أخيراً يوفر البحث دليلاً جديداً على أن جودة الأرباح يمكن أن تلعب دوراً مهماً في علاقة حوكمة الشركات بسياسة التوزيعات.

المصطلحات الأساسية: جودة الأرباح Earnings Quality، الاستحقاقات الاختيارية Discretionary Accruals، حوكمة الشركات Corporate Governance، سياسة التوزيعات Dividend Policy.

مشكلة البحث:

نالت سياسة التوزيعات اهتماماً كبيراً في الأدبيات الخاصة بالتمويل، المحاسبة، والاقتصاد، وربما يرجع ذلك لما تنطوي عليه من توزيع معقول للمصالح بين المساهمين والشركات، حيث يرى (Jensen, 1986) أن توزيع النقدية للمساهمين يمثل الأداة الرئيسية للتخفيف من حدة التعارض بين الأطراف الداخلية للشركة وحملة الأسهم الخارجيين.⁽¹⁾ وبسبب عدم وجود توافق على صيغة عامة لسياسة التوزيعات، فإنه يطلق عليها أيضاً "لغز التوزيعات" (Dividends Puzzle) (Black, 1976). ويؤكد على ذلك (Perretti et al., 2013)، بأن سياسة توزيع النقدية تمثل لغزاً لخبراء الاقتصاد المالي على الأقل على مدار الستين عاماً الأخيرة، فعلى الرغم من الأعمال الإبداعية التي ترجع إلى (Lintner, 1956; Miller and Modigliani, 1961; Black, 1976)، إلا أن الجدل عن تفسير قيام الشركات بدفع توزيعات لم يحسم حتى الآن.⁽²⁾

بداية من دراسة (Lintner, 1956) والتي تشير إلى أن المديرين الماليين يميلون لوضع سياسة للتوزيعات تستند إلى نسبة مستهدفة لها في الأجل الطويل، آخذة في الاعتبار أن المديرين الماليين ربما يمهدون التوزيعات النقدية نسبة إلى أرباح الشركة على مر الزمن، وأن تلك التوزيعات النقدية من المحتمل أكثر أن تدفع بواسطة الشركات الناضجة في ظل استدامة الأرباح في الأجل الطويل، ومنذ نشر نتائج استقصاء (Lintner, 1956)، تناول العديد من الباحثين تفسيرات عديدة بديلة لسياسات توزيع النقدية المنظورة من قبل الشركات. ويعد (Miller and Modigliani, 1961) أول من تحديا الاعتقاد السائد بأن زيادة التوزيعات تترجم إلى ارتفاع قيمة الشركة، ففي ظل الظروف المقيدة لأسواق المال الكاملة، فإن أي مزيج من الأرباح المحتجزة والتوزيعات لا يؤثر على قيمة الشركة، وفي ظل افتراضات النموذج الأصلي لـ (Miller and Modigliani, 1961)، فإن سياسات التوزيعات تعد غير ملائمة سواء لقيمة الشركة أو لثروة حملة الأسهم. برغم ذلك، فإنه في

(1) تعرف التوزيعات النقدية كاستراتيجية للمدفوعات النقدية في الشركات المساهمة المسجلة والتي تسعى إلى إعادة النقدية أو الأصول إلى المساهمين. برغم ذلك، تأخذ التوزيعات صوراً مختلفة تتضمن توزيعات نقدية، توزيعات في صورة أسهم (Stock Dividends)، تجزئة الأسهم (Stock Splits)، عكس تجزئة الأسهم (Adverse Share Repurchase)، إعادة شراء الأسهم (Share Repurchase)، وتوزيعات نقدية (Cash Dividends). ويعتمد البحث الحالي على التوزيعات النقدية نظراً لأنها تعتبر الطريقة الشائعة لتوزيع النقدية للمستثمرين في مصر، وكذلك نظراً لأن العديد من الشركات المسجلة في البورصة المصرية لا تستخدم طريقة إعادة شراء الأسهم (Share Repurchase) كممارسة للتوزيعات.

(2) يشير (Brealey and Myers, 2003) في كتابهما، والذي يعد من أشهر الكتب في مجال التمويل، إلى أن معضلة التوزيعات تعد من بين أهم "10 مشاكل في مجال التمويل لم تحسم بعد"، ويدعم ذلك من أهمية البحث الحالي من خلال مساهمته في محاولة تفسير محركات التوزيعات النقدية في الشركات المساهمة المصرية.

ظل عدم تماثل المعلومات، فإن هناك فروضاً عديدة يمكن أن تبرز لربط ممارسات حوكمة الشركات وسياسات التوزيعات في إطار مشكلة الوكالة المتأصلة في ظل فصل الملكية عن الإدارة.

إن الدور المهم الذي يمكن أن تلعبه سياسة التوزيعات في حوكمة الشركات يعد ناجماً من فكرة أن سياسة التوزيعات يمكن أن تساعد حملة الأسهم المنتشرين (أو الأقلية) على مراقبة المديرين (أو حملة الأسهم الكبار المسيطرين) (Setia-Atmaja, 2009)، ويمكن أن تفيد التوزيعات في تخفيض مشاكل الوكالة بين الملاك (أو حملة الأسهم المسيطرين) والمديرين (أو حملة الأسهم الأقلية) من خلال تخفيض حجم التدفق النقدي الحر والذي يمكن من ناحية أخرى أن يستولى عليه، وإجبار الأطراف الداخلية على زيادة مصادر الأموال في أسواق المال بشكل أكثر تكراراً (Jensen, 1986)، وبذلك تعريض أنفسهم لتتبع خارجي (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). ويرى (Easterbrook, 1984) أنه نظراً لأن كل آليات رقابة مشاكل الوكالة تعد مكلفة، فإن المفاضلة فيما بينها تعد أمراً متوقعاً. بديلاً لذلك، يقترح (Agrawal and Knoeber, 1996) أن آليات المراقبة المتكاملة يمكن أن تكون متاحة لرقابة قضايا المراقبة والاستيلاء. ويرجح (Heraclous, 2001) أن الشركات سوف تطبق هيكلًا لحوكمة الشركات يتلاءم مع بيئتها، وكذلك الاختيار ما بين آليات الحوكمة البديلة، مثل: هيكل الملكية، تكوين مجلس الإدارة، وسياسة التوزيعات.

وعلى الرغم من أن هناك نظريات عديدة لتفسير سلوك توزيعات الشركة، إلا أن سياسة التوزيعات ما زالت قضية مثيرة للجدل في تمويل الشركات، وأن أيًا من تلك النظريات لا يمكنها بالكامل الإجابة عن السؤال: لماذا تقوم الشركات بدفع توزيعات لحملة الأسهم فيها؟ على الرغم من أن نظرية الوكالة يبدو أنها توفر إطاراً أكثر قبولاً. إن النجاح النسبي لتفسير نظرية الوكالة للتوزيعات ربما يعد ناجماً عن حقيقة أنها تربط حوكمة الشركة بسياسة توزيعاتها، حيث استكشفت دراسات حديثة العلاقة بين جودة حوكمة الشركة وسياسة توزيعاتها، وتوفر تلك الدراسات اختباراً لفرضين متناقضين طورا من قبل (La Porta et al., 2000). الأول: وهو فرض نموذج الناتج (Outcome Model)، وفقاً لهذا الفرض فإن جودة حوكمة الشركة يجب أن تكون مرتبطة موجياً بمدفوعات التوزيعات، حيث إن الشركات ذات حوكمة جيدة توفر حماية أقوى لحقوق المساهمين فيها، وفي ضوء تلك القوة، فإن المساهمين سوف يضغطون على الإدارة لدفع توزيعات أكبر بدلاً من استخدام النقدية الزائدة لتحقيق منافع خاصة للمديرين (La Porta et al., 2000; Mitton, 2004; Jiraporn and Ning, 2006). الثاني: هو فرض النموذج البديل (Substitute Model)، والذي يستند إلى أن مدفوعات التوزيعات يجب أن تكون بديلاً لجودة الحوكمة، ويمكن عزو ذلك إلى أن الشركات التي لديها حوكمة أفضل ترتبط بتكاليف وكالة أقل ناجمة عن فصل

الملكية والرقابة، لذلك ينخفض احتمال استخدام التوزيعات كأداة لتخفيف تعارضات الوكالة فيما بين المديرين وحملة الأسهم (La Porta et al., 2000; John and Knyazeva, 2006). وعلى الرغم من أن معظم الدراسات السابقة تركز على دور آليات المراقبة لهيكل الملكية وحوكمة مجلس الإدارة لتحسين قيمة الشركة، إلا أنه يوجد عدد قليل نسبياً من الدراسات تعرض للوظيفة الرقابية للتوزيعات كآلية بديلة للحوكمة بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، فكما أشار (Jensen, 1986) فإنه يمكن للتوزيعات أن تساعد على تخفيض احتمال تزايد تكاليف الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة، ويرى أن التوزيعات كآلية رقابية تساعد على تخفيض سلوك الإدارة الاختياري. ويرجح (Mitton, 2004) أن التوزيعات تعد قضية مهمة للمستثمرين، وخاصة في الدول التي تتسم بوجود ممارسات ضعيفة لحوكمة الشركات، كذلك يرجح كل من (La Porta et al., 2000; Mitton, 2004) أن حملة الأسهم الأقلية يفضلون التوزيعات النقدية عن إعادة استثمار الأرباح. وقد طالب العديد من الكتاب (مثل: Brown et al., 2011; Claessens and Yurtoglu, 2013) بضرورة القيام بمزيد من البحوث على مستوى الدول بهدف اكتساب فهم أفضل لتأثير حوكمة الشركات على سياسة التوزيعات، ويرجع ذلك إلى أن معظم الدراسات السابقة ركزت على الدول المتقدمة، مثل الولايات المتحدة الأمريكية.

ونظراً لوجود أدلة اختبارية عن العلاقات بين حوكمة الشركات ومقاييس لكل من سياسة التوزيعات النقدية وجودة الأرباح، فإن ذلك يعد دافعاً لدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية واختبارها من ناحية، ودراسة أثر جودة الأرباح على تلك العلاقة واختبارها من ناحية أخرى. لذلك، يعتمد الباحث على ثلاثة توجهات للبحوث تأخذ في الاعتبار العلاقة بين حوكمة الشركات ومتغيرات النتائج المحاسبية، بمعنى جودة الأرباح وسياسة التوزيعات النقدية. **التوجه الأول:** يستند إلى دراسات تختبر العلاقة المباشرة بين حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية، حيث يتم اختبار فرضي الناتج والبديل وفقاً لـ (La Porta et al., 2000) في البيئة المصرية. **التوجه الثاني:** يعتمد على دراسات تشكل أساساً لتحليل الباحث وتوفير دليل عن العلاقات بين حوكمة الشركات وجودة الأرباح، بشكل منفصل، وبين جودة الأرباح والتوزيعات النقدية. **التوجه الثالث:** يبنى على التوجهين السابقين، حيث يسعى الباحث إلى توفير دليل على وجود والأهمية النسبية لكل من العلاقة المباشرة وغير المباشرة، لذلك يقوم الباحث ببناء واختبار العلاقة غير المباشرة بين حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية من خلال جودة الأرباح.

ومن هنا، يمكن عرض مشكلة البحث من خلال طرح الأسئلة الآتية:

1- ما هي العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية؟ وهل تعد سياسة التوزيعات النقدية مكملًا أم بديلاً لحوكمة الشركات في الشركات المساهمة المصرية؟ بمعنى إعادة اختبار فرضي (La Porta et al., 2000) في البيئة المصرية.

2- إلى أي مدى تؤثر جودة الأرباح على العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية؟ بمعنى مدى تأثير حوكمة الشركات على جودة الأرباح من ناحية، وهل تفيد سياسة التوزيعات في مراقبة الانتهازية الإدارية في الشركات المساهمة المصرية من ناحية أخرى.

هدف البحث:

- في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيسي في دراسة واختبار التأثير المباشر وغير المباشر لحوكمة الشركات على سياسة التوزيعات النقدية، وينبثق عن ذلك عدة أهداف فرعية هي:
- 1- دراسة التأثيرات المباشرة لحوكمة الشركة على سياسة التوزيعات النقدية واختبارها في الشركات المساهمة المصرية.
 - 2- دراسة التأثيرات غير المباشرة لحوكمة الشركة على سياسة التوزيعات النقدية واختبارها في الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال دراسة واختبار التأثير الوسيط لجودة الأرباح على العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية، ويتطلب ذلك:
 - أ- دراسة واختبار التأثير المباشر لحوكمة الشركة على جودة الأرباح.
 - ب- دراسة واختبار التأثير المباشر لجودة الأرباح على سياسة التوزيعات النقدية.
 - 3- اختبار التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة لحوكمة الشركة على سياسة التوزيعات النقدية في الشركات المساهمة المصرية.

أهمية البحث:

- ترجع أهمية البحث إلى عدة عوامل واعتبارات لعل من أهمها ما يأتي:
- 1- يعد البحث مساهمة في الأدبيات السابقة التي تستخدم نظرية الوكالة لتفسير سلوك التوزيعات (مثل: La Porta et al., 2000; Hu and Kumar, 2004; Borokhovich et al., 2005; John and Knyazeva, 2006; Nielsen, 2006; Officer, 2007; Jo and Pan, 2009)، حيث تقترح نتائج تلك الدراسات أن حوكمة الشركات، والتي تساعد على التخفيف من حدة تكاليف الوكالة، تعد ملائمة لدراسة سياسة التوزيعات.
 - 2- توصلت الدراسات السابقة إلى تأثيرات متناقضة للحوكمة على أداء الشركة وسياسة التوزيعات في الدول المتقدمة (Gompers et al., 2003). في المقابل، فإن الاقتصاديات النامية ربما توفر بيئة خصبة للدراسة، وذلك بسبب أنها تتصف باختلافات واسعة في ممارسات حوكمة الشركات، والتي ربما تتطوى على تأثير على سياسة التوزيعات (Mallin, 2000).

- 3- ارتباطاً بالنقطة السابقة، فإنه في ظل توصل الدراسات السابقة إلى أدلة مختلطة،⁽³⁾ يسهم البحث الحالي في استجلاء العلاقة بين حوكمة الشركات ومدفوعات التوزيعات وتحسين فهمنا عن محركات قيام الشركات بدفع توزيعات للمساهمين فيها ودوافعها إلى ذلك. ونظراً لأن هدف البحث يتمثل في دراسة ما إذا كانت ممارسات حوكمة الشركات ترتبط بسياسات التوزيعات النقدية فيها، يعتقد الباحث أن دراسة محددات التوزيعات النقدية وارتباطها بحوكمة الشركات سوف يسهم في استكمال الأدبيات الحالية عن حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية.
- 4- يعتقد الباحث أن النتائج المستمدة من البحث الحالي يمكن أن تكون محل اهتمام أصحاب القرار السياسى، المستثمرين، والأكاديميين، حيث إن بعضهم لديه مطالب بأن التوزيعات تعد مؤشراً وذات دلالة لجودة الأرباح (مثل: Glassman, 2005; Malkiel, 2003; Breeden, 2003). كأهمية سياسة، فإن التوزيعات النقدية يمكن أن تساعد بوضوح صنّاع السياسة في الأسواق النامية - كما هو الحال في مصر - لدعم تطوير سوق الأوراق المالية.⁽⁴⁾
- 5- يسهم البحث الحالي في الجدل القوى والمستمر عن أثر حوكمة الشركات على نتائج الشركة المهمة، مثل جودة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding).
- 6- يسهم البحث الحالي في الأدب المتاح عن محددات سياسة التوزيعات النقدية. فعلى الرغم من وجود نماذج عديدة للإشارة (مثل: John and Williams, 1985; Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985)، إلا أن الدعم الاختبارى للتوقع الأساسى فى تلك النماذج بأن الشركات تعدل التوزيعات لإرسال إشارة عن توقعات أرباحها يعد محدوداً. وعلى الرغم من ذلك، فإن عدم وجود دعم اختبارى كافٍ لنماذج الإشارة تلك لا يعنى بالضرورة أن التوزيعات لا توفر بعض المعلومات للمشاركين فى سوق رأس المال. ويختلف البحث الحالي عن الأبحاث الممتدة منذ فترة طويلة والتي تركز على اختبار "ما إذا كانت"، ولماذا تتبع التوزيعات بتغيرات فى أسعار الأسهم وتغيرات فى الأرباح المستقبلية. بدلاً من ذلك، يركز البحث الحالي على ما إذا كان دفع التوزيعات فى حد ذاتها يُعد ذا دلالة، بمعنى أن ذلك يوفر مؤشراً على أحد جوانب الأرباح، وهو جودة الأرباح.

(3) يرجع اختلاف النتائج بين الدراسات السابقة بصفة أساسية إلى اختلاف المنهجية المتبعة من قبل الباحثين وكذلك إلى بيئة التطبيق.
(4) وفقاً لتقرير البنك الدولي عام 2009 عن حوكمة الشركات فى مصر، فإن معظم الشركات المساهمة لا يوجد لديها حافز على تطوير والإفصاح عن سياسات التوزيعات، وأن عدداً قليلاً من الشركات يمارس ذلك فى الواقع العملي (World Bank, 2009: 18).

- 7- يختبر البحث الحالي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات، جودة الأرباح، وسياسة التوزيعات فى مصر من أجل تعزيز فهمنا لمحددات سلوك توزيعات الشركة. ويعتقد الباحث أن البيئة المصرية توفر وضعاً ملائماً لاستكشاف مثل تلك العلاقات وإجراء البحث الحالي، وذلك للعديد من الأسباب:
- يعد البحث الحالي استكمالاً للبحوث السابقة عن التوزيعات النقدية فى الدول النامية، ومن بينها مصر، والتي تتسم بحماية قانونية ضعيفة لحملة الأسهم الأقلية مقارنة بالأسواق المتطورة، وذلك بهدف اختبار مدى توافق البيئة المصرية مع نظريات تفسير التوزيعات النقدية.
 - إن التركيز على دولة واحدة، وهى مصر، لتطبيق ذلك البحث يمكن إلى حد كبير أن يجنب، أو على الأقل يخفف من، الاختلافات النظامية التي يمكن مواجهتها فى الدراسات المقارنة بين الدول.
 - إن سوق المال، ممارسات حوكمة الشركات، ومعايير المحاسبة التي تهدف إلى زيادة جودة التقارير المالية... إلخ فى مصر، ما زال فى مرحلة التطوير مقارنة بالاقتصاديات المتطورة، وكذلك توقع وجود اختلافات فى جودة تطبيق الحوكمة بين الشركات المساهمة المصرية.
 - وجود ملاك مسيطرين يعد شائعاً فى الشركات المسجلة فى البورصة، سواء أفراد، عائلات، أو من قبل الدولة، ويعنى ذلك وجود تركيز كبير للملكية فى الشركات المساهمة المصرية وتوقع وجود كلا النوعين من مشاكل الوكالة (بين المديرين-المساهمين، وبين المساهمين الكبار والأقلية).
 - إن وجود فرص نمو سريعة للاقتصاد ككل⁽⁵⁾ مقابل عدم وجود حماية كافية للمستثمرين يوفر فرصة جيدة لدراسة دور التوزيعات فى تخفيض مشاكل الوكالة (Xu'nan, 2011).

خطة البحث:

فى ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لأهدافه، تسير خطة البحث على النحو الآتى:

القسم الأول: التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لحوكمة الشركات على سياسة التوزيعات النقدية

القسم الثانى: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

القسم الثالث: تصميم البحث

القسم الرابع: تحليل النتائج

القسم الخامس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

(5) وفقاً للإحصاءات المتوفرة، بلغ معدل النمو فى الناتج المحلي الإجمالى فى مصر 7.2% فى يونيه 2008، وانخفض إلى 4.7% فى يونيه 2009 بفعل الأزمة المالية عام 2008.

Source: Ministry of Economic Development, Ministry of Finance, CAPMAS and Central Bank of Egypt. Historical data are available at: www.mof.gov.eg

القسم الأول

التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لحوكمة الشركات على سياسة التوزيعات النقدية

يهدف هذا القسم إلى عرض للتأثيرات المحتملة (المباشرة وغير المباشرة) لحوكمة الشركات على سياسة التوزيعات النقدية وتحليلها. وقد طورت العديد من النظريات بهدف تفسير محركات سياسة التوزيعات النقدية، ونظراً لأن تلك النظريات توفر الدعائم الأساسية للدراسات السابقة، فإن الباحث سيتعرض لأهم هذه النظريات في الجزء الأول من القسم الحالي، ثم يتبع بالتأثيرات المباشرة والوسيلة بين متغيرات البحث.

أولاً: نظريات تفسير سياسة التوزيعات النقدية:

منذ العمل الإبداعي لـ (Miller and Modigliani, 1961) عن "اقتراحات غير ملائمة"،⁽⁶⁾ تنافس العديد من علماء الاقتصاد المالي على تفسير "لغز التوزيعات"، وقد اقترحت العديد من الدراسات السابقة عن التوزيعات عدداً من التفسيرات لها، من أهمها وأكثرها قبولاً في تفسير لغز التوزيعات: نظرية عصفور في اليد، نظرية الإشارة، نظرية الإمداد بالتوزيعات، نظرية دورة الحياة، ونظرية الوكالة. ويمكن التعرض باختصار لأسس تلك النظريات في الجزء الآتي.

1- نظرية عصفور في اليد (Bird-in-Hand Theory):

تتضمن نظرية عدم ملائمة التوزيعات (Dividend-irrelevance theory) لكل من (Miller and Modigliani, 1961) أن المستثمرين يجب أن يكونوا معتدلين وحياديين ما بين استلام توزيعات نقدية الآن والتمتع بمدفوعات مستقبلية من نمو رأس المال، طالما أن الشركة تقبل مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة وتوزع النقدية الفائضة. وتستند نظرية "عصفور في اليد" على فكرة أن التوزيعات تخفض من المخاطر، وقد دلل كل من (Lintner, 1956; Gordon,)

(6) تقريباً مر أكثر من 50 عاماً على النظرية المشهورة بعدم ملائمة التوزيعات لـ (Miller and Modigliani, 1961)، إلا أن الأكاديميين والممارسين ما زال لديهم عدم فهم لسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة الشركة. وفقاً لتلك النظرية، فإن قيمة الشركة لا تتأثر بسياسة التوزيعات في عالم يتسم بشروط سوق كامل. وهناك افتراضان تستند إليهما نظرية عدم الملائمة، وهما: (1) أن إدارة الشركة إلى حد كبير مهتمة بتعظيم قيمة حملة الأسهم (لا توجد مشاكل وكالة)، (2) أن الأطراف الداخلية والخارجية لديهم نفس المعلومات عن عمليات الشركة (فرض عدم تماثل المعلومات) وتوقعاتها. ويرى (Miller and Modigliani, 1961) أنه في سوق كامل لرأس المال، فإن سياسة دفع التوزيعات تكون غير ملائمة لقيمة الشركة، وذلك بسبب: (1) أن الاستثمارات فقط، التي تولد أرباح وتدفقات نقدية مستقبلية، تؤثر على قيمة الشركة، (2) أن الاستثمارات مستقلة عن التوزيعات، ويسمى ذلك بمبدأ الفصل وفقاً لـ (Miller and Modigliani, 1961)، بتوفير تنبؤ مهم لنظرية عدم ملائمة التوزيعات تلك: سياسة التوزيعات يجب ألا تؤثر على قرارات الاستثمار.

1959) على أنه نتيجة لظروف عدم التأكد، فإن المستثمرين يفضلون استلام التوزيعات النقدية في الوقت الحاضر عن استلامها في المستقبل. في ظل هذا الإحساس، فإن التوزيعات تمثل "عصفور في اليد"⁽⁷⁾ وتتنبأ نظرية "عصفور في اليد" بأن توفير توزيعات كبيرة من الشركات يعد - إلى حد كبير - مفضلاً من قبل المستثمرين الكارهين للمخاطر والذين يهتمون بتحقيق الأمان، ومن ثم فإن الشركات يمكن أن تزيد من قيمتها من خلال إصدار توزيعات كبيرة لهؤلاء المستثمرين. برغم ذلك، فإن التوزيعات والمكاسب الرأسمالية لا يعوضان المستثمرين بالكامل عن المخاطر التي يتحملونها، على سبيل المثال: المخاطر المرتبطة بدورات المشروع، القدرة الإدارية، أو إمكانية إتاحة مصادر تمويل للمصروفات غير المتوقعة. من ناحية أخرى، فإن مبيعات الأسهم لا يمكن أن تحل محل التوزيعات لمقابلة احتياجات النقدية، على الأقل في الأجل الطويل.

2- نظرية الإشارة (Signaling Theory):

لقد طورت نظريات عديدة لتفسير لغز التوزيعات المقترح من قبل (Black, 1976)، حيث طور (Bhattacharya, 1979) نظرية الإشارة والتي تقترح استخدام المديرين للتوزيعات لإرسال إشارة بمعلوماتهم الخاصة إلى المستثمرين (انظر كذلك: John and Williams, 1985; Miller and Rock, 1985; Ambarish et al., 1987). وتستند تلك النظرية إلى أنه في ظل عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، فإن التوزيعات النقدية تمثل محاولة من المديرين لإيصال معلومات للمستثمرين عن التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وأن تزايد (انخفاض) التوزيعات النقدية بشكل منتظم يعد إشارة على تزايد (انخفاض) في التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة (Miller and Rock, 1985; Healy and Palepu, 1998). بالفعل، فإن المديرين الذين تتوافر لديهم معلومات فيما يتعلق بتوقعات التدفقات النقدية المستقبلية للشركات ربما يستخدمون التوزيعات كألية لإرسال إشارة بتلك المعلومات للمستثمرين (Perretti et al., 2013).

وقد أشارت دراسات عديدة إلى أن هناك لزوجة (Stickness) في سياسة التوزيعات. على سبيل المثال، وجد (Lintner, 1956) أن الشركات لديها معدلات مستهدفة للمدفوعات في الأجل الطويل، وأن مديري تلك الشركات يسعون لتمهيد التوزيعات. وقد وجد دليلاً يتسق مع دراسة (Lintner, 1956) في دراستين مسحيتين لعدد 384 مدير مالي أول في الولايات المتحدة الأمريكية (Brav et al., 2005)، وعدد 1,131 مديراً مالياً أول في 16 دولة أوروبية (Bancel et al., 2005).

(7) يرجح (Miller and Modigliani, 1961) أن نظرية "عصفور في اليد" تعتبر فكرة غير سليمة بسبب أن المستثمرين سيقومون بإعادة استثمار التوزيعات في أصول محفوفة بالمخاطر، بينما يقترح بحث لاحق عن تلك القضية أن التوزيعات تنطوي على دلالة خاصة للمستثمرين ويمكن أن تمثل "عصفور في اليد" (Bhattacharya, 1979).

وتظهر نتائج الدراساتين أن المديرين يعارضون تغيير سياساتهم لتوزيع الأرباح، وتقترح تلك النتيجة أن التوزيعات تحمل إشارة مهمة يمكن أن توصل معلومات غير معروفة مسبقاً للسوق، ومن ثم تغيير إدراكات وتوجهات السوق فيما يتعلق بتوقعات الأرباح المستقبلية، وتعتبر مثل تلك الإشارات ذات دلالة إذا كانت الشركات الأخرى، التي تعتبر توقعاتها المستقبلية ليست جيدة، لا يمكنها القيام بتقليد مخادع لأفعال التوزيعات للشركات ذات التوقعات المستقبلية الجيدة.

وقد توصلت دراسات عديدة (مثل: Bhattacharya, 1979; John and Williams, 1985; Miller and Rock, 1985) إلى وجود علاقة موجبة (سالبة) بين الإعلان عن زيادة (خفض) التوزيعات ورد فعل سوق الأسهم، وتدعم تلك النتائج تفسير نظرية الإشارة للتوزيعات.⁽⁸⁾

3- نظرية الإمداد بالتوزيعات (Catering Theory):

تستند تلك النظرية التي طورت من قبل (Baker and Wurgler, 2004)، في تفسير سياسة التوزيعات النقدية إلى أن طلبات حملة الأسهم والمستثمرين تؤثر على سياسات الشركة، وأن هذا الطلب يعد محركاً أساسياً لدفع التوزيعات، وتؤكد تلك النظرية أن الشركات توفر إمدادات لمستثمريها الذين يتسمون بالرشد المحدود عند تحديد سياسات التوزيعات.

وترجح تلك النظرية أن دفع التوزيعات يستخدم من قبل المديرين بوصفه نوعاً من استراتيجيات تحقيق الرضا وتهذئة حملة الأسهم (Sanders and Carpenter, 2003). في الواقع، غالباً ما يواجه المديرين ضغوطاً متعارضة بين تعظيم ثروة حملة الأسهم في الأجل الطويل واسترضائهم في الأجل القصير. في ظل هذا الوضع، تتبنى نظرية الإمداد بالتوزيعات وجهة النظر بأن المديرين يعطون حملة الأسهم ما يريدونه حالياً، كما وصف من قبل (Baker and Wurgler, 2004) بأنه في حالة التوزيعات، فإن الإمداد بالتوزيعات ينطوي على أن يتجه المديرين نحو بدء التوزيعات عندما يضع المستثمرون سعراً عالياً نسبياً للسهم على دافعي التوزيعات، ويتجهون نحو تجاهل

(8) دعمت نظرية الإشارة من قبل العديد من الدراسات السابقة (مثل: Ofer and Siegel, 1987) بأن إعلانات زيادة التوزيعات تتبع زيادات جوهرية في أسعار الأسهم، في حين أن إعلانات انخفاض التوزيعات تتبع بانخفاضات جوهرية في أسعار الأسهم. على الرغم من ذلك، فإن بعض الباحثين بدأوا في إثارة الشكوك حول هذا التفسير (مثل: Denis and Osobov, 2008)، إلا أن توافر ارتباطات قوية بين تغيرات التوزيعات وأسعار الأسهم، وكذلك على الإجماع بين المديرين الماليين على مقاومة التخفيضات في التوزيعات، يؤكد أن نظرية الإشارة تظل نظرية رئيسية في تفسير سياسة التوزيعات (Shao, 2010).

التوزيعات عندما يفضل المستثمرون الذين لا يقومون بدفع توزيعات.⁽⁹⁾ بمعنى آخر، تقوم الشركات بزيادة التوزيعات عندما تكون علاوة التوزيعات مرتفعة، وأن الشركات تتجه نحو إعادة شراء الأسهم عندما تكون العلاوة منخفضة (Baker and Wurgler, 2004; Tangjitprom,)⁽¹⁰⁾. لذلك يرى (Fama and French, 2001)، أن علاوة التوزيعات يمكن أن تفسر ظاهرة اختفاء التوزيعات.

4- نظرية دورة حياة التوزيعات (Dividends Life Cycle Theory):

طورت نظرية دورة حياة التوزيعات بواسطة (DeAngelo et al., 2006)، وذلك بدمج نماذج الوكالة وتطور وضع الفرص للشركة. وتتطوى تلك النظرية على أن سياسة توزيعات الشركة تعتمد على ما إذا كانت تدفقاتها النقدية المولدة داخلياً يمكن أن تغطي فرص نموها وما إذا كانت مشاكل الوكالة ذات اهتمام حقيقي، وتفترض تلك النظرية أن سياسة التوزيعات تعد دالة في آجال الشركات، ففي ظل تزايد نضج الشركات يكون من المحتمل أكثر أن تدفع توزيعات أكبر عن الشركات الأقل نضجاً، وربما يرجع ذلك إلى الأرصدة المجمعة وتضائل فرص النمو في إطار نماذج عمل الشركات. في ضوء تلك النظرية، تقوم الشركات في المراحل الأولى من دورة حياتها، حيث تتوفر فرص استثمارية مربحة وافرة وحقوق ملكية مكتسبة محدودة، بالاحتفاظ بكل الأموال المتاحة عندما تكون مصادر التمويل الداخلية أقل تكلفة عن مصادر التمويل الخارجية (نتيجة لـ، على سبيل المثال، تكاليف إصدار أسهم جديدة، ضرائب شخصية، أو عدم تماثل معلوماتي). على الرغم من أن تلك المنافع من الاحتفاظ تعتبر مقبولة بشكل كبير كأهمية اختبارية في الدراسات السابقة، إلا أن الدوافع للتوزيعات في المراحل التالية تعتبر أقل احتمالاً بسبب عوامل عديدة مثل: صعوبة قياس تكاليف الوكالة للتدفق النقدي الحر مقارنة بتكاليف إصدار أوراق مالية، أعباء ضريبية على المدفوعات، والأثر على سعر السهم لإصدارات حقوق الملكية (DeAngelo et al., 2006).

بذلك، فإن الشركات الأكثر نضجاً من المحتمل أكثر أن تدفع توزيعات عن الشركات غير الناضجة، حيث إن الشركات الناضجة تعد أكبر وأكثر ربحية، على الرغم من أنها ربما تمتلك فرص نمو أقل للاستثمار، وبذلك يتوافر لديها تزايد في الأرصدة النقدية المجمعة. من ناحية أخرى،

(9) تعارض بعض الدراسات الحديثة نظرية الإمداد بالتوزيعات، حيث لاحظت تلك الدراسات أن هناك انخفاض في التوزيعات التي تقوم الشركات بدفعها، ويعد ذلك دليلاً على أن الشركات لا توفر إمدادات لمجموعة معينة من المستثمرين (Skinner, 2008).

(10) تمثل علاوة التوزيعات (وفي بعض الأحيان خصم التوزيعات) مقياساً لطلب المستثمرين على التوزيعات، وتقاس علاوة التوزيعات بالفرق بين متوسط نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات التي تدفع توزيعات وتلك التي لا تدفع توزيعات (Baker and Wurgler, 2004; Tangjitprom, 2013).

فإن الشركات الناشئة ربما تكون أصغر، أقل ربحية، ولديها فرص نمو كبيرة وبذلك تختار الانتفاع من النقدية المتاحة في الاستثمار والنمو بدلاً من توزيعها على المساهمين (Perretti et al., 2013). وقد وفر (Fama and French, 2001) دليلاً على أنه برغم ما يبدو أن التوزيعات النقدية تختفى بالتدريج، إلا أن تلك الشركات لا تزال تدفع توزيعات يبدو أنها كبيرة، ذات ربحية أكثر، ولديها فرص استثمارية أقل. ويؤكد (DeAngelo et al., 2006) على نتائج (Fama and French, 2001) فيما يتعلق بحجم الشركة، الربحية، وفرص النمو. وقد وسع (DeAngelo et al., 2006) من نطاق التحليل فيما يتعلق بنضج الشركة، وذلك بتقييم احتمالية ما إذا كانت الشركة تدفع توزيعات ترتبط بعلاقة موجبة بمزيج رأس المال المكتسب والمدفوع كمقياس لمرحلة دورة حياة الشركة. ويرجح (DeAngelo et al., 2006) أن مزيج رأس المال المكتسب والمدفوع يعد مقياساً أفضل لمرحلة دورة الحياة عن أرصدة النقدية بسبب أن مصدر النقدية يؤثر على قرار التوزيع، وقد وجدوا أن الشركات في ظل ارتفاع نسبي للأرباح المرحلة كنسبة إلى إجمالي حقوق الملكية وكذلك كنسبة إلى إجمالي الأصول من المحتمل أكثر أن تدفع توزيعات بسبب أنها تعتمد أقل على رأس المال الخارجي، وذلك على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية. وقد استخدم (Denis and Osobov, 2008) مدخلاً مشابهاً وتوصلاً إلى نتائج مشابهة، حيث قاما بتوسيع نطاق الاختبار إلى ستة أسواق متطورة، وهي: الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، كندا، فرنسا، ألمانيا، واليابان، ووجدوا علاقة موجبة بين نسبة الأرباح المرحلة إلى حقوق الملكية والتوزيعات المدفوعة في كل الأسواق الستة، ويبدو أن الدليل الاختباري يتسق مع نظرية دورة الحياة للتوزيعات. واتساقاً مع تلك النظرية، فإن الشركات تغير من سياسة التوزيعات عبر الزمن استجابة لتطور فرص استثماراتها، بمعنى أن الشركات الأصغر تدفع توزيعات أقل بسبب أن مصادر تمويلها الداخلية لا تكفي لتغطية فرص استثماراتها.

5- نظرية الوكالة (Agency Theory):

تفترض نظرية الإشارة - ضمناً - أن المديرين الذين يمتلكون معلومات داخلية يعملون على تحقيق مصالح أفضل لحملة الأسهم، ولكن ذلك لا يعد بالضرورة صحيحاً في الواقع العملي. بدلاً من ذلك، فإن مصالح المديرين والمساهمين إلى حد كبير تبتعد عن كونها متقاربة بشكل تام، وتفسر نظرية الوكالة "لغز التوزيعات" من خلال تحليل علاقة الوكالة بين المديرين والمساهمين. وفقاً لنظرية الوكالة لـ (Jensen and Meckling, 1976)، فإن الأطراف الداخلية للشركة، مثل المديرين وحملة الأسهم المسيطرين، يمكنهم استخدام أصول تحت سيطرتهم لتحقيق مدى من الأهداف التي يمكن أن تضر بمصالح المستثمرين الخارجيين. على سبيل المثال، يمكن للأطراف الداخلية ببساطة تحويل أصول الشركة لأنفسهم أو استخدام أصول الشركة لمواصلة استراتيجيات

الاستثمار التي تحقق لهم منافع ذاتية. لذلك، إذا لم تعاد لحملة الأسهم الخارجيين كتوزيعات، فإن أصول الشركة، خاصة التدفقات النقدية الحرة، تعد عرضة للاستيلاء من قبل الأطراف الداخلية. ارتباطاً بذلك، يقترح (Jensen, 1986) أنه بسبب تكاليف الوكالة، فإن المديرين ربما لا يستخدمون عادة سياسة للتوزيعات النقدية تعظم القيمة لحملة الأسهم، بدلاً من ذلك فإنهم ربما يختارون سياسة للتوزيعات تعظم من منافعهم الخاصة. ويرى (Jensen, 1986) أن التوزيعات كأداة تستخلص التدفق النقدي الحر من سيطرة المديرين الذين يسعون نحو تحقيق أهداف لا تعظم من القيمة. لذلك، يرجح كل من (Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986;) أن التوزيعات النقدية سوف تحد من تعارضات الوكالة من خلال تخفيض حجم التدفقات النقدية الحرة، والتي يمكن أن تستخدم بواسطة المديرين لتحقيق منافعهم الخاصة بدلاً من تعظيم ثروة المساهمين. علاوة على ذلك، فإن التوزيعات تساعد على التخفيف من حدة تعارضات الوكالة من خلال تعرض الشركات لمتابعة مستمرة من قبل المتعاملين على الأوراق المالية وموفري رأس المال، حيث إن دفع التوزيعات يزيد من احتمال إصدار حقوق ملكية جديدة (Easterbrook, 1984).

وتعد دراسة (La Porta et al., 2000) إحدى الدراسات التي نالت اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين، والتي تفسر بشكل مفصل كيفية استخدام التوزيعات لدراسة مشاكل الوكالة بين حملة الأسهم الداخليين والخارجيين للشركة، وإلقاء الضوء على العلاقة بين سياسة التوزيعات وأحد جوانب نظام الحوكمة، وهو الحقوق القانونية للمستثمرين، حيث قاموا بتطوير نموذجين لمحرركات التوزيعات النقدية واختبارهما، وهما:

أ- نموذج الناتج (The Outcome Model):

وفقاً لهذا النموذج تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية بسبب أن حملة الأسهم الأقلية يستخدمون الحقوق القانونية المتاحة لهم للضغط على الأطراف الداخلية للشركة وحملة الأسهم المسيطرين لتوزيع النقدية، ويتنبأ هذا النموذج بأن التوزيعات ستكون أعلى في الدول التي بها نظم قانونية توفر حماية قوية لحملة الأسهم الأقلية. ويعتمد نموذج الناتج إلى حد كبير على فرض التدفق النقدي الحر لـ (Jensen, 1986)، حيث يقترح أن التوزيعات يمكن أن تخفض من مشكلة التدفق النقدي الحر من خلال استخلاص فائض نقدي من تحت سيطرة الإدارة. بذلك فإن نموذج الناتج يستند على أن المديرين في الشركات ذات الحوكمة الضعيفة من المحتمل أكثر أن يحتفظوا بالنقدية داخل الشركة حيث إنها تسمح لهم بالحصول على علاوات، تشجيعهم على بناء كيانات كبيرة، والاستثمار في مشروعات واستحوارات يمكن أن تعزز من نفوذهم الشخصي، ولكن ليس من الضروري أن توفر

عوائد كافية لحملة الأسهم. في المقابل، في الشركات ذات الحوكمة القوية، يكون المديرون أقل ميلاً لسوء استخدام التدفق النقدي الحر، وبذلك يزيد الميل نحو دفع توزيعات نقدية للمساهمين. بذلك، فإن سياسة التوزيع المتوقعة تعد ناتجاً لنظام الحوكمة في ظل وجهة النظر تلك. إن التوقع الاختباري لهذا النموذج يتمثل في أن الشركات في ظل آليات حوكمة قوية تقوم بدفع توزيعات أكبر، بمعنى آخر، يتوقع وجود علاقة موجبة (تكاملية) بين جودة حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية (انظر جدول "1" والذي يظهر الأثر المتوقع للعلاقة بين قوة آليات حوكمة الشركات والنظم القانونية والتوزيعات).

جدول (1): الأثر المتوقع للعلاقة بين قوة آليات حوكمة الشركات والنظم القانونية والتوزيعات

طبيعة العلاقة	التوزيعات	قوة آليات حوكمة الشركات والنظم القانونية	
تكاملية	(-) +	(-) +	فرض نموذج الناتج
تبادلية	(-) +	(+) -	فرض النموذج البديل

ب- النموذج البديل (The Substitute Model):

يتنبأ نموذج الناتج لـ (La Porta et al., 2000) بأن تحدث زيادة في التوزيعات عندما تتحسن بيئة حوكمة الشركة، بسبب أن المساهمين سيكون لديهم قدرة أفضل على دفع المديرين للتخلي عن النقدية، ويعنى ذلك أن سياسة التوزيعات النقدية تعتبر إحدى آليات تخفيف حدة التعارض بين المديرين والمساهمين، ورغم ذلك فإن كفاءة سياسة التوزيعات في تخفيض تكاليف الوكالة تتوقف إلى حد كبير على درجة تقييد التصرفات الإدارية. بدون التزام مسبق، فإن المديرين المراقبين يمكنهم بشكل ضعيف لاحقاً الانحراف عن سياسة التوزيعات واستخدام التدفقات النقدية الحرة لتمويل مشروعات استثمارية غير مجدية. بالأخذ في الاعتبار رد فعل السوق السلبي لتخفيض التوزيعات ووجود انحرافات غير منتظمة عن سياسة التوزيعات، فإن التوزيعات تساعد على تقييد المديرين من خلال تكلفة عالية للانحراف وتشكل آلية التزام مسبق فعالة في ظل وجود تعارض وكالة حاد (John and Knyazeva, 2006). بذلك، فإنه وفقاً للنموذج البديل تقوم الأطراف الداخلية بدفع توزيعات بسبب أنهم يريدون بناء سمعة جيدة من خلال معاملة محترمة لحملة الأسهم الأقلية، وأن تلك السمعة يمكن أن تساعد على زيادة حقوق الملكية في المستقبل عند تكلفة منخفضة لرأس المال في السوق، ويتنبأ هذا النموذج بأن التوزيعات سوف تكون أعلى في الأسواق ذات الحماية الضعيفة للمستثمر، وذلك بسبب أن السمعة الجيدة تعتبر ذات قيمة كبيرة في تلك الأسواق. لذلك، يرى (Easterbrook, 1984) أن التوزيعات يمكن أن تخفض تكاليف الوكالة من خلال زيادة اعتماد

الشركة على مصادر تمويل خارجية ومن ثم تعرض الشركة لمراقبة الأطراف الخارجية، وينطوى ذلك على أن سياسات التوزيعات وآليات رقابة الشركة البديلة يمكن أن يكونا بديلين، ويعنى ذلك أن وجود تحسن في حوكمة الشركة الخارجية ربما يخفض من دور التوزيعات في مراقبة تكاليف الوكالة، ومن ثم فإن التغييرات في بيئة حوكمة الشركة سوف ترتبط بانخفاض في التوزيعات.

وبملاحظة المساهمين أن الشركات في ظل حوكمة ضعيفة ربما تكون أكثر عرضة للتحسين الإداري، وبشكل منطقي يتوقع مدى أكبر لمشكلة التدفق النقدي الحر، فإن الحاجة إلى التوزيعات تكون أقوى في الشركات ذات حوكمة ضعيفة عن الشركات ذات حوكمة قوية، بالإضافة إلى أن دفع التوزيعات يفرض عبئاً ضريبياً على الشركة الدافعة.⁽¹¹⁾ علاوة على ذلك، فإن الشركات الدافعة للتوزيعات تتحمل كذلك تكلفة من فقد مشروعات ذات قيمة حالية موجبة أو تكلفة إضافية للحصول على تمويل خارجي عندما يكون التدفق النقدي الداخلي غير كاف، وحيث إن التوزيعات تعد مكلفة، فإن الشركات التي تعتبر أقل حساسية للتحسين الإداري (بمعنى الشركات ذات حوكمة قوية) يجب أن تكون أقل ميلاً لدفع توزيعات نقدية ويجب أن تدفع توزيعات أقل في المتوسط. على النقيض من ذلك، فإن الشركات الأكثر عرضة لتكاليف الوكالة (بمعنى تلك ذات حوكمة ضعيفة) يتوقع أن تظهر نزوعاً أقوى لدفع توزيعات ويجب أن تدفع توزيعات أكثر في المتوسط.

هناك سبب آخر عن تفسير وجود تأثير بديل بين التوزيعات وجودة الحوكمة، ويستند ذلك على ترجيح (La porta et al., 2000)، والذي يعتمد بشكل كبير على حاجة الشركات لزيادة الأموال من أسواق المال الخارجية، على الأقل في بعض الأحيان. لكي تكون قادرة على زيادة رأس المال بشروط مقبولة، فإنه من الضروري للشركات أن تؤسس لسمعة بعدم الاستيلاء على حقوق حملة الأسهم، وأن إحدى طرق الانحياز لهذا الهدف هو دفع توزيعات، حيث إن التوزيعات تخفض ما هو متبق للاستيلاء بواسطة المديرين الانتهازيين. لذلك، فإن بناء سمعة إيجابية من خلال معاملة جيدة لحملة الأسهم يعد ذي قيمة للشركات ذات حوكمة أضعف. كنتيجة لذلك، فإن الحاجة للتوزيعات لتأسيس تلك السمعة تزيد في مثل تلك الشركات. على النقيض من ذلك، فإنه بالنسبة للشركات ذات الحوكمة القوية، فإن الحاجة

(11) إنه من المهم ملاحظة أن الاعتبارات الضريبية يمكن أن تبطل استخدام سياسة التوزيع للتغلب على التعارضات بين الإدارة وحملة الأسهم على وجه الخصوص عندما تكون الضرائب على التوزيعات أكبر من الضرائب على المكاسب الرأسمالية، فإن تكلفة منخفضة للخيار الإداري مؤدية إلى معدل توزيع مرتفع ربما يكون مكافئاً لعبء الضريبة المرتفع على التوزيعات. كذلك يرى (Vojtech, 2012) أنه من منظور ضريبي، يعد دفع التوزيعات غير كفاء وذلك بسبب أن المديرين يمكنهم استخدام نفس النقدية في تحقيق نمو للشركة، مولدة مكاسب رأسمالية. حيث إن معدل الضرائب على التوزيعات بصفة عامة يعتبر أكبر من معدل الضرائب على المكاسب الرأسمالية، والذي يطبق عندما يبيع حملة الأسهم أسهمهم. على الرغم من ذلك، فإن تلك القضية لا تنطبق على الوضع المصري في فترة الدراسة.

إلى آلية السمعة تعد أضعف، ومن ثم الحاجة إلى دفع توزيعات. بمعنى آخر، فإن زيادة التوزيعات تعد بديلاً لضعف الحوكمة. وتتوقع وجهة النظر تلك وجود علاقة عكسية بين جودة حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية، بمعنى أن الشركات في ظل حوكمة أقوى تدفع توزيعات أقل (انظر جدول "1").

أخيراً، تجدر الإشارة إلى أنه من الضروري التأكيد على أن سوق الولايات المتحدة الأمريكية يوفر حماية قوية للمستثمرين. في مثل تلك السوق، فإن الشركات المكترثة بالدعاوى القانونية المحتملة لحملة الأسهم ربما تجد أنه من المستحب دفع التوزيعات وتخفيض تكاليف الوكالة. لذلك، فإن نموذج الناتج يمكن أن يعمل جيداً في أسواق تتسم بحماية قانونية قوية لحقوق المستثمرين من الأقلية، وذلك على النقيض من الأسواق النامية، ومن بينها مصر، والتي تعد في طور التكوين وتتسم بوجود حماية قانونية ضعيفة لحملة الأسهم، وخاصة الأقلية منهم.⁽¹²⁾

ثانياً: التأثيرات المباشرة لحوكمة الشركات على سياسة التوزيعات النقدية:

ينطوى هيكل حوكمة الشركات على أربعة عناصر مؤثرة تتضمن هيكل الملكية، هيكل مجلس الإدارة، مكافأة الإدارة، والبيئة القانونية، ويركز البحث الحالي على كل من هيكل الملكية ومجلس الإدارة، وهو ما سيتناوله الباحث في الجزء الآتي:

هيكل الملكية:

عرف (Jensen and Meckling, 1976) هيكل الملكية في بنود المساهمات في رأس المال، ويرى الباحثان أن هيكل الملكية يتضمن حقوق الملكية الداخلية (المديرين)، حقوق الملكية الخارجية وأصحاب الديون. ويبني (Zheka, 2005) هيكل الملكية باستخدام متغيرات تتضمن الملكية الأجنبية للأسهم، الملكية الإدارية، الملكيات المؤسسية، الملكية الفردية الكبيرة، والملكية الحكومية للأسهم. ويركز الباحث على ثلاثة أنواع للملكية، وهي: الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية.

1- الملكية الإدارية:

يرى (Mueller and Spitz-Oener, 2006) أن الملكية الإدارية ترتبط بأهداف الملاك والمديرين بسبب أن المديرين يصبحون جزءاً من تكاليف أفعالهم في حد ذاتها. ويوجد تأثيران متعارضان للملكية الإدارية، وهما أثر التقارب (Alignment Effect) وأثر التحصين

(12) في قياسهما لحقوق المستثمرين في إطار دراسة مقارنة بين 35 دولة، وجد (Byrne and O'Connor, 2012) أن حقوق المستثمرين في ظل مؤشر مركب لـ (La Porta et al., 2000) في مصر تبلغ 0.202 من واحد صحيح، في حين حصلت المملكة المتحدة على 0.776، والولايات المتحدة على واحد صحيح، علماً بأن متوسط قيمة المؤشر تبلغ 0.48، ويدل ذلك على وجود حقوق ضعيفة للمستثمرين في مصر مقارنة بالأسواق المتطورة.

(Entrenchment Effect). فيما يتعلق بأثر التقارب، تظهر نظرية الوكالة التقليدية أن ملكيات الأسهم من قبل المديرين تساعد على تقارب مصالحهم مع أولئك من حملة الأسهم (Jensen and Meckling, 1976)، وينطوي هذا الدافع - أثر التقارب أو الانحياز - على أثر أكبر كلما زادت الملكية الإدارية. وفي ظل الدور المساعد للملكية الإدارية على تقارب مصالح الإدارة والمساهمين، يرى كل من (Jensen and Meckling, 1976; Jensen et al., 1992) أن وجود مستوى مرتفع للملكية الإدارية، يمكن أن يعمل كآلية بديلة لحوكمة الشركات. إذا حدث ذلك، نتيجة لمثل هذا التقارب فإن حدة تعارض الوكالة بين المدير-حامل السهم تنخفض، وأن نسب المدفوعات في شركة ما ذات ملكيات إدارية كبيرة ربما تنخفض، ليس فقط بسبب أن المديرين قادرين على ضمان مصادر التمويل لاستثمارات مبالغ فيها غير مجدية، ولكن أيضاً بسبب أن سياسة التمويل المثلى ربما تتطلب زيادة الراكد المالي للشركة (Renneboog and Trojanowski, 2007).

من ناحية أخرى، يرجح (Morck et al., 1988) أن تزايد ملكية الإدارة يسمح بتحسين أكثر والذي يستند على أن المستويات العالية من الملكية الداخلية يمكن أن تصبح غير فعالة في انحياز الأطراف الداخلية لاتخاذ قرارات تعظم من القيمة، ومن ثم فإن تأثير التحسين من المحتمل أن يدحض توقعات نظرية الوكالة، بمعنى أنه في ظل امتلاك المديرين لحصة عالية، فإن ذلك يجعل من الصعوبة لحملة الأسهم الآخرين مراقبة الإدارة ويعطى الملاك - المديرين - القوة التي من المحتمل أن تتجاهل مصالح حملة الأسهم الصغار، حيث إن حصتهم من الملكية تجعلهم محصنين من المراقبة من قبل الملاك الخارجيين.

ويؤكد (Mahadwartha, 2007) على أن الاحتفاظ بملكية إدارية مرتفعة ونسبة توزيعات كذلك يمكن ألا يكون فعالاً ومكلفاً، وذلك بسبب أن الهدف من كلا الآليتين يتمثل في تحقيق نفس الهدف وهو تخفيض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية. لذلك، ربما تفضل الشركات التي يمتلك المديرين فيها قوة تصويت جوهرية دفع نسب توزيعات منخفضة، حيث إنه في حالة زيادة الأرباح المحتفظ بها، فإن ذلك يمكن أن يسمح للمديرين بالتمتع بمنافع خاصة بشكل كبير (مثل مزايا إضافية إلى المرتبات) مرتبط بزيادة التدفق النقدي ونمو الشركة مؤدياً إلى مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Jensen, 1986). وفقاً لوجهة نظر الوكالة تلك، فإن المديرين الذين لديهم قوة رقابة يصعب مواجهتها، يكونون قادرين على فرض تلك الاستراتيجية.

فيما يتعلق بفرض التحسين، يرى (Farinha, 2003) أنه قبل مستوى التحسين فإن الملكية الداخلية وسياسة التوزيعات يمكن رؤيتهما كأدوات بديلة لحوكمة الشركات، وبذلك توجد علاقة سالبة

بينهما، بينما بعد مستوى حرج للتحصين، برغم ذلك، عندما تزيد الملكية الإدارية ترتبط بإضافة تحصين وتكاليف وكالة مرتبطة، فإن سياسة التوزيعات ربما تصبح قوة مراقبة تعويضية، وبناء على ذلك، توجد علاقة موجبة بالملكية الداخلية. ويعد ذلك التوقع علامة مميزة في نظرية الوكالة، في حين أن النظريات الأخرى، مثل تفسير نظرية الإشارة لسلوك التوزيعات، لا تنتبأ بوجود علاقة في شكل (U) بين الملكية الإدارية وسياسة التوزيعات.

2- الملكية الحكومية:

تتسم الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة بثلاث صفات أساسية، وهي: (1) أن الحكومة تسعى إلى تعظيم الرفاهية الاجتماعية، (2) أن الحكومة تباشر أهدافاً سياسية، (3) أن رجال السياسة أيضاً مهتمون بتعظيم دخولهم الخاصة، متضمنة إمكانية وجود فساد ورشى (Shleifer, 1998: 100). ونظراً لأن كل من الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة وتلك المسيطر عليها من قبل طرف أو أطراف أخرى (أفراد، عائلات، ومؤسسات) تواجه دوافع، ومشاكل تمويلية، تشغيلية، ووكالة مختلفة، فإن ذلك ربما يؤثر إلى حد كبير على سياسة التوزيعات النقدية في كل منها. ارتباطاً بذلك، كما وصف من قبل (Boycko et al., 1993)، نظراً لأن الخزنة العامة للدولة تعتبر المالك للشركات المسيطر عليها من قبل الدولة، فإنه توجد سهولة كبيرة في أن تلعب دور حامل السهم المسيطر بشكل مؤثر. بذلك، في ضوء الفصل بين الملكية والرقابة، فإن الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة تعتبر أكثر تشابهاً لتأثير الشركات في ظل هيكل ملكية منتشر بدلاً من الشركات ذات حملة أسهم كبار (He et al., 2012)، ويبرر ذلك بأنه في الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة، وفي ظل وجود حملة أسهم خارجيين يتمتعون بحقوق ذات حماية بواسطة المؤسسات القانونية والتنظيمية، فإن الحكومة لا يمكنها استخلاص التدفق النقدي الحر بشكل حكيم، حيث إنه في الشركات المملوكة للدولة يكون للحكومة الحق في تحويل أو استخدام التدفق النقدي الحر في أي شكل متضمناً التوزيعات. بذلك، تصبح التوزيعات أحد المصادر الرئيسية لتوفير تدفقات نقدية للحكومة، وبذلك فإن الحكومة كمالك يكون لديها دوافع قوية نحو تحفيز المديرين على دفع توزيعات كلما أمكن لتلبية حاجتها من التدفق النقدي. كذلك، ربما يصبح معدل التوزيعات أحد معايير تقييم أداء المديرين.

وتقوم الحكومة برقابة الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة من خلال توظيف مديرين مهنيين والذين يمكنهم التعامل مع الاهتمامات المتعددة مثل مصالح الحكومة وحملة الأسهم الأقلية وتحقيق الأهداف المتعددة أو حتى المتعارضة مثل سياسة الحكومة والأهداف الاقتصادية للشركة. كذلك، هناك دراسات عديدة تقترح بعض المنافع المصاحبة المحتملة لحملة الأسهم الأقلية في الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة، والتي يمكن إيجازها بقيام الدولة بدور تقديم يد العون أو المساعدة

(Helping Hand) للشركات، ومن ثم زيادة ثروة حملة الأسهم متضمنة ثروة حملة الأسهم الأقلية (انظر: Shleifer and Vishny, 1997).⁽¹³⁾

على النقيض مما سبق، وكما لوحظ من قبل (Hart et al., 1997) فإن تخصيص حقوق الرقابة المتبقية يمثل فرقاً جوهرياً بين شركات القطاع الخاص والشركات المملوكة للدولة.⁽¹⁴⁾ حيث يكون حق الرقابة المتبقى في الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة مستحوذاً عليه بواسطة الحكومة بدلاً من المديرين في تلك الشركات. نتيجة لذلك، فإنه من المحتمل أن تكون الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة غير ذي كفاءة (انظر على سبيل المثال: Shleifer, 1998). بالإضافة إلى ما سبق، توجد مخاطر أخرى في الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة من بينها إمكانية وجود فساد ورشى بواسطة المديرين. بالإضافة إلى ذلك، ترتبط الشركات في ظل ملكية حكومية كبيرة بقيود الموازنة، غياب الإبداغ، وأداء مالي منخفض.

3- الملكية المؤسسية:

على الرغم من أن مستوى سيطرة حملة الأسهم يعد غالباً آلية هامة لحوكمة الشركات، إلا أن التأثير على سياسة التوزيعات في ظل وجود مستوى مرتفع لملكية حملة الأسهم المسيطرين يعد غير واضح. فمن ناحية، ربما يمارس الملاك المسيطرين ضغطاً على المديرين لتوزيع نقدية أكثر لتخفيض الاستثمارات المحتملة غير المجدية، إلا أنه من ناحية أخرى ربما يوافق حملة الأسهم على ترك نقدية أكثر داخل الشركة وذلك بسبب أنهم يمكنهم مراقبة المديرين بشكل أفضل لاستخدام النقدية بكفاءة أكبر. لذلك، تعد نسبة الأسهم المملوكة بواسطة المؤسسات الاستثمارية أحد المقاييس الشائعة لمراقبة حملة الأسهم (Jo and Pan, 2009). وبيبر (Correia da Silva et al., 2004) تفضل مؤسسات الاستثمار لمدفوعات مرتفعة (في شكل توزيعات) لسببين رئيسيين: (1) لبعض المؤسسات، تعتبر مدفوعات التوزيعات ذات كفاءة ضريبية، أي تخضع لضرائب أقل، (2) أن ارتفاع التوزيعات يسهل من تدفق مصادر الأموال من وإلى محافظ استثماراتهم. على النقيض من ذلك، فإنه يوجد دليل على أن مؤسسات الاستثمار في المملكة المتحدة لا تقوم بمراقبة فعالة للشركات التي يستثمرون فيها (Franks et al., 2001; Faccio and Lasfer, 2002)، حيث يوجد سببان

(13) عن دور الدولة مالكا ومنظماً لحوكمة الشركات، يرجع في ذلك إلى دراسة (عفيقي، 2013).
(14) يجب التفرقة بين نوعين من من الحقوق، وهما: (1) وجود حقوق محددة للرقابة، (2) الحقوق المتبقية للرقابة. فالنوع الأول من الرقابة يمكن أن يكون محدداً ومخصصاً بشكل مباشر بواسطة العقد، في حين أن النوع الثاني يتم الحصول عليه من خلال الملكية القانونية للأصول وينطوي على "الحق في تحديد واستخدام الأصول في ظروف طارئة غير تعاقدية" (Hart, 1996: 371)، بمعنى أن حقوق الرقابة المتبقية تشتمل ليس فقط على حقوق استخدام الأصول، ولكن أيضاً "لتحديد متى أو حتى ما إذا كان يمكن بيع الأصل" (Hart, 1995: 65).

رئيسيان لذلك، وهما: (1) أنهم عادة لا يمتلكون الموارد لمراقبة الشركات (العديدة) في محافظهم. (2) أن المراقبة سوف توفر للمؤسسات معلومات داخلية وأن ذلك يمكن أن يؤدي إلى تجميد استثماراتهم (Renneboog and Trojanowski, 2007). ومن ثم فإنه في حالة وجود تعارض وكالة جوهرى بين المديرين وحملة الأسهم فى شركة ما، فإن الجهات المؤسسية ربما تكون أكثر ميلاً لبيع (أو جزء من) استثماراتهم بدلاً من محاولة تخفيض تعارضات الوكالة من خلال، على سبيل المثال، فرض سياسات توزيعات محددة.

وتعتمد معظم نماذج الوكالة الحالية عن سياسة التوزيعات على افتراض ضمنى بأن الشركات يمكن إعادة تمويلها فى سوق غير احتكافية (بدون تكاليف إضافية) بواسطة أسواق المال الخارجية عند حاجتها إلى تمويل للشروع فى مشروعات استثمارية جديدة (Renneboog and Trojanowski, 2007). بناء على ذلك، بالنسبة للشركة فى ظل فرص استثمار تعزز من القيمة، فإن استراتيجية مثلى لتخفيض تكاليف الوكالة يمكن أن تتوقف على المحافظة على توزيعات مرتفعة لتخفيض حجم التدفق النقدي الحر وضخ رأس مال خارجي من جديد. على وجه الخصوص، يمكن لمثل تلك السياسة أن تفرض بواسطة قوة الملاك الكبار الخارجيين الأقوياء (مثل الشركات/المؤسسات، أو الأفراد أو العائلات) الذين يهدفون إلى تقييد ميل الإدارة نحو زيادة الاستثمار بأكثر مما يجب. نتيجة لذلك، فإن موارد الشركة التى يمكن أن تنفق بواسطة الإدارة على مشروعات تخفض من القيمة تعد محدودة، وتكمن الفكرة فيما وراء ذلك فى أنه بمجرد إعادة التدفق النقدي الحر إلى المساهمين، فإن أسواق المال الخارجية تحجب المقترحات الاستثمارية الإدارية ويمكن أن تعيق استثمارات غير كفاء من خلال وضع تكلفة باهظة لرأس المال (Easterbrook, 1984).

هيكل مجلس الإدارة:

يركز الباحث فى هذا الجزء على فعالية حوكمة مجلس الإدارة، حيث يعد مجلس الإدارة الأداة المهمة لضمان مصالح المساهمين، وأن حملة الأسهم يفوضون مجلس الإدارة ويمنحونه السلطة للإشراف على ورقابة القرارات المتخذة بواسطة الإدارة العليا (Fama and Jensen, 1983). ووفقاً لنظرية الوكالة، يمكن للشركات أن تخفض من تكاليف الوكالة من خلال التأسيس لنظم مراقبة سليمة واستخدام حوكمة المجلس للإشراف على الإدارة بفعالية (Fama and Jensen, 1983; Byrd and Hickman, 1992). بذلك، فإن تكوين مجلس الإدارة ينطوى على تأثير مهم على قرارات الشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية، وتتضمن الخصائص الرئيسية لهيكل مجلس الإدارة: حجم المجلس، نسبة المديرين المستقلين، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.

1- حجم مجلس الإدارة:

يستخدم عدد أعضاء مجلس الإدارة لتحديد حجم المجلس، ويرجح العديد من الباحثين (مثل: Jensen, 1993; Wu, 2000; Hermalin and Weisbach, 2003; Chang and Dutta, 2012) أن مجالس الإدارات الأصغر تعتبر أكثر فعالية من خلال الاحتفاظ باتصال وتعاون أفضل بين أعضاء المجلس، كذلك في ظل مجالس كبيرة الحجم تزيد فرصة الانتفاع المجاني (Free-riding) وتصبح المجالس أكثر رمزية. لذلك، يعتقد (Lipton and Lorsch, 1992) أن حجم مجلس الإدارة يجب أن يكون أقل من 10 أفراد، ويفضل أن يكون 9 أفراد لتجنب ظاهرة التطفل أو الانتفاع والخسارة الناجمة عن عدم كفاءة ووجود قصور في التعاون والاتصال. من ناحية أخرى، يرى (Litai et al., 2011) أنه توجد صعوبة على مجلس الإدارة صغير الحجم أن يحمى حقوق كل حملة الأسهم ولكنه فقط يحافظ على حقوق حملة الأسهم الأغلبية. لذلك، يجب على مجلس الإدارة أن يكون قادراً على رقابة تعارض الوكالة بكفاءة، وبما يضمن حقوق حملة الأسهم متضمنة حق التوزيعات النقدية. وعلى الرغم من ترجيح البعض أن قدرة مجلس الإدارة على مراقبة الإدارة تزيد مع زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة، إلا أن تلك المنفعة يمكن أن يفوقها وزناً التكلفة التفاضلية لضعف الاتصال واتخاذ القرار المرتبط بالمجموعات الكبيرة (Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993).

2- استقلالية مجلس الإدارة:

يعد استقلال مجلس الإدارة أحد المكونات المهمة لهياكل حوكمة الشركات الآن، حيث ينظر إلى المدير المستقل بأنه أحد الأشخاص الذي يكون قادراً على أداء واجباته بشكل مستقل عن الإدارة، بالإضافة إلى اتساع معرفته وخبرته. ويعتقد أن المديرين المستقلين في مجلس الإدارة يمثلون مكوناً رئيسياً من آليات الرقابة الداخلية، حيث إن المديرين المستقلين مطالبين بأن يكونوا أعضاء في لجان المراجعة، المكافآت، والتعيينات، وتؤسس تلك اللجان لضمان عدالة القوائم المالية المعدة وصدقها بواسطة الشركة، وكذلك لضمان أن هناك مراقبات ومراجعات كافية فيما يتعلق بالإدارة المالية للشركة، ويؤكد على ذلك ما ورد بدليل الحوكمة المصري بأنه: "يجب أن يتضمن مجلس الإدارة أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة. ويجب أن تكون لدى الأعضاء غير التنفيذيين خبرات أو مهارات فنية أو تحليلية مما يجلب نفعاً للمجلس والشركة" (الفقرة: 3-4).

ويقترح كل من (Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983) أن المديرين الخارجيين (غير التنفيذيين) لديهم الحافز لبناء سمعة جيدة من خلال مراقبة الإدارة بسبب وجود منافسة فيما بينهم في سوق العمل. وكما لاحظ (Subrahmanyam et al., 1997)، فإن حملة الأسهم يتوقعون من

المديرين الخارجيين (المستقلين) أن يحترموا متطلباتهم، بما فيها التوزيعات النقدية، من خلال تخفيض مشاكل الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم. من ناحية أخرى، يؤكد (Pfeffer, 1981) على أن المديرين الداخليين يكون ولاؤهم للمدير التنفيذي الأول (Chief Executive Officer 'CEO') وذلك بسبب السلطة التي يمارسها عليهم. بناء على ذلك، فإن العديد من الباحثين يرون المديرين الخارجيين بوصفهم مستقلين والمديرين الداخليين بأنهم خاضعون للإدارة العليا (Byrd and Hickman, 1992; Xie et al., 2003).

3- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول:

عندما يكون المدير التنفيذي الأول هو رئيس مجلس الإدارة، فإنه يمتلك معظم السلطة المؤثرة على المجلس، جاعلة من الممكن الاستيلاء على حقوق حملة الأسهم الأقلية. ولقد اكتسب الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول ونسبة المديرين المستقلين في المجلس اهتماماً كبيراً من قبل الدراسات المتعلقة بتحسين ممارسات حوكمة الشركات، ويعتبر المدير التنفيذي الأول وفريق إدارته مسئولون بشكل أساسي عن العمليات اليومية، بهدف تطوير (مع موافقة مجلس الإدارة) وتطبيق الاستراتيجيات لتحقيق النجاح والنمو للشركة. إن دمج تلك الأدوار في شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة ويخلق تعارضاً في المصلحة، وبذلك فإن الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول يخفض من إمكانية السعي نحو تحقيق المصالح الذاتية لأعضاء فريق الإدارة (Fama and Jensen, 1983). تدعيماً لذلك، يوفر (Ghosh and Sirmans, 2003) دليلاً يتسق مع أن ازدواجية المدير التنفيذي الأول تخفض من استقلالية المجلس. وبذلك، فإن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ينظر إليها كمؤشر على ضعف حوكمة الشركة، ويؤكد على ذلك ما ورد بدليل حوكمة الشركات في مصر بأن "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 وأن يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة غير تنفيذي" (الفقرة: 3-6).

في ضوء تكوين هيكل مجلس الإدارة، يرى الباحث أن وجود أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من أشخاص مستقلين عن الإدارة وعدم ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول يساعد على ضمان أن سياسة التوزيعات سوف تأخذ في الاعتبار مصلحة حملة الأسهم، بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود لجان قوية داخل الشركة، بمعنى تضمها أعضاء مستقلين، يقوي من وعي المجلس بالوضع المالي للشركة، متضمناً مقاييس للنقدية المتاحة. وبذلك فإن وجود مديرين مستقلين في مجلس الإدارة يعيق من احتفاظ المدير التنفيذي الأول بهيمنة رقابية على التدفقات النقدية الحرة، وضمان أن النقدية يتم إعادتها إلى حملة الأسهم من خلال التوزيعات.

ثالثاً: التأثيرات غير المباشرة لحوكمة الشركات على سياسة التوزيعات النقدية:

يهدف الباحث في هذا الجزء إلى التأسيس لوجود علاقة غير مباشرة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية من خلال جودة الأرباح كمتغير وسيط، ويستلزم ذلك التأسيس لوجود علاقة بين حوكمة الشركات وجودة الأرباح من ناحية، وبين جودة الأرباح وسياسة التوزيعات النقدية من ناحية أخرى.

أ- تأثير حوكمة الشركات على جودة الأرباح:

أشار (Healy and Wahlen, 1999: 368) إلى أن "إدارة الأرباح تحدث عندما يستخدم المدبرون الحكم في إعداد التقارير المالية في هيكلية العمليات لتغيير التقارير المالية سواء نحو تضليل بعض أصحاب المصالح عما وراء الأداء الإقتصادي للشركة أو التأثير على النتائج التعاقدية التي تعتمد على الأرقام المحاسبية المقررة". كذلك، يعرف (Dechow and Schrand, 2004: 5) جودة الأرباح بناء على أن "رقم الأرباح يكون ذا جودة عالية إذا كان يعكس بدقة الأداء التشغيلي الحالي للشركة، يعد مؤشراً جيداً للأداء التشغيلي المستقبلي، ويعد مقياساً ملخصاً مفيداً لتقييم قيمة الشركة"، وتعرف لجنة سوق الأوراق المالية كذلك إدارة الأرباح بأنها "ممارسة تشويه الأداء الحقيقي للشركة"⁽¹⁵⁾ وفي الإجابة عن سؤال عن مدى انتشار مشكلة إدارة الأرباح، يرجح (Loomis, 1999) في مقال منشور في مجلة (Fortune) بأن هناك تفشياً لإدارة الأرباح وأن المديرين التنفيذيين يرون إدارة الأرباح أداة لضمان مقابلة شركاتهم لتوقعات الأرباح.

ويؤدي الفصل بين الملكية والرقابة إلى خلق عدم تماثل في المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم في الشركة، فعندما يكون المدبرون غير ملاك للشركة، فإن تصرفاتهم ربما تكون منقادة بدوافع يمكن أن تختلف عن تعظيم قيمة الشركة، ومن ثم عن مصالح المساهمين (Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). برغم ذلك، يرجح (Warfield et al., 1995) أن تلك العقود تعتمد بصفة أساسية على الأرقام المحاسبية وفي بعض الأحيان تتضمن تأثير غير مرغوب لخلق دوافع للتلاعب في الأرقام المقررة وخاصة أرقام الأرباح. كذلك، بسبب أن عملية التعاقد والمراقبة تعد مكلفة، فإنه لا يمكن استبعاد السلوك الانتهازي للمديرين بالكامل ولا يمكن بالكامل إلغاء حرية التصرف المتاحة لاختيار وتطبيق الأساليب المحاسبية. ويقترح العديد من الباحثين أن جودة حوكمة الشركات تفيد كآلية فعالة للحد من السلوك الانتهازي للإدارة، ومن ثم تحسين جودة الأرباح وزيادة قيمة الشركة (انظر على سبيل المثال: Denis and McConnell, 2003; Bhagat, 2009; Li et al., 2014; Sun et al., 2014).

(15) يرجع في ذلك إلى التقرير الصادر عن لجنة سوق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية (SEC) في يناير 2000 عن "الإفصاح عن لجنة المراجعة" (Audit Committee Disclosure).

هيكل الملكية:

نظراً لأن هيكل الملكية يؤثر على آلية المراقبة التي تستخدمها الشركة، متضمنة نشاط إدارة الأرباح (Jensen and Meckling, 1976; Siregar and Utama, 2008)، يتناول الباحث أثر ثلاثة أنواع للملكيات، تتضمن: الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية على جودة الأرباح.

1- الملكية الإدارية:

يؤدى الفصل بين ملكية الأسهم والرقابة على الشركة إلى وجود تعارض فى المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم، حيث يوفر ذلك دافعاً للمديرين لزيادة ثروتهم من خلال إدارة الأرباح. وتقتصر الدراسات السابقة وجهتي نظر لدور الملكية الإدارية فى مراقبة تصرفات الإدارة. فمن ناحية، تتبنا نظرية الوكالة (Jensen and Meckling, 1976) بأن المديرين فى ظل ملكية منخفضة فى الشركة يكون لديهم دافع أكبر للتلاعب بالأرقام المحاسبية بهدف التحرر من القيود المفروضة على عقود المكافآت التي غالباً تعتمد على الأرقام المحاسبية. بالإضافة إلى ذلك، يرى (Jensen, 1989) أن المديرين الخارجيين فى ظل ملكية منخفضة لهم فى الشركة لا يمكنهم مراقبة الإدارة بفعالية. لذلك، يرى (Jensen and Meckling, 1976) أن زيادة الملكية الإدارية يمكن أن توحد المصالح بين الطرفين، ويؤكد على ذلك (Warfield et al., 1995) بأن زيادة ملكية المديرين تؤدي إلى إنخفاض إدارة الأرباح، حيث يكون المديرون أقل ميلاً للقيام بتصرفات تخفض من ثروة المساهمين، ويتسق ذلك مع فرض تقارب الصالح بين الإدارة والمساهمين. من ناحية أخرى، يرى (Morck et al., 1988) أن ملكيات المديرين الكبيرة ربما تتسبب فى مخاطر أخلاقية ومشكلة عدم تماثل فى المعلومات بين الأطراف الداخلية (الإدارة والمديرين) والمستثمرين الخارجيين، ويؤدى ذلك فى النهاية إلى تحصين الإدارة مما يسهم فى خلق دوافع لدى المديرين لممارسات اختيارية فى التقرير، وأن عملية المراقبة سوف تكون أكثر صعوبة، نتيجة لذلك فإن عملية التقرير المالي ربما تكون عرضة للشبهة عندما تكون ملكية المديرين مرتفعة، ويتسق ذلك مع فرض التحصين.

2- الملكية الحكومية:

يمكن لملكية الدولة أن تقود إلى قوتين تعملان بتوجهات متناقضة، وهما، أولاً: أن التأثير السياسى، تكاليف الوكالة المتزايدة، ومشاكل المعلومات المرتبطة بالملكية العامة للدولة سيؤدى إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ممارسات أكثر لإدارة الأرباح. ارتباطاً بذلك، يشير (Wei et al., 2005) إلى أن الشركات فى ظل ارتفاع ملكية الدولة يكون لديها انحراف أكبر بين حقوق التدفق النقدى وحقوق الرقابة، وأنه عندما تكون ملكية الدولة مرتفعة، فإن التأثير السياسى وعدم

فعالية مراقبة الإدارة يمكن أن يلعب دوراً في تزايد التكاليف المرتبطة بالوكالة ومشاكل المعلومات. وهناك سمة أخرى لوجود مشاكل وكالة في الشركات المملوكة للدول، حيث يرى (Siregar and Utama, 2008) أنه بسبب أن الأصيل هو المواطن، ولكنه كأصيل لا يمكنه مراقبة الإدارة بشكل مباشر، بدلاً من ذلك، يتم تمثيل المواطنين بواسطة الحكومة، وبذلك نظراً لأن الحكومة ليست هي الأصيل الحقيقي، فإنها يكون لديها دوافع أقل لمراقبة الإدارة (متضمنة مراقبة نشاط إدارة الأرباح)، بما يؤدي في النهاية إلى إلحاق الضرر بالمواطنين. ثانياً: أن تعظيم الرفاهية العامة، دافع التقارب، تأثيرات المدى الزمنى للاستثمار، ومراقبة أكبر مرتبطة بملكية كبيرة للدولة يمكن أن يؤدي إلى زيادة شفافية المعلومات وخفض عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ممارسات أقل لإدارة الأرباح.⁽¹⁶⁾

3- الملكية المؤسسية:

يرى العديد من الباحثين أن قدرة المديرين على إدارة الأرباح المقررة انتهازياً تعد مقيدة بمدى فعالية المراقبة الخارجية بواسطة الملكيات المؤسسية، حيث يرجح (Monks and Minow, 1995) أن المستثمر في ظل ملكية كبيرة يكون لديه دوافع أقوى للقيام بأنشطة رقابية، حيث إنه من المحتمل أكثر أن يكون العائد المتزايد لحملة الأسهم من المراقبة كافياً لتغطية تكاليف المراقبة المرتبطة، ويؤكد على ذلك (Gillan and Starks, 2000) حيث لاحظ أن المؤسسات التي تمتلك حصة كبيرة في حقوق الملكية في شركة ما يكون لديها دافع أكبر للمشاركة بفعالية في القرار الاستراتيجي للشركة. ويرى (Balsam et al., 2002) أن مؤسسات الاستثمار، التي تتطوى على مستثمرين متطورين، لديها قدرة أكبر على اكتشاف إدارة الأرباح بسبب أن لديهم إمكانية أفضل للوصول إلى المعلومات في التوقيت الملائم، وبذلك يكون لديهم قدرة أفضل على تحديد إدارة الأرباح بصورة سهلة وأسرع عن المستثمرين الآخرين. كذلك، يرجح (Jambalvo et al., 2002) أن أصحاب الملكيات المؤسسية يكون لديهم إمكانية أفضل لاستخدام المعلومات الحالية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية عن المستثمرين الآخرين.

برغم ذلك، توجد وجهة نظر أخرى مناقضة لما سبق وتقتصر على أن الملكيات المؤسسية يمكن أن تضغط على مديري الشركة نحو تبني سياسات محاسبية تزيد من الأرباح في الأجل القصير على حساب تحقيق قيمة في الأجل الطويل (Jones, 1991; Porter, 1992; Laverty, 1996; Bushee, 1998; Bushee, 2001). لذلك، وفقاً لسلوك إدارة محافظ الاستثمار على مدار الأفق الزمني، تصنف الجهات صاحبة الملكيات المؤسسية إلى مؤسسات ذات استثمار مؤقت (Transient

(16) عن أثر الملكية الحكومية على إدارة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية، يرجع في ذلك إلى دراسة (عفيفي، 2013).

(Institutions)، ومؤسسات مخصصة للاستثمار طويل الأجل (Dedicated Institutions).⁽¹⁷⁾ فمن ناحية، تتسم الجهات صاحبة الملكيات المؤسسية قصيرة الأجل بوجود معدل دوران مرتفع لمحافظ استثماراتها وكذلك وجود تنوع كبير في ملكياتها (Bushee, 2001).⁽¹⁸⁾ وتعكس تلك السمات حقيقة أن المؤسسات ذات الاستثمار المؤقت تتجه أن تكون مركزة على مستثمرى الأجل القصير والذين تعتمد مصلحتهم في ملكية أسهم الشركة على أرباح المتاجرة في الأجل القصير (Porter, 1992). بالإضافة لذلك، فإن الأفق الزمني القصير لاستثمارات تلك المؤسسات يخلق دافعاً أقل لهم لجمع معلومات ملائمة للقيمة في الأجل الطويل، ويعطى ذلك الفرصة للمديرين لاتخاذ قرارات استثمار قصيرة الأجل. في المقابل، تتسم الجهات صاحبة الملكيات المؤسسية طويلة الأجل بوجود معدل دوران منخفض لمحافظ استثماراتها، وكذلك وجود استقرار في ملكياتها في الشركات مع متوسط حجم كبير في شركات محفظة الاستثمار (Bushee, 2001)، وبسبب أنها تكون أقل تركيزاً على الأرباح في الأجل القريب، فإنه من المحتمل أكثر أن يكون لديها تفضيلات تحفز على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال السعى نحو تحقيق قيمة أكبر في الأجل الطويل. بالإضافة إلى ذلك، فإن المؤسسات التي تستثمر في الشركات بنية الاحتفاظ بأسهمها على مدار أفق زمني طويل يكون لديها دوافع أقوى لمراقبة مثل تلك الشركات ومن بينها أنشطة إدارة الأرباح، ومن ثم يتوقع زيادة مستوى جودة الأرباح.

هيكل مجلس الإدارة:

للخفيف من حدة تعارضات الوكالة بين حملة الأسهم/المديرين، حملة الأسهم المسيطرين/حملة الأسهم الأقلية، تحول اتجاه العديد من الدول نحو تنظيم تكوين مجلس الإدارة كآلية هامة لحوكمة الشركة، وغالباً ما يكون ذلك من خلال التشريعات، القوانين، وأدلة الحوكمة. وينطوي تكوين مجلس الإدارة على ثلاث آليات يتم تناولها في البحث الحالي، وهي: حجم المجلس، استقلالية المجلس، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.

1- حجم مجلس الإدارة:

يرجح (Xie et al., 2003) أن حجم المجلس الأقل عدداً ربما يكون أقل تقييداً بمشاكل البيروقراطية وربما يكون أكثر وظيفية في القيام بمهامه، كذلك يمكن أن توفر المجالس الصغيرة رؤية أفضل للتقرير المالي، ويرى (Haniffa and Hudaib, 2006) أن وجود عدد صغير من

(17) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Porter, 1992; Bushee, 1998; Bushee, 2001; Hsu and Koh, 2005; Jiang and Anandarajan, 2009).

(18) وجد (Bushee, 2001) دليلاً على أن الجهات صاحبة ملكيات مؤسسية مؤقتة تستثمر بكثافة أكثر في شركات يتوقع أن تحقق أرباحاً أكثر في الأجل القصير وأقل كثافة في الشركات التي يتوقع أن تحقق أرباحاً أكثر في الأجل الطويل.

الأعضاء فى مجلس الإدارة يعد أكثر فعالية للحد من دوافع المديرين نحو التهرب من المسؤولية، حيث إنه يكون من السهولة مراقبة كل عضو وأن القرارات يمكن أن تتخذ بسرعة. بديلاً لذلك، ربما يكون المجلس الكبير قادراً على الاستفادة من مدى واسع من الخبرات. وفى حالة إدارة الأرباح، ربما يتضمن المجلس الكبير على مديرين مستقلين أكثر مع وجود خبرة مالية،⁽¹⁹⁾ وإذا حدث ذلك فإن المجلس الكبير يكون أفضل لتخفيض إدارة الأرباح.

2- استقلالية مجلس الإدارة:

طالما أن المديرين ينتخبون ويتم اختيارهم بواسطة حملة الأسهم، فإن المسؤوليات الموكلة إليهم تكون تجاه كل حملة الأسهم، حيث يعد مجلس الإدارة مسئولاً عن مراقبة وانضباط الإدارة (Jensen and Meckling, 1976). وتعد تلك البداية صحيحة، نظرياً، خاصة للمديرين الخارجيين المستقلين مالياً عن مديري الإدارة الداخليين، وأنهم يتمتعون بالقدرة على مواجهة الضغوط من الشركة للتلاعب فى الأرباح ومراقبة أفضل لأنشطة الإدارة وزيادة جودة الأرباح، حيث يرى العديد من الباحثين (مثل: Beasley, 1996; Peasnell et al., 2000; Xie et al., 2003; Helland and Sykuta, 2005; Klein, 2006; Machuga and Teitel, 2009) أن مجلس الإدارة فى ظل ارتفاع نسبة المديرين الخارجيين المستقلين يمكنه القيام بدور أكثر فعالية فى مراقبة الإدارة.

3- ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول:

يؤكد (Solomon and Solomon, 2004) على أن ممارسات حوكمة الشركات تشجع على الرقابة بين أعضاء المجلس، وبذلك فإن الفصل بين أدوار رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول سوف يخفض من مشاكل الوكالة ويحسن من الأداء حيث سيكون هناك تقارب فى المصالح بين المساهمين والإدارة. إن الدور المزدوج لهيكل القيادة يمكن أن يسمح للمدير التنفيذى الأول بأن يمارس سلطة أكبر على القرارات وممارسات المجلس، وأيضاً يجيز للمدير التنفيذى الأول أن يتحكم بشكل فعال فى المعلومات المتاحة للأعضاء الآخرين لمجلس الإدارة (Booth et al., 2002). كذلك، تضغف الازدواجية من استقلالية وفعالية مجلس الإدارة فى اتخاذ القرارات بسبب أن المدير التنفيذى الأول يستحوذ على رقابة وسلطة أكبر، وبذلك فإنها تعزز من تحصين المدير التنفيذى الأول (Bozec and Dia, 2007)، ومن ثم إمكانية التأثير بشكل سلبي على جودة الأرباح. فى

(19) يدعم وجهة النظر هذه العديد من الدراسات السابقة، فقد توصلت دراسة (عيفى، 2008)، وذلك على عينة من 70 شركة مساهمة مصرية مسجلة عام 2007، إلى أن هناك ارتباطاً موجباً وذا دلالة بين حجم مجلس الإدارة واستقلالية المجلس، بمعنى أنه كلما زاد حجم المجلس زادت استقلاليته، كذلك تظهر العديد من الدراسات (مثل: عيفى، 2008 - Xie et al., 2003) أن حجم المجلس يعد مقياساً لحجم الشركة، بمعنى وجود علاقة ارتباط موجبة بين حجم المجلس وحجم الشركة.

المقابل، يرى البعض أن الازدواجية يمكن أن تتطوى على ميزة إيجابية للشركة بسبب أنها توفر قيادة موحدة للشركة (Finkelstein and D'Aveni, 1994).

ب- تأثير جودة الأرباح على سياسة التوزيعات النقدية:

لا تعد الأرباح لأي شركة محدداً لبقائها فقط، ولكن أيضاً لقياس أداء الإدارة وقرارات حملة الأسهم، وحيث إن تمويل التوزيعات يعد غالباً محدداً ومقيداً بالأرباح أو الجودة المتزايدة لها، فإن الأرباح المحاسبية تعد أحد العوامل المهمة التي تحدد حجم التوزيعات. بمعنى آخر، عندما تكون الأرباح المحاسبية أقل من مستوى التوزيعات المتوقع، فإن المديرين يكون لديهم الدافع لإدارة الأرباح لأعلى لمنع الانخفاضات في التوزيعات (Lin and Lin, 2013)، وقد وجد (Daneil et al., 2008) أن المديرين يتعاملون مع التوزيعات المتوقعة بوصفها حداً مهماً للأرباح.

وعلى الرغم من أن الأرباح والتوزيعات يمكن أن تكون مقاييس جيدة للقيمة الاقتصادية للشركات وتوفر إشارات للأداء المستقبلي، إلا أن مدى ملاءمتها تعد محلاً لإمكانية إدارة الأرباح وأن هناك دراسات مكثفة في الأدب المحاسبي عن استخدام الاستحقاقات بهدف التلاعب في الأرباح، حيث يوفر أساس الاستحقاق المحاسبي للمديرين خيارات عديدة عند إعدادهم للتقارير المالية. على سبيل المثال، يكون لدى الإدارة الخيار باستخدام التدفقات النقدية الحرة في استخدامات منتجة أو لإدارة الأرباح وإعلان أرباح تختلف عن الحقيقة، ومن ثم فإن الإعلان عن أرباح مرتفعة من الممكن أن يتسبب في زيادة قيمة الأسهم المباعة بعد الإعلان عن الأرباح، برغم ذلك وبسبب أن التوزيعات تدفع من التدفقات النقدية الحرة، إلا أنها تحد من الموارد المتاحة لإدارة الأرباح، وبذلك تحد من التلاعب الذي يمكن أن تمارسه الإدارة (Vojtech, 2012).

ويهتم العديد من الأطراف بجودة الأرباح بسبب تأثيرها على مستوى عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، ومن ثم على أنشطة وقيمة الشركة (Healy et al., 1999; Aboody et al., 2005). على سبيل المثال، في تقريره عن مستقبل حوكمة الشركات بعنوان "استعادة الثقة"، أشار المراقب المكلف من قبل المحكمة (Richard Breeden) عن شركة (WorldCom) عام 2003، إلى أن إحدى مشاكل شركة (WorldCom) وشركات أخرى تتعلق بسياسات التوزيعات. وذكر التقرير أن: "التوزيعات تعتبر طريقة أخرى لتقدير واقع الأرباح المقررة. إن القدرة على دفع توزيعات يعتمد على إتاحة النقدية، وأن الفروق الجوهرية بين مستويات الأرباح المقررة والنقدية المتاحة للتوزيعات يمكن في آخر الأمر أن تكون إشارة حمراء لمشاكل محتملة" (Breeden, 2003: 127). ويقترح (Breeden, 2003: 126) أن تدفع الشركة 25% من أرباحها كتوزيعات في ظل

منطق يستند إلى أن ذلك سيجعل من الصعوبة على الشركة أن تمارس مناورات محاسبية. وهناك مثال آخر يوجد في شهادة (James Glassman)، زميل في معهد المشروع الأمريكي (American Enterprise Institute)، عندما تم سؤاله "كيف يمكن حماية المستثمرين ضد وجود أنرون أخرى؟"، وقد اقترح إيقاف الضريبة المضاعفة على التوزيعات، وبذلك يمكن للشركات أن تزيد من توزيعاتها. وقد طالب بأن التوزيعات تعتبر أكثر الأدلة شفافية للأرباح، وأن تشجيع مدفوعات التوزيعات يمكن أن يكون أفضل خطوة تشريعية يمكن أن تتخذ لحماية حملة الأسهم (3: Glassman, 2005).

ويشير (Brav et al., 2005) إلى أن ما يقرب من 90% من دافعي التوزيعات لديهم رغبة قوية لتجنب التخفيضات في التوزيعات ولتمهيد تدفقات التوزيعات من عام لآخر، وقد أظهر (Brav et al., 2005) أن دافعي التوزيعات يحاولون تمهيد تدفقات التوزيعات السنوية والمحافظة على الاتساق مع مستويات ونسب التوزيعات الماضية، فضلاً عما يبدو نتيجة لتقييد الإشراف الإداري، لذلك فإن التوزيعات المرتفعة ربما تنوب عن آلية التخفيف من حدة التعارض الناتج عن الحرية المتاحة للإدارة (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Lang and Litzenberger, 1989). لذلك، يقترح (Louis and Robinson, 2005) أن المديرين الانتهازيين من المحتمل أن يستخدموا الاستحقاقات لتدعيم المعلومات في أحداث الشركة مثل التوزيعات، فعندما يستخدم المديرون التوزيعات لإيصال معلومات فيما يتعلق بالربحية المستقبلية المحسنة، فإنهم يزيدون الاستحقاقات لإيصال تلك المعلومات إلى السوق. بناء على ذلك، فإن الاستحقاقات يجب أن تكون موجبة ويجب أن ترتبط موجباً بالربحية المستقبلية للشركة.

ويتوقع الباحث أن تكون التوزيعات المدفوعة مؤشراً على جودة أرباح أفضل لسببين رئيسيين. أولاً: أنه من المكلف للمديرين أن يدعموا التوزيعات النقدية عن الأرباح التي لا تعكس ما وراء أداء الشركة، حيث تكون التدفقات النقدية مطلوبة لدفع التوزيعات النقدية. وتتسق تلك الأرجحية مع المطالبات من قبل بعض صناعات القرار السياسي، والمستثمرين، والأكاديميين الذين يقترحون أن التوزيعات تعتبر إحدى طرق تقييم جودة الأرباح بسبب أن التوزيعات يجب أن تكون مدعومة بتدفقات نقدية فعلية، وتقترح حججهم أن الشركات التي تدفع توزيعات من المحتمل أكثر أن تقرر عن أرباح والتي تعتبر مرتبطة بعدم التأكد المخفض على مدار تحقق التدفقات النقدية المتوقعة وأنها أقل انتهاكاً بواسطة التلاعب الانتهازي الإداري (Breeden, 2003; Malkiel, 2003;) (20). (Glassman, 2005; Tong and Miao, 2011) واتساقاً مع العمل الكلاسيكي لـ (Lintner,)

(20) وجد (Daniel et al., 2008) أن الشركات التي تقوم بدفع توزيعات تتجه نحو إدارة الأرباح لأعلى وذلك في حالة عدم بلوغ مستويات التوزيعات المتوقعة من ناحية وإمكانية وجود انتهاكات لعقود المديونية. برغم ذلك، فإن

(1956)، فإن المديرين لا يرغبون في زيادة التوزيعات إلا إذا كانوا يعتقدون أن التوزيعات يمكن دعمها عند المستوى الجديد. بناء على ذلك، فإنه بالالتزام بدفع توزيعات، فإن ذلك يمكن أن يساعد المديرين على إقناع المستثمرين بجودة أرقام الأرباح التي يقررون عنها (Skinner and Soltes, 2011). ثانياً: أن نظرية الوكالة الحالية تتيح دوراً للتوزيعات في التخفيف من حدة تكاليف تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين (انظر على سبيل المثال: Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Myers, 2000; Tong and Miao, 2011). على سبيل المثال، يرجح (Easterbrook, 1984) أن التوزيعات تلعب دوراً في التخفيف من حدة تكاليف الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم من خلال تسهيل مراقبة أسواق المال للتصرفات الإدارية والأداء الإداري. وتزيد التوزيعات من احتمال قيام المديرين بزيادة التمويل الخارجي الذي يؤدي بدوره إلى مراقبة محكمة للمديرين من قبل بنوك الاستثمار، أسواق المال، وموفري رأس المال.⁽²¹⁾ كذلك، وفقاً لـ (Rozeff, 1982)، تعد سياسة التوزيعات دالة في العديد من المتغيرات متضمنة مشاكل الوكالة، وأنه في ظل غياب آليات المراقبة الأخرى، فإن حملة الأسهم لا يتوافر لديهم وسائل أخرى يمكن من خلالها تقييم سياسة استثمار الإدارة.

ونظراً لأن أحد الأهداف الأساسية للبحث الحالي يتمثل في اختبار ما إذا كانت التوزيعات توفر معلومات عن جودة الأرباح المقررة، فإن ذلك التساؤل يبدو مهماً خاصة في السنوات الأخيرة، والتي يوجد خلالها تزايد جوهري في الخسائر المقررة، تزايد تشتت الأرباح المقررة على المستوى القطاعي، وتزايد الأسئلة عن جودة الأرباح المقررة.

بعد تعرض الباحث في هذا القسم لأهم النظريات التي طورت لتفسير سياسة التوزيعات النقدية والتي تشكل أساساً للدراسات التحليلية عن العلاقات بين حوكمة الشركات، جودة الأرباح، وسياسة التوزيعات النقدية، يقوم الباحث في القسم القادم (الثاني) بعرض للدراسات السابقة على المستوى الاختباري عن العلاقات بين متغيرات البحث.

تلك النتيجة من الممكن أن تكون ظاهرة في الأجل القصير وأن الدوافع لإدارة الأرباح بشكل انتهازي من المحتمل أن توجد فقط في بعض الشركات التي تقوم بدفع توزيعات عندما ترتفع تكلفة انتهاكات عقود المديونية.
(21) اتساقاً مع دور التمويل الخارجي في تسهيل مراقبة المديرين، تؤكد العديد من الدراسات السابقة (مثل: Hansen and Torregrosa, 1992; Jain and Kini, 1999) على أهمية ومنافع المراقبة بواسطة هيئات الاستثمار والمحليين الماليين خلال إصدارات حقوق الملكية.

القسم الثاني

الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

يهدف هذا القسم إلى دعم الدراسات التحليلية في القسم السابق بدراسات اختبارية عن العلاقات بين متغيرات البحث بما يسهم في تطوير فروضه والإجابة عن أسئلته، ويتم تصنيف الدراسات السابقة بما يتوافق مع القسم السابق إلى دراسات عن العلاقة المباشرة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية، ودراسات عن الأثر الوسيط لجودة الأرباح على تلك العلاقة، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: الدراسات السابقة عن العلاقة المباشرة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية:

هناك العديد من الدراسات الاختبارية التي تعرضت للعلاقة المباشرة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية، ويمكن تصنيف تلك الدراسات إلى دراسات تناولت العلاقة بين مؤشرات لجودة تطبيق حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية، ومن ثم توفير تحليل أكثر شمولاً لجودة حوكمة الشركات في علاقتها بسياسة التوزيعات النقدية، بينما تناولت دراسات أخرى العلاقة بين آليات محددة لحوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية. وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتائج مختلطة، حيث دعمت دراسات فرض الناتج، بينما دعمت دراسات أخرى الفرض البديل للعلاقة بين الحوكمة والتوزيعات النقدية، ولم تتوصل دراسات أخرى إلى وجود علاقة من هذا النوع.

في إطار الوكالة، تم اختبار الارتباط المباشر بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات بشكل مكثف ولكن نتج عن ذلك أدلة مختلطة. على سبيل المثال، وجد العديد من الدراسات السابقة أن الشركات ذات هياكل حوكمة قوية ترتبط بتوزيعات نقدية أكبر (مثل: La Porta et al., 2000; Farinha, 2003; Brown and Caylor, 2004; Mitton, 2004; Michaely and Roberts, 2006; Renneboog and Szilagyi, 2006; Bartram et al., 2008; Kowalewski et al., 2008; Jiraporn et al., 2011). وتعد دراسة (La Porta et al., 2000) إحدى الدراسات الأكثر شمولاً والتي نالت اهتماماً كبيراً، فباستخدام عينة من الشركات من 33 دولة توصلوا إلى أن الشركات في الدول ذات القانون العام (Common law countries)، حيث تكون هناك حماية أفضل للمستثمرين، تقوم بتوزيعات نقدية أكثر عن الشركات في الدول ذات القانون المدني (Civil law countries)، ويدعم دليلهم نموذج الناتج للتوزيعات. كذلك، يؤكد (Bartram et al., 2008) ما توصلت إليه دراسة (La Porta et al., 2000)، وأن التوزيعات تعتبر أعلى في الدول ذات حماية أفضل للمستثمرين.

بالإضافة إلى أثر النظم القانونية على مستوى الدولة، فإن آليات الحوكمة على مستوى الشركة يمكن أن تؤثر على التوزيعات النقدية للشركة أيضاً، ويدعم ذلك دراسة (Mitton, 2004)، وذلك على عينة من 365 شركة في 19 دولة، بأن الشركات في ظل حوكمة أفضل تدفع توزيعات أكثر، مقترحة أن حوكمة شركات أقوى تحد من مشاكل الوكالة وتوفر حماية أفضل للمستثمرين الخارجيين، وقد توصل (Brown and Caylor, 2004) إلى نتائج مماثلة في الولايات المتحدة الأمريكية. كذلك، توصل (Farinha, 2003) إلى وجود علاقة موجبة بين توافق الشركات مع إرشادات الحوكمة وفقاً لتقرير (Cadbury) لأفضل الممارسات ومدفوعات التوزيعات في المملكة المتحدة. وقد اختبرت (Sawicki, 2009) تأثير جودة حوكمة الشركات على سياسة التوزيعات في دول جنوب شرق آسيا، وقد وجدت أن الشركات ذات حوكمة ضعيفة تدفع توزيعات أكثر وذلك قبل الأزمة المالية التي حدثت خلال الفترة 1997-1998، ولكن تلك الممارسة تغيرت بعد الأزمة المالية، وذلك بوجود علاقة موجبة بين جودة الحوكمة والتوزيعات النقدية، ويرجع ذلك إلى الإصلاحات التي تمت على هياكل حوكمة الشركات بعد الأزمة المالية.

وقد اختبر (Kowalewski et al., 2008) العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات، مقاسة من خلال مؤشر لشفافية الإفصاح، والتوزيعات النقدية في بولندا، وذلك على عينة مكونة من 110 شركة غير مالية مسجلة في سوق وارسو للأوراق المالية خلال الفترة من عام 1998 إلى عام 2004، وقد وجدوا دليلاً على أن زيادة مؤشر شفافية الإفصاح أو مكوناته الفرعية يؤدي إلى زيادة في نسبة التوزيعات إلى التدفقات النقدية، وتدعم تلك النتيجة فرض نموذج وكالة الناتج للتوزيعات بأن الشركات في ظل حقوق ضعيفة لحملة الأسهم تدفع توزيعات أقل بشكل كبير مما تقوم به الشركات في ظل معايير حوكمة شركات قوية. وفي دراسة حديثة على عينة مكونة من 9,893 مشاهدة لعينة من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من عام 2001 إلى عام 2004، توصل (Jiraporn et al., 2011) إلى أن الشركات في ظل ارتفاع جودة الحوكمة يكون لديها نزعة أكبر لدفع توزيعات، وتتسق تلك النتيجة مع فكرة أن حملة الأسهم في الشركة في ظل حوكمة أفضل يكون لديهم قدرة أكبر على دفع المديرين للتخلي عن النقدية من خلال التوزيعات.

على النقيض مما سبق، توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سالبة بين حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية مدعمة بذلك لفرض النموذج البديل (مثل: John, 2006; Jiraporn and Ning, 2006; and Knyazeva, 2006; Nielsen, 2006; Officer, 2007; Jo and Pan, 2009)، فقد توصل (Nielsen, 2006; Officer, 2007; Jo and Pan, 2009) إلى وجود علاقة عكسية بين

مدفوعات التوزيعات وقوة حقوق المساهمين باستخدام مؤشر (GINDEX) للحوكمة المطور من قبل (Gompers et al., 2003). اتساقاً مع نتائج تلك الدراسة، استخدم (John and Knyazeva, 2006) هيكل مجلس الإدارة، الملكيات المؤسسية الكبيرة، ومؤشر (GINDEX) لـ (Gompers et al., 2003) لحوكمة الشركات كمقياس للحوكمة الخارجية، وقد وجدوا أن هناك تأثيراً بديلاً بين جودة الحوكمة ومدفوعات التوزيعات، بمعنى وجود علاقة سالبة بين مؤشر الحوكمة والتوزيعات، وقد توصلت دراسة (Setiawan and Phua, 2013) كذلك إلى نتيجة مماثلة وذلك على عينة مكونة من 248 مشاهدة لشركات إندونيسية مسجلة على مدار 3 سنوات 2004-2006.

وعلى عينة مكونة من 9,270 مشاهدة لعينة من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من عام 1993 إلى عام 2003، توصلت دراسة (Knyazeva, 2007) إلى أن المديرين في ظل حوكمة ضعيفة يقومون بإجراء تخفيضات أقل في التوزيعات النقدية ويميلون أكثر نحو تمهيد التوزيعات (Dividend Smoothing)، وأنهم من المحتمل أكثر أن يزيدوا التوزيعات من خلال زيادات صغيرة منتظمة، بمعنى أن الحوكمة الضعيفة تتطوى على تأثير موجب على التغيرات في التوزيعات، بصفة خاصة بالاستجابة إلى الزيادات الكبيرة في التدفق النقدي، ويعنى ذلك أن جودة الحوكمة لها تأثير سالب على وجود ومستوى التوزيعات، حيث إن الشركات في ظل آليات حوكمة شركات خارجية وداخلية ضعيفة من المحتمل أكثر أن تقوم بدفع توزيعات أكبر، وأن العلاقة بين الحوكمة والتوزيعات تكون أقوى في الشركات ذات تدفقات نقدية مرتفعة وفرص نمو منخفضة.

ويؤكد (Jiraporn and Ning, 2006) أيضاً على وجود علاقة سالبة بين قوة حقوق حملة الأسهم وسياسة التوزيعات في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي دراستهما التي تستهدف استكشاف دور تكاليف الوكالة كمحدد لسياسة التوزيعات، اختبر الباحثان كيفية ارتباط التوزيعات بقوة حقوق المساهمين، وذلك على عينة مكونة من 3,732 مشاهدة لشركات أمريكية على مدار خمسة أعوام (1993، 1995، 1998، 2000، 2002)، وقد توصل الباحثان إلى أن هناك علاقة عكسية بين مدفوعات التوزيعات وقوة حقوق المساهمين، بمعنى أن الشركات تدفع توزيعات أكبر عندما تكون حقوق المساهمين مسلوحة أكثر، ويتسق ذلك مع الفرض البديل لـ (La Porta et al., 2000)، والذي يستند إلى أن الشركات في ظل حقوق أضعف للمساهمين تحتاج إلى بناء سمعة من خلال عدم الاستيلاء على حقوق حملة المساهمين. كنتيجة لذلك، فإن تلك الشركات تدفع توزيعات أكبر بصفة عامة عما تقوم بدفعه الشركات في ظل وجود حقوق قوية للمساهمين، بمعنى آخر أن التوزيعات تحل محل قوة حقوق المساهمين.

وفى سعيهم نحو فهم كيفية ارتباط سياسة التوزيعات بهيكل الملكية والرقابة فى هونج كونج، حيث يوجد انتشار كبير للشركات المسيطر عليها عائلياً، توصل (How et al., 2008) باستخدام بيانات عن عينة مكونة من 324 شركة مسجلة فى بورصة هونج كونج عام 2005، إلى أن الشركات تميل نحو دفع توزيعات وأن المبلغ المدفوع ينخفض مع تباين حقوق التدفق النقدي للمساهمين عن حقوق الرقابة،⁽²²⁾ وتوفر الدراسة دعماً اختبارياً لفرض الاستيلاء. وقد دعم الترحيح السابق من قبل (John and Knyazeva, 2006) الذين توصلوا إلى أن مدفوعات التوزيعات تنخفض فى الشركات ذات حوكمة جيدة، حيث يبدو أن تلك الشركات لديها تعارضات وكالة أقل، وقد وجد الباحثان كذلك أنه فى الشركات التى تواجه تكاليف وكالة مرتفعة، تلعب حوكمة الشركات دوراً حيوياً أكثر عن التوزيعات، وتفتتح تلك النتائج علاقة سالبة بين دفع التوزيعات وآليات حوكمة الشركات (الداخلية والخارجية).

وتتسق النتائج السابقة مع فرض النموذج البديل والذى يتنبأ بأن الشركات تدفع توزيعات لتخفيض تكاليف الوكالة وكبديل لحوكمة شركات جيدة، وعلى الرغم من أن هذه النتائج تدعم دور ناتج التوزيعات، إلا أنه يمكن ترجيح أن بنية ممارسات حوكمة الشركات تفى بحماية المستثمرين ضد خطر التجريد من الحقوق، ومن ثم تخفيض الحاجة إلى دفع توزيعات. وبذلك يمكن لآليات حوكمة الشركات أن تحل محل مدفوعات التوزيعات، وأن الشركات سوف تضع مستوى لمدفوعات التوزيعات يعتمد على بنية رؤية ممارسات الحوكمة وكيفيةها، بمعنى أن بنية حوكمة شركات قوية (ضعيفة) يمكن أن تودى إلى مدفوعات توزيعات منخفضة (مرتفعة).

أخيراً توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة بين حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية. على سبيل المثال، بهدف استكشاف العلاقة بين حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية فى صناعة التأمين، وذلك على بيانات لعدد 55 شركة فى صناعة التأمين لمشاهدات تغطى 5 سنوات 2002-2006 فى الولايات المتحدة الأمريكية، واتساقاً مع وجهة نظر الوكالة للتوزيعات فى توظيفها لتخفيض الحاجة إلى مراقبة للشركة، فقد وجد (Jr et al., 2009) أنه لا توجد علاقة بين حوكمة

(22) لإيضاح الفرق بين حقوق الرقابة وحقوق التدفق النقدي، وفقاً لـ (Faccio et al., 2001: 56) على سبيل المثال، يمكن لمستثمر ما أن يكتسب حقوقاً رقابية فى شركة (Z) مثلاً أكبر من حقوق ملكيته فيها من خلال التهريم (Pyramiding)، بمعنى السيطرة على الشركة (Z) بشكل غير مباشر من خلال ملكيته فى شركات أخرى. على سبيل المثال، إذا كان المستثمر يمتلك 50% من أسهم الشركة (X) والتي تمتلك 40% من أسهم الشركة (Y) والتي تمتلك 30% من أسهم الشركة (Z)، من خلال سلسلة الملكية تلك يكون له حقوق ملكية تعادل 6% فى الشركة (Z) $[6\% = 30\% \times 40\% \times 50\%]$ ، ولكن 30% من حقوق الرقابة فيها (الأقل من: 30%، 40%، 50%).

شركات جيدة وسياسة توزيع الأرباح فى صناعة منتظمة مثل التأمين، بمعنى أن شركات التأمين ليست فى حاجة إلى مراقبة خارجية مدفوعة بواسطة توزيعات نقدية مرتفعة.

ونظراً لأن هذا البحث يهدف إلى دراسة العلاقة بين آليات محددة لحوكمة الشركات والتوزيعات النقدية، يقوم الباحث بالتعرض للدراسات ذات العلاقة فى الجزء القادم مصنفة إلى آليات خاصة بهيكل الملكية وأخرى خاصة بتكوين مجلس الإدارة.

هيكل الملكية:

1- الملكية الإدارية:

هناك دراسات عديدة تمت بهدف التحقق من العلاقة بين الملكية الإدارية وسياسة التوزيعات، وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتائج مختلطة ما بين وجود علاقة سالبة، موجبة، أو علاقة غير خطية. وقد توصل عدد من الدراسات السابقة إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية ومدفوعات التوزيعات (مثل: Rozeff, 1982; Crutchley and Hansen, 1989; Lambert et al., 1989; Jensen, et al., 1992; Eckbo and Verma, 1994; and Hu and Kumar, 2004)، حيث وجد كل من (Rozeff, 1982; Hu and Kumar, 2004) أن هناك علاقة سالبة بين سياسة التوزيعات وحصة المديرين فى حقوق الملكية، كذلك وجد (Lambert et al., 1989) علاقة سالبة بين التغيرات فى مستوى التدفقات النقدية المدفوعة واستخدام خطط خيارات الأسهم للعمال من قبل المديرين التنفيذيين. بالمثل، وجد (Fenn and Liang, 2001) علاقة سالبة بين مدفوعات التوزيعات النقدية وحافز الأسهم الإدارية. وقد توصل كل من (Moh'd et al., 1995; Chang and Dutta, 2012) إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يترجم إلى نسب أقل لمدفوعات التوزيعات. وباستخدام بيانات من المملكة المتحدة، توصل (Short et al., 2002) إلى نتيجة مشابهة وفسرت بأنها تدعم تفسير التدفقات النقدية الحرة للتوزيعات لـ (Jensen, 1986). كذلك، وجد (Bartram et al., 2008) أن التوزيعات النقدية على علاقة سالبة بمقاييس عديدة لمشاكل الوكالة على مستوى الشركة، متضمنة أن مشاكل الوكالة تقاوم من مخاطر الاستيلاء على الحقوق بواسطة الأطراف الداخلية ومنع حملة الأسهم الأقلية من الحصول على توزيعات من الشركة.

على خلاف توصل النتائج السابقة إلى وجود علاقة سالبة، يرجح (Fenn and Liang, 2001) أن الملكية الإدارية من المحتمل أن تحد من مشاكل الوكالة فى الشركات ذات فرص استثمارية أقل أو لديها زيادة فى التدفق النقدي الحر، بناء على ذلك وجد (Fenn and Liang, 2001) دليلاً يدعم هذا الترشيح. كذلك، وعلى عينة مكونة من 9,270 مشاهدة لشركات أمريكية خلال الفترة 1993-

2003، توصل (John and Knyazeva, 2006) إلى أن ملكية المدير التنفيذي الأول على علاقة موجبة وذات دلالة بدفع التوزيعات، بمعنى أن ارتفاع ملكية المدير التنفيذي الأول فى الشركات تنطوى على منفعة مالية أقوى فى ظل دفع توزيعات لحملة الأسهم.

وقد توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية ومدفوعات التوزيعات، حيث اعتمد (Farinha, 2003) على فرض التحصين الإدارى لتفسير سلوك التوزيعات بين الشركات وذلك على عينة من 693 شركة عام 1991، 609 شركة عام 1996 مسجلة فى سوق لندن للأوراق المالية، حيث وجد علاقة غير خطية وذات دلالة فى شكل (U) بين مدفوعات التوزيعات والملكية الداخلية فى المملكة المتحدة. وتقترح نتائج تلك الدراسة أنه بعد مستوى جوهري للتحصين مقدر عند 30%، يتغير معامل الملكية الداخلية من سالب إلى موجب، كذلك تقترح تلك الدراسة أن الشركات ذات آليات حوكمة داخلية قوية أيضاً تستخدم التوزيعات النقدية بكثافة أكثر، وأن حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات يمكن رؤيتهما أفضل كآليات مراقبة متكاملة بدلاً من كونهما آليات رقابة بديلة. ارتباطاً بالدراسة السابقة لـ (Farinha, 2003)، وبناء على أدبيات التحصين الإداري، طور (Hu and Kumar, 2004) نموذجاً لسياسة التوزيعات يوجد تكاملاً لتأثير آليات الحوكمة الداخلية، فرص الاستثمار، مكافأة الإدارة، والدور الرقابي بواسطة حملة الأسهم الكبار. وقد اختبر الباحثان نموذجهما على عينة من 2,081 شركة خلال الفترة من عام 1992 إلى عام 2000 فى الولايات المتحدة الأمريكية، وقد وجد أن كل من أرجحية ومستوى التوزيعات على علاقة دالة وموجبة (سالبة) بعوامل تزيد (تخفض) من مستويات تحصين المديرين التنفيذيين، حتى فى ظل رقابة الحجم، الرفع المالى، ونسبة الأصول الملموسة إلى إجمالى الأصول. وبالمثل وباستخدام عينة من 235 شركة أمريكية، توصل (Schooley and Barney, 1994) إلى وجود علاقة فى شكل (U) بين ملكية المدير التنفيذي الأول والتوزيعات النقدية. وفى دراسة حديثة، تعرض (Huang et al., 2012) لجانب مهم لحوكمة الشركات وهو العلاقة بين حقوق التدفق النقدي وسياسة دفع التوزيعات، وذلك على عينة مكونة من 2,781 مشاهدة لشركات عائلية غير مالية مسجلة خلال الفترة 1996-2008 فى تايوان، وتظهر النتائج الاختبارية للدراسة أنه بوجود مستوى منخفض لحقوق التدفق النقدي للعائلات المسيطرة، فإن التهديد بفقد السيطرة فى أي وقت يجعل العائلات المسيطرة تطالب بتوزيعات أكبر، وينجم عن ذلك علاقة موجبة بين دفع التوزيعات وحقوق التدفق النقدي للعائلات المسيطرة عند هذا المستوى، بينما عند مستوى متوسط لحقوق التدفق النقدي للعائلات المسيطرة، يصبح أثر التحصين سائداً أكثر مؤدياً إلى خلق علاقة سالبة بدفع التوزيعات. أخيراً، عند مستوى مرتفع جداً لحقوق التدفق النقدي للعائلات المسيطرة، فإن تزايد

المخاطر الخاصة بالشركة يساعد مرة ثانية على خلق علاقة موجبة. بذلك، يمكن القول أن هناك علاقة غير منتظمة بين حقوق التدفق النقدي للعائلة المسيطرة ودفع التوزيعات.

برغم ذلك، اختبر (Jo and Pan, 2009) عدم ملاءمة فرض التحصين لعدد 2,116 شركة (14,465 مشاهدة) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2003، وقد توصل الباحثان إلى أن الشركات في ظل مديريين متحصنين تقوم بدفع توزيعات أكبر، حيث تظهر النتائج علاقة غير منطقية بين الميل نحو دفع التوزيعات والتحصين الإداري. ويمكن تفسير ذلك بأنه بسبب أن التوزيعات تتسم بخاصية اللزوجة، أي يصعب التخلص منها، فإنه بمجرد أن تبدأ الشركة في دفع التوزيعات، فإن المديرين يعارضون بشدة خفض أو إلغاء التوزيعات (Lintner, 1956; Allen and Michaely, 2003; Brav et al., 2005)، مما يجعل فرض التحصين الإداري غير ملائم. وعلى الرغم من أن الدراسة توصلت إلى أن التغييرات في التحصين الإداري ترتبط جوهرياً بالتغييرات في توزيعات الشركات، إلا أن ذلك يعد دليلاً على عدم دعم هذا الفرض. وفي ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة بين الملكية الإدارية والتوزيعات النقدية غير محددة الاتجاه، وبذلك يمكن صياغة الفرض الأول على النحو الآتي:

فرض 1: توجد علاقة بين الملكية الإدارية والتوزيعات النقدية.

2- الملكية الحكومية:

وجد (Gugler, 2003)، وذلك على عينة مكونة من 214 شركة نمساوية خلال الفترة 1991-1999، أن الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة تظهر توزيعات أكبر عن الشركات المسيطر عليها عائلياً، وأن الشركات المسيطر عليها من قبل الحكومة تندمج أكثر في ممارسات لتمهيد الأرباح، بينما لا تقوم الشركات العائلية بذلك. كذلك، على عينة من 3,994 مشاهدة لشركات صينية مسجلة خلال الفترة 1995-2001، توصل (Wei et al., 2003) إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الحكومية والتوزيعات النقدية. وتتفق نتائج دراسة (He et al., 2009) مع دراسة (Wei et al., 2003) والتي تمت أيضاً على عينة من الشركات الصينية المسجلة (5,153 مشاهدة) خلال الفترة 2003-2007، كذلك توصل (Lin et al., 2010)، على عينة من الشركات الصينية التي تم خصصتها خلال الفترة 1994-2004، إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الحكومية والتوزيعات النقدية. اتساقاً مع النتائج السابقة وفي دراسات حديثة، توصل كل من (Lam et al., 2011; Litai et al., 2011) إلى وجود علاقة موجبة بين ملكية الدولة كأكثر حاملي الأسهم وميل الشركات نحو دفع توزيعات نقدية. وفي دراسة حديثة أخرى بهدف مقارنة سلوك التوزيعات بين الشركات

المسيطر عليها عائلياً مقابل الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة، وذلك على عينة من 312 شركة صينية مسجلة في سوق هونج كونج للأوراق المالية (HKSE) عام 2007، توصل (He et al., 2012) إلى أن الشركات المسيطر عليها من قبل الدولة تقوم بدفع توزيعات أكبر عن الشركات المسيطر عليها عائلياً.

وفي ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود تأثير موجب للملكية الحكومية على التوزيعات النقدية، وبذلك يمكن صياغة الفرض الثاني على النحو الآتي:

فرض 2: توجد علاقة موجبة بين الملكية الحكومية والتوزيعات النقدية.

3- الملكية المؤسسية:

تعد العلاقة بين الملكية المؤسسية والتوزيعات النقدية محل اهتمام العديد من الدراسات الاختبارية، فقد وجد (Moh'd et al., 1995) أن الملكيات المؤسسية ترتبط بتوزيعات أكبر، وباستخدام بيانات من المملكة المتحدة، توصل (Short et al., 2002) إلى نتيجة مشابهة وفسرت بأنها تدعم تفسير التدفقات النقدية الحرة للتوزيعات لـ (Jensen, 1986). وقد اختبر (Short et al., 2002) العلاقة بين سياسة التوزيعات والملكية المؤسسية، وقد وجدوا علاقة موجبة بين ملكية الجهات المؤسسية والتوزيعات، واتساقاً مع تلك الدراسة، توصل (Amidu and Abor, 2006) إلى علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية وسياسة دفع التوزيعات في الشركات المسجلة بسوق غانا للأوراق المالية. وعلى عينة من 50 شركة تعد الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة 2003-2005، اختبرت دراسة (Abdelsalam et al., 2008) العلاقة بين هيكل الملكية ومجلس الإدارة من ناحية، وقرار ونسبة التوزيعات من ناحية أخرى، وقد وجدوا علاقة موجبة ذات دلالة بين الملكية المؤسسية (غير الحكومية) وكل من أداء الشركة وقرار ونسبة التوزيعات. وفي ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة واتساقاً معها، يتوقع الباحث وجود تأثير موجب للملكية المؤسسية على التوزيعات النقدية، وبذلك يمكن صياغة الفرض الثالث على النحو الآتي:

فرض 3: توجد علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية والتوزيعات النقدية.

هيكل مجلس الإدارة:

اختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين مؤشرات لجودة حوكمة مجلس الإدارة وسياسة التوزيعات النقدية، ومن خلال استخدام عينة من 714 شركة مسجلة بسوق تورنتو للأوراق المالية بكندا على مدار الفترة من عام 2002 حتى عام 2005، توصل (Adjaoud and Ben-Amar,)

(2010) إلى أن الشركات في ظل حوكمة قوية تقوم بمدفوعات توزيعات أكبر، حيث توصل الباحثان إلى أنه من بين أربعة مكونات لمؤشر حوكمة الشركات وجدت علاقة موجبة بين كل من تكوين مجلس الإدارة، سياسة حقوق المساهمين ونسب التوزيعات. وقد تعرضت دراسات أخرى للعلاقة بين آليات حوكمة المجلس وسياسة التوزيعات النقدية، ويمكن إيجازها في الجزء الآتي.

1- حجم مجلس الإدارة:

هناك عدد محدود من الدراسات اختبر العلاقة بين دفع التوزيعات وحجم مجلس الإدارة. وعلى الرغم من أن الأدلة من الدراسات المقارنة على مستوى الدول بصفة عامة تدعم نموذج الناتج في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن دراسات حديثة وجدت دليلاً مؤيداً للنموذج البديل في سوق الولايات المتحدة الأمريكية، فقد وجد (Officer, 2007) أن التوزيعات النقدية تكون أكبر في الشركات ذات المجالس الكبيرة، مقترحاً أن الشركات في ظل حوكمة ضعيفة يبدو أنها تقوم بتوزيعات أكبر. وباستخدام عينة مكونة من 23 شركة مقيدة في سوق غانا للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2007، توصلت دراسة (Bokpin, 2011) إلى أن حجم المجلس، من بين متغيرات حوكمة الشركات، على علاقة موجبة وذات دلالة بمدفوعات التوزيعات. وباستخدام عينة من 1,056 شركة مسجلة في بورصتي (Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges) خلال الفترة 2001-2007، توصل (Litai et al., 2011) إلى وجود علاقة موجبة بين حجم مجلس الإدارة وميل الشركات نحو دفع توزيعات نقدية، وبالمثل توصلت دراسة (Chang and Dutta, 2012) إلى نفس النتيجة. واتساقاً مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة موجبة بين حجم المجلس والتوزيعات النقدية، وبذلك يمكن صياغة الفرض الرابع على النحو الآتي:

فرض 4: توجد علاقة موجبة بين حجم مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية.

2- استقلالية مجلس الإدارة:

هناك العديد من الدراسات السابقة (مثل: Schellenger et al., 1989; Bathala and Rao, 1995; Cotter and Silvester, 2003; Belden et al., 2005; Borokhovich et al., 2005; Al-Najjar and Hussainey, 2009; Bokpin, 2011) التي اختبرت العلاقة بين دفع التوزيعات والمديرين الخارجيين (استقلال مجلس الإدارة)، وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتائج مختلطة. ففي دراستهما لمحددات تكوين مجلس الإدارة في إطار نظرية الوكالة، اختبر (Bathala and Rao, 1995) المدى الذي يمثل تكوين المجلس بديلاً لآليات الوكالة البديلة (مثل الديون)، سياسة التوزيعات، والملكية الداخلية، وباستخدام عينة مكونة من 261 شركة أمريكية في عام

1986، فقد وجدنا علاقة سالبة بين نسبة المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة وسياسة التوزيعات. بالمثل، اختبر (Borokhovich et al., 2005) العلاقة بين استقلال مجلس الإدارة ودفع التوزيعات وذلك على عينة من 192 مشاهدة لشركات أمريكية خلال الفترة 1992-1999، وتعد نتائجهم مشابهة لما توصلت إليه دراسة (Bathala and Rao, 1995). وعلى عينة مكونة من 400 شركة غير مالية مسجلة في سوق لندن للأوراق المالية بالمملكة المتحدة خلال الفترة 1991-2002، توصل (Al-Najjar and Hussainey, 2009) إلى أن سداد التوزيعات يرتبط سلبياً بعدد المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة، وتقتصر النتائج أن الشركات تدفع توزيعات أقل في ظل ارتفاع عدد المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة، وتتسق تلك النتيجة مع فرض النموذج البديل. وقد توصلت دراسة (Setia-Atmaja, 2009)، وذلك على عينة من 1,530 مشاهدة لشركات استرالية خلال الفترة 2000-2005، إلى أن استقلال مجلس الإدارة يعزز من قيمة الشركة وأن ذلك التأثير على الأداء من خلال استقلال مجلس الإدارة يكون أقوى في الشركات ذات ملكية مغلقة و/أو التي لديها توزيعات نقدية منخفضة. وبالمثل في دراسة حديثة، توصلت دراسة (Chang and Dutta, 2012) إلى دليل يدعم وجود علاقة سالبة.

على الرغم من دعم معظم الدراسات السابقة لوجود علاقة سالبة، إلا أن دراسة (Schellenger et al., 1989) وجدت أن نسبة المديرين المستقلين في المجلس ترتبط موجباً بالتوزيعات النقدية، وتقتصر الدراسة أن تزايد نسبة المديرين المستقلين يساعد مجلس الإدارة على أن يسهم استراتيجياً بفعالية أكثر بسبب أن المديرين المستقلين يمكنهم المساهمة في قرارات الشركة بل والقدرة على التأثير على القرارات، حيث إن ارتفاع نسبة المديرين المستقلين يعزز من كفاءة مراقبة مجلس الإدارة لمنع حملة الأسهم المسيطرين من سوء حق استخدام الرقابة وزيادة شفافية المجلس. كذلك، توصلت دراسة (Belden et al., 2005) إلى وجود علاقة موجبة بين عدد المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة ودفع التوزيعات، وذلك على عينة من 524 شركة أمريكية خلال الفترة 1998-2000.

أخيراً، توجد دراسات أخرى لم تتوصل إلى وجود علاقة بين المديرين المستقلين في مجلس الإدارة ودفع التوزيعات، مثل دراسة (Cotter and Silvester, 2003) والتي اختبرت تلك العلاقة على عينة من 109 شركة استرالية في عام 1997. بالمثل، لم تتوصل دراسة كل من (Bokpin, 2011; Litai et al., 2011) إلى وجود علاقة بين استقلال المجلس ودفع توزيعات نقدية.

واتساقاً مع ما توصلت إليه معظم الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية، وبذلك يمكن صياغة الفرض الخامس على النحو الآتي:

فرض 5: توجد علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية.

3- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول:

وجد كل من (Officer, 2007; Chang and Dutta, 2012) أن التوزيعات النقدية تكون أكبر في الشركات التي يشغل فيها المدير التنفيذي الأول منصب رئيس مجلس الإدارة، أي في ظل ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وتفتتح تلك النتيجة أن الشركات في ظل حوكمة ضعيفة تقوم بدفع توزيعات أكبر. واتساقاً مع ذلك، توصلت دراسة كل من (Hu and Kumar, 2004; Jo and Pan, 2009) إلى أن هناك علاقة موجبة بين أرجحية دفع التوزيعات ومقاييس لقوة المدير التنفيذي الأول. وقد اختبر (Sulong and Nor, 2008) تأثير التوزيعات وهيكل ملكية مجلس الإدارة على قيمة الشركة، وذلك على عينة من 406 شركة ماليزية مسجلة خلال عامي 2002، 2005، حيث تم اختبار التأثيرات المباشرة والوسيلة لحوكمة الشركات مع التوزيعات وهيكل الملكية، وتظهر النتائج أن ازدواجية دور رئيس مجلس الإدارة تتطوى على تأثير وسيط وجوهري على العلاقة بين التوزيعات وقيمة الشركة مع معامل تأثير موجب أقل. على النقيض من تلك الدراسات، توصلت دراسة (Litai et al., 2011) إلى وجود علاقة سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ودفع توزيعات نقدية. وباستخدام عينة مكونة من 23 شركة مقيدة في سوق غانا للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2007، لم تتوصل دراسة (Bokpin, 2011) إلى وجود علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وأداء التوزيعات.

في ضوء ما توصلت إليه دراسات (Hu and Kumar, 2004; Officer, 2007; Sulong and Pan, 2009; Chang and Dutta, 2012) وتوقع الباحث لسيادة الفرض البديل لعلاقة الازدواجية بالتوزيعات النقدية، يمكن صياغة الفرض السادس على النحو الآتي:

فرض 6: توجد علاقة موجبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والتوزيعات النقدية.

باختصار، تعتبر النتائج المتاحة عن طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات ومدفوعات التوزيعات غير حاسمة. فمن ناحية، تقترح بعض الدراسات دوراً تكاملياً بأن التوزيعات يمكن أن تسمح بتخفيض تكاليف وكالة التدفق النقدي الحر، ومن ثم يمكن أن تحمي المستثمرين من استيلاء الإدارة، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى وجود علاقة موجبة بين حوكمة الشركة وسياسة التوزيعات النقدية. من

ناحية أخرى، تقترح دراسات أخرى دوراً بديلاً للتوزيعات في حماية المستثمرين عندما تندمج الشركات في ممارسات جيدة للحوكمة، في تلك الحالة فإن مدفوعات التوزيعات يجب أن تنخفض في الشركات ذات جودة حوكمة مرتفعة، بمعنى أن دور التوزيعات يصبح ضرورياً عندما تكون حوكمة الشركات ضعيفة، حيث ينطوى ذلك في المقابل على علاقة سالبة بين حوكمة الشركات والتوزيعات.

ثانياً: الدراسات السابقة عن العلاقة غير المباشرة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية:

أ- تأثير حوكمة الشركات على جودة الأرباح:

اعتمدت العديد من الدراسات السابقة على استخدام مؤشر لآليات حوكمة الشركات للوقوف على مقياس شامل لجودة التطبيق، وقد توصلت العديد من تلك الدراسات إلى وجود علاقة موجبة بين جودة حوكمة الشركات وجودة الأرباح (مثل: Shen and Chih, 2007)، بمعنى أن الشركات في ظل تحسن جودة الحوكمة تكون أقل ميلاً نحو إدارة الأرباح. كذلك، تدعم دراسة (Jiang et al., 2008)، والتي تمت على 4,311 مشاهدة لشركات أمريكية على مدار ثلاث سنوات 2002، 2003، 2004، وجود علاقة عكسية دالة بين مؤشر لحوكمة الشركة والقيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، بمعنى أنه في ظل ارتفاع جودة تطبيق الحوكمة تزيد جودة الأرباح. وقد تعرضت دراسات أخرى للعلاقة بين آليات حوكمة الشركات وجودة الأرباح، والتي يمكن تناولها على النحو الآتي.

هيكل الملكية:

1- الملكية الإدارية:

تظهر الدراسات السابقة نتائج مختلطة عن أثر الملكية الإدارية على جودة الأرباح، فقد توصلت دراسات إلى وجود علاقة سالبة (موجبة) بين الملكية الإدارية وإدارة (جودة) الأرباح، حيث توصل (Warfield et al., 1995) إلى وجود علاقة سالبة بين الملكيات الإدارية والقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية، وتتسق تلك النتيجة مع فرض تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، وأن الملكية الإدارية تمثل أداة انضباطية، وتقترح نتائجهم أن ارتفاع الملكية الإدارية يخفض تكلفة وكالة عدم تماثل المعلومات، وبذلك تخفيض إدارة الأرباح. وتتسق دراسات عديدة مع دراسة (Warfield et al., 1995) بأن الملكية الإدارية ترتبط بمستويات أقل لإدارة الأرباح (مثل: Klein, 2009; Banderlipe, 2009; Ali et al., 2008; Ebrahim, 2007). كذلك، توصلت دراسة حديثة لـ (Alves, 2012) إلى أن الملكية الإدارية تحسن من جودة الأرباح السنوية ومن ثم تخفض مستويات إدارة الأرباح، وذلك على عينة من 34 شركة (204 مشاهدة) غير مالية مسجلة في البرتغال خلال الفترة 2002-2007.

برغم النتائج السابقة، توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وإدارة الأرباح، حيث توصلت دراسة (Cheng and Warfield, 2005) إلى أن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يرتبط بمستويات أعلى لإدارة الأرباح. كذلك، في دراستهم عن علاقة هيكل الملكية بإدارة الأرباح في الشركات الأردنية، فقد وجد (Al-Fayoumi et al., 2010) أن الملكية الداخلية تؤثر بشكل موجب وذو دلالة على إدارة الأرباح، وتتسق تلك النتيجة مع فرض التحصين.

وقد توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة غير خطية تأخذ شكل (U) أو شكل عكسي للشكل (U). بداية من الدراسات الاختبارية لكل من (Morck et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990)، والتي تدعم وجود تأثير تقارب موجب وتأثير تحصين سالب.⁽²³⁾ وقد اختبر (Sanchez-Ballesta and Garcia-Meca, 2007) العلاقة بين هيكل الملكية والاستحقاقات الاختيارية والمحتوى المعلوماتي للأرباح، وذلك على عينة من الشركات الإسبانية غير المالية المقيدة في سوق مدريد للأوراق المالية خلال الفترة 1999-2002، وتدعم نتائجها الفرض بأن الملكية الداخلية تسهم في تقييد إدارة الأرباح عندما تكون نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الأطراف الداخلية ليست كبيرة بما يكفي، وعندما تمتلك الأطراف الداخلية نسبة كبيرة من الأسهم برغم ذلك فإنهم يصبحون محصنين وتتحول العلاقة بين الملكية الداخلية والاستحقاقات الاختيارية إلى الاتجاه العكسي. اتساقاً مع دراسة (Sanchez-Ballesta and Garcia-Meca, 2007)، توصل (Teshima and Shuto, 2008) كذلك إلى وجود علاقة غير منتظمة وذات دلالة بين الملكية الإدارية والاستحقاقات الاختيارية، وذلك على عينة من 18,163 مشاهدة لشركات يابانية خلال الفترة 1991-2000.

وتظهر نتائج دراسة (Hutchinson and Leung, 2007)، باستخدام تحليلات نموذج انحدار متعدد لعدد 15,945 مشاهدة لشركات أمريكية في الفترة من 1996 إلى 2001 أي لفترة 6 سنوات قبل إصدار قانون (Sarbanes Oxley)، أن هناك علاقة غير رتيبة ذات دلالة بين ملكية الأسهم من قبل فريق الإدارة العليا والاستحقاقات الاختيارية، حيث إن تزايد الملكية من المستويات الدنيا يخفض من إدارة الأرباح، في حين أن الملكية عند المستويات العليا تزيد من إدارة الأرباح. كذلك، توصلت دراسة (Pergola et al., 2009)، إلى دليل يدعم فرض التحصين، بأن جودة الأرباح مرتبطة سلبياً بملكية الأطراف الداخلية للمجلس في مدى التحصين (من 30% إلى 49%). إلا أن

(23) يقترح فرض تقارب المصالح أن تزايد تركيز الملكية فيما بعد الحد الأدنى يخفض من السلوك الانتهازي من خلال مراقبة الملاك، في حين يقترح تأثير التحصين من ناحية أخرى أن المدير المالك المحصن سوف يواصل تحقيق منافع خاصة على حساب المستثمرين الخارجيين (Ghosh, 2011: 366).

دراسات أخرى توصلت إلى علاقة غير خطية ولكن على النقيض من دراسة (Hutchinson and Leung, 2007). على سبيل المثال، في دراسة لـ (Yang et al., 2008) على عينة من 1,306 شركة (7,213 مشاهدة) خلال الفترة 1997-2004، وجد أن الاستحقاقات الاختيارية تزيد في البداية ثم تنخفض بعد ذلك مع زيادة ملكية المديرين التنفيذيين، على الرغم من أن الدراسة توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة ملكية المديرين الخارجيين في الأسهم المتداولة والاستحقاقات الاختيارية. ونظراً لتوصل الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة، يتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح، وبذلك يمكن صياغة الفرض السابع على النحو الآتي:

فرض 7: توجد علاقة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح.

2- الملكية الحكومية:

توصلت دراسة (Arifin, 2003) على عينة من الشركات المفيدة في أندونيسيا، إلى أن الشركات المملوكة للدولة تتعرض لمشاكل وكالة أقل عن الشركات التي بها انتشار أكبر للملكية أو الشركات بدون حملة أسهم مسيطرين. اتساقاً مع ذلك، تشير نتائج دراسة (Wang and Campbell, 2012)، والتي تمت على بيانات عن 1,329 شركة صينية مسجلة وذلك خلال الفترة من عام 1998 إلى عام 2009، إلى أن ملكية الدولة الكبيرة تخفض بشكل جوهري من إدارة الأرباح. برغم ذلك، توصل (عفيفي، 2013) إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الحكومية والاستحقاقات الاختيارية، وذلك على عينة من 94 شركة مصرية مسجلة خلال عام 2009، ولكن بدراسة أثر تركيز الملكية الحكومية على الاستحقاقات الاختيارية في شركات قطاع الأعمال العام (27 شركة)، وجدت علاقة موجبة وذات دلالة بين تركيز الملكية الحكومية والاستحقاقات الاختيارية. ونظراً لتوصل الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة، يتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين الملكية الحكومية وجودة الأرباح، وبذلك يمكن صياغة الفرض الثامن على النحو الآتي:

فرض 8: توجد علاقة بين الملكية الحكومية وجودة الأرباح.

3- الملكية المؤسسية:

اتساقاً مع وجهة نظر مراقبة الجهات المؤسسية وتقييد السلوك الانتهازي لمديري الشركة نحو تحقيق مصلحتهم الذاتية، وجد (Jiambalvo, 1996) أن هناك علاقة سالبة بين القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية والملكية المؤسسية. بالمثل، تظهر نتائج دراسة (Chung et al., 2002) أن وجود ملكيات مؤسسية كبيرة يكبح المديرين عن إدارة الأرباح نحو تحقيق أهدافهم. كذلك، توصل

(Velury and Jankinz, 2006) إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الأسهم المؤسسية وجودة الأرباح، إلا أن هناك علاقة سالبة بين تركيز الملكية المؤسسية وجودة الأرباح، وتتسق النتيجة الأخيرة مع ما توصلت إليه دراسة (Lee et al., 2007). وقد أظهرت دراسة (Jiang and Anandarajan, 2009) أن وجود حقوق ملكية قوية لحملة الأسهم على علاقة بزيادة جودة الأرباح، وبرغم ذلك عندما تكون أسهم الشركة مملوكة من قبل أطراف مؤسسية في ظل أفق زمنية قصيرة للاستثمار (مؤسسات عابرة)، فإن دور حقوق حملة الأسهم في تقييد إدارة الأرباح بشكل عدواني وانتهازي ينخفض بشكل كبير. وفي البيئة المصرية، توصلت دراسة (عيفى، 2011) إلى وجود علاقة موجبة ولكنها غير دالة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح، وذلك على عينة من 34 شركة مساهمة مصرية مسجلة خلال عام 2008. كذلك، لم تتوصل دراسة (أبو سالم، 2012)، وذلك على عينة من 104 شركة مساهمة مصرية عام 2009، إلى وجود علاقة ذات دلالة. ونظراً لتوصل الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة، يتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح، وبذلك يمكن صياغة الفرض التاسع على النحو الآتي:

فرض 9: توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح.

هيكل مجلس الإدارة:

1- حجم مجلس الإدارة:

توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة عن علاقة حجم المجلس بإدارة الأرباح، حيث توصل عدد من الدراسات (مثل: Del Guercio and Hawkins, 1999; Jiang et al., 2008) إلى أن حجم مجلس الإدارة على علاقة موجبة بإدارة الأرباح، بمعنى أنه كلما كبر حجم المجلس زاد حجم الاستحقاقات الاختيارية وإمكانية إدارة الأرباح. بينما توصلت دراسات أخرى إلى نتيجة معاكسة (مثل: Xie et al., 2003)، بمعنى أن المجلس الكبير يقوم بدور رقابي أكثر فعالية عن المجلس الصغير، وبذلك يرتبط المجلس الكبير باستحقاقات اختيارية أقل، وربما يفسر ذلك بأن حجم المجلس الكبير يتضمن مديرين ذوي خبرة والذين يمكن أن يلعبوا دوراً في الحد من إدارة الأرباح (Xie et al., 2003). ونظراً لتوصل الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة، يتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين حجم مجلس الإدارة وجودة الأرباح، وبذلك يمكن صياغة الفرض العاشر على النحو الآتي:

فرض 10: توجد علاقة بين حجم مجلس الإدارة وجودة الأرباح.

2- استقلالية مجلس الإدارة:

توفر الدراسات السابقة التي اختبرت كفاءة مجلس الإدارة دليلاً قوياً على أن أسواق المال تنتظر إلى المديرين الخارجيين كمراقبين أكفاء للإدارة وتقييد النشاط الانتهازي لإدارة الأرباح (مثل: Borokhovich et al., 1996; Peasnell et al., 2000; Bhagat and Black, 2001; Borokhovich et al., 2005; Klein, 2006; Niu, 2006; Jiang et al., 2008; Lo et al., 2010)، فقد وجد (Peasnell et al., 2000) علاقة سالبة بين استحقاقات زيادة الدخل ونسبة الأعضاء الخارجيين في المجلس وذلك على عينة من الشركات في المملكة المتحدة، ويؤيد كل من (Klein, 2006; Jiang et al., 2008) تلك النتيجة بوجود علاقة سالبة بين القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية ونسبة المديرين الخارجيين في المجلس وذلك على عينة من الشركات المسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية. كذلك، اختبر (Beasley, 1996) العلاقة بين مجلس الإدارة واحتمال وجود غش بالقوائم المالية، وقد وجد أن المجالس في الشركات التي لا يوجد بها غش يكون لديها نسبة أكبر من المديرين الخارجيين (غير التنفيذيين) عن الشركات التي يوجد بها غش.

وفي دراسة عن أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل إلزامي على إدارة الأرباح، توصل (Chen et al., 2007)، على عينة من 2,024 شركة تايبانية مسجلة خلال الفترة 2000-2001 (قبل التطبيق الإلزامي لمبادئ الحوكمة)، إلى أن زيادة استقلالية مجلس الإدارة بوجود مديرين غير تنفيذيين ترتبط بانخفاض ممارسات إدارة الأرباح مقاسة بالقيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، وقد زاد تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل إلزامي من قوة تلك العلاقة. كذلك، توصل (Lo et al., 2010)، وذلك على عينة من 266 شركة مسجلة في سوق الصين للأوراق المالية عام 2004، إلى أن زيادة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يحد من إدارة الأرباح من خلال التلاعب في أسعار التحويل. واتساقاً مع ما توصلت إليه معظم الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وجودة الأرباح، وبذلك يمكن صياغة الفرض الحادي عشر على النحو الآتي:

فرض 11: توجد علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وجودة الأرباح.

3- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول:

وجد (Dechow et al., 1996) أن الشركات التي يكون لديها ازدواجية لدور المدير التنفيذي الأول تتعرض لفرض قيود محاسبية من قبل لجنة سوق الأوراق المالية (SEC) بسبب انتهاك المبادئ المحاسبية المتعارف عليها. كذلك، توصلت دراسة (Lo et al., 2010)، وذلك على 266 شركة مسجلة

فى سوق الصين للأوراق المالية عام 2004، إلى أن شغل منصبى المدير التنفيذى الأول ورئيس مجلس الإدارة من قبل شخصين مختلفين يحد من إدارة الأرباح من خلال التلاعب فى أسعار التحويل. واتساقاً مع ما توصلت إليه معظم تلك الدراسات، يتوقع الباحث وجود علاقة سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول وجودة الأرباح، وبذلك يمكن صياغة الفرض الثانى عشر على النحو الآتى:

فرض 12: توجد علاقة سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول وجودة الأرباح.

بد تأثير جودة الأرباح على سياسة التوزيعات النقدية:

لقد تأصلت فكرة المحتوى المعلوماتى للتوزيعات من قبل (Miller and Modigliani, 1961)، حيث تتوقع نماذج الإشارة التقليدية للتوزيعات أن التوزيعات توفر معلومات عن الأرباح المستقبلية للشركات، بمعنى أن زيادة التوزيعات تحمل إشارة عن أخبار جيدة وأن انخفاض التوزيعات يحمل إشارة بأخبار سيئة. وتظهر بعض الدراسات أن تغيرات التوزيعات تكون مصحوبة بتغيرات فى أسعار الأسهم والأرباح المستقبلية. على سبيل المثال، توصل (Nissim and Ziv, 2001) إلى أن هناك علاقة موجبة بين التغيرات فى التوزيعات والتغيرات فى الأرباح المستقبلية، بينما توصل كل من (Benartzi et al., 1997; Grullon et al., 2002) إلى عدم وجود علاقة موجبة بين تزايد التوزيعات والتغيرات فى الأرباح المستقبلية، ولكنهم وجدوا نمطاً واضحاً لتزايد الأرباح فى السنتين التاليتين لانخفاض التوزيعات. وقد وجد (Kasanen et al., 1996) دليلاً من فنلندا على أن الشركات تستخدم إدارة الأرباح لمقابلة التوقعات المبنية على توزيعات للأرباح. كذلك، وجد (Daniel et al., 2008) أن دافعى التوزيعات فى الشركات الأمريكية يستخدمون إدارة الأرباح لمقابلة توقعات عقود المديونية بأنه يمكن دفع توزيعات.

وفى دراستهما عن دور الاستحقاقات فى الإعلان عن الأرباح والتوزيعات، وجد (Koerniadi and Tourani-Rad, 2008)، وذلك على عينة من الشركات غير المالية المسجلة فى سوق نيوزيلندا (NZX) للأوراق المالية خلال الفترة 1992-2003، دليلاً على أن المديرين يستخدمون كل من الاستحقاقات والتغيرات فى التوزيعات لإيصال معلومات خاصة إلى السوق تتعلق بربحية الشركة المستقبلية. على وجه الخصوص، وجد أن الشركات التى تزيد التوزيعات يوجد لديها استحقاقات موجبة ترتبط برد فعل موجب للسوق لإعلانات زيادة التوزيعات والربحية المتوقعة. كذلك، وباستخدام عينة من 4,280 مشاهدة لشركات أمريكية خلال الفترة 1980-1997، وجد (Mikhail et al., 2003)، كما هو متوقع، علاقة سالبة بين جودة الأرباح ورد فعل السوق للزيادات فى التوزيعات، وأنه بمراقبة حجم التغير فى التوزيعات، بيئة معلومات الشركة، فرص نمو

استثمارات الشركة، تأثيرات عملاء التوزيعات، ومخاطر تشغيل الشركة، فإن السوق يتفاعل أقل لإعلانات زيادة التوزيعات بواسطة الشركات ذات جودة أرباح مرتفعة. وقد بدأت بعض الدراسات في اتباع منهجية مختلفة عن المحتوى المعلوماتي لتغيرات التوزيعات. على سبيل المثال، وجد (Koch and Sun, 2004) أنه عندما تؤكد (تناقض) تغيرات التوزيعات التغيرات في الأرباح الماضية، فإنه توجد علاقة موجبة (سالبة) بين عوائد السوق حول إعلانات تغيرات التوزيعات والتغيرات في الأرباح الماضية، وقد خلص الباحثان إلى أن المستثمرين يفسرون التغير في التوزيعات بأنه يوفر معلومات عن استمرارية تغيرات الأرباح الماضية.

يلاحظ أن معظم الدراسات السابقة تركز على اتجاهات الأرباح الحالية والمستقبلية وما إذا كانت التغيرات في التوزيعات تُتبع بتغيرات في الأرباح وردود أفعال لأسعار الأسهم في نفس الاتجاه (مثل: Grullon et al., 2005; Grullon et al., 2002; Healy and Palepu, 1988)، إلا أن بعض الدراسات الحديثة اتجهت نحو اختبار ما إذا كانت حالة دفع التوزيعات في حد ذاتها، بدلاً من التغيرات في التوزيعات، توفر معلومات عن الأرباح الحالية والمستقبلية، فقد اختبر (Caskey and Hanlon, 2005) ما إذا كانت التوزيعات توفر معلومات عن جودة الأرباح، ويختبر الباحثان تحديداً ما إذا كانت الشركات التي لديها جودة أرباح منخفضة (تتضمن مجموعة من الشركات التي وجه إليها اتهام بالغش من قبل لجنة سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية "SEC"، وعددها في عينة البحث 189 شركة)، تدفع توزيعات أقل (و/أو يكون زيادة التوزيعات أقل في الغالب) عن تلك الشركات غير المتهمه بالغش المحاسبي (378 شركة في عينة البحث)، وذلك على مدار الفترة من 1991 إلى 2004. وتتسق نتائج (Caskey and Hanlon, 2005) مع ما هو مزعوم بأن الشركات التي يوجد بها غش من المحتمل أقل أن تقوم بدفع توزيعات قبل سنوات الغش. بصفة عامة، يتسق ذلك الدليل مع أن التوزيعات تعد مؤشراً على جودة الأرباح. وقد توصل (Savov, 2006) إلى وجود علاقة سالبة بين التوزيعات وإدارة الأرباح وإن كانت غير دالة إحصائياً.

وقد قام كل من (Skinner and Soltes, 2011) باختبار ما إذا كان المحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات يرتبط بتغيرات جودة الأرباح، وذلك على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية المسجلة خلال الفترة 1974-2005. وقد وجد أن الشركات التي تقوم بدفع توزيعات لديها أرباح ذات استمرارية أكثر عن الشركات التي لا تقوم بدفع توزيعات. وينظر إلى استمرارية الأرباح على أنها أمر مستحب بسبب أنها تكون متكررة (Francis et al., 2004)، وقد بنى الباحثان فرضهما على متغير استمرارية الأرباح وأن التوزيعات تزيد من مصداقية الأرباح المقررة، وذلك بسبب أنه من المكلف للمديرين دفع توزيعات نقدية منتظمة عن أرباح مدارة والتي لا يتم تدعيمها بواسطة

التدفقات النقدية. وفي اختبارهما عما إذا كان دفع التوزيعات (كمتغير مستقل) على علاقة بجودة الأرباح (كمتغير تابع)، وذلك على عينة من الشركات الأمريكية غير المالية (10,661، 8,809) مشاهدة لقياس جودة الاستحقاقات والدلالة القيمة للأرباح على التوالي) خلال الفترة 1993-2004، تظهر دراسة (Tong and Miao, 2011) أن حالة دفع التوزيعات على علاقة موجبة بجودة الأرباح، وقد وجد دليلًا على أن العلاقة الموجبة بين حالة دفع التوزيعات وجودة الأرباح تكون أقوى (أضعف) عندما يكون حجم التوزيعات أكبر (أقل)، وبصفة عامة تظهر النتائج أن حالة دفع التوزيعات تعد مؤشراً لجودة أرباح الشركة.

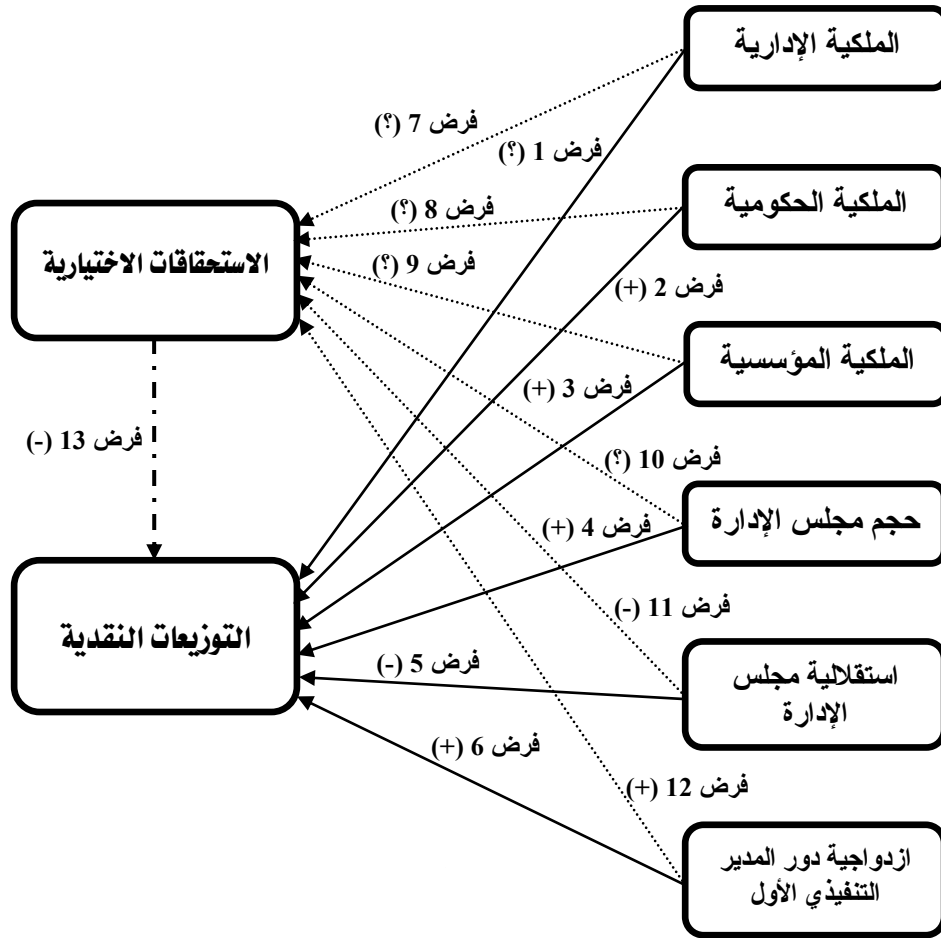
وفي دراسة حديثة، توصل (Vojtech, 2012)، وذلك على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة 1979-2008، إلى أن التوزيعات يمكن أن تحد من ممارسات إدارة الأرباح، وذلك بأن الشركات التي تدفع توزيعات يكون لديها قيم مطلقة أقل للاستحقاقات الاختيارية، ويعد ذلك دليلاً على أن الشركات التي تدفع توزيعات تضخم وتخفض الأرباح بشكل أقل عن تلك التي لا تدفع توزيعات. وفي دراسة حديثة أخرى على عينة من 41,475 مشاهدة لشركات أمريكية خلال الفترة 1994-2010، وجد (Ramalingegowda et al., 2013) أن التقارير المالية ذات الجودة العالية تحد بشكل جوهري من الأثر السالب للتوزيعات على الاستثمارات، وخاصة على استثمارات البحوث والتطوير. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذا الدور الملطف لجودة التقارير المالية يعد مهماً بصفة خاصة بين الشركات ذات نسبة عالية لقيمة الشركة والتي يمكن عزوها إلى خيارات النمو. وتظهر الدراسة أن الدور الملطف للتقرير المالي ذي الجودة العالية يعد واضحاً أكثر بين الشركات التي لديها توزيعات منخفضة عنه بين الشركات التي لديها توزيعات متزايدة. وتلقى تلك النتائج الضوء على الدور الهام لجودة التقارير المالية في التخفيف من حدة التعارض بين قرارات الشركات بالاستثمار ودفع توزيعات، ومن ثم تخفيض احتمال التخلي عن مشروعات استثمارية ذات قيمة نافعة من أجل دفع التوزيعات.

ويركز البحث الحالي على ما إذا كانت حالة دفع التوزيعات تعد ذات دلالة على جودة الأرباح الحالية في الشركات المساهمة المصرية، بمعنى آخر ما إذا كانت حالة دفع التوزيعات في حد ذاتها توفر معلومات عن أحد جوانب الأرباح، وهو جودة الأرباح. واتساقاً مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة، يتوقع الباحث أن يكون لدى الشركات التي تدفع توزيعات أكثر جودة أرباح أفضل، وبذلك يمكن صياغة الفرض الثالث عشر على النحو الآتي:

فرض 13: توجد علاقة موجبة بين جودة الأرباح والتوزيعات النقدية.

ويوضح شكل رقم (1) الإطار العام لفروض البحث فيما يتعلق بالعلاقات المباشرة بين متغيرات حوكمة الشركات، الاستحقاقات الاختيارية، والتوزيعات النقدية.

شكل (1): إطار عام لفروض البحث فيما يتعلق بالعلاقات المباشرة بين متغيرات حوكمة الشركات، الاستحقاقات الاختيارية، والتوزيعات النقدية. ويمثل كل فرض بواسطة سهم اتجاهي مرتبط برمز بين أقواس يعكس العلاقة الاتجاهية المتوقعة



- ← تأثير متغيرات الحوكمة على التوزيعات النقدية
- ←..... تأثير متغيرات الحوكمة على الاستحقاقات الاختيارية
- ←- - - - - تأثير الاستحقاقات الاختيارية على التوزيعات النقدية

وفى ضوء العلاقات المباشرة بين آليات حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية (الفروض 1 : 6)، العلاقات غير المباشرة بينهما والتي تم تناولها فى ضوء العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وجودة الأرباح من ناحية (الفروض 7 : 12)، والعلاقة بين جودة الأرباح والتوزيعات النقدية من ناحية أخرى (الفرض 13)، يمكن اختبار التأثير الوسيط لجودة الأرباح على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية من خلال اشتقاق الفروض الستة الآتية:

- فرض 14:** يوجد تأثير لجودة الأرباح على العلاقة بين الملكية الإدارية والتوزيعات النقدية.
- فرض 15:** يوجد تأثير لجودة الأرباح على العلاقة بين الملكية الحكومية والتوزيعات النقدية.
- فرض 16:** يوجد تأثير لجودة الأرباح على العلاقة بين الملكية المؤسسية والتوزيعات النقدية.
- فرض 17:** يوجد تأثير لجودة الأرباح على العلاقة بين حجم مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية.
- فرض 18:** يوجد تأثير لجودة الأرباح على العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية.
- فرض 19:** يوجد تأثير لجودة الأرباح على العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والتوزيعات النقدية.

ويلاحظ من الدراسات السابقة أنها تمت فى بيئات مختلفة، وإن ركز معظمها على الولايات المتحدة الأمريكية، وبسبب عدم وجود دراسات فى مصر عن تلك القضية، وكذلك فى ضوء توصل الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة عن العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية، فإن ذلك يعد دافعاً لإعادة اختبار تلك العلاقة فى البيئة المصرية، وكذلك دراسة الأثر الوسيط لجودة الأرباح على تلك العلاقة والتي لم تدرس من قبل، حيث تعد الدراسة الحالية، لحد علم الباحث، أول دراسة تتعرض للأثر الوسيط لجودة الأرباح على العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية.

ثالثاً: المتغيرات الضابطة:

اعتمد العديد من الدراسات السابقة عن التوزيعات على عدد من العوامل التى يمكن أن تؤثر على مدفوعات التوزيعات. كمحددات لتلك العوامل، يأخذ الباحث بعين الاعتبار العوامل التى أظهرت الدراسات السابقة (مثل: Al-Najjar and Hussainey, 2009; Setia-Atmaja, 2009; Skinner and Soltes, 2011; Tong and Miao, 2011; Huang et al., 2012; Ramalingegowda et al, 2013) أن لها ارتباط بكل من التوزيعات النقدية وجودة الأرباح، وتتضمن تلك العوامل: ربحية الشركة، الرفع المالى، حجم الشركة، وفرص النمو.

1- الربحية:

أ- الربحية والتوزيعات النقدية:

توصلت الدراسات السابقة إلى نتيجة حاسمة عن تأثير ربحية الشركة على سياسة التوزيعات، وذلك بوجود تأثير موجب، وتتسق تلك النتيجة سواء على الدراسات التي تمت في دولة بذاتها (مثل: Jensen et al., 1992; Aivazian et al., 2003; Mitton, 2004; Denis and Osobov, 2008) أو الدراسات المقارنة التي تمت على مستوى دولي (مثل: Gugler, 2003; Gugler and Yurtoglu, 2003; Jiraporn and Ning, 2006; Renneboog and Szilagyi, 2006; Kowalewski et al., 2008; Setiawan and Phua, 2013). بالإضافة إلى ما سبق، فإن الشركات ذات الربحية المرتفعة تتسم بأن لديها تدفقات نقدية حرة أكبر (He et al., 2012). واتساقاً مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة موجبة بين الربحية والتوزيعات النقدية.

ب- الربحية وجودة الأرباح:

يرى كل من (Dechow et al., 1995; Kothari et al., 2005) أنه يجب رقابة العائد على الأصول بسبب أن إدارة الأرباح ربما تنطوي على توصيف خاطئ عندما تكون الاستحقاقات الاختيارية مرتبطة بأداء الشركة. وقد اختبر العديد من الباحثين (مثل: Chen et al., 2006; Doyle et al., 2010; Dechow et al., 2007) ما إذا كانت الشركات التي تؤدي بشكل ضعيف تمارس تكتيكات محاسبية لتحسن من أرباحها، ومن ثم تتخفف جودة الأرباح، وخاصة أن ضعف الأداء يوفر دوافع للإدارة للإقبال على إدارة الأرباح، فمثلاً تظهر نتائج دراسة (Chen et al., 2006) أن الشركات في ظل ربحية منخفضة يكون لديها نزعة أكبر نحو إدارة الأرباح، ومن ثم جودة أرباح أقل. على النقيض من ذلك، توصلت دراسات أخرى (مثل: Kothari et al., 2005) إلى وجود علاقة موجبة بين أداء الشركة وإدارة الأرباح. وبذلك يتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين الربحية وجودة الأرباح.

2- الرفع المالي:

أ- الرفع المالي والتوزيعات النقدية:

نالت العلاقة بين سياسات الديون والتوزيعات اهتماماً كبيراً، وربما يرجع ذلك إلى أن كليهما يحد من تكاليف وكالة حقوق الملكية، خاصة التكاليف الناجمة عن تعارض المصالح بين المديرين والملاك فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الحرة (Miguel et al., 2005). كذلك، ربما يؤثر الرفع المالي أيضاً على خيارات الشركة لدفع التوزيعات، فوفقاً لكل من (Jensen, 1986; Stulz, 1988)، يلعب الرفع المالي دوراً هاماً في مراقبة المديرين وبذلك يخفض من تكاليف الوكالة الناجمة عن التعارض بين حامل

السهم-المدير. علاوة على ذلك، فإن بعض عقود المديونية تتضمن تعهدات وقائية تحد من التوزيعات، والتي يمكن أن تفرض بواسطة أصحاب الديون (Kalay, 1982; Stiglitz, 1985). وقد توصلت العديد من الدراسات السابقة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي على دفع التوزيعات. على سبيل المثال، توصل كل من (Rozeff, 1982; ; Jensen et al., 1992; Wei et al., 2003; Aivazian et al.,) إلى أن الشركات في ظل نسب مديونية أعلى تقوم بدفع توزيعات أقل لتجنب تكلفة ارتفاع رأس المال الخارجي، وتدعم دراسة (Kowalewski et al., 2008) تلك النتيجة في دراسة عن محددات سياسة التوزيعات في بولندا. على النقيض من ذلك، توصلت دراسات أخرى (مثل: Chang and Rhee, 1990; Eckbo and Verma, 1994; Jiang and Jiranyakul, 2013) إلى وجود علاقة موجبة بين نسب المديونية والتوزيعات النقدية. ويتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين نسبة الرفع المالي والتوزيعات النقدية.

ب- الرفع المالي وجودة الأرباح:

من ناحية أخرى، يتم رقابة الرفع وذلك بسبب أن المديرين ربما يستخدمون الاستحقاقات الاختيارية للوفاء بمتطلبات تعهدات المديونية، حيث يرجح (Butler et al., 2004) أن الاستحقاقات الاختيارية تكون أكبر في الشركات ذات الضغوط المالية الأكبر. وقد توصلت دراسات عديدة إلى أدلة اختبارية تدعم وجهة النظر تلك (مثل: DeFond and Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994; Becker et al., 1998; Richardson et al., 2002; Jiang et al., 2008). وجهة نظر أخرى تدعم فكرة وجود تأثير عكسي للرفع المالي، حيث وجد (DeAngelo et al. 1994) أن الشركات التي لديها ضغوط مالية أكبر تدير الأرباح لأسفل بهدف الحصول على تيسيرات إضافية من مانحي الائتمان. كذلك، توصل (Dechow and Skinner, 2000) إلى أن الشركات في ظل ارتفاع نسبة المديونية تكون أقل احتمالاً للتقرير عن زيادات صغيرة في الأرباح. ويتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين نسبة الرفع المالي وجودة الأرباح.

3- حجم الشركة:

أ- حجم الشركة والتوزيعات النقدية:

بصفة عامة، ينطوي حجم الشركة الأكبر على أن الشركة تعد في مرحلة النضج (He et al., 2012)، ووفقاً لنظرية دورة حياة التوزيعات، كما سبق تناوله في القسم الأول من البحث، يرى (Fama and French, 2001) أن الشركات من المحتمل أكثر أن تقوم بدفع توزيعات في مرحلة نضجها، حيث تولد مبالغ كبيرة من الأموال وفي نفس الوقت يوجد تراجع في الفرص الاستثمارية الجديدة. بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات الكبيرة سوف يتجمع لديها نقدية كبيرة داخلياً وبذلك تواجه

تكاليف وكالة كبيرة للتدفق النقدي الحر، في تلك الحالة، فإن سياسة التوزيعات النقدية يمكن أن تساعد الشركات الكبيرة على تخفيض النقدية المحتفظ بها وإمكانية الاستيلاء عليها من قبل المديرين. بذلك، يمكن رؤية تأثير حجم الشركة على التوزيعات كمقياس لمشاكل الوكالة، حيث إنه كلما كبر حجم الشركة كلما زادت صعوبة (وتكلفة) المراقبة، بمعنى تزايد مشكلة الوكالة. ووفقاً لكل من (Lloyd et al., 1985; Vogt, 1994; Denis and Osobov, 2008)، يلعب حجم الشركة دوراً في تفسير نسبة التوزيعات المدفوعة من قبل الشركات، وأن حجم الشركة يعتبر مقياساً لدورة حياتها، حيث وجدوا أن الشركات الأكبر تتجه نحو كونها ناضجة أكثر وبذلك يكون لديها فرص وصول أسهل لأسواق المال، والذي يخفض بدوره من اعتمادها على مصادر التمويل المولدة داخلياً ويسمح لها بنسب توزيعات أعلى.

وقد توصلت دراسات عديدة (مثل: Gugler, 2003; Gugler and Yurtoglu, 2003; Mitton, 2004; Jiraporn and Ning, 2006; Renneboog and Szilagyi, 2006; Kowalewski et al., 2008; Campbell and Turner, 2011) إلى وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والتوزيعات. ورغم ذلك، أظهرت دراسة (Gadhoun, 2000) أن الكفاءة التأشيرية للتوزيعات تنخفض في الشركات الكبيرة، حيث إن الشركات الكبيرة تنتج معلومات أكثر عن تلك الأصغر حجماً. واتساقاً مع ما توصلت إليه معظم الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والتوزيعات النقدية.

ب- حجم الشركة وجودة الأرباح:

يمكن أن يؤثر حجم الشركة على جودة الأرباح فيها، حيث يرجح العديد من الدراسات السابقة (مثل: Dechow and Dichev, 2002; Jiang et al., 2008; Jiang and Anandarajan, 2009) أن الشركات الكبيرة ربما يكون لديها دوافع أقل للإندماج في ممارسات إدارة الأرباح وذلك لأنها تكون محل متابعة وتفحص أكثر من قبل سوق المال بصفة عامة ومن قبل المحللين الماليين والمستثمرين بصفة خاصة. وقد وجدت تلك الدراسات أدلة اختبارية تدعم ذلك التبريح، بمعنى وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة والاستحقاقات الاختيارية. ويرى (Gu et al., 2005) أن الشركات الكبيرة لديها عدم استقرار أقل في عملياتها، وبناء على ذلك استحقاقات أقل تغيراً نتيجة لعوامل مثل اقتصاديات الحجم، الاستقرار، والتنويع. كذلك، يرجح (Lee and Choi, 2002) أن الشركات الكبيرة غالباً ما تكون مطالبة بالإفصاح عن معلوماتها، ومن ثم وجود أرجحية أقل لإدارة الأرباح، بينما المديرون في الشركات الصغيرة ربما يكونون قادرين بنجاح أكثر على الاحتفاظ بمعلوماتهم الخاصة عن نظرائهم في الشركات الكبيرة. برغم ذلك، يرجح (Lobo and Zhou,)

2006) أن الشركات الكبيرة ربما يكون لديها فرص أكبر لإدارة الأرباح بسبب تعقد عملياتها ووجود صعوبة من قبل المستخدمين لاكتشاف ذلك، وتؤكد دراسة (Chen et al., 2007) على ذلك بدليل اختباري يدعم وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والاستحقاقات الاختيارية. كذلك، توصل (Richardson et al., 2002) إلى أن الشركات الأكبر تتجه أكثر نحو تمهيد الأرباح، وتتسق دراسة (Shen and Chih, 2007) وذلك على تسع دول في قارة آسيا، مع ما توصلت إليه دراسة (Richardson et al., 2002). ويتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين حجم الشركة وجودة الأرباح.

4- فرص النمو:

أ- فرص النمو والتوزيعات النقدية:

من وجهة نظر نظرية الإشارة، تواجه الشركات في ظل وجود مستويات مرتفعة لفرص النمو عدم تماثل معلومات أكبر (Miller and Rock, 1985)، وبذلك يكون لديها دوافع لاستخدام التدفق النقدي الموجب المتبقي لزيادة التوزيعات وإرسال إشارة بارتفاع الأرباح المتوقعة. وتوجد وجهة نظر بديلة لنظرية الإشارة وتتمثل في تكاليف الوكالة لنظرية التدفق النقدي الحر، حيث تقترح أن المديرين سوف لا يستثمرون لتعظيم ثروة حملة الأسهم (Jensen, 1986)، لذلك فإن وجود زيادة في التوزيعات النقدية يمكن أن يحد من إمكانية وجود استثمارات في مشروعات مستقبلية غير ذي جدوى. ويرى العديد من الباحثين أنه في ظل وجود فرص نمو قوية، تتجه الشركات نحو دفع توزيعات نقدية أقل بهدف تخفيض الحصول على تمويل خارجي (مثل: La, 1992; Jensen et al., 2000; Faccio et al., 2001; Gugler, 2003; Gugler and Yurtoglu, 2003; Jiraporn and Ning, 2006; Kowalewski et al., 2008; Xu'nan, 2011; Setiawan and Phua, 2013)، ومن ثم تجنب تكاليف المعاملات نتيجة التمويل الخارجي. على الرغم من ذلك، فإن دراسة (Campbell and Turner, 2011) لم تتوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة. واتساقاً مع معظم الدراسات السابقة، يتوقع الباحث وجود علاقة سالبة بين فرص النمو والتوزيعات النقدية.

ب- فرص النمو وجودة الأرباح:

يرجح العديد من الباحثين (مثل: Summers and Sweeney, 1998) أن المديرين غير الأسوياء ربما يكونون مدفوعين نحو التلاعب في القوائم المالية عندما يكون معدل النمو بطيئاً أو معاكساً، وذلك بهدف المحافظة على اتساق معدل النمو، كما يرجح (Chung et al., 2005) أن الشركات في ظل انخفاض فرص النمو وزيادة التدفقات النقدية الحرة سوف تستخدم الاستحقاقات

الاختيارية لزيادة الدخل. بينما وجد (McNichols, 2000; 2002) أن الشركات ذات مستوى نمو مرتفع لديها استحقاقات أكبر، ويتسق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة (Shen and Chih, 2007) بأن الشركات في ظل فرص نمو أكبر تميل نحو الاندماج في ممارسات لتمهيد الدخل وإدارة الأرباح بشكل عدواني. في ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج مختلطة، يتوقع الباحث وجود علاقة غير محددة الاتجاه بين فرص النمو وجودة الأرباح.

بعد توفير دعم اختباري أسهم في تطوير فروض البحث، يقوم الباحث في القسم القادم (الثالث) بتصميم البحث وصياغة النماذج الملائمة لاختبار تلك الفروض.

القسم الثالث

تصميم البحث

أولاً: مجتمع وعينة البحث:

تشتمل عينة البحث على عينة من الشركات غير المالية، ويرجع ذلك إلى أن الاستحقاقات في صناعة الخدمات المالية غير قابلة للمقارنة بالاستحقاقات في الصناعات الأخرى نظراً لوجود قيود تنظيمية عليها (Tong and Miao, 2011). ويعتمد الباحث على اختيار عينة عشوائية بسيطة من الشركات المسجلة، ولتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة، اعتمد الباحث على عدة معايير لتحقيق ذلك، وهى:

1- استبعاد البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك، مثل شركات التأمين، وذلك لاختلاف أنشطتها وتقاريرها عن نظيرتها في الشركات غير المالية، بمعنى الافتقار إلى القابلية للمقارنة الناجم عن الاختلافات في المعايير المحاسبية والضوابط المنظمة.

2- تم استبعاد العديد من الشركات نظراً لعدم توافر بيانات كاملة عن هيكل الحوكمة (هيكل الملكية وتكوين مجلس الإدارة)، أو لعدم توافر البيانات المالية المطلوبة.

3- استبعاد القطاعات التي تتضمن أقل من 6 شركات، وذلك ضمن متطلبات حساب الاستحقاقات الاختيارية على المستوى القطاعي، حيث تتطلب بعض الدراسات السابقة أعداداً مختلفة للحد الأدنى لعدد المشاهدات السنوية للشركة لتقدير الاستحقاقات الاختيارية، على سبيل المثال: 6 مشاهدات في دراسة (Xie, 2001)، 8 مشاهدات في دراسة (Myers et al., 2003)، 10 مشاهدات في دراسة (Kothari et al., 2005)، 7 مشاهدات من قبل (DeFond and Jiambalvo, 1994; Ding et al., 2007)، ويستهدف هذا التقيد استبعاد تقديرات الاستحقاقات الاختيارية غير الدقيقة.

بتطبيق المعايير السابقة، تتكون عينة البحث النهائية من 87 شركة، بما يعادل 28.4% تقريباً من إجمالي الشركات المقيدة في البورصة المصرية عام 2009 والبالغ عددها 306 شركة، ويوضح جدول رقم (2) عينة البحث وفقاً للتصنيف القطاعي من قبل البورصة المصرية لعام 2009.

جدول (2): التصنيف القطاعي لعينة البحث

مسلسل	القطاع	عدد الشركات	نسبة عدد شركات القطاع إلى شركات العينة	نسبة عدد الشركات إلى إجمالي الشركات المسجلة في البورصة
1	أغذية ومشروبات	11	%12.6	%3.59
2	تشديد ومواد بناء	11	%12.6	%3.59
3	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	11	%12.6	%3.59
4	رعاية صحية وأدوية	10	%11.5	%3.27
5	سياحة وترفيه	10	%11.5	%3.27
6	عقارات	11	%12.6	%3.59
7	كيماويات	7	%8.1	%2.29
8	منتجات منزلية وشخصية	9	%10.4	%2.94
9	موارد أساسية	7	%8.1	%2.29
إجمالي		87	%100	%28.42

ثانياً: النماذج العامة للبحث:

يعتمد الباحث في اختبار فروض البحث على معادلات للانحدار وكذلك معادلات هيكلية في ظل استخدام أسلوب تحليل المسار، ولذلك تتبع المنهجية الآتية:

1- لأغراض تحليل الانحدار:

يتم استخدام أربعة نماذج للانحدار، وهي:

النموذج الأول: يبنى على أن التوزيعات النقدية دالة في متغيرات آليات حوكمة الشركات والمتغيرات الضابطة من خلال العلاقة الآتية:

$$\text{التوزيعات النقدية} = \text{د (آليات حوكمة الشركات + المتغيرات الضابطة)}$$

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو الآتي (معادلة رقم "1"):

$$\text{DIVID}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOWN}_{i,t} + \beta_2 \text{GOWN}_{i,t} + \beta_3 \text{INSOWN}_{i,t} + \beta_4 \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{BINDPEND}_{i,t} + \beta_6 \text{CEODUALITY}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{LEV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{10} \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن:

- DIVID_{i,t} = التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة i في العام t
- MOWN_{i,t} = الملكية الإدارية للشركة i في العام t
- GOWN_{i,t} = الملكية الحكومية للشركة i في العام t
- INSOWN_{i,t} = الملكية المؤسسية للشركة i في العام t

$$\begin{aligned} \text{حجم مجلس الإدارة للشركة } i \text{ في العام } t &= \text{BSIZE}_{i,t} \\ \text{استقلالية مجلس الإدارة للشركة } i \text{ في العام } t &= \text{BINDPEND}_{i,t} \\ \text{ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة } i \text{ في العام } t &= \text{CEODUALITY}_{i,t} \\ \text{ربحية الشركة } i \text{ في العام } t &= \text{ROA}_{i,t} \\ \text{الرفع المالي للشركة } i \text{ في العام } t &= \text{LEV}_{i,t} \\ \text{حجم الشركة } i \text{ في العام } t &= \text{SIZE}_{i,t} \\ \text{نمو الشركة } i \text{ في العام } t &= \text{GROWTH}_{i,t} \\ \text{بند الخطأ للشركة } i \text{ في العام } t &= \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الثاني: يبنى على أن التوزيعات النقدية دالة في كافة المتغيرات، بمعنى متغيرات آليات حوكمة الشركات والمتغيرات الضابطة كما هو الحال في النموذج الأول، بالإضافة إلى الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح، وذلك من خلال العلاقة الآتية:

التوزيعات النقدية = د (آليات حوكمة الشركات + المتغيرات الضابطة + الاستحقاقات الاختيارية)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو الآتي (معادلة رقم "2"):

$$\text{DIVID}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOWN}_{i,t} + \beta_2 \text{GOWN}_{i,t} + \beta_3 \text{INSOWN}_{i,t} + \beta_4 \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{BINDPEND}_{i,t} + \beta_6 \text{CEODUALITY}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{LEV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{10} \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_{11} \text{DACC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

حيث إن:

$$\text{DACC}_{i,t} = \text{الاستحقاقات الاختيارية للشركة } i \text{ في العام } t$$

النموذج الثالث: يبنى على أن الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح دالة في آليات حوكمة الشركات والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الآتية:

الاستحقاقات الاختيارية = د (آليات حوكمة الشركات + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو التالي (معادلة رقم "3"):

$$\text{DACC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOWN}_{i,t} + \beta_2 \text{GOWN}_{i,t} + \beta_3 \text{INSOWN}_{i,t} + \beta_4 \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{BINDPEND}_{i,t} + \beta_6 \text{CEODUALITY}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{LEV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{10} \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

النموذج الرابع: يبنى على أن التوزيعات النقدية دالة في الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الآتية:

التوزيعات النقدية = د (الاستحقاقات الاختيارية + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو الآتي (معادلة رقم "4"):

$$\text{DIVID}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DACC}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

2- لأغراض تحليل المسار:

يستخدم الباحث معاملات الانحدار المعيارية (Beta) المشتقة من معادلات الانحدار كمعاملات لبناء المسارات المباشرة وغير المباشرة في تحليل المسار أحادي الاتجاه (Recursive Path Analysis)، بمعنى بناء خريطة مسار لنماذج الانحدار المتعدد (انظر: Deshpande and Zaltaan, 1982; Petraitis et al., 1996; Kline and Klammer, 2001)، لذلك يتم الاعتماد على نموذجين للانحدار، وهما:

النموذج الأول: يهدف إلى تحديد معاملات الانحدار لكافة المتغيرات (آليات الحوكمة والاستحقاقات الاختيارية) في علاقتها بمتغير النتيجة أي المتغير التابع (التوزيعات النقدية)، وذلك كما هو الحال في معادلة الانحدار رقم (2).

النموذج الثاني: يهدف إلى تحديد معاملات الانحدار لمتغير السبب، أي المتغيرات المستقلة (آليات حوكمة الشركات)، في علاقتها بمتغير النتيجة، أي المتغير التابع (الاستحقاقات الاختيارية)، وذلك كما هو الحال في معادلة الانحدار رقم (3).

ثالثاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

يوضح جدول رقم (3) وصفاً لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس التوزيعات النقدية، الاستحقاقات الاختيارية، والمتغيرات الضابطة على النحو الآتي:

1. قياس التوزيعات النقدية:

يركز البحث الحالي على التوزيعات النقدية والتي يمكن أن تلعب دوراً مهماً في تعارضات الوكالة.⁽²⁴⁾ واسترشاداً بالدراسات السابقة (مثل: Aivazian et al., 2003; Chang and Dutta,

(24) يتم الحصول على قيم التوزيعات النقدية من قائمة التدفقات النقدية، ووفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (4)، فقرة (33): "يمكن تبويب توزيعات الأسهم المدفوعة على أنها تدفق نقدي تمويلي لأنها تمثل تكلفة الحصول على الموارد المالية. وقد يتم تبويب توزيعات الأسهم المدفوعة ضمن التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل من أجل

(2012)، يعتمد الباحث على مقياسين لمدفوعات التوزيعات وهما: (1) نسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالي الأصول أول الفترة، (2) نسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية خلال العام. ويركز الباحث على تلك النسب بسبب أن استخدام نسب التوزيعات إلى مقاييس للربح أو التدفق النقدي يمكن أن تكون متقلبة، بالإضافة إلى أن قيم الأرباح أو التدفقات النقدية يمكن أن تصل إلى الصفر. أيضاً، توجد دراسات تستخدم نسبة التوزيعات إلى سعر السهم، على الرغم من أنها تتضمن إدراكات السوق وتأثيرات تحديد سعر السهم والتي يمكن أن تكون خارج سيطرة الإدارة. بالإضافة إلى ما سبق، فإن استخدام نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية يمكن أن يكون أكثر حساسية للتشوهات المحاسبية (Aivazian et al., 2003; Chang and Dutta, 2012).

2. قياس جودة الأرباح:

على الرغم من أن جودة الأرباح تعد مفهوماً متعدد الجوانب، إلا أن الدراسات الاختبارية عنها منذ بداية التسعينات من القرن الماضي تركز بصفة أساسية على دور الاستحقاقات الاختيارية، حيث تربط دراسات الخصائص المميزة للأرباح وجودتها بسوق المال على المستوى الجزئي (مثل: Aboody et al., 2005)، قرارات المديرين (مثل أنشطة الاستثمار، قرارات تجزئة الأسهم، انظر على سبيل المثال: Louis and Robinson, 2005)، وخصائص محددة للشركة (مثل هيكل الحوكمة، انظر على سبيل المثال: Wang, 2006).

وتعتمد الدراسات السابقة على مقاييس اختبارية متنوعة لجودة الأرباح، وتتطوى تلك المقاييس على مواصفات مختلفة للتقارير المالية تبرز البنى المختلفة المرتبطة بجودة الأرباح. على سبيل المثال، اعتمد (Bhattacharya et al., 2012) على الاستحقاقات الاختيارية لـ (Jones) من بين مقاييس عديدة لجودة الأرباح في اختبارهم للعلاقة بين جودة الأرباح، عدم تماثل المعلومات، وتكلفة رأس المال. كذلك، استخدم (Francis et al., 2004) مقاييساً عديدة لجودة الأرباح في اختبارهم لعلاقة مخاطر المعلومات بتكلفة رأس المال، وتتضمن مقاييسهم جودة الاستحقاقات بناء على نموذج (Dechow and Dichev, 2002)، استدامة الأرباح، والدلالة القيمية، وقد خلصوا إلى أن الارتباطات بين مواصفات الأرباح تلك تعتبر كلها موجبة، وذلك على الرغم من أنها تتطوى على بنى مختلفة وأنه لا يوجد مقياس يعد بديلاً للآخر.

فى ضوء ما سبق، يتم الاعتماد على الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح، ويعد نموذج الاستحقاقات الاختيارية لـ (Jones, 1991) من أكثر النماذج شيوعاً واستخداماً فى الأدب المحاسبى،⁽²⁵⁾ وقد عرفت (Jones, 1991: 207) إجمالى الاستحقاقات بأنها "الفرق بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية"، ويعتمد نموذج (Jones, 1991) على مرحلتين لتجزئة الاستحقاقات الإجمالية إلى مكوناتها اختيارية (غير عادية) وغير اختيارية (عادية)، وذلك على النحو الآتى:

أ- قياس الاستحقاقات الإجمالية (Total Accruals)، وذلك من خلال النموذج الموضح بالمعادلة رقم "5":⁽²⁶⁾

$$TACC_{i,t} = NIBE_{i,t} - OCF_{i,t} \dots\dots\dots (5)$$

حيث إن:

$$\begin{aligned} TACC_{i,t} &= \text{إجمالى الاستحقاقات للشركة } i \text{ فى العام } t \\ NIBE_{i,t} &= \text{صافى الدخل قبل البنود غير العادية للشركة } i \text{ فى العام } t \\ OCF_{i,t} &= \text{صافى التدفق النقدى من العمليات التشغيلية للشركة } i \text{ فى العام } t \end{aligned}$$

ب- تقدير نموذج الانحدار الآتى (معادلة رقم "6") على المستوى القطاعى لكل قطاع من قطاعات عينة البحث لعام 2009، وتقدير معالم النموذج التى من خلالها سيتم حساب الاستحقاقات غير الاختيارية:

$$[TACC_{i,t}/Asset_{i,t-1}] = \alpha_1 [1/Asset_{i,t-1}] + \alpha_2 [\Delta REV_{i,t}/Asset_{i,t-1}] + \alpha_3 [PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1}] + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (6)$$

حيث إن:

$$\begin{aligned} Asset_{i,t-1} &= \text{إجمالى أصول الشركة فى بداية العام } t, \text{ ويتم قسمة كل المتغيرات فى نموذج (Jones, 1991) على إجمالى الأصول فى أول الفترة.}^{(27)} \\ \Delta REV_{i,t} &= \text{التغير فى إيرادات الشركة } i \text{ بين العام } (t-1) \text{ والعام } t \end{aligned}$$

(25) يرجح كل من (Holthausen, 1990; Healy and Palepu, 1993; Dechow, 1994) أن الاستحقاقات تساعد على جعل الأرقام المحاسبية أكثر ملاءمة لتعكس بشكل أفضل أداء الشركة، وتعتمد قدرة الأرباح على توفير دلالة عن الأداء على مدى ممارسة المديرين للخيارات المتاحة لهم للتلاعب فى الأرباح المقررة.
(26) إن حساب الاستحقاقات الاختيارية مباشرة من قائمة التدفقات النقدية يوفر مقياساً ذا دقة أكبر للاستحقاقات ويتجنب خطأ القياس الذى ينشأ عند تقدير الاستحقاقات باستخدام مدخل الميزانية (Collins and Hribar, 2002).
(27) نظراً لأنه يتم قسمة جميع المتغيرات على إجمالى الأصول أول الفترة، فإن حجم الاستحقاقات الاختيارية يعبر عنه كنسبة من إجمالى الأصول أول الفترة.

$PPE_{i,t}$ = إجمالي الممتلكات والتجهيزات والآلات للشركة i في العام t
 $\varepsilon_{i,t}$ = بند الخطأ للشركة i في العام t (حجم الاستحقاق الاختياري، وهو الباقي إحصائياً من تقدير النموذج)

ج- تحديد الاستحقاقات غير الاختيارية (العادية) لكل شركة من شركات العينة على حدة، وذلك باستخدام تقديرات معالم نموذج الانحدار على مستوى قطاعي من المعادلة رقم (6)، بمعنى $(\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3)$ ، وذلك كما يلي:

$$NDACC_{i,t} = \hat{\alpha}_1 [1/Asset_{i,t-1}] + \hat{\alpha}_2 [\Delta REV_{i,t}/Asset_{i,t-1}] + \hat{\alpha}_3 [PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1}] \dots (7)$$

حيث إن:

$$NDACC_{i,t} = \text{الاستحقاقات غير الاختيارية (العادية) لكل شركة}$$

د- يتم حساب الاستحقاقات الاختيارية غير العادية (DACC) لكل شركة بالفرق بين الاستحقاقات الإجمالية والاستحقاقات غير الاختيارية (معادلة رقم "8"):

$$DACC_{i,t} = [TACC_{i,t}/Asset_{i,t-1}] - NDACC_{i,t} \dots (8)$$

وتمثل القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) لنواتج نموذج (Jones)، بمعنى $|DACC_{i,t}|$ ، مقياساً لإدارة الأرباح في شركات العينة، أي مقياساً عكسياً لجودة الأرباح. ونظراً لأن المديرين، في أوقات مختلفة ولأسباب مختلفة، لديهم دوافع سواء لتضخيم الأرباح (استحقاقات اختيارية موجبة) أو تخفيض الأرباح (استحقاقات اختيارية سالبة)، فإن القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية تستخدم عادة في الدراسات السابقة لتعبر عن إدارة الأرباح في الاتجاهين.

3 قياس المتغيرات الضابطة:

يظهر جدول رقم (3) المتغيرات الضابطة والتعريفات الإجرائية لها، حيث تقاس ربحية الشركة بمعدل العائد على الأصول، ويحسب عن طريق قسمة صافي الربح بعد الضرائب مضافاً إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب على متوسط إجمالي الأصول، ويقاس الرفع المالي بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول لعام 2009، يقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام، وأخيراً تقاس فرص النمو بمعدل التغير في المبيعات بين عامي 2008، 2009.⁽²⁸⁾

(28) يتسق ذلك مع (La Porta et al., 2000; Jiang and Anandarajan, 2009; Campbell and Turner, 2011; Tong and Miao, 2011)، وينطوي معدل النمو في المبيعات على ميزة بأنه تقريباً مستقل في الممارسات المحاسبية، ولكنه يعاني من علة الاعتماد على الماضي بوصفه مقياساً للمستقبل (La Porta et al., 2000).

جدول (3): التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث والعلاقات المتوقعة فيما بينها

العلاقة المتوقعة بالاشتقاقات الاختيارية	العلاقة المتوقعة بالتوزيعات النقدية	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات
المتغير التابع:			
-		نسبة التوزيعات النقدية المدفوعة إلى إجمالي الأصول، ونسبة التوزيعات النقدية المدفوعة إلى إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	التوزيعات النقدية
متغيرات حوكمة الشركات:			
؟	؟	نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية داخل الشركة.	الملكية الإدارية
؟	+	نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات المختلفة التابعة للدولة عام 2009.	الملكية الحكومية
؟	+	نسبة الأسهم المملوكة من قبل هيئات الاستثمار، والتي تتضمن: شركات التأمين (على الحياة أو بخلاف التأمين على الحياة)، صناديق التقاعد والمعاشات، اتحاد العاملين، صناديق الاستثمار، والمؤسسات المالية متضمنة البنوك (Koh, 2003; Francis et al., 2005; Siregar and Utama, 2008).	الملكية المؤسسية
؟	+	عدد أعضاء مجلس الإدارة.	حجم مجلس الإدارة
-	-	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	استقلالية مجلس الإدارة
+	+	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، وصفر بخلاف ذلك.	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
متغير جودة الأرباح:			
	-	القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية مقدرة باستخدام نموذج (Jones)	الاستحقاقات الاختيارية
المتغيرات الضابطة:			
؟	+	معدل العائد على الأصول من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب مضافاً إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب على متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة	ربحية الشركة
؟	؟	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول آخر الفترة	الرفع المالي للشركة
؟	+	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول آخر الفترة	حجم الشركة
؟	-	معدل التغير في المبيعات بين عامي 2008، 2009	نمو الشركة

بعد صياغة نماذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائي للمتغيرات، يقوم الباحث في القسم القادم (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج التحليل باستخدام الأساليب الإحصائية المختلفة.

القسم الرابع

تحليل النتائج

أولاً: إحصاءات وصفية:

يعرض جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث مصنفة إلى أربع مجموعات، وهى: حوكمة الشركات، التوزيعات النقدية، الاستحقاقات الاختيارية، والمتغيرات الضابطة. فيما يتعلق بآليات حوكمة الشركات، وبإلقاء النظر على هيكل الملكية، نجد أن متوسط الملكية الإدارية يبلغ %6.22، بينما يبلغ متوسط الملكية الحكومية %25.87 وتعكس تلك النسبة وجود تركيز عال للملكية الحكومية، فى حين يبلغ متوسط الملكية المؤسسية %21.77 وربما ينطوى ذلك على وجود ملاك كبار على مستوى هيئات الاستثمار بصفة عامة فى الشركات المساهمة المصرية.⁽²⁹⁾

فيما يتعلق بتكوين مجلس الإدارة، تظهر النتائج أن متوسط (وسيط) عدد أعضاء مجلس الإدارة يبلغ 7.7 (7) أعضاء بمدى يتراوح بين 3 أعضاء، 17 عضواً، كما أن نسبة متوسط المديرين المستقلين فى مجلس الإدارة تبلغ %77، بمعنى أن متوسط عدد الأعضاء المستقلين فى المجلس يبلغ 5.93 عضو تقريباً، وتشير تلك النتيجة إلى أن غالبية الشركات المصرية لديها مجالس مستقلة. أخيراً، يتبين أن متوسط قيمة ازدواجية المدير التنفيذي الأول يبلغ 0.7356، بمعنى أن %73.56 من شركات العينة لديها ازدواجية لدور المدير التنفيذي الأول، أي أن %26.44 فقط من الشركات يوجد لديها فصل بين مهام المدير التنفيذي الأول ورئيس مجلس الإدارة.

بالنسبة لمدفوعات التوزيعات، تقوم الشركات فى عينة البحث، فى المتوسط، بدفع توزيعات تعادل %6.09 من إجمالي الأصول، %9.39 من حقوق الملكية،⁽³⁰⁾ وكما تمت الإشارة إليه سابقاً، فإن تلك النسب تعتبر أكثر استقراراً من مقاييس أخرى للتوزيعات النقدية.

(29) من النتائج غير المقررة ضمن الإحصاءات الوصفية، نسب توزيع الملكية الحكومية فى شركات العينة، حيث تسيطر الحكومة بملكيته لنسبة تزيد عن %50 من الأسهم على 25 شركة، أي أن %29 تقريباً من شركات العينة تخضع لسيطرة تامة من قبل الدولة، وأن 31 شركة بنسبة %36 تقريباً من شركات العينة تمتلك الدولة فيها %25 على الأقل، وتخضع تلك الشركات أيضاً لمراقبة الجهاز المركزي للمحاسبات.

(30) من النتائج غير المقررة أيضاً ضمن الإحصاءات الوصفية، أن عدد الشركات التى تدفع توزيعات فى شركات العينة يبلغ 70 شركة بنسبة %80.50، وأن عدد الشركات التى لا تقوم بدفع توزيعات يبلغ 17 شركة بنسبة %19.50 تقريباً. ويبلغ إجمالي التوزيعات النقدية المدفوعة من شركات العينة خلال فترة البحث مبلغ 10,638,857,990 جنيهاً مصرياً، كما أن التوزيعات النقدية للشركات المسيطر عليها من قبل الدول بشكل كامل

جدول (4): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

الانحراف المعياري	الوسيط	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد الشركات	المتغيرات
متغيرات حوكمة الشركات						
0.13148	0.0001	0.0622	0.662	0.00	87	الملكية الإدارية
0.31191	0.1016	0.2587	0.973	0.00	87	الملكية الحكومية
0.25675	0.1020	0.2177	0.9745	0.00	87	الملكية المؤسسية
2.57670	7.00	7.6782	17.00	3.00	87	حجم مجلس الإدارة
0.13543	0.80	0.7732	0.92	0.00	87	استقلالية مجلس الإدارة
0.44355	1.00	0.7356	1.00	0.00	87	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
متغيرات التوزيعات النقدية						
0.06773	0.0405	0.0609	0.2826	0.00	87	نسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالي الأصول
0.10213	0.0718	0.0939	0.4097	0.00	87	نسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالي حقوق الملكية
متغيرات جودة الأرباح						
0.086024	0.060454	0.085658	0.42667	0.00036	87	القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية ⁽³¹⁾
المتغيرات الضابطة						
0.117182	0.084	0.10587	0.628	-0.1650	87	ربحية الشركة (العائد على الأصول)
0.21319	0.3428	0.3823	101.00	0.0062	87	نسبة المديونية (الرفع المالي)
1.40205	20.3099	20.3276	24.15	17.32	87	حجم الشركة (لو غار يتم طبيعي) ⁽³²⁾
34.68046	0.0333	1.5020	265.25	-179.88	87	معدل النمو في المبيعات

وتشير نتائج الإحصاءات الوصفية كذلك إلى أن متوسط (وسيط) القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية باستخدام نموذج (Jones) يبلغ 0.086 (0.06) تقريباً، وذلك بانحراف معياري يبلغ 0.086 تقريباً، ويشير ذلك إلى أن القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية تبلغ 8.60% في المتوسط من إجمالي الأصول أول الفترة. كذلك يتضمن جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة، حيث يتضح أن متوسط العائد على الأصول يبلغ 10.6% تقريباً، بينما تبلغ نسبة المديونية لشركات العينة في المتوسط 38.23% تقريباً، كما أن متوسط حجم الشركة يبلغ 20.33 تقريباً، ويبلغ معدل النمو في المبيعات بين عامي 2008، 2009 ما يعادل 1.502 مرة تقريباً.

(ملكية الدولة أكبر من 50%) قد بلغت 3,626,808,414 بنسبة تعادل 34.10% تقريباً من إجمالي التوزيعات، بينما تبلغ قيمة التوزيعات النقدية للشركات التي تمتلك الدولة فيها 25% أو أكثر مبلغ 5,109,006,830 جنيهاً مصرياً بنسبة 48.02% تقريباً من إجمالي التوزيعات.

(31) من النتائج غير المقررة ضمن الإحصاءات الوصفية، يتضح أن هناك 42 شركة تدير الأرباح لأعلى، بمعنى زيادة الأرباح، وذلك بمتوسط يبلغ 0.0887175، مدى يتراوح بين 0.00036، 0.42667، وبانحراف معياري 0.091445. في حين أن هناك 45 شركة تدير الأرباح لأسفل، بمعنى تخفيض الأرباح، وذلك بمتوسط يبلغ -0.082803، مدى يتراوح بين -0.00054، -0.42128، وبانحراف معياري 0.081575.

(32) يبلغ متوسط (وسيط) حجم الشركة 1.879 (0.661) مليار جنيه مصري، وذلك بمدى يتراوح بين 0.0332، 30,681 مليار جنيه مصري، وبانحراف معياري يبلغ 3.879 مليار جنيه مصري.

وقد قام الباحث بدراسة المشاكل التي يمكن أن يتعرض لها نموذج الانحدار نتيجة للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والتي قد تؤدي إلى ظهور نتائج متحيزة أو غير دقيقة، وهي:

1- الارتباط الذاتي (Autocorrelation):

إستخدم الباحث أسلوب (Durbin-Watson)، وتوصل إلى معامل تتراوح قيمته بين 1.848، 2.133 في نماذج الانحدار المستخدمة، ونقل تلك القيم عن القيم الجدولية، وبذلك يتم قبول الفرض الصفري بعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي (Johnston, 1984; Saunders et al., 2009).

2- الإزدواج الخطي (Collinearity or Multicollinearity):

وذلك بهدف اختبار عدم وجود ارتباط قوى بين متغيرين أو أكثر من المتغيرات المستقلة (Rencher, 2002; Hair et al., 2006). ويرجح (Hair et al., 2006) استخدام معامل التباين التضخمي ("VIF" Variance Inflation Factor) لاختبار عدم وجود مشكلة ازدواج خطي. ويوصى (Hair et al., 2006) بمعامل تباين تضخمي $[0.10 < VIF < 10]$ ، بمعنى أن القيمة المنخفضة جداً (أقل من 0.10) أو القيمة الكبيرة جداً (10 أو أكبر) لمعامل التباين التضخمي تشير إلى وجود إزدواج خطي، وقد وجد الباحث أن أقصى قيمة للمعامل هي 1.461، بينما بلغت أدنى قيمة 1.036، وذلك في نماذج الانحدار المستخدمة، ويؤكد ذلك على عدم وجود مشكلة إزدواج خطي بين المتغيرات المفسرة في نموذج الانحدار.

3- اختلاف التباين (Heteroscedasticity):

يشير عدم ثبات التباينات إلى وجود لا خطية أو إغفال متغيرات تفسيرية ذات صلة، وقد قام الباحث بالتحقق من عدم وجود مشكلة في ثبات التباينات، وذلك باستخدام معامل ارتباط سبيرمان بين القيم المطلقة لبواقي نموذج الانحدار والقيم المتوقعة للمتغير التابع من نموذج الانحدار، وقد وجد أنها غير دالة إحصائياً حيث أن قيمتها 0.914 ($p > 0.05$).

4- اختبار اعتدالية التوزيع (Normality Distribution Test):

استخدم الباحث اختبار (Kolmogorov-Smirnov 'K-S') لاختبار اعتدالية البيانات، وقد وجد أن قيمة اختبار (K-S)، تعادل 0.874 في حالة نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، 0.881 في حالة نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أكبر من 0.05 مما يعني أنها غير دالة، ويؤكد ذلك على اعتدالية التوزيع (Kanji, 2006; Saunders et al., 2009).

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار:

لاختبار فروض البحث، بمعنى التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لآليات حوكمة الشركات على التوزيعات النقدية المدفوعة، تم التوصل إلى نتائج تحليل الانحدار بطريقة (Enter) على النحو الآتي:

1. تحليل الانحدار في حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول:

1.1. تحليل الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول:

تظهر نتائج الانحدار الموضحة بالجدول رقم (5) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (1)، حيث توجد علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (0.01) بين الملكية الحكومية ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الملكية الحكومية تقوم الشركات بدفع توزيعات أكبر (أقل)، وتتسق تلك النتيجة مع دور "يد العون أو المساعدة" للدولة كمالك مسيطر، كذلك تقترح تلك النتيجة أن الدولة ربما بأجهزتها الرقابية تمثل دوراً فعالاً في ظل ملكية مسيطرة على حث الشركات على دفع توزيعات، وكذلك لتدعيم الخزانة العامة بالتدفقات النقدية. وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الثاني، كما تتسق كذلك مع ما توصلت إليه معظم الدراسات السابقة (مثل: Wei et al., 2003; He et al., 2009; Lin et al., 2010; Lam et al., Gugler, 2003; Litai et al., 2011; He et al., 2012).

جدول (5): نتائج الانحدار لمتغيرات آليات الحوكمة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		Std. الخطأ المعياري (Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.798	-.257	.082		ثابت الانحدار
1.229	.919	.102	.043	.008	الملكية الإدارية
1.311	.001***	3.415	.019	.292	الملكية الحكومية
1.080	.226	1.222	.020	.095	الملكية المؤسسية
1.334	.024**	2.296	.002	.198	حجم مجلس الإدارة
1.267	.481	-.708	.042	-.060	استقلالية مجلس الإدارة
1.355	.140	1.492	.013	.130	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1.158	.000***	7.669	.046	.616	ربحية الشركة
1.243	.486	-.700	.026	-.058	الرفع المالي للشركة
1.173	.929	.090	.009	.007	حجم الشركة
1.107	.573	-.565	.000	-.044	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن (p < 0.01)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن (p < 0.05)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن (p < 0.10)					
معامل التحديد (R ²) = 0.520 المعدلة			معامل التحديد (R ²) = 0.576		
دلالة F = 0.00			قيمة F = 10.325		
حجم العينة (N) = 87			نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 2.090		

وتظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم (5) وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (0.05) بين حجم مجلس الإدارة ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) حجم المجلس تقوم الشركات بدفع توزيعات أكبر (أقل)، وتتسق العلاقة الموجبة مع فرض النموذج البديل، حيث إن تزايد حجم مجلس الإدارة بعد حد معين يعد مؤشراً سلبياً ويمثل ضعفاً في حوكمة المجلس، وبذلك فإن سياسة التوزيعات النقدية تعد بديلاً لضعف حوكمة الشركة، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الرابع. وفي ضوء نتائج الانحدار السابقة (جدول رقم "5")، يتضح أن النتائج لا تدعم أياً من الفروض الخاصة بالملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، استقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (الفروض: الأول، الثالث، الخامس، والسادس) على التوالي.

وتظهر نتائج الانحدار كذلك وجود علاقة موجبة وذات دلالة بين الربحية عند مستوى (0.01) ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الربحية تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية أكبر (أقل). وتقترح تلك النتيجة أن الشركات في ظل ربحية مرتفعة تمتلك القدرة على الإعلان عن توزيعات أكبر ودفعها، حيث إن الربحية تعد مؤشراً رئيسياً على قدرة الشركة على دفع التوزيعات، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه معظم الدراسات السابقة، وبذلك تشير تلك النتيجة إلى أن أحد الأسباب الرئيسية لعدم دفع توزيعات هو ضعف الأرباح، وقد توصل (Baker, 1990; DeAngelo and DeAngelo, 1989) إلى أن الشركات التي تحقق خسائر على مدار 5 سنوات لا تقوم بدفع توزيعات على الإطلاق، ومع ذلك، تظهر نتائج البحث الحالي أن 3 شركات من بين 5 شركات حققت خسائر، أي بنسبة 60%، قامت بدفع توزيعات.

2.1. تحليل الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والاستحقاقات الاختيارية كمتغيرات مستقلة، والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول كمتغير تابع:

بإدخال الاستحقاقات الاختيارية كمتغير مستقل في نموذج الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول (معادلة رقم "2")، يتبين من النتائج الموضحة بجدول رقم (6) وجود علاقة سالبة وذات دلالة بين الاستحقاقات الاختيارية والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول وذلك عند مستوى (0.05)، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفاض (زيادة) جودة الأرباح، تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية أقل (أكبر).

وتظهر نتائج الانحدار المعروضة بجدول رقم (6) تحسن في القوة التفسيرية للنموذج من 52% إلى 54.20%. وعن تأثير جودة الأرباح على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية

كنسبة إلى إجمالي الأصول، يتضح ظهور دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وذلك عند مستوى دلالة (0.05)، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الازدواجية، أي عدم الفصل (الفصل) بين دور المدير التنفيذي الأول ودور رئيس مجلس الإدارة، تقوم الشركات بدفع توزيعات أكبر (أقل)، وتتسق تلك النتيجة مع فرض النموذج البديل، حيث إن وجود الازدواجية يعد مؤشراً سلبياً ويمثل ضعفاً في حوكمة المجلس، وبذلك فإن سياسة التوزيعات النقدية تعد بديلاً لضعف حوكمة الشركة، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض السادس. وتشير تلك النتيجة أيضاً إلى أن الاستحقاقات الاختيارية تتطوى على تأثير وسيط وجوهري على العلاقة بين ازدواجية دور رئيس مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول، ويدعم ذلك توقع الفرض التاسع عشر.

جدول (6): نتائج الانحدار لمتغيرات آليات الحوكمة، الاستحقاقات الاختيارية، والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.557	.590	.087		ثابت الانحدار
1.230	.871	.163	.042	.013	الملكية الإدارية
1.320	.001***	3.307	.018	.277	الملكية الحكومية
1.084	.272	1.106	.020	.084	الملكية المؤسسية
1.334	.019**	2.390	.002	.201	حجم مجلس الإدارة
1.334	.238	-1.189	.042	-.100	استقلالية مجلس الإدارة
1.461	.044**	2.052	.013	.181	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1.291	.000***	8.128	.048	.674	ربحية الشركة
1.287	.758	-.310	.026	-.026	الرفع المالي للشركة
1.289	.576	-.561	.009	-.047	حجم الشركة
1.131	.377	-.888	.000	-.069	نمو الشركة
1.401	.034**	-2.157	.068	-.186	الاستحقاقات الاختيارية
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن (p < 0.01)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن (p < 0.05)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن (p < 0.10)					
معامل التحديد (R ²) = 0.542			معامل التحديد (R ²) = 0.601		
دلالة F = 0.00			قيمة F = 10.260		
حجم العينة (N) = 87			نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 2.132		

2. تحليل الانحدار في حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية:

2.1. تحليل الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية:

تظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم (7) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (1)، وتدعم نتائج الانحدار أيضاً وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (0.01) بين الملكية الحكومية ونسبة التوزيعات إلى إجمالي حقوق الملكية كما هو الحال في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى

إجمالي الأصول والموضحة بجدول رقم (5)، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الثاني أيضاً. وتبين النتائج وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (0.10) بين الملكية المؤسسية ونسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الملكية المؤسسية تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية أكبر (أقل). وتقتصر تلك النتيجة أن حملة الأسهم من قبل الجهات المؤسسية لهم تأثير على زيادة الشركات للتوزيعات من خلال تعزيز المراقبة الإدارية بواسطة أسواق المال الخارجية، وخاصة إذا كانوا يعتقدون أن مجهودات المراقبة التي يقومون بها غير كافية أو مكلفة بشكل كبير. كذلك، إن وجود نسبة توزيعات مرتفعة في الشركات ذات ملكية مؤسسية كبيرة يتسق مع فكرة أن التوزيعات تستخدم كألية لتعويض حملة الأسهم الكبار عن أنشطتهم الرقابية، ويتسق ذلك مع وجهة نظر (Shleifer and Vishny, 1986)، وتدعم تلك النتيجة ما توصلت إليه دراسات سابقة (مثل: Short et al., 2002)، كما أنها تدعم صحة توقع الفرض الثالث. كذلك تظهر نتائج الانحدار وجود علاقة موجبة دالة عند مستوى (0.01) بين حجم مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية، وتوفر تلك النتيجة دعماً إضافياً لصحة توقع الفرض الرابع.

جدول (7): نتائج الانحدار لمتغيرات آليات الحوكمة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.337	-9.66	.138		ثابت الانحدار
1.229	.943	-.071	.072	-.007	الملكية الإدارية
1.311	.000***	3.640	.031	.348	الملكية الحكومية
1.080	.081*	1.771	.034	.154	الملكية المؤسسية
1.334	.005***	2.897	.004	.279	حجم مجلس الإدارة
1.267	.075*	-1.807	.071	-.170	استقلالية مجلس الإدارة
1.355	.043**	2.063	.022	.200	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1.158	.000***	5.071	.078	.455	ربحية الشركة
1.243	.086*	1.738	.045	.162	الرفع المالي للشركة
1.173	.392	.861	.015	.078	حجم الشركة
1.107	.301	-1.041	.000	-.091	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن (p < 0.01)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن (p < 0.05)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن (p < 0.10)					
R ² المعدلة = 0.401			معامل التحديد (R ²) = 0.471		
دلالة F = 0.00			قيمة F = 6.758		
حجم العينة (N) = 87			نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 2.094		

كذلك تظهر نتائج الانحدار بالجدول السابق (رقم "7") وجود علاقة سالبة وذات دلالة عند مستوى دلالة (0.10) بين استقلال مجلس الإدارة ونسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، بمعنى أنه في

ظل زيادة (انخفاض) استقلالية المجلس، أي ارتفاع (انخفاض) عدد المديرين غير التنفيذيين المستقلين في مجلس الإدارة، تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية أقل (أكبر). وتتسق تلك النتيجة كذلك مع فرض النموذج البديل، حيث إن انخفاض استقلالية المجلس يعد مؤشراً سلبياً ويمثل ضعفاً في حوكمة المجلس، وبذلك فإن سياسة التوزيعات النقدية تعد بديلاً لضعف حوكمة الشركة، ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن الشركات في ظل حوكمة ضعيفة ربما تحتاج إلى بناء سمعة من خلال دفع توزيعات. بمعنى آخر، أن آلية التوزيعات تحل محل المديرين المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس الإدارة، وتوفر تلك النتيجة رؤى جديدة لصانعي السياسة المهتمين بتعارضات مصالح الوكالة داخل الشركة، إنها توفر كذلك دليلاً على استخدام آليات بديلة مختلفة لتخفيض تكاليف الوكالة، أي أنها تدعم فرض النموذج البديل، كما أنها تدعم صحة توقع **الفرض الخامس**. وتظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم (7) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى دلالة (0.05) وذلك بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية. وتتسق تلك النتيجة مع فرض النموذج البديل، حيث إن وجود الازدواجية يعد مؤشراً سلبياً ويمثل ضعفاً في حوكمة المجلس، وبذلك فإن سياسة التوزيعات النقدية تعد بديلاً لضعف حوكمة الشركة، وتدعم تلك النتيجة كذلك صحة توقع **الفرض السادس**.

وفى ضوء نتائج الانحدار السابقة (جدول رقم "7")، يتبين أن النتائج لا تدعم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية (**الفرض الأول**)، وذلك كما هو الحال في حالة نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول والموضحة بجدول رقم (5).

يلاحظ من نتائج الانحدار بجدول (7) وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (0.10) بين الرفع المالي والتوزيعات النقدية، أي يمكن القول أن هناك علاقة تكاملية بين الرفع المالي والتوزيعات، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Chang and Rhee, 1990; Eckbo and Verma, 1994; Jiang and Jiranyakul, 2013). ويمكن أن تفسر تلك العلاقة في ضوء أن الشركات تضع سياساتها للاقتراض أو دفع التوزيعات لتحقيق ميزة من الأرباح المحتجزة، وربما تفيد التوزيعات المساهمين في دفع الإدارة لاتخاذ قرارات والتي يتجنبها المديرون من ناحية أخرى، مثل زيادة الرفع المالي للشركة، بمعنى أن التوزيعات تقيد من قدرة المديرين على تخفيض الرفع المالي للشركة، وبذلك تمنع المديرين من اتخاذ قرارات تحقق مصالح ذاتية لهم على حساب المساهمين. كذلك، تقترح تلك النتيجة أن المساهمين في الشركات ذات نسب مديونية منخفضة يكون لديهم طلباً أقل على التوزيعات كطريقة للمحافظة على الرفع المالي. في ضوء نظرية الوكالة، يقترح أن العلاقة الموجبة يمكن تفسيرها بأن الشركات التي لديها نسب مديونية مرتفعة، يكون لدى المساهمين دافع أكبر أن

يستخلصوا التوزيعات، بمعنى أن الرفع المالي المرتفع يؤدي إلى توزيعات مرتفعة. ويقترح (Chang and Rhee, 1990) أن العلاقة الموجبة تعني أن الشركات في ظل نسب مديونية مرتفعة تعتمد على الديون أكثر كمصدر للتمويل في حين أن الشركات في ظل نسب توزيعات منخفضة تتجه أكثر نحو الاعتماد على مصادر تمويل داخلية.

2.2. تحليل الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والاستحقاقات الاختيارية كمتغيرات مستقلة، والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية كمتغير تابع:

بإدخال الاستحقاقات الاختيارية كمتغير مستقل في نموذج الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية، يتبين من النتائج الموضحة بجدول رقم (8) وجود علاقة سالبة وذات دلالة بين الاستحقاقات الاختيارية والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية وذلك عند مستوى (0.05)، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفاض (زيادة) جودة الأرباح، تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية أقل (أكبر).

جدول (8): نتائج الانحدار لمتغيرات آليات الحوكمة، الاستحقاقات الاختيارية، والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.995	.006	.145		ثابت الانحدار
1.230	.993	-.008	.070	.000	الملكية الإدارية
1.320	.001***	3.543	.030	.330	الملكية الحكومية
1.084	.100*	1.664	.034	.140	الملكية المؤسسية
1.334	.003***	3.030	.004	.283	حجم مجلس الإدارة
1.334	.021**	-2.350	.071	-.220	استقلالية مجلس الإدارة
1.461	.009***	2.693	.023	.264	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1.291	.000***	5.717	.080	.526	ربحية الشركة
1.287	.031**	2.199	.044	.202	الرفع المالي للشركة
1.289	.900	.126	.015	.012	حجم الشركة
1.131	.162	-1.411	.000	-.122	نمو الشركة
1.401	.019**	-2.393	.114	-.229	الاستحقاقات الاختيارية
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن (p < 0.01)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن (p < 0.05)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن (p < 0.10)					
R ² المعدلة = 0.436			معامل التحديد (R ²) = 0.508		
دلالة F = 0.00			قيمة F = 7.046		
حجم العينة (N) = 87			نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 2.133		

وتظهر نتائج الانحدار تحسناً في القوة التفسيرية للنموذج من 40.10% إلى 43.60%. وعن تأثير جودة الأرباح على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية، يتضح أن هناك تطابق مع نتائج النموذج السابق (انظر جدول رقم "6")، وإن كان هناك تحسن واضح في الدلالة الإحصائية لكل من استقلالية مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول مقارنة بالنتائج السابقة.

3. تأثير آليات حوكمة الشركات على جودة الأرباح:

يظهر جدول (9) نتائج الانحدار للعلاقة المباشرة بين آليات حوكمة الشركات (كمغيرات مستقلة) والاستحقاقات الاختيارية (كمغير تابع)، وتمثل تلك النتائج تحليل نموذج الانحدار (معادلة رقم "3").

جدول (9): نتائج الانحدار للعلاقة بين آليات الحوكمة والاستحقاقات الاختيارية

معامل التباين (التضخمي VIF)	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.000	3.651	.135		ثابت الانحدار
1.229	.813	.237	.070	.025	الملكية الإدارية
1.311	.476	-.716	.031	-.079	الملكية الحكومية
1.080	.568	-.574	.034	-.058	الملكية المؤسسية
1.334	.870	.164	.004	.018	حجم مجلس الإدارة
1.267	.049**	-1.999	.069	-.218	استقلالية مجلس الإدارة
1.355	.017**	2.444	.022	.276	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1.158	.004***	2.952	.077	.308	ربحية الشركة
1.243	.100*	1.624	.044	.176	الرفع المالي للشركة
1.173	.007***	-2.751	.015	-.289	حجم الشركة
1.107	.201	-1.290	.000	-.131	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن ($p < 0.01$)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن ($p < 0.05$)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن ($p < 0.10$)					
معامل التحديد (R^2) = 0.286			معامل المعدلة $R^2 = 0.193$		
قيمة F = 3.050			دلالة F = 0.003		
نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.848			حجم العينة (N) = 87		

وتظهر نتائج الانحدار بجدول رقم (9) وجود علاقة سالبة وذات دلالة عند مستوى (0.05) بين استقلال مجلس الإدارة والاستحقاقات الاختيارية، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) استقلالية المجلس، أي ارتفاع (انخفاض) عدد المديرين غير التنفيذيين المستقلين في مجلس الإدارة، تتخفف (تزداد) القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، أي تزيد (تتخفف) جودة الأرباح، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع

الفرض الحادي عشر. وتؤكد نتائج الانحدار بجدول رقم (9) وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (0.05) بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والاستحقاقات الاختيارية، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الازدواجية، أي عدم الفصل (الفصل) بين دور المدير التنفيذي الأول ودور رئيس مجلس الإدارة، تزداد (تنخفض) القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، أي تنخفض (تزيد) جودة الأرباح، وبذلك فإن وجود ازدواجية يعد مؤشراً سلبياً ويمثل ضعفاً في حوكمة المجلس مما يكون له تأثير سلبي ويدعم من انتهازية الإدارة، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع **الفرض الثاني عشر.**

وفي ضوء نتائج الانحدار السابقة (جدول رقم "9")، يتضح أن النتائج لا تدعم أي من الفروض الخاصة بهيكل الملكية (الفروض: السابع، الثامن، والتاسع)، وكذلك عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية، ومن ثم على جودة الأرباح (الفرض العاشر).

وتشير النتائج الموضحة بالجدول السابق (رقم 9) إلى أن هناك علاقة موجبة ودالة بين ربحية الشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.01)، وتتسق تلك النتيجة مع دراسات سابقة (مثل: Kothari et al., 2005)، وكذلك وجود علاقة موجبة ودالة بين الرفع المالي للشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.10)، ويتسق ذلك مع وجهة النظر بأن الشركات في ظل زيادة الضغوط المالية تكون أكثر ميلاً نحو إدارة الأرباح. أخيراً، يتضح أن هناك علاقة سالبة ودالة بين حجم الشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.01)، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات سابقة عديدة (مثل: Dechow and Dichev, 2002; Jiang et al., 2008; Jiang and Anandarajan, 2009).

4. تأثير جودة الأرباح على التوزيعات النقدية:

1.4. تحليل الانحدار للعلاقة بين جودة الأرباح والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول:
تظهر نتائج الانحدار بجدول رقم (10) نتائج تحليل نموذج الانحدار (معادلة رقم "4")، ويتبين وجود علاقة سالبة وذات دلالة عند مستوى (0.05) بين الاستحقاقات الاختيارية ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفاض (زيادة) جودة الأرباح، تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية أقل (أكبر). وتقتصر تلك النتيجة أن زيادة التوزيعات النقدية في الشركات المساهمة المصرية تعد مؤشراً على زيادة جودة الأرباح. كذلك، تدعم تلك النتيجة ما اقترح مسبقاً بأن التوزيعات يمكن أن تلعب دوراً في التخفيف من حدة مشاكل، ومن ثم تكاليف الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم من خلال تسهيل مراقبة أسواق المال للتصرفات الإدارية

والأداء الإداري، وبذلك تدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الثالث عشر، كما أنها تتسق مع ما توصلت إليه دراسات سابقة (مثل: Tong and Miao, 2011; Caskey and Hanlon, 2005).

جدول (10): نتائج الانحدار لمتغيرات الاستحقاقات الاختيارية والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.920	.100	.083		ثابت الانحدار
1.217	.047**	-2.013	.069	-.176	الاستحقاقات الاختيارية
1.263	.000***	8.128	.051	.723	ربحية الشركة
1.174	.930	-.089	.027	-.008	الرفع المالي للشركة
1.099	.796	.260	.009	.022	حجم الشركة
1.036	.744	-.328	.000	-.026	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن ($p < 0.01$)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن ($p < 0.05$)					
معامل التحديد (R^2) = 0.462 المعدلة			معامل التحديد (R^2) = 0.493		
دلالة F = 0.000			قيمة F = 15.460		
حجم العينة (N) = 87			نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.848		

2.4. تحليل الانحدار للعلاقة بين جودة الأرباح والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية: تظهر نتائج الانحدار الموضحة بالجدول رقم (11) دعماً إضافياً للفرض الثالث عشر، وذلك بوجود علاقة سالبة وذات دلالة عند مستوى (0.10) بين الاستحقاقات الاختيارية ونسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية.

جدول (11): نتائج الانحدار لمتغيرات الاستحقاقات الاختيارية والتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.380	-.883	.146		ثابت الانحدار
1.217	.061*	-1.898	.121	-.193	الاستحقاقات الاختيارية
1.263	.000***	5.662	.090	.588	ربحية الشركة
1.174	.028**	2.234	.048	.224	الرفع المالي للشركة
1.099	.306	1.030	.016	.100	حجم الشركة
1.036	.589	-.542	.000	-.051	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن ($p < 0.01$)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن ($p < 0.05$)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن ($p < 0.10$)					
معامل التحديد (R^2) = 0.266 المعدلة			معامل التحديد (R^2) = 0.309		
دلالة F = 0.000			قيمة F = 7.238		
حجم العينة (N) = 87			نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 2.093		

وتتسق نتائج الانحدار الموضحة بالجدولين رقمي (10، 11) لأثر الاستحقاقات الاختيارية على التوزيعات النقدية مع العديد من الدراسات السابقة (مثل: Tong and Miao, 2011; Vojtech, 2012)، بمعنى أن دفع التوزيعات على علاقة موجبة بجودة الأرباح.

ثالثاً: نتائج النموذج السببي:

للتحقق من النموذج السببي إحصائياً تم استخدام أسلوب تحليل المسار (Path Analysis) الموجود ببرنامج ليزرل (LISREL 8.8). ويتضمن النموذج السببي الأولي التأثيرات الآتية:

- 1- **تأثير المتغيرات المستقلة**: تتمثل في تأثير المتغيرات الأساسية، والتي تتضمن: الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، الملكية المؤسسية، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وذلك على كل من المتغير الوسيط: جودة الأرباح، وتقاس بواسطة الاستحقاقات الاختيارية باستخدام نموذج (Jones)، والمتغير التابع: التوزيعات النقدية، وتقاس بواسطة نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول ونسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية.
- 2- **تأثير المتغير الوسيط**: بمعنى تأثير الاستحقاقات الاختيارية على المتغير التابع (التوزيعات النقدية).
- 3- **التأثيرات غير المباشرة**: وذلك للمتغيرات المستقلة عن طريق المتغير الوسيط (الاستحقاقات الاختيارية) على المتغير التابع (التوزيعات النقدية).

وتظهر نتائج تحليل المسار ما يلي:

(أ) **نتائج تحليل المسار في حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول**: بعد اختبار النموذج السببي الأولي إحصائياً تضمن جميع التأثيرات السابقة باستثناء تأثير متغير (الملكية المؤسسية) على المتغير التابع، كما هو موضح بالجدول رقم (14) والشكل رقم (2). ويوضح الجدول رقم (12) مؤشرات حسن مطابقة جوانب النموذج متضمنة التأثيرات التي يحتوى عليها النموذج، مقرونة بقيم (ت) والخطأ المعياري لتقدير التأثير، والدلالة الإحصائية للتأثير. بصفة عامة، نجد أن نموذج تحليل المسار السببي الموضح بالشكل رقم (2) قد حظي على مؤشرات حسن مطابقة جيدة، كما يوضحها الجدول رقم (12)، حيث إن قيمة كاسي غير دالة إحصائياً، ومؤشر الصدق الزائف المتوقع للنموذج الحالي أقل من نظيره للنموذج المشبع، كما أن قيم بقية المؤشرات وقعت في المدى المثالي لكل مؤشر، مما يدل على مطابقة النموذج الجيدة للبيانات موضع الاختبار.

وتتضمن المؤشرات المستخدمة، على سبيل المثال: مؤشر المطابقة المقارن (Comparative Fit Index 'CFI') (Bentler, 1990)، مؤشر جذر متوسط مربعات البواقي (Standardized Root Mean Square Residual)

(Jöreskog and Sörbom, 1986) (Root-Mean-Square Residual 'SRMR' (Root-Mean-Square Error of Approximation 'RMSEA') متوسط مربع خطأ التقريب (Steiger, 1990). وتجدر الإشارة بصفة عامة إلى أنه لا يوجد إجماع على أية مقاييس يجب تضمينها لتقييم مطابقة النموذج، ورغم ذلك يصف (Thompson, 2000: 270-271) مؤشر المطابقة المقارن (CFI)، ومؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب (RMSEA) بأنهما يعتبران من أكثر المعايير ملاءمة لتقييم جودة مطابقة النموذج، ويؤيد (Hooper et al., 2008) إضافة χ^2 مقسومة على درجات الحرية ('df' Degree of Freedom)، ويظهر جدول رقم (12) المؤشرات المرجعية لمقاييس جودة حسن المطابقة (متضمنة اختبار χ^2 التقليدي)، كذلك يوصى كل من (Boomsma, 2000; Kline, 2005) باستخدام تلك المقاييس.

جدول (12): مؤشرات حسن المطابقة للنموذج السببي (المتغير التابع: نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول)

مستل	اسم المؤشر	قيمة المؤشر	معايير تقييم النماذج	
			النموذج حسن	النموذج مقبول
1	الاختبار الإحصائي χ^2 درجات الحرية (df) مستوى دلالة P (P-Value)	0.04 1	$0 \leq \chi^2 \leq 2df$	$2df < \chi^2 \leq 3df$ $0.01 < P \leq 0.05$
2	نسبة χ^2 / df	0.04	$0 \leq \chi^2 / df \leq 2$	$2 < \chi^2 / df \leq 3$ or 5
3	مؤشر حسن المطابقة (GFI)	1.00	$0.9 < GFI \leq 1$	$0 \leq GFI \leq 0.9$
4	مؤشر حسن المطابقة المعدل (AGFI)	1.00	$0.9 < AGFI \leq 1$	$0 \leq AGFI \leq 0.9$
5	مؤشر جذر متوسط مربعات البواقي (SRMR)	0.004	$RMSR \leq 0.09$	$0 \leq RMSR \leq 0.10$
6	• مؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب (RMSEA) • P-value	0.00	$0 \leq RMSEA \leq 0.05$	$0.05 < RMSEA \leq 0.08$
		0.85	$0.05 < P \leq 1$	
7	• مؤشر الصدق الزائف المتوقع (ECVI) للنموذج الحالي • مؤشر الصدق الزائف المتوقع (ECVI) للنموذج المشيع	0.89	حسن المطابقة	أن تكون قيمة المؤشر للنموذج الحالي أقل من نظيرتها للنموذج المشيع.
		0.90	حسن المطابقة	
8	مؤشر المطابقة المعياري (NFI)	1.00	$0.95 < NFI \leq 1$	$0 \leq NFI \leq 0.95$
9	مؤشر المطابقة غير المعياري (NNFI)	1.53	$NNFI \geq 0.95$	$0 \leq NFI \leq 0.95$
10	مؤشر المطابقة المقارن (CFI)	1.00	$0.95 < CFI \leq 1$	$0 \leq CFI \leq 0.95$
11	مؤشر المطابقة النسبي (RFI)	0.98	$0.95 < RFI \leq 1$	$0 \leq RFI \leq 0.95$

وتعكس قيمة مؤشر الصدق الزائف المتوقع (Expected Cross-Validation Index) 'ECVI' الأقل تبايناً أقل بين القيمة المتوقعة لمؤشر الصدق العام بناء على العينة الحالية، وبذلك مطابقة أفضل للنموذج (Larwin and Harvey, 2012). من ناحية أخرى، يقيس مؤشر المطابقة غير المعياري (Non-normed Fit Index 'NNFI')، يعرف أيضاً بمؤشر (Tucker-Lewis)، التحسن النسبي في المطابقة التي يتم الحصول عليها من نموذج مقترح مقارنة بفرض العدم (Heck and Thomas, 2000: 98)، ونظراً للطبيعة غير المعيارية لمؤشر (NNFI)، فإن قيمة المؤشر يمكن أن تزيد عن الواحد الصحيح (Hooper et al., 2008).

وتظهر نتائج حسن المطابقة قيمة تعادل الواحد الصحيح لمؤشر المطابقة المقارن (CFI)، ويشير (Chau, 1997) إلى أنه في ظل قيمة 0.90 أو أكثر، ينطوى النموذج على حسن مطابقة كافية، ويؤيد (Thompson, 2000; Hooper et al., 2008) معياراً أضيق للمقاييس المشيدة أو المركبة (بمعنى مقاييس الدراسات التجريبية أو الاستقصائية) ليكون 0.95 أو أكثر، ويعتمد الباحث على ذلك المعيار، حيث إن البحث يستخدم بيانات أرشيفية (Archival Data)، والتي تعد بشكل متواصل أكثر تضمناً واحداً للوضوءاء مقارنة بالمقاييس التي يتم الحصول عليها من التجارب أو الاستقصاءات المسيطر عليها، حيث يمكن للمختبر أو المجرى أن يصمم بشكل مباشر كل من عدد ونوعية المقاييس المتبناة. ونظراً لأن قيمة مؤشر (CFI) الموضحة بجدول (12) تعادل الواحد الصحيح، فإن النموذج الحالي ينطوى على حسن مطابقة جيدة.

فيما يتعلق بمؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب (RMSEA)، يشير (Thompson, 2000) إلى أنه في ظل قيمة 0.05 لمؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب (RMSEA)، يعتبر حسن مطابقة النموذج جيد جداً، وأن قيمة أقل من 0.60 تمثل مطابقة مقبولة. وتمثل قيمة (p) لمؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب (RMSEA) اختباراً لفرض العدم بأن (p = 0.05) وتعتمد على توزيع محاكى لقيم (RMSEA)، ويرجح كتاب آخرون أن أية قيمة أقل من 0.08 تعد مقبولة للبيانات الأرشيفية (مثل: Chau, 1997)، وفي ظل اقتراب قيمة مؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب (RMSEA) من 0.05 أو 0.08، فإن ذلك يعد مقياساً مرجعياً لحسن المطابقة، وتشير نتائج الاختبار إلى مستوى غير دال لـ X^2 (Chau, 1997; Thompson, 2000).⁽³³⁾

(33) ربما يبدو مفهوم عدم دلالة X^2 غير مدرك أو غير واضح إحصائياً، حيث يتمثل الاختبار في فرض العدم بأنه لا يوجد نموذج مطابقة أفضل متاح، ومن ثم فإن وجود مطابقة غير دالة تقترح نموذج مطابقة جيد (Barrett, 2007; Hooper et al., 2008). برغم ذلك، فإن اختبار X^2 ينطوى على حساسية كبيرة لحجم العينة

ويجب ملاحظة أنه في حين أن نتيجة اختبار دلالة مرتفعة بديهياً يخيل أنها جيدة، إلا أن العكس يعد صحيحاً في عمل النماذج الهيكلية، حيث يتمثل الهدف في اختبار فرض العدم بأن عدم التحسن في مطابقة النموذج يعد ممكناً، ومن ثم فإن الباحث لا يريد رفض فرض العدم. برغم ذلك، فإن مقياس X^2 يعد مقياساً شديداً حساسية لحجم العينة، ويرى (Brannick, 1995: 205) بأنه "في ظل عينات كبيرة الحجم، يكون من النادر جداً وجود عدم دلالة لقيمة X^2 ".

كذلك، يعد مقياس (SRMR) مؤشراً لمتوسط البواقي المعيارية، بمعنى الفرق بين مصفوفة التباين المتنبأ به ومصفوفة التباين المنظور، وتشير القيم أقل من 0.08 أو 0.09 إلى مطابقة جيدة للبيانات (Hu and Bentler, 1999; Hooper et al., 2008; Eom, 2011). ويظهر جدول (12) أيضاً اختبارات المطابقة، متضمنة حسن المطابقة الأصلية (GFI)، وجودة المطابقة المعدلة (AGFI) مع تضمينها كلها على نفس التفسير مثل مؤشر الجودة المقارن (CFI).

وقد طور (Jöreskog and Sörbom, 1986) مؤشراً لجودة المطابقة (GFI) لنماذج المعادلات البنائية (الهيكلية)، وتتراوح قيمته بين صفر وواحد صحيح، وتشير القيم الكبيرة إلى حسن مطابقة جيدة، ويقترح (Hooper et al., 2008) أن قيمة أكبر من 0.95 تشير إلى مطابقة جيدة للنموذج. بذلك، في ظل قيمة تعادل الواحد الصحيح، فإن النموذج الحالي ينطوي على حسن مطابقة جيدة. ويعد مؤشر حسن المطابقة المعدل تعديلاً لمؤشر حسن المطابقة (GFI) والذي يأخذ في الاعتبار عدد درجات الحرية في النموذج، ويقترح (Hooper et al., 2008) كذلك أن قيمة أكبر من 0.95 تشير إلى مطابقة جيدة للنموذج. مرة أخرى، تعد جودة المطابقة مؤشراً مقبولاً في ظل قيمة تقارب الواحد الصحيح. كذلك، تشير قيمة مؤشر (Normed Fit Index 'NFI') والتي تعادل الواحد الصحيح إلى مطابقة جيدة، حيث يرجح (Hooper et al., 2008) أن قيم أكبر من 0.95 تعكس مطابقة جيدة. أخيراً، يرجح (Hu and Bentler, 1999) توافقات عديدة يمكن استخدامها لتقييم جودة المطابقة، وذلك كما هو موضح بجدول رقم (13)، وبمقارنة نتائج حسن المطابقة للنموذج الحالي والموضحة بجدول رقم (12) نجد أنها تتسق مع المعايير التوافقية لـ (Hu and Bentler, 1999).

(Brannick, 1995: 205)، بمعنى أنه في ظل عينات كبيرة الحجم يكون من النادر وجود عدم دلالة لـ X^2 (2). أحد المداخل المقترحة للتعامل مع تزايد حجم العينة مؤدياً إلى دلالة زائفة هو استخدام مقياس X^2 مقسوماً على درجات الحرية (df)، وتشير القيم أقل من 3 إلى مطابقة جيدة (Chau, 1997)، بينما يرى (Tabachnick and Fidell, 2007) إلى أن القيم أقل من 5 تنطوي على مطابقة مقبولة. ويقع حجم عينة البحث الحالي في تصنيف صغير نسبياً في ضوء معايير نماذج المعادلات البنائية (الهيكلية).

جدول (13): مزيج مؤشرات المطابقة والقواعد التوافقية لها

القواعد التوافقية	مزيج مؤشرات المطابقة
قيمة 0.96 أو أكبر لمؤشر (NNFI) وقيمة 0.09 أو أقل لمؤشر (SRMR)	SRMR، NNFI
قيمة 0.06 أو أقل لمؤشر (RMSEA) وقيمة 0.09 أو أقل لمؤشر (SRMR)	SRMR، RMSEA
قيمة 0.96 أو أكبر لمؤشر (CFI) وقيمة 0.09 أو أقل لمؤشر (SRMR)	SRMR، CFI

(المصدر: "Hooper et al., 2000: 59" نقلا عن "Hu and Bentler, 1999")

وتظهر نتائج تحليل المسار للعلاقات بين متغيرات البحث، وذلك في حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة من إجمالي الأصول، ما يلي:

1- وجود تأثير مباشر موجب إلا أنه غير دال إحصائياً للملكية الإدارية على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الملكية الإدارية ارتفعت نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول ولكن بطريقة غير دالة إحصائياً. كذلك، يلاحظ أن التأثير غير المباشر للملكية الإدارية (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول والتأثير الكلي للملكية الإدارية على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول غير دالين إحصائياً أيضاً. كما أن التأثير المباشر والكلي للملكية الإدارية على الاستحقاقات الاختيارية غير دال إحصائياً. وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين الملكية الإدارية والتوزيعات النقدية مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، بمعنى أن نتائج كل من تحليل الانحدار وتحليل المسار المباشر لا تدعم توقع الفرض الأول.

2- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) للملكية الحكومية على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الملكية الحكومية ارتفعت نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول. بينما يلاحظ أن التأثير غير المباشر للملكية الحكومية (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول غير دال إحصائياً، كما أن التأثير المباشر والكلي للملكية الحكومية على الاستحقاقات الاختيارية غير دال إحصائياً. وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين الملكية الحكومية والتوزيعات النقدية أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع الفرض الثاني.

3- وجود تأثير مباشر وكلي موجب إلا أنه غير دال إحصائياً للملكية المؤسسية على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الملكية المؤسسية ارتفعت نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول ولكن بطريقة غير دالة إحصائياً. بينما يلاحظ أن التأثير غير

المباشر للملكية المؤسسية (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول صفري وغير دال إحصائياً وتدعم تلك النتيجة ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار بعدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، وبذلك يتم رفض الفرض الثالث.

جدول (14): التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية التي يحتوى عليها نموذج تحليل المسار السببي، مقرونة بقيم (ت) والخطأ المعياري لتقدير التأثير، والدلالة الإحصائية للتأثير، وذلك في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالي الأصول

مسلسل	المتغير المؤثر	نوع التأثير	المتغير المتأثر					
			نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول			الاستحقاقات الاختيارية		
			التأثير	خ	قيمة (ت)	التأثير	خ	قيمة (ت)
1	الملكية الإدارية	مباشر	0.18	0.10	1.86	0.05	0.11	0.46
		غير مباشر	-0.02	0.04	0.46			
		كلي	0.16	0.10	1.55	0.05	0.11	0.46
2	الملكية الحكومية	مباشر	0.43	0.10	4.28**	-0.01	0.11	0.06
		غير مباشر	0.003	0.04	0.06			
		كلي	0.43	0.11	3.99**	-0.01	0.11	0.06
3	الملكية المؤسسية	مباشر	0.17	0.09	1.85			
		كلي	0.17	0.09	1.85			
4	حجم مجلس الإدارة	مباشر	0.27	0.10	2.75*	0.05	0.11	0.45
		غير مباشر	-0.02	0.04	0.45			
		كلي	0.25	0.11	2.37*	0.05	0.11	0.45
5	مجلس استقلالية الإدارة	مباشر	-0.37	0.10	3.52**	-0.33	0.11	2.99**
		غير مباشر	0.12	0.05	2.31*			
		كلي	-0.25	0.11	2.32*	-0.33	0.11	2.99**
6	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	مباشر	0.45	0.10	4.35**	0.35	0.11	3.14**
		غير مباشر	-0.13	0.05	2.38*			
		كلي	0.32	0.11	3.09**	0.35	0.11	3.14**
7	الاستحقاقات الاختيارية	كلي	-0.36	0.10	3.66**			

خ = الخطأ المعياري لتقدير التأثير * دال عند مستوى (0.05) ** دال عند مستوى (0.01)

4- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.05) لحجم مجلس الإدارة على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما ارتفع حجم مجلس الإدارة ارتفعت نسبة

التوزيعات إلى إجمالي الأصول. أما التأثير غير المباشر لحجم مجلس الإدارة (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول فهو غير دال إحصائياً. كما أن التأثير المباشر والكلي لحجم مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية غير دال إحصائياً. وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين حجم المجلس والتوزيعات النقدية أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع الفرض الرابع.

5- وجود تأثير مباشر وكلي سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01، 0.05 على التوالي) لاستقلالية مجلس الإدارة على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما ارتفعت استقلالية مجلس الإدارة انخفضت نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول. أما التأثير غير المباشر لاستقلالية مجلس الإدارة (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول فهو موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.05)، بينما نجد أن التأثير المباشر والكلي لاستقلالية مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية تأثير سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01). وعلى خلاف ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار من عدم وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، فإن نتيجة التأثير المباشر تدعم صحة توقع الفرض الخامس، حيث يظهر جدول رقم (14) قيم المعاملات المعيارية، ويشير معامل المسار السالب (-0.37) من استقلالية مجلس الإدارة إلى نسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالي الأصول على أن وحدة معيارية واحدة انخفاض في استقلالية مجلس الإدارة ينجم عنها زيادة (0.37) في الانحراف المعياري للتوزيعات النقدية، ويدعم ذلك من دلالة الأثر المباشر السالب لاستقلالية مجلس الإدارة على نسبة التوزيعات النقدية، وبذلك تؤكد تلك النتيجة صحة توقع الفرض الخامس.

وتظهر نتائج تحليل المسار أن هناك تأثيراً غير مباشر دالاً للاستحقاقات الاختيارية على العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول، وذلك بسبب: (1) وجود تأثير سالب لاستقلالية مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية، بمعنى أنه كلما زادت (انخفضت) الاستقلالية، انخفضت (زادت) الاستحقاقات الاختيارية، ومن ثم زادت (انخفضت) جودة الأرباح. (2) وجود تأثير سالب للاستحقاقات الاختيارية على التوزيعات النقدية، أي أنه كلما زادت (انخفضت) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفضت (زادت) جودة الأرباح، انخفضت (زادت) التوزيعات النقدية. (3) أن التأثير غير المباشر الموجب للاستحقاقات الاختيارية يعني أنه كلما زادت (انخفضت) استقلالية مجلس الإدارة، زادت (انخفضت) التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول. وتدعم تلك النتيجة فرض نموذج الناتج، بأنه في ظل وجود حوكمة قوية (استقلالية أكبر

لمجلس الإدارة) تزيد نسبة التوزيعات النقدية المدفوعة. برغم ذلك، ما زال التأثير الكلي سالباً، كما تم التوصل إليه في ظل تحليل الانحدار، ومدعماً بذلك لفرض النموذج البديل. وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الثامن عشر.

وبالرجوع إلى جدول رقم (14) نلاحظ أن الأثر غير المباشر يتشكل من: (1) تأثير المسار المباشر السالب لاستقلالية مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية (معامل المسار = -0.33) وذو دلالة، بمعنى أن زيادة استقلالية مجلس الإدارة تخفض من الاستحقاقات الاختيارية وتزيد من جودة الأرباح، ويتسق ذلك مع الفرض الحادي عشر. (2) تأثير المسار المباشر السالب للاستحقاقات الاختيارية على التوزيعات النقدية (معامل المسار = -0.36) وذو دلالة، بمعنى أن زيادة (انخفاض) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفاض (زيادة) جودة الأرباح، تخفض (تزيد) التوزيعات النقدية، ويدعم ذلك الفرض الثالث عشر. ودمج المسارين معاً، يكون لدينا تأثير موجب يعادل (-0.36 × -0.33) أي 0.12 وذو دلالة، ويدعم ذلك الفرض الثامن عشر، ويخفض معامل المسار غير المباشر ذلك من التأثير المباشر السالب من استقلالية مجلس الإدارة إلى التوزيعات النقدية بنسبة 32% تقريباً ($0.37 \div 0.12 = 0.3243$). ويمكن اعتبار هذه النسبة كتأثير تعويضي لجودة الأرباح على زيادة التوزيعات النقدية في ظل انخفاض استقلالية مجلس الإدارة، ومن ثم تمثل مقياساً محتملاً لقيمة جودة الأرباح في ظل هذا الموقف، وأن ذلك يعد تدعيماً لفرض نموذج الناتج. برغم ذلك، نلاحظ أن صافي التأثير الكلي السالب لاستقلالية مجلس الإدارة على التوزيعات النقدية ما زال ينطوي على دعم لفرض النموذج البديل بشكل دال. بمعنى آخر، تشير تلك النتيجة إلى أن التأثير السالب لاستقلالية مجلس الإدارة على التوزيعات يكون أقل في الشركات ذات جودة أرباح عالية عنه في الشركات ذات جودة أرباح منخفضة، أي أن تأثير استقلالية مجلس الإدارة على التوزيعات النقدية يكون أقل في ظل زيادة جودة الأرباح.

6- وجود تأثير مباشر موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما ارتفعت ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ارتفعت نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول. أما التأثير غير المباشر لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول فهو سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.05)، في حين أن التأثير الكلي لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول فهو تأثير موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.05). بينما تشير النتائج إلى أن التأثير المباشر والكلي لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على الاستحقاقات الاختيارية تأثير موجب ودال

إحصائياً (عند مستوى 0.01). وعلى خلاف ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار من عدم وجود علاقة دالة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، فإن نتيجة التأثير المباشر بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والاستحقاقات الاختيارية تدعم صحة توقع الفرض السادس.

وتظهر نتائج تحليل المسار أن هناك تأثير غير مباشر دال للاستحقاقات الاختيارية على العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول، وذلك بسبب: (1) وجود تأثير موجب للازدواجية على الاستحقاقات الاختيارية، بمعنى أنه كلما زادت (انخفضت) الازدواجية، زادت (انخفضت) الاستحقاقات الاختيارية، ومن ثم انخفضت (زادت) جودة الأرباح. (2) وجود تأثير سالب للاستحقاقات الاختيارية على التوزيعات النقدية، أي أنه كلما زادت (انخفضت) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفضت (زادت) جودة الأرباح، انخفضت (زادت) التوزيعات النقدية. (3) أن التأثير غير المباشر للاستحقاقات الاختيارية يعني أنه كلما زادت (انخفضت) ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، انخفضت (زادت) التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول، وتدعم تلك النتيجة فرض نموذج الناتج، بأنه في ظل وجود حوكمة قوية (عدم ازدواجية لدور المدير التنفيذي الأول) تزيد نسبة التوزيعات النقدية المدفوعة. برغم ذلك، ما زال التأثير الكلي موجباً، كما تم التوصل إليه في ظل تحليل الانحدار، مدعماً لفرض النموذج البديل. وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض التاسع عشر.

وبالرجوع إلى جدول رقم (14) نلاحظ أن الأثر غير المباشر يتشكل من: (1) تأثير المسار المباشر الموجب لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على الاستحقاقات الاختيارية (معامل المسار = 0.35) وذو دلالة، بمعنى أن زيادة (انخفاض) ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول تزيد (تخفض) من الاستحقاقات الاختيارية، تخفض (تزيد) من جودة الأرباح، ويدعم ذلك توقع الفرض الثاني عشر، (2) تأثير المسار المباشر السالب للاستحقاقات الاختيارية على التوزيعات النقدية (معامل المسار = -0.36) وذو دلالة، بمعنى أن زيادة (انخفاض) الاستحقاقات الاختيارية، انخفاض (زيادة) جودة الأرباح يخفض (يزيد) التوزيعات النقدية، ويدعم ذلك الفرض الثالث عشر. وبدمج المسارين معاً، يكون لدينا تأثير سالب يعادل (-0.36 × 0.35) أي -0.13 وذو دلالة، ويدعم ذلك الفرض التاسع عشر، ويخفض معامل المسار غير المباشر ذلك من التأثير المباشر الموجب من ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول إلى التوزيعات النقدية بنسبة 29% تقريباً (0.13 ÷ 0.45 = 0.2888). ويمكن اعتبار هذه النسبة كتأثير تعويضي لجودة الأرباح على زيادة التوزيعات النقدية في ظل ارتفاع ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، ومن ثم تمثل مقياساً محتملاً لقيمة جودة الأرباح في

ظل هذا الموقف، وأن ذلك يعد تدعيماً لفرض نموذج الناتج. برغم ذلك، نلاحظ أن صافى التأثير الكلي الموجب لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على التوزيعات النقدية ما زال ينطوى على دعم لفرض النموذج البديل بشكل دال.⁽³⁴⁾ وتشير تلك النتيجة إلى أن التأثير الموجب لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على التوزيعات يكون أقل في الشركات ذات جودة أرباح عالية عنه في الشركات ذات جودة أرباح منخفضة، أي أن تأثير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على التوزيعات النقدية يكون أقل في ظل زيادة جودة الأرباح.

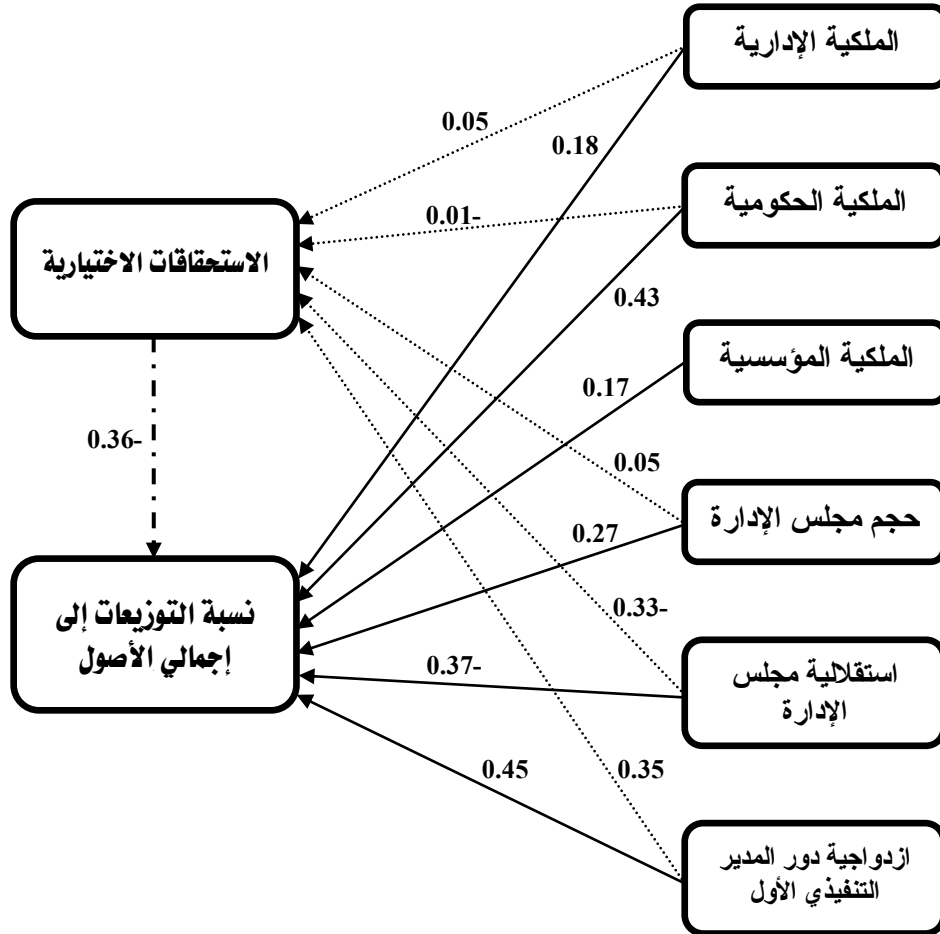
7- وجود تأثير كلي سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) للاستحقاقات الاختيارية على نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول، أي أنه كلما زادت (انخفضت) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفضت (زادت) جودة الأرباح، انخفضت (زادت) نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول. وتتسق نتيجة التأثير الكلي للاستحقاقات الاختيارية في تحليل المسار أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع الفرض الثالث عشر.

وفي ضوء النتائج السابقة من تحليل المسار، يتضح وجود تأثير دال للاستحقاقات الاختيارية على علاقة آليات حوكمة الشركات بالتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول فيما يتعلق باستقلالية مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، ويعد ذلك دليلاً اختبارياً على صحة توقع الفرضين الثامن عشر والتاسع عشر، بينما يتبين عدم وجود تأثير دال للاستحقاقات الاختيارية على علاقة آليات حوكمة الشركات بالتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول فيما يتعلق بهيكل الملكية (إدارية، حكومية، ومؤسسية) وكذلك لحجم مجلس الإدارة، وبذلك لا تؤيد تلك النتائج الفروض: الرابع عشر، الخامس عشر، السادس عشر، والسابع عشر.

وفي ضوء نتائج تحليل المسار للعلاقات بين متغيرات البحث والموضحة بجدول رقم (14) وذلك في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالي الأصول، يمكن تمثيل تلك العلاقات من خلال نموذج المسار الموضح بالشكل رقم (2).

(34) تظهر نسب تأثير المسارات غير المباشر (غير الدالة) على علاقة آليات حوكمة الشركات بالتوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول ما يلي: نسبة التأثير السالب للملكية الإدارية 11.11%، نسبة التأثير الموجب للملكية الحكومية 0.70%، نسبة تأثير الملكية المؤسسية 0.0%، ونسبة التأثير السالب لحجم مجلس الإدارة 7.41%.

شكل (2): نموذج تحليل المسار السببي بين متغيرات البحث (المتغير التابع: نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول)



ومن الجدول رقم (14) والشكل رقم (2) يمكن صياغة معادلات المسار البنائية في الصور الآتية: (35)

$$\text{نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول} = 0.36 - (\text{الاستحقاقات الاختيارية}) + 0.18 (\text{الملكية الإدارية}) + 0.43 (\text{الملكية الحكومية}) + 0.17 (\text{الملكية المؤسسية}) + 0.27 (\text{حجم مجلس الإدارة}) - 0.37 (\text{استقلالية مجلس الإدارة}) + 0.45 (\text{ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول}) \dots (9)$$

(35) تحتوي معادلات المسار على التأثيرات المباشرة للمتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة والوسيط (نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول والاستحقاقات الاختيارية)، وتحتوي كذلك على التأثيرات الكلية فقط للمتغيرات الوسيطة والتابعة (الاستحقاقات الاختيارية ونسبة التوزيعات إلى إجمالي الأصول) على بعضها البعض.

الاستحقاقات الاختيارية = 0.05 (الملكية الإدارية) - 0.01 (الملكية الحكومية) + 0.05 (حجم مجلس الإدارة) - 0.33 (استقلالية مجلس الإدارة) + 0.35 (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) (10)

(ب) نتائج تحليل المسار في حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية:

يوضح الشكل رقم (3) النموذج السببي الذي يحتوي على نفس المتغيرات المستقلة ونفس المتغير الوسيط مع المتغير التابع (نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية). وقد حظي نموذج تحليل المسار السببي الموضح بالشكل رقم (3) كذلك كما هو الحال في النموذج الأول على مؤشرات حسن مطابقة جيدة، حيث تقع قيم المؤشرات في المدى المثالي لكل مؤشر، مما يدل على مطابقة النموذج الجيدة للبيانات موضع الاختبار. وتظهر نتائج تحليل المسار الموضحة بجدول رقم (15) ما يلي:

1- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01، 0.05 على التوالي) للملكية الإدارية على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الملكية الإدارية ارتفعت نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. أما التأثير غير المباشر للملكية الإدارية (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية فهو غير دال إحصائياً، كما أن التأثير المباشر والكلية للملكية الإدارية على الاستحقاقات الاختيارية غير دال إحصائياً.

وعلى خلاف ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار من عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية ونسب التوزيعات النقدية وأيضاً في نموذج تحليل المسار الأول في ظل قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالي الأصول، فإن نتيجة التأثير المباشر تدعم صحة توقع الفرض الأول، أي بوجود تأثير للملكية الإدارية على التوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية، ويتسق ذلك مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة بأن الشركات في ظل تزايد الملكية الإدارية تقوم بدفع توزيعات أكبر (مثل: John and Knyazeva, 2006). وربما تقترح تلك النتيجة أيضاً أن الملكية الإدارية من المحتمل أن تحد من مشاكل الوكالة في الشركات ذات فرص استثمارية أقل أو زيادة في التدفق النقدي الحر، وربما يتسق ذلك أيضاً مع فرض تقارب المصالح لنظرية الوكالة التقليدية، وتشير العلاقة الموجبة كذلك إلى وجود علاقة تكاملية بين الملكية الإدارية والتوزيعات النقدية المدفوعة.

أخيراً، لا تدعم نتيجة المسار غير المباشر صحة توقع الفرض الرابع عشر بأنه يوجد تأثير لجودة الأرباح على علاقة الملكية الإدارية بالتوزيعات النقدية.

جدول (15): التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والتأثيرات الكلية التي يحتوى عليها نموذج تحليل المسار السببي، مقرونة بقيم (ت) والخطأ المعياري لتقدير التأثير، والدلالة الإحصائية للتأثير، وذلك في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى حقوق الملكية

مسلسل	المتغير المؤثر	نوع التأثير	المتغير المتأثر		
			نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية		
			التأثير	خ	قيمة (ت)
1	الملكية الإدارية	مباشر	0.21	0.06	3.47**
		غير مباشر	-0.02	0.04	0.46
		كلي	0.19	0.08	2.30*
2	الملكية الحكومية	مباشر	0.52	0.06	8.08**
		غير مباشر	0.004	0.06	0.06
		كلي	0.52	0.09	6.09**
3	الملكية المؤسسية	مباشر	0.27	0.06	4.56**
		كلي	0.27	0.06	4.56**
		مباشر	0.41	0.06	6.47**
4	حجم مجلس الإدارة	غير مباشر	-0.03	0.06	0.45
		كلي	0.38	0.08	4.55**
		مباشر	-0.62	0.07	9.26**
5	استقلالية مجلس الإدارة	غير مباشر	0.17	0.06	2.80**
		كلي	-0.45	0.08	5.36**
		مباشر	0.64	0.07	9.58**
6	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	غير مباشر	-0.18	0.06	2.92**
		كلي	0.46	0.08	5.56**
		مباشر	-0.50	0.06	7.93**
7	الاستحقاقات الاختيارية	كلي	-0.50	0.06	7.93**

خ = الخطأ المعياري لتقدير التأثير * دال عند مستوى (0.05) ** دال عند مستوى (0.01)

2- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) للملكية الحكومية على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الملكية الحكومية ارتفعت نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. أما التأثير غير المباشر للملكية الحكومية (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية فهو تأثير غير دال إحصائياً، كما أن التأثير المباشر والكلي للملكية الحكومية على الاستحقاقات الاختيارية غير دال إحصائياً. وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين الملكية الحكومية والتوزيعات النقدية أيضاً مع

ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع **الفرض الثاني**. بينما لا تدعم نتيجة المسار غير المباشر صحة توقع **الفرض الخامس عشر** بأنه يوجد تأثير لجودة الأرباح على علاقة الملكية الحكومية بالتوزيعات النقدية.

3- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) للملكية المؤسسية على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الملكية المؤسسية ارتفعت نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. أما التأثير غير المباشر للملكية المؤسسية (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية فهو تأثير صفري وغير دال إحصائياً. وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين الملكية المؤسسية والتوزيعات النقدية أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع **الفرض الثالث**. بينما لا تدعم نتيجة المسار غير المباشر صحة توقع **الفرض السادس عشر** بأنه يوجد تأثير لجودة الأرباح على علاقة الملكية المؤسسية بالتوزيعات النقدية.

4- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) لحجم مجلس الإدارة على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفع حجم مجلس الإدارة ارتفعت نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. بينما التأثير غير المباشر لحجم مجلس الإدارة (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية فهو غير دال إحصائياً، كما أن التأثير المباشر والكلية لحجم مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية غير دال إحصائياً. وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين حجم المجلس والتوزيعات النقدية أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع **الفرض الرابع**. بينما لا تدعم نتيجة المسار غير المباشر صحة توقع **الفرض السابع عشر** بأنه يوجد تأثير لجودة الأرباح على علاقة حجم مجلس الإدارة بالتوزيعات النقدية.

5- وجود تأثير مباشر وكلي سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) لاستقلالية مجلس الإدارة على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفعت استقلالية مجلس الإدارة انخفضت نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. أما التأثير غير المباشر لاستقلالية مجلس الإدارة (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية فهو موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01)، بينما التأثير المباشر والكلية لاستقلالية مجلس الإدارة على الاستحقاقات الاختيارية تأثير سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01). وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتوزيعات النقدية أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع **الفرض الخامس**. وتدعم تلك النتيجة

كذلك صحة توقع **الفرض الثامن عشر**، حيث تتطابق مع ما تم التوصل إليه في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالي الأصول. وتجدر الإشارة كذلك إلى أن معامل المسار غير المباشر الموجب يخفض من التأثير المباشر السالب لاستقلالية مجلس الإدارة على التوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية بنسبة 27.4% تقريباً ($0.17 \div 0.62 = 0.274$).

6- وجود تأثير مباشر وكلي موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفعت ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ارتفعت نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. أما التأثير غير المباشر لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (عن طريق المتغير الوسيط: الاستحقاقات الاختيارية) على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية فهو سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01)، بينما التأثير المباشر والكلي لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على الاستحقاقات الاختيارية فهو تأثير موجب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01). وتتسق نتيجة التأثير المباشر للعلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والتوزيعات النقدية أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع **الفرض السادس**. وتدعم تلك النتيجة كذلك صحة توقع **الفرض التاسع عشر**، حيث تتطابق مع ما تم التوصل إليه في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالي الأصول. وتجدر الإشارة كذلك إلى أن معامل المسار غير المباشر السالب يخفض من التأثير المباشر الموجب لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على التوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية بنسبة 28.13% تقريباً ($0.18 \div 0.64 = 0.28125$).⁽³⁶⁾

7- وجود تأثير كلي سالب ودال إحصائياً (عند مستوى 0.01) للاستحقاقات الاختيارية على نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية، أي أنه كلما زادت (انخفضت) الاستحقاقات الاختيارية، انخفضت (زادت) جودة الأرباح، انخفضت (زادت) نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية. وتتسق نتيجة التأثير الكلي للاستحقاقات الاختيارية في تحليل المسار أيضاً مع ما تم التوصل إليه في تحليل الانحدار، وتعد كذلك تدعيماً لتوقع **الفرض الثالث عشر**.

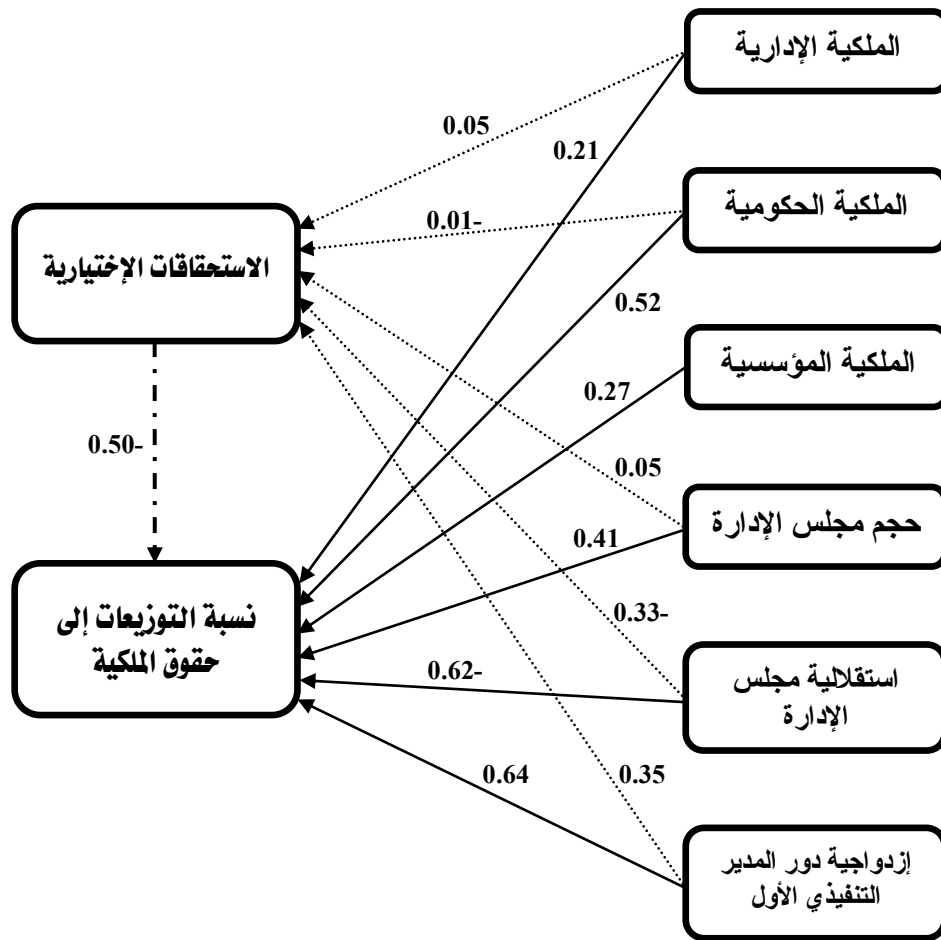
وفي ضوء النتائج السابقة من تحليل المسار، يتضح وجود تأثير دال للاستحقاقات الاختيارية على علاقة آليات حوكمة الشركات بالتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية فيما يتعلق باستقلالية مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، ويعد ذلك دليلاً اختبارياً على صحة توقع

(36) تظهر نسب تأثير المسارات غير المباشر (غير الدالة) على علاقة آليات حوكمة الشركات بالتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية ما يلي: نسبة التأثير السالب للملكية الإدارية 9.52%، نسبة التأثير الموجب للملكية الحكومية 1.0%، نسبة تأثير الملكية المؤسسية 0.0%، ونسبة التأثير السالب لحجم مجلس الإدارة 7.32%.

الفرضين الثامن عشر والتاسع عشر، بينما يتبين عدم وجود تأثير دال للاستحقاقات الاختيارية على علاقة آليات حوكمة الشركات بالتوزيعات النقدية كنسبة إلى حقوق الملكية فيما يتعلق بهيكل الملكية (إدارية، حكومية، ومؤسسية) وكذلك لحجم مجلس الإدارة، وبذلك لا تؤيد تلك النتائج الفروض: الرابع عشر، الخامس عشر، السادس عشر، والسابع عشر، وتتطابق تلك النتائج مع نتائج نموذج تحليل المسار الأول في حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول.

وفي ضوء نتائج تحليل المسار للعلاقات بين متغيرات البحث والموضحة بجدول رقم (15) وذلك في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى حقوق الملكية، يمكن تمثيل تلك العلاقات من خلال نموذج المسار الموضح بالشكل رقم (3).

شكل (3): نموذج تحليل المسار السببي بين متغيرات البحث (المتغير التابع: نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية)



ومن الشكل رقم (3) والجدول رقم (15) يمكن صياغة معادلات المسار البنائية في الصور الآتية:

نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية = - 0.50 (الاستحقاقات الاختيارية) + 0.21 (الملكية الإدارية) + 0.52 (الملكية الحكومية) + 0.27 (الملكية المؤسسية) + 0.41 (حجم مجلس الإدارة) - 0.62 (استقلالية مجلس الإدارة) + 0.64 (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) (11)

الاستحقاقات الاختيارية = 0.05 (الملكية الإدارية) - 0.01 (الملكية الحكومية) + 0.05 (حجم مجلس الإدارة) - 0.33 (استقلالية مجلس الإدارة) + 0.35 (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) (12)

ويلاحظ أن المعادلة رقم (12) هي نفسها المعادلة رقم (10) لأن كل منهما يعرض تأثيرات المتغيرات المستقلة على نفس المتغير الوسيط (الاستحقاقات الاختيارية). كما يلاحظ أن بعض التأثيرات المباشرة للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع (نسب التوزيعات) كانت موجبة بينما التأثيرات غير المباشرة لنفس المتغير على المتغير التابع كانت سالبة (والعكس صحيح)، ويرجع ذلك إلى أن تأثير المتغير الوسيط (الاستحقاقات الاختيارية) على المتغير التابع تأثير سالب.

رابعاً: تحليلات إضافية:

اختبار أثر التوزيعات النقدية كمتغير مستقل على جودة الأرباح:

يمكن اختبار ما إذا كان دفع التوزيعات (كمتغير مستقل) على علاقة بجودة الأرباح (كمتغير تابع)، ويتفق ذلك مع العديد من الدراسات السابقة (مثل: Tong and Miao, 2011)، لذلك يبنى نموذج الانحدار على أن الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح دالة في التوزيعات النقدية، وذلك من خلال العلاقة الآتية:

$$\text{الاستحقاقات الاختيارية} = \text{د} (\text{التوزيعات النقدية} + \text{المتغيرات الضابطة})$$

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار في هذه الحالة على النحو الآتي (معادلة رقم "13"):

$$\text{DACC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIVID}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (13)$$

وتظهر نتائج تحليل الانحدار للنموذج السابق (معادلة رقم "13") ما يلي:

1- فى حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالى الأصول:

تظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم (16) وجود علاقة سالبة وذات دلالة عند مستوى (0.05) بين نسبة التوزيعات إلى إجمالى الأصول والاستحقاقات الاختيارية، أي أنه كلما انخفضت (زادت) نسبة التوزيعات إلى إجمالى الأصول، زادت (انخفضت) الاستحقاقات الاختيارية، أي انخفضت (زادت) جودة الأرباح. ويفسر ذلك بأن التوزيعات تحد من ممارسات إدارة الأرباح فى الشركات المساهمة المصرية.

جدول (16): نتائج الانحدار لمتغيرات التوزيعات النقدية (كنسبة إلى إجمالى الأصول) والاستحقاقات الاختيارية

معامل التباين (VIF) التضخمي	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.010	2.646	.126		ثابت الانحدار
1.879	.047**	-2.013	.171	-.271	نسبة التوزيعات إلى إجمالى الأصول
1.928	.000***	3.920	.100	.535	ربحية الشركة
1.126	.069*	1.843	.042	.192	الرفع المالى للشركة
1.028	.019**	-2.389	.014	-.238	حجم الشركة
1.031	.480	-.710	.000	-.071	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن ($p < 0.01$)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن ($p < 0.05$)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن ($p < 0.10$)					
معامل التحديد (R^2) = 0.217			المعدلة = 0.169		
قيمة F = 4.498			دلالة F = 0.001		
نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.756			حجم العينة (N) = 87		

وتشير النتائج الموضحة بالجدول السابق (رقم "16") إلى أن هناك علاقة موجبة ودالة بين ربحية الشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.01)، وكذلك توجد علاقة موجبة ودالة بين الرفع المالى للشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.10)، بينما توجد علاقة سالبة ودالة بين حجم الشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.05).

2- فى حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى حقوق الملكية:

تتنسق نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم (17) مع ما تم التوصل إليه فى حالة قياس التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالى الأصول، حيث توجد علاقة سالبة وذات دلالة، ولكن عند مستوى (0.10)، بين نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية والاستحقاقات الاختيارية.

جدول (17): نتائج الانحدار لمتغيرات التوزيعات النقدية (كنسبة إلى حقوق الملكية) والاستحقاقات الاختيارية

معامل التباين (التضخمي VIF)	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المستقلة
	قيمة (p)	قيمة (t)			
	.018	2.413	.127		ثابت الانحدار
1.385	.061*	-1.898	.098	-.220	نسبة التوزيعات إلى حقوق الملكية
1.482	.000***	3.919	.088	.470	ربحية الشركة
1.170	.024**	2.295	.043	.245	الرفع المالي للشركة
1.050	.030**	-2.211	.014	-.223	حجم الشركة
1.032	.454	-752	.000	-.075	نمو الشركة
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن ($p < 0.01$)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن ($p < 0.05$)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن ($p < 0.10$)					
معامل التحديد (R^2) = 0.213			المعدلة = R^2 = 0.165		
قيمة F = 4.389			دلالة F = 0.001		
نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.745			حجم العينة (N) = 87		

وتشير النتائج الموضحة بالجدول السابق (رقم "17") إلى أن هناك علاقة موجبة ودالة بين ربحية الشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.01)، وكذلك توجد علاقة موجبة ودالة بين الرفع المالي للشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.05)، بينما توجد علاقة سالبة ودالة بين حجم الشركة والاستحقاقات الاختيارية عند مستوى (0.05)، وأخيراً لا توجد علاقة دالة بين معدل نمو الشركة والاستحقاقات الاختيارية كما هو الحال في حالة قياس التوزيعات كنسبة إلى إجمالي الأصول.

القسم الخامس

خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

خلاصة البحث:

يمكن لحملة الأسهم والاقتصاد ككل أن يستفيدوا من سياسة التوزيعات إذا ما نظر مجلس الإدارة بعناية أكثر إليها بوصفها جزءاً متكاملاً من استراتيجية الشركة ككل وإعطاء اهتمام أكثر لمصلحة المساهمين بدلاً من سعيهم نحو تحقيق مصلحتهم الذاتية. لذلك، فإنه من الضروري معرفة محركات التوزيعات النقدية في الشركات المساهمة في مصر كأحد الأسواق النامية. ويهدف البحث إلى دراسة التأثيرات المباشرة لحوكمة الشركة على سياسة التوزيعات النقدية واختبارها في الشركات المساهمة المصرية، وكذلك دراسة التأثيرات غير المباشرة لحوكمة الشركة على سياسة التوزيعات النقدية واختبارها، وذلك بدراسة التأثير الوسيط لجودة الأرباح على العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات النقدية. وقد اعتمد الباحث على عينة من 87 شركة مساهمة مصرية مقيدة بسوق الأوراق المالية خلال عام 2009 لاختبار فروض البحث. ويتضمن هيكل الملكية: الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، بينما يتضمن تكوين مجلس الإدارة: حجم المجلس، استقلالية المجلس، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول كآليات لحوكمة الشركات. وقد استخدم الباحث مقياسين للتوزيعات النقدية وهما التوزيعات النقدية كنسبة إلى إجمالي الأصول، والتوزيعات النقدية كنسبة إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وأخيراً اعتمد الباحث على الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح. وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد وتحليل المسار، تشير النتائج إلى وجود علاقة دالة بين الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، وتكوين مجلس الإدارة، متضمناً حجم المجلس، استقلالية المجلس، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، كآليات لحوكمة الشركة، والتوزيعات النقدية. كذلك توصل البحث إلى وجود علاقة دالة بين استقلالية المجلس وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، كآليات لحوكمة الشركة، والاستحقاقات الاختيارية. وتشير النتائج أيضاً إلى وجود علاقة سالبة ودالة بين الاستحقاقات الاختيارية والتوزيعات النقدية. وتتمثل نتيجة البحث المهمة في وجود تأثيرات وسيطة، حيث إن الاستحقاقات الاختيارية تتطوى على تأثير ذي دلالة على العلاقة بين كل من استقلالية المجلس وازدواجية دور المدير التنفيذي والتوزيعات النقدية، حيث يوجد تأثير غير مباشر دال موجب وسالب، على التوالي، بذلك وجود انخفاض في التأثير المباشر السالب والموجب على التوالي لكل من المتغيرين على التوزيعات النقدية. أخيراً يوفر البحث دليلاً جديداً على أن جودة الأرباح يمكن أن تلعب دوراً مهماً في علاقة حوكمة الشركات بسياسة

التوزيعات، كما يسهم البحث الحالى فى استجلاء العلاقة بين حوكمة الشركات ومدفوعات التوزيعات وتحسين فهمنا عن محركات ودوافع قيام الشركات بدفع توزيعات للمساهمين فيها.

الدراسات المستقبلية:

فى ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلى:

- 1- دراسة عن علاقة اتجاه إدارة الأرباح بالتغيرات فى التوزيعات النقدية، بمعنى دراسة ما إذا كانت التغيرات فى التوزيعات تتبع بتغيرات فى الأرباح وأثر ذلك على رد فعل السوق.
- 2- استخدام مقاييس أخرى لمتغيرات البحث، على سبيل المثال:
 - أ- دراسة دور آليات رقابية أخرى للحكومة، مثل: فعالية لجنة المراجعة، دور وجود ملكيات كبيرة على المستوى الفردي أو على المستوى العائلي نظراً لشيوع تلك الملكيات فى مصر. كذلك، استخدام مقياس شامل، أي مؤشر لجودة تطبيق الحوكمة.
 - ب- استخدام مقاييس أخرى لجودة الأرباح، مثل: جودة الاستحقاقات، استمرارية الأرباح، القابلية للتنبؤ بالأرباح، والدلالة القيمة للأرباح.
 - ج- استخدام مقاييس أخرى للتوزيعات، مثل: توزيعات الأسهم، وإعادة شراء الأسهم.
- 3- إجراء دراسة مقارنة بين سياسة التوزيعات فى كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.
- 4- إجراء دراسات مقارنة على المستوى الدولي عن أثر الحماية القانونية للمستثمرين فى الدول المختلفة على سياسة التوزيعات.
- 5- أحد حدود هذا البحث هو استخدام بيانات عن عام واحد، لذلك يمكن توسيع حجم العينة من خلال زيادة المدى الزمني للدراسة، ومن ثم زيادة عدد المشاهدات.

مراجع البحث:

أولاً: المراجع العربية:

- أبو سالم، سيد سالم محمد (2012)، *العلاقة بين مستوى تطبيق آليات حوكمة الشركات وإدارة الدخل: دراسة اختبارية*، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- عفيفى، هلال عبد الفتاح (2008)، *"العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختيارى فى التقارير السنوية: دراسة اختبارية فى البيئة المصرية"*، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول: 429-498.
- عفيفى، هلال عبد الفتاح (2011)، *"العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح - دراسة اختبارية فى البيئة المصرية"*، *المجلة العلمية: التجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد الثانى، العدد الثانى: 159-243.

عفيفى، هلال عبد الفتاح (2013)، "أثر تركيز الملكية الفردية والحكومية على إدارة الأرباح فى القطاعين الخاص والعام: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد السابع والثلاثون، العدد الرابع: 27-148.
مركز المشروعات الدولية الخاصة 'CIPE' (2006)، *دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية*.
Available at: <http://www.hawkama.net/files/pdf/book8.pdf>

الهيئة العامة لسوق المال، *معايير المحاسبة المصرية*.
Available at: http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/efsa2_merge_account/efsa2_merge_account.htm

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Abdelsalam, O., A. El-Masry, and S. Elsegni. 2008. Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: Further evidence from CASE 50. *Managerial Finance* 34 (12): 953-964.
- Aboody, D., J. Hughes, and J. Liu. 2005. Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 43 (5): 651-673.
- Adjaoud, F., and W. Ben-Amar. 2010. Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting* 37 (5-6): 648-667.
- Agrawal, A., and C. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.
- Aivazian, V. et al. 2006. Dividend smoothing and debt ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (2): 439-453.
- Aivazian, V., L. Booth, and S. Cleary. 2003. Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management* 13 (2): 101-121.
- Al-Fayoumi, N., B. Abuzayed, and D. Alexander. 2010. Ownership structure and earnings management in emerging markets: The case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics* 38: 28-47.
- Ali, S., N. Salleh, and M. Hassan. 2008. Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: The size effect. *Asian Journal of Business and Accounting* 1 (2): 89-116.
- Allen, F., and R. Michaely. 2003. Payout Policy. In G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz (eds.), *Handbook of Economics of Finance*. North-Holland, Amsterdam.
- Al-Najjar, B., and K. Hussainey. 2009. The association between dividend payout and outside directorships. *Journal of Applied Accounting Research* 10 (1): 4-19.

- Alves, S. 2012. Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting Business and Finance Journal* 6 (1): 57-74.
- Ambarish, R., K. John, and J. Williams. 1987. Efficient signaling with dividends and investments. *Journal of Finance* 42 (2): 321-344.
- Amidu, M., and J. Abor. 2006. Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance* 7 (2): 136-145.
- Arifin, Z. 2003. *Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga: Bukti dari Perusahaan Publik di Indonesia*. Unpublished Dissertation, FEUI Graduate Program in Management.
- Baker, H. K. 1989. Why companies pay no dividends. *Akron Business & Economic Review* 20 (2): 48-61.
- Baker, M., and J. Wurgler. 2004. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics* 73 (2): 271-288.
- Balsam, S., E. Bartov, and C. Marquardt. 2002. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research* 40 (4): 987-1012.
- Bancel, F., N. Bhattacharyya, and U. R. Mittoo. 2005. *Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms*. Available at: <http://ssrn.com/bastract=683111>
- Banderlipe, M. R. 2009. The impact of selected corporate governance variables in mitigating earnings management in the Philippines. *DLSU Business & Economics Review* 19 (1): 17-27.
- Barrett, P. 2007. Structural equation modelling: Adjudging model fit. *Personality and Individual Differences* 42 (5): 815-824.
- Bartram, S. et al. 2008. *Agency Conflicts and Corporate Payout Policies: A Global Study*. Working paper, University of Auckland.
- Bathala, C. T., and R. P. Rao. 1995. The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics* 16 (1): 59-69.
- Beasley, M. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review* 71 (4): 443-465.
- Becker, C. L. et al. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.
- Belden, S., T. Fister, and B. O. Knapp. 2005. Dividends and directors: Do outsiders reduce agency costs? *Business and Society Review* 110 (2): 171-180.

- Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler. 1997. Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance* 52 (July): 1007-1035.
- Bentler, P. M. 1990. Comparative fit indexes in structural models. *Psychological Bulletin*. 107 (2): 238-246.
- Bhagat, S., and B. Black. 2001. Board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law* 27 (2): 231-273.
- Bhagat, S., and B. Bolton. 2008. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance* 14 (3): 257-273.
- Bhattacharya, N. et al. 2012. Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry and the cost of equity. *The Accounting Review* 87 (2): 449-482.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics* 10 (1): 259-270.
- Black, F. 1976. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2 (2): 5-8.
- Bokpin, G. A. 2011. Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research* 12 (1): 61-73.
- Boomsma, A. 2000. Reporting analyses of covariance structures. *Structural Equation Modeling* 7 (3): 461-483.
- Booth, J. R. et al. 2002. Boards of directors, ownership and regulation. *Journal of Banking and Finance* 26 (10): 1973-1996.
- Borokhovich, K. A. et al. 2005. Dividends, corporate monitors and agency costs. *Financial Review* 40 (1): 37-65.
- Borokhovich, K. A., R. Parrino, and T. Trapani. 1996. Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.
- Boycko, M., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1993. Privatizing Russia. *Brookings Papers on Economic Activity* 24 (2): 139-192.
- Bozec, R., and M. Dia. 2007. Board structure and firm technical efficiency: Evidence from Canadian state-owned enterprises. *European Journal of Operational Research* 177 (3): 1734-1750.
- Brannick, M. T. 1995. Critical comments on applying covariance structure modeling. *Journal of Organizational Behavior* 16 (3): 201-213.
- Brav, A. et al. 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77 (3): 483-527.
- Brealey, R. A., and S. C. Myers. 2003. *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. McGraw-Hill, New York, NY.

- Breeden, R. 2003. *Restoring Trust*. Report to the Hon. Jed S. Rakoff, The United States District Court for the Southern District of New York on corporate governance for the future of MCI. Available at: <http://law.du.edu/images/uploads/restoring-trust.pdf>
- Brown, L. D., and M. L. Caylor. 2004. *Corporate Governance and Firm Performance*. Working paper, Georgia State University.
- Brown, P., W. A. Beekes, and P. Verhoeven. 2011. Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance* 51 (1): 96-172.
- Bushee, B. J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.
- Bushee, B. J. 2001. Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research* 18 (2): 207-246.
- Butler, M., A. Leone, and M. Willenborg. 2004. An empirical analysis of auditor reporting and its association with abnormal accruals. *Journal of Accounting and Economics* 37 (2): 139-165.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32 (2): 195-222.
- Byrne, J., and T. O'Connor. 2012. *Shareholder and Creditor Legal Rights and the Outcome Model of Dividends*. Working paper, National University of Ireland Maynooth.
- Campbell, G., and J. D. Turner. 2011. Substitutes for legal protection: Corporate governance and dividends in Victorian Britain. *Economic History Review* 64 (2): 571-597.
- Caskey, J., and M. Hanlon. 2005. *Do Dividends Indicate Honesty? The Relation between Dividends and the Quality of Earnings*. Working paper, Ross School of Business at the University of Michigan.
- Chang, B., and S. Dutta. 2012. Dividends and corporate governance: Canadian evidence. *The IUP Journal of Applied Finance* 18 (4): 5-30.
- Chang, R. P., and S. G. Rhee. 1990. The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management* 19 (2): 21-31.
- Chau, P. 1997. Reexamining a model for evaluating information center success using a structural equation modeling approach. *Decision Sciences* 28 (2): 309-334.
- Chen, G. et al. 2006. Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 12 (3): 424-448.
- Chen, K. C., Z. Chen, and K. C. Wei. 2009. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 15 (3): 273-289.

- Chen, K. Y., R. Elder, and Y. Hsieh. 2007. Corporate governance and earnings management: The implications of corporate governance best-practice principles for Taiwanese listed companies. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 13 (2): 73-105.
- Cheng, Q., and T. D. Warfield. 2005. Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review* 80 (2): 441-476.
- Chung, R., M. Firth, and J.-B. Kim. 2002. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.
- Chung, R., M. Firth, and J.-B. Kim. 2005. Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research* 58 (6): 766-776.
- Claessens, S., and B. B. Yurtoglu. 2013. Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review* 15 (June): 1-33.
- Collins, D., and P. Hribar. 2002. Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 105-134.
- Correia da Silva, L., M. Goergen, and L. Renneboog. 2004. *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford University Press, Oxford.
- Cotter, J., and M. Silvester. 2003. Board and monitoring committee independence. *ABACUS* 39 (2): 211-232.
- Crutchley, C. E., and R. S. Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management* 18 (4): 36-46.
- Daniel, N. D., D. Denis, and L. Naveen. 2008. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? *Journal of Accounting & Economics* 45 (1): 2-26.
- DeAngelo, H., and L. DeAngelo. 1990. Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *Journal of Finance* 45 (5): 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. Deangelo, and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 113-143.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory. *Journal of Financial Economics* 81 (2): 227-254.
- Dechow, P. M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18 (1): 3-42.
- Dechow, P. M., and C. M. Schrand. 2004. *Earnings Quality*. The Research Foundation of the CFA Institute, US.

- Dechow, P. M., and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (s-1): 35-59.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 1-36.
- Dechow, P. M., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2-3): 344-401.
- Dechow, P., and D. Skinner. 2000. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizon* 14 (2): 235-250.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1): 145-176.
- Del Guercio, D., and J. Hawkins. 1999. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics* 52 (3): 293-340.
- Denis, D., and I. Osobov. 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 62-82.
- Denis, D., and J. J. McConnell. 2003. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 1-36.
- Deshpande, R., and G. Zaltaaan. 1982. Factors affecting the use of market research information: A path analysis. *Journal of Marketing Research* 19 (1): 14-31.
- Ding, Y., H. Zhang, and J. Zhang. 2007. Private vs state ownership and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance: An international Review* 15 (2): 223-238.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. 2007. Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review* 82 (5): 1141-1170.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74 (4): 650-659.
- Ebrahim, A. 2007. Earnings management and board activity: An additional evidence. *Review of Accounting and Finance* 6 (1): 42-58.
- Eckbo, B. E., and S. Verma. 1994. Managerial share ownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance* 1 (1): 33-62.
- Eom, S. B. 2011. Relationships among e-learning systems and e-learning outcomes: A path analysis model. *Human Systems Management* 30 (4): 229-241.

- Faccio, M., and M. A. Lasfer. 2002. Institutional shareholders and corporate governance: The case of UK pension funds. In J. McCahery et al. (Eds), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*. Oxford University Press, Oxford.
- Faccio, M., L. Lang, and L. Young. 2001. Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91 (1): 54-78.
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fama, E. F., and K. French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60 (1): 3-43.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-326.
- Farinha, J. 2003. Dividend policy, corporate governance, and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting* 30 (9-10): 1173-1209.
- Fenn, G. W., and N. Liang. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60 (1): 45-72.
- Fenn, G., and N. Liang. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60 (1): 45-72.
- Finkelstein, S., and R. A. D'Aveni. 1994. CEO duality is double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity command. *Academy of Management Journal* 37 (5): 1079-1108.
- Francis, J. et al. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (4): 967-1010.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 329-360.
- Franks, J., C. Mayer, and L. Renneboog. 2001. Who disciplines management in poorly performing companies? *Journal of Financial Intermediation* 10 (3-4): 209-248.
- Gadhoum, Y. 2000. *Family Control and Grouping: Possible Expropriation via Dividends*. Working paper, CENTOR.
- Ghosh, C., and C. F. Sirmans. 2003. Board independence, ownership structure and performance: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Real Estate Finance and Economics* 26 (2-3): 287-318.
- Ghosh, S. 2011. Firm ownership type, earnings management and auditor relationships: Evidence from India. *Managerial Auditing Journal* 26 (4): 350-369.

- Gillan, S. L., and L. T. Starks. 2000. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics* 57 (2): 275-305.
- Glassman, J. 2005. When numbers don't add up. *Kiplinger's Personal Finance* 59 (8): 32-34.
- Gompers, P., J. Shii, and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-155.
- Gordon, M. J. 1959. Dividends, earnings and stock prices. *Review of Economics and Statistics* 41 (2): 99-105.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart. 1980. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11 (1): 42-54.
- Grullon, G. et al. 2005. Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business* 78: 1659-1683.
- Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business* 75 (3): 387-424.
- Gu, Z., C. J. Lee, and J. G. Rosett. 2005. What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting* 24 (3): 313-334.
- Gugler, K. 2003. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking and Finance* 27 (7): 1297-1321.
- Gugler, K., and B. Yurtoglu. 2003. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review* 47 (4): 731-758.
- Guizar, M. A., and Z. Wang. 2011. Corporate governance characteristics and earnings management: Empirical evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 1 (1): 133-151.
- Hair, J. F. et al. 2006. *Multivariate Data Analysis*. 6th ed. Pearson Education, Harlow.
- Haniffa, R., and M. Hudaib. 2006. Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8): 1034-1062.
- Hansen, R., and P. Torregrosa. 1992. Underwriter compensation and corporate monitoring. *The Journal of Finance* 47 (4): 1537-1556.
- Hart, O. 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Clarendon Press, Oxford.
- Hart, O. 1996. An economist's view of authority. *Rationality and Society* 8 (4): 371-386.
- Hart, O., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1997. The proper scope of government: Theory and an application to prisons. *Quarterly Journal of Economics* 112 (4): 1127-1161.

- He, T. T., W. X. Li, and G. Y. Tang. 2012. Dividends behavior in state- versus family-controlled firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Business Ethics* 110 (1): 97-112.
- He, W. 2012. Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Accounting and Finance* 52 (3): 873-901.
- He, X. et al. 2009. *Determinants of Dividend Policy in Chinese Firms: Cash versus Stock Dividends*. Working paper, the Australian National University.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7 (1): 1-11.
- Healy, P., A. Hutton, and K. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 (3): 485-530.
- Healy, P., and K. Palepu. 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21 (2): 149-175.
- Heck, R. H., and S. L. Thomas. 2000. *An Introduction to Multilevel Modeling Techniques*. Lawrence Erlbaum Associates, London.
- Helland, E., and M. Sykuta. 2005. Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *Financial Review* 40 (2): 155-172.
- Heraclous, L. 2001. What is the impact of corporate governance on organizational performance? *Conference Papers* 9 (3): 165-173.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review* 9 (1): 7-26.
- Holthausen, R. W. 1990. Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics* 12 (1-3): 207-218.
- Hooper, D., J. Coughlan, and M. R. Mullen. 2008. Structural equation modelling: Guidelines for determining model fit. *Electronic Journal of Business Research Methods* 6 (1): 53-60.
- How, J. C., P. Verhoeven, and C. L. Wu. 2008. Dividends and expropriation in Hong Kong. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 4 (1): 71-85.
- Hsu, G. C.-M., and P.-S. Koh. 2005. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review* 13 (6): 809-823.

- Hu, A., and P. Kumar. 2004. Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (4): 759-790.
- Hu, L., and P. M. Bentler. 1999. Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling* 6 (1): 1-55.
- Huang, Y., A. Chen, and L. Kao. 2012. Corporate governance in Taiwan: The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy. *Asia Pacific Journal of Management* 29 (1): 39-58.
- Hutchinson, M., and S. Leung. 2007. An investigation of factors influencing the association between top management ownership and earnings management. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 3 (2): 130-153.
- International Accounting Standards Board (IASB).1992. IAS 7: *Statement of cash flows*. International Accounting Standards Board (Revised).
- Jain, B., and O. Kini. 1999. On investment banker monitoring in the new issues market. *Journal of Banking & Finance* 23 (1): 49-84.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (2): 247-263.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review* 76 (2): 323-339.
- Jensen, M. C. 1989. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* 67 (5): 61-74.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings? *Contemporary Accounting Research* 19 (1): 117-145.
- Jiang, J., and K. Jiranyakul. 2013. Capital structure, cost of debt and dividend payout of firms in New York and Shanghai stock exchanges. *International Journal of Economics and Financial Issues* 3 (1): 113-121.
- Jiang, W., and A. Anandarajan. 2009. Shareholder rights, corporate governance and earnings quality: The influence of institutional investors. *Managerial Auditing Journal* 24 (8): 767-791.

- Jiang, W., P. Lee, and A. Anandarajan. 2008. The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 24 (2): 191-201.
- Jiraporn, P., and Y. Ning. 2006. Dividend policy, shareholder rights and corporate governance provisions. *Journal of Applied Finance* 16 (2): 24-36.
- Jiraporn, P., J.-C. Kim, and Y. S. Kim. 2011. Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review* 46 (2): 251-279.
- Jo, H., and C. Pan. 2009. Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends? *Review of Accounting and Finance* 8 (1): 87-116.
- John, K., and A. Knyazeva. 2006. *Payout Policy, Agency Conflicts and Corporate Governance*. Working paper, New York University.
- John, K., and J. Williams. 1985. Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium. *The Journal of Finance* 40: 1053-1071.
- Johnston, J. 1984. *Econometric Methods*. 3rd ed. McGraw-Hill, Inc., London.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Jöreskog, K. G., and D. Sörbom. 1984. *LISREL-VI user's guide*. 3rd ed. Mooresville, IN: Scientific Software.
- Jr, V. A., F. S. Smith, and K. M. Casey. 2009. Insurance company dividend policy decisions: Evidence on the role of corporate governance and regulation. *Managerial Finance* 35 (6): 493-500.
- Kalay, A. 1982. Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics* 10 (2): 211-233.
- Kanji, G. K. 2006. *100 Statistical Tests*. 3rd ed. Sage, London.
- Kasanen, E. et al. 1996. Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting & Economics* 22 (1-3): 283-312.
- Klein, A. 2006. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Kline, R. B. 2005. *Principles and Practice of Structural Equation Modeling*. 2nd ed. The Guilford Press, New York
- Kline, T. J., and J. D. Klammer. 2001. Path model analyzed with ordinary least squares multiple regression versus LISREL. *The Journal of Psychology* 135 (2): 213-225.
- Knyazeva, A. 2007. *Essays in Corporate Finance*. Doctoral Dissertation, Leonard N. Stern School of Business, New York University.
- Koch, A. S., and A. X. Sun. 2004. Dividend changes and the persistence of past earnings changes. *Journal of Finance* 59 (5): 2093-2116.

- Koerniadi, H., and A. Tourani-Rad. 2008. Earnings management and the market performance of stock dividend issuing firms: NZ evidence. *Accounting Research Journal* 21 (1): 4-15.
- Koh, P.-S. 2003. On the Association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review* 35 (2): 105-128.
- Kothari, S. P., A. Leone, and C. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.
- Kowalewski, O., I. Stetsyuk, and O. Talavera. 2008. Does corporate governance determine dividend payouts in Poland? *Post-Communist Economies* 20 (2): 203-218.
- La Porta, R. et al. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55 (1): 1-33.
- Lam, K. C., H. Sami, and H. Zhou. 2011. The role of cross-listing, foreign ownership, and state ownership in dividend policy in an emerging market. *5th Symposium of China Journal of Accounting Research (CJAR)*. 18-19 November.
- Lambert, R., W. Lanen, and D. Larcker. 1989. Executive stock options and corporate dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24 (4): 409-425.
- Lang, L. H., and R. H. Litzenberger. 1989. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *The Journal of Financial Economics* 24 (1): 181-191.
- Larwin, K., and M. Harvey. 2012. A demonstration of a systematic item-reduction approach using structural equation modeling. *Practical Assessment, Research & Evaluation* 17 (8): 1-19.
- Laverty, K. 1996. Economic 'short-termism': The debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research. *Academy of Management Review* 21 (3): 825-860.
- Lee, B. B., and B. Choi. 2002. Company size, auditor type, and earnings management. *Journal of Forensic Accounting* 3: 27-50.
- Lee, K. W., B. Lev, and G. Yeo. 2007. Organizational structure and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22 (2): 293-331.
- Li, S., S. H. Park, and R. S. Bao. 2014. How much can we trust the financial report? Earnings management in emerging economies. *International Journal of Emerging Markets* 9 (1): 33-53.
- Lin, L.-H., and S.-H. Lin. 2013. The study of earnings management and dividend threshold. *Global Conference on Business and Finance Proceedings* 8 (1): 362-366.

- Lin, Y.-H., J.-R. Chiou, and Y.-R. Chen. 2010. Ownership structure and dividend preference: Evidence from China's privatized state-owned enterprises. *Emerging Markets Finance & Trade* 46 (1): 56-74.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46 (2): 97-113.
- Lipton, M., and J. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48 (1): 59-77.
- Litai, C., L. Chuan, and Y.-C. Kim. 2011. Financial characteristics, corporate governance and the propensity to pay cash dividends of Chinese listed companies. *International Business and Management* 3 (1): 176-188.
- Lloyd, W. P., S. J. Jahera, and D. E. Page. 1985. Agency costs and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics* 24 (3): 19-29.
- Lo, A. W., R. M. Wong, and M. Firth. 2010. Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. *Journal of Corporate Finance* 16 (2): 225-235
- Lobo, G. J., and J. Zhou. 2006. Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes Oxley Act? Initial evidence. *Accounting Horizons* 20 (1): 57-73.
- Loomis, C. 1999. The crackdown is here. *Fortune* August 2 (140): 75-92.
- Louis, H., and D. Robinson. 2005. Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 361-380.
- Machuga, S., and K. Teitel. 2009. Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 18 (1): 1-13.
- Mahadwartha, P. A. 2007. *The Association of Managerial Ownership with Dividend Policy and Leverage Policy: Indonesian Firms*. Working paper, Available at: <http://ssrn.com/abstract=637061>
- Malkiel, B. 2003. The dividend bounce. *Wall Street Journal* January 9: Opinion.
- Mallin, C. 2000. Developments in corporate governance in Central and Eastern Europe. *Corporate governance: An international review* 8 (1): 43-51.
- McConnell, J. J., and H. Servaes. 1990. Additional Evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27 (2): 595-612.
- McNichols, M. 2000. Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (4-5): 313-345.
- McNichols, M. 2002. Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 61-69.

- Michaely, R., and M. Roberts. 2006. *Dividend Smoothing, Agency Costs, and Information Asymmetry: Lessons from the Dividend Policies of Private Firms*. Working paper, Cornell University.
- Miguel, A., J. Pindado, and C. De La Torre. 2005. How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanisms? *Corporate Governance: An International Review* 13 (4): 505-516.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. 2003. Reactions to dividend changes conditional on earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 18 (1): 121-152.
- Miller, M., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business* 34 (4): 411-433.
- Miller, M., and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance* 40 (4): 1030-1051.
- Mitton, T. 2004. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review* 5 (4): 409-426.
- Moh'd, M., L. G. Perry, and J. N. Rimbey. 1995. An investigation of the dynamic association between agency theory and dividend policy. *Financial Review* 30 (2): 367-385.
- Monks, R., and N. Minow. 1995. *Corporate Governance*. Blackwell, Cambridge, MA.
- Morck, R., A. Scheifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 293-315.
- Mueller, E., and A. Spitz-Oener. 2006. Managerial ownership and company performance in german small and medium-sized private enterprises. *German Economic Review* 7 (2): 233-247.
- Myers, J., L. A. Myers, and T. C. Omer. 2003. Exploring the term of the auditor-client relationship and the quality of earnings: A case for mandatory auditor rotation? *The Accounting Review* 78 (3): 779-799.
- Myers, S. 2000. Outside equity. *The Journal of Finance* 55 (3): 1005-1037.
- Nielsen, A. E. B. 2006. *Corporate Governance, Leverage, and Dividend Policy*. Working paper, Princeton University.
- Nissim, D., and A. Ziv. 2001. Dividend changes and future profitability. *The Journal of Finance* 56 (6): 2111-2133.
- Niu, F. F. 2006. Corporate governance and the quality of accounting earnings: A Canadian perspective. *International Journal of Managerial Finance* 2 (4): 302-327.

- Ofer, A. R., and D. R. Siegel. 1987. Corporate financial policy, information, and market expectations: An empirical investigation of dividends. *Journal of Finance* 42 (4): 889-911.
- Officer, M. 2007. *Dividend Policy, Dividend Initiations, and Governance*. Working paper, University of Southern California.
- Peasnell, K. V. et al. 2000. *Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?* Working paper, Lancaster University.
- Pergola, T. M., G. W. Joseph, and A. Jenzarli. 2009. Effects of corporate governance and board equity ownership on earnings quality. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 13 (4): 87-114.
- Perretti, G. F., M. T. Allen, and H. S. Weeks. 2013. Determinants of dividend policies for ADR firms. *Managerial Finance* 39 (12): 1155-1168.
- Petratis, P. S., A. E. Dunham, and P. H. Niewiarowski. 1996. Inferring multiple causality: The limitations of path analysis. *Functional Ecology* 10 (4): 421-431.
- Pfeffer, J. 1981. *Power in Organizations*. Pitman, Boston.
- Porter, M. E. 1992. Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review* 70 (5): 65-82.
- Ramalingegowda, S., C.-S. Wang, and Y. Yu. 2013. The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The Accounting Review* 88 (3): 1007-1039.
- Rencher, A. C. 2002. *Methods of Multivariate Analysis*. 2nd ed. John Wiley & Sons, INC.
- Renneboog, L., and G. Trojanowski. 2007. Control structures and payout policy. *Managerial Finance* 33 (1): 43-64
- Renneboog, L., and P. G. Szilagyi. 2006. *How Relevant is Dividend Policy under Low Shareholder Protection?* Paper presented at the EFA, Athens.
- Richardson, R., I. Tuna, and M. Wu. 2002. *Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements*. Working paper, University of Michigan Business School.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5 (3): 249-259.
- Sanchez-Ballesta, J. P., and E. Garcia-Meca. 2007. Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review* 15 (4): 677-691.
- Sanders, W. G., and M. A. Carpenter. 2003. Strategic satisficing? A behavioral-agency theory perspective on stock repurchase program. *Academy of Management Journal*, 46 (2): 160-178.

- Saunders, M., P. Lewis, and A. Thornhill. 2009. *Research Methods for Business Students*. 5th ed. FT Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
- Savov, S. 2006. *Earnings Management, Investment, and Dividend Payments*. Working paper, University of Mannheim, Mannheim, Germany.
- Sawicki, J. 2009. Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *European Journal of Finance* 15 (2): 211-230.
- Schellenger, M., D. D. Wood, and A. Tashakori. 1989. Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy. *Journal of Management* 15 (3): 457-467.
- Schooley, D. K., and L. D. Barney. 1994. Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research* 17 (3): 363-373.
- Securities and Exchange Commission (SEC). 2000. *Audit Committee Disclosure*. Release No. 34-42266; File No. S7-22-99. Available at: <http://www.sec.gov/rules/final/34-42266.htm>.
- Setia-Atmaja, L. Y. 2009. Governance mechanisms and firm value: The impact of ownership concentration and dividends. *Corporate Governance: An International Review* 17 (6): 694-709.
- Setia-Atmaja, L. Y., G. Tanewski, and M. T. Skully. 2009. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 36 (7): 863-898.
- Setiawan, D., and L. K. Phua. 2013. Corporate governance and dividend policy in Indonesia. *Business Strategy Series* 14 (5-6): 135-143.
- Shao, L. 2010. *Two Essays on Cross-Country Differences in Corporate Dividend Policies*. Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy in Business Administration, Moore School of Business, University of South Carolina.
- Shen, C.-H., and H.-L. Chih. 2007. Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. *Corporate Governance: An International Review* 15 (5): 999-1021.
- Shleifer, A. 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspective* 12 (4): 133-150.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3): 461-488.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Short, H., H. Zhang, and K. Keasey. 2002. The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance* 8 (2): 105-122.

- Siregar, S. V., and S. Utama. 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43 (1): 1-27.
- Skinner, D. J. 2008. The evolving relationship between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87 (3): 582-609.
- Skinner, D., and E. Soltes. 2011. What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies* 16 (1): 1-28.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (3): 263-292.
- Solomon, J., and A. Solomon. 2004. *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons, West Sussex.
- Steiger, J. H. 1990. Structural model evaluation and modification: An interval estimation approach. *Multivariate Behavioral Research* 25 (2): 173-180.
- Stiglitz, J. 1985. Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit, and Banking* 17 (1): 133-152.
- Stulz, R. M. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 25-54.
- Subrahmanyam, V., N. Rangan, and S. Rosenstein. 1997. The role of outside directors in bank acquisitions. *Financial Management* 26 (3): 23-36.
- Sulong, Z., and F. M. Nor. 2008. Dividends, ownership Structure and board governance on firm value: Empirical evidence from Malaysian listed firms. *Malaysian Accounting Review* 7 (2): 55-94.
- Summers, S. L., and J. T. Sweeney. 1998. Fraudulent misstated financial statements and insider trading: An empirical analysis. *The Accounting Review* 73 (1): 131-146.
- Sun, J., G. Lan, and G. Liu. 2014. Independent audit committee characteristics and real earnings management. *Managerial Auditing Journal* 29 (2): 153-172.
- Sweeney, A. 1994. Debt covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics* 17 (3): 281-308
- Tangjitprom, N. 2013. Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand. *Studies in Economics and Finance* 30 (1): 45-55.
- Teshima, N., and A. Shuto. 2008. Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* 19 (2): 107-132.

- Thompson, B. 2000. Ten commandments of structural equation modeling. In L. G. Grimm and P. R. Yarnold (Eds). *Reading and Understanding More Multivariate Statistics*. 261-284. Washington, DC: American Psychological Association.
- Tong, Y. H., and B. Miao. 2011. Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting Horizons* 25 (1): 183-205.
- Velury, U., and D. Jenkins. 2006. Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research* 59 (9): 1043-1051.
- Vogt, S. C. 1994. The cash flow/investment relationship: Evidence from U.S. manufacturing firms. *Financial Management* 23 (2): 3-20.
- Vojtech, C. M. 2012. *The Relationship between Information Asymmetry and Dividend Policy*. Working paper, Finance and Economics Discussion Series (FEDS).
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44 (3): 619-656.
- Wang, Y., and M. Campbell. 2012. Corporate governance, earnings management, and IFRS: Empirical evidence from Chinese domestically listed companies. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 28 (1): 189-192.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (1): 61-91.
- Wei, G., W. Zhang, and J. Xiao. 2003. *Dividends Policy and Ownership Structure in China*. Working paper, Cardiff University.
- Wei, Z., F. Xie, and S. Zhang. 2005. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (1): 87-108.
- World Bank. 2009. *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): A Corporate Governance Country Assessment for the Arab Republic of Egypt*. Available at: http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_egy.pdf
- Wu, Y. 2000. *Honey, Calpers Shrunk the Board*. Working paper, University of Chicago.
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 (3): 295-316.
- Xie, H. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76 (3): 357-373.
- Xu'nan, F. 2011. Dividends and tunneling: Evidence from family firms in China. *China Finance Review International* 1 (2): 152-167.

- Yang, C.-Y., H. N. Lai, B. L. Tan. 2008. Managerial ownership structure and earnings management. *Journal of Financial Reporting & Accounting* 6 (1): 35-53.
- Zheka, V. 2005. Corporate governance, ownership structure and technical efficiency: The case of Ukraine. *Journal of Managerial and Decision Economics* 26 (7): 451-460.

Direct and Mediated Effects among Corporate Governance, Earnings Quality, and Dividends Policy

Empirical study on the Egyptian listed companies

Helal A. Afify

Associated Professor, Department of Accounting, Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt

Abstract

This study examines whether corporate governance affects dividends policy and whether the impact of corporate governance on dividends policy is moderated by earnings quality. Hence, my first research question is: Does corporate governance have an effect on cash dividends? Specifically, I examine the association between corporate governance' mechanisms, that include the ownership structure and board of directors' composition, and cash dividends. And, my second research question is: Does earnings quality compensate for the effect of corporate governance on cash dividends? In other words, is there a direct effect from corporate governance mechanisms and cash dividends, offset by an indirect effect from corporate governance mechanisms to cash dividends via earnings quality? I employ a multimethod research approach to investigate these issues. *First*, I employ a multiple linear regression mainly to examine the direct associations among corporate governance mechanisms, cash dividends, and earnings quality. *Second*, I use a recursive path analysis to decompose the direct and indirect effects of corporate governance mechanisms on cash dividends. This is an important extension. The advantage to decomposing direct and indirect effects is that the direct effect captures the potentially impact of corporate governance weaknesses (or strengths) on cash dividends. The indirect effect suggests the extent to which earnings quality influences on the association between corporate governance weaknesses (or strengths) and cash dividends. The study investigates hypotheses on a sample of 87 Egyptian companies listed on the Cairo and Alexandria Stock Exchange (CASE) for the year 2009. The results are consistent with the "substitute model" of dividends as analyzed by La Porta et al. (2000), i.e., firms with weaker corporate governance practices favor higher dividend payments. I find statistically reliable evidence of both a direct path from corporate governance to the cash dividends, and an indirect path that is mediated by earnings quality. Using regression analysis, the paper finds that governmental ownership, institutional ownership, board size, board independence, and CEO duality have a significant impact on cash dividends. Also, I find that board independence and CEO have a significant impact on discretionary accruals, as an adverse measure for earnings quality. I find that discretionary accruals have a negative significant impact on cash dividends. Of particular interests are the results of moderating effects using path analysis, the result reveals that discretionary accruals has significantly moderated the relationship between corporate governance mechanisms (board independence and board duality) and cash dividends with a lower coefficients negative and positive effects respectively. Thus, support the expected hypotheses. The study provides new evidence that earnings quality plays an important role in the interaction of firm corporate governance and dividend policy.

Keywords: *Corporate Governance, Discretionary Accruals, Dividend Policy, Earnings Quality.*