

المجلة العربية للمحاسبة
المجلد السابع - العدد الأول
مايو ٢٠٠٤
ص ص ١ - ٢٢

سياسة توزيع الأرباح النقدية وعلاقتها بسياستي الاستثمار والتمويل: حالة تطبيقية في السوق الكويتية

طلاع محمد الديحاني
نبيل عيسى اللوغانى

جامعة الكويت

ملخص

تقدم هذه الورقة دليلا تجريبيا إضافيا حول العلاقة بين قرارات توزيعات الأرباح النقدية والاستثمار والتمويل الخارجي لدى الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. وتشير نتائج هذه الدراسة، التي اعتمدت على المعلومات المتوفرة من خلال مسح ميداني، إلى أن متخذي القرار لا يتبعون منهج متبقي التوزيعات المقترح من قبل (Miller and Modigliani (1961. كما أن نتائج الدراسة لم تشر إلى وجود ارتباط مطلق فيما بين سياستي التوزيع والاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، لم تجد الدراسة دليلا يدعم الرأي القائل بأن سياسة التمويل الخارجي هي التي تتبع منهج المتبقي والذي توصل إليه (Partington (1985.

المقدمة

توزيعات الأرباح النقدية cash dividends هي ما تقوم الشركات بتوزيعه من أموال (عادة جزء من الأرباح) على مساهميها كعائد على ملكيتهم لأسهمها. ويطلق على الاعتبارات التي تأخذها الشركة في الحسبان عند تحديدها لمبالغ الأموال التي توزعها على مساهميها اسم «سياسة التوزيع» dividend policy. وتشير أدبيات التمويل إلى وجود ثلاثة آراء جوهرية حول أثر التوزيعات النقدية على قيمة الشركة. فيرى بعض الباحثين (Gordon (1959 أن التوزيعات تزيد من قيمة الشركة، ويرى آخرون، (Miller and Scholes (1978، أن لا علاقة لها بالقيمة، بينما يرى فريق ثالث، (Litzenberger and Ramaswamy (1979، بأنها تخفض قيمة الشركة. ومن أهم الدراسات التي تناولت هذا الموضوع الدراسة المشهورة التي قام بها Miller and Modigliani (MM) في عام ١٩٦١. ومن النتائج المهمة لهذه الدراسة والتي كانت ومازالت تثير الجدل لدى علماء التمويل، أن سياسة التوزيع لا تؤثر في القيمة السوقية لأسهم الشركة. وطالما أن الهدف الأساسي لشركة الأعمال هو تعظيم ثروة ملاكها's Wealth Maximization of Shareholder فعليها أن تسعى لتحقيق ذلك من خلال استثمار أرباحها في مشروعات تعطي صافي قيمة حالية (NPV) موجبة وما تبقى من تلك الأرباح هو فقط الجزء الذي يجب أن يوزع على المساهمين. وقد عرف MM ذلك بمنهج متبقي التوزيعات residual dividend approach. وقد أجريت العديد من الدراسات، منذ ذلك الوقت، لاختبار هذه الفرضية. ومن تلك الدراسات ما قام به (Partington (1985، الذي درس العلاقة بين قرارات التوزيع والاستثمار والتمويل، وخلص إلى القول بأن الشركات لا تتبع، من الناحية العملية، منهج متبقي التوزيعات كما ادعى MM بل تكون قرارات توزيعات أرباحها مستقلة عن قراراتها الاستثمارية وتتأثر بعوامل خارجية مختلفة Exogenous Factors.

وتهدف هذه الورقة إلى مقارنة النتائج النظرية التي تم التوصل إليها في أسواق أكثر كفاءة مع مثلها في سوق ناشئة هي السوق الكويتية (باستثناء الشركات العقارية لأسباب نذكرها لاحقاً) من خلال محاولة فهم العلاقات بين سياسات التوزيع النقدي وسياسات الاستثمار والتمويل. وهذه الورقة جزء من مشروع بحثي كان نتاجه الأول محاولة لفهم محددات سياسة التوزيع النقدي في السوق الكويتية [أنظر (Al-Deehani (2003]

يتكون المتبقي من هذه الورقة من خمسة أجزاء. نستعرض في الجزء الأول منه مشكلة البحث، ويتضمن الجزء الثاني مناقشة للدراسات السابقة والأسس النظرية لموضوع البحث والاختبارات التطبيقية لها. ويتضمن الجزء الثالث وصفاً لمنهجية الدراسة وفرضياتها. ويعرض الجزء الرابع النتائج التي تم التوصل إليها. ويتضمن الجزء الأخير الخلاصة وبعض التوصيات.

مشكلة البحث وأهميته

إن ما توصل إليه Partington (1985) وآخرون، (1985) Nakamura & Nakamura و Crum، (1988) Jensen and Ketz و (1994) Simon و (1999) Kock و (2003) Zany، من نتائج لرفض منهج متبقي التوزيعات بشكل صريح أو ضمني كان في ظل أسواق أكثر تقدماً. وكان ذلك محفزاً لإجراء هذه الدراسة في السوق الكويتية المصنفة ضمن الأسواق الناشئة والأقل كفاءة (أنظر AI-Loughani (1999) و (2001) AI-Loughani and Chappell و (2003) AI-Loughani وعليه فإن هذه الدراسة تسعى تحديداً إلى اختبار النتائج التي توصل إليها Partington (1985) في سوق الكويت للأوراق المالية من خلال الإجابة على الأسئلة التالية:

أ- هل تتبع الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية منهج متبقي التوزيعات؟

ب- هل تعطي الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أولوية لأي من سياسى التوزيعات والاستثمار عندما تتوفر الأموال الكافية داخلياً؟ أو عندما يتم الحصول على تمويل خارجي؟

ت- هل تتبع الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية منهج المتبقي لسياسة التمويل؟

تبرز أهمية هذا البحث، مما سبق، في كونه أول محاولة تجريبية لاختبار إنطباق نظرية، مستنتجة ضمن أسواق متطورة، في السوق الكويتية، فضلاً عن أنه أول محاولة لفهم سياسات توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

وعلى الرغم من الطبيعة النظرية لهذه الدراسة، إلا أنها قد تسهم في الكشف عن بعض السمات المميزة الواجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بدراسات أخرى على هذا السوق أو أسواق المنطقة أو تسترعى انتباه العاملين في مجال الاستثمار.

الدراسات السابقة

تعتبر التوزيعات النقدية جزءاً من معادلة التدفقات النقدية التي تتساوى فيها مصادر الأموال مع استخداماتها. والتي يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$(1) \quad \Delta It + Dt = \Delta Et + \Delta Bt + Yt$$

يمثل طرفاً المعادلة مصادر أموال الشركة و استخدامات. ففي جانب استخدامات الأموال الأموال تمثل ΔIt التغير في حجم الأموال المستثمرة للفترة t وتمثل Dt التوزيعات النقدية للفترة t . وفي جانب مصادر الأموال تمثل ΔEt صافي التغير في التمويل عن طريق حقوق المساهمين للفترة t وتمثل Bt صافي التغير في التمويل عن طريق الديون للفترة t وتمثل Yt الأرباح المحققة لنفس الفترة. بناءً على نظرية منهج متبقي التوزيعات المقترح من قبل MM، لن تقوم الشركة بتوزيع أرباح نقدية لمساهميها ما لم يتبق جزء من الأرباح بعد استيفاء متطلبات الاستثمارات المجدية. إذ أن MM يرى أن سياسات الاستثمار هي وحدها التي تحدد قيمة الشركة وعليه يجب أن تعطى الأولوية في استخدامات الأموال. وفي ضوء ذلك، ينبغي إعادة ترتيب المعادلة (١) كما يلي:

$$(2) \quad Dt = \Delta Et + \Delta Bt + Yt - \Delta It$$

وقد وجدت بعض الدراسات علاقة قصيرة الأجل بين التوزيعات وقرارات الاستثمار [أنظر مثلاً: (1967) Dhrymes and Kurtz و (1979) McCabe] غير أن هذه الدراسات لم تحظ بتأييد دراسات تجريبية لاحقة أجريت على أسواق الأسهم الهندية والفرنسية والأمريكية [أنظر على سبيل المثال (1973) Johar و (1975) McDonald, Jacquillet and Nussenbaum و (1972) Higgins].

لقد أجريت بعض الدراسات التجريبية المؤيدة ضمناً لنظرية متبقي التوزيعات [أنظر Titman (1984) و (1987) Cornell and Shapiro وفي دراسة تجريبية حديثة، قام Holder, Langerehr and Hexter (1998) باختبار العلاقة بين سياسات التوزيع النقدي وقرارات الاستثمار حيث أكد وجود مثل هذه العلاقة.

غير أن دراسات تجريبية أخرى أنظر مثلاً [Lintner (1956) و (1971) Smith] وجدت أن التوزيعات تميل إلى الاستقرار وأن الشركات عادة تتجنب تخفيض توزيعاتها النقدية. بل أن Lintner (1956) وهو صاحب النموذج الذي يصف التغير في التوزيعات النقدية على أنه نتيجة للتغير في الأرباح وحجم التوزيعات السابقة، قد أثبت أن الشركات تتبنى سياسة التعديل التدريجي للتوزيعات تجاه نسبة توزيع مستهدفة. فإذا كان الأمر كذلك فهذا يلغي نظرية متبقي التوزيعات المحكومة، فقط، بما يتبقى من أموال. بل أن هذه النظرية يصعب التسليم بها في ظل ما

توصل إليه Fama and Babiak (1968) إلى أن الشركات تستهدف توزيع نصف أرباحها الصافية على المساهمين وكان الأولوية للتوزيع وليس لإعادة الاستثمار. وفي دراسة لاحقة قام بها (Fama 1974) حول العلاقة بين قرارات التوزيع والاستثمار لم يجد دليلاً على رفض فرضية استقلالية قرارات التوزيع وقرارات الاستثمار، وهو ما يعنى أن قرارات الاستثمار لا أولوية لها على قرارات التوزيع.

وقد أجريت العديد من الدراسات منذ ذلك الحين، لاختبار صحة النتائج التي توصل إليها Lintner (1956) وجاءت في مجملها مؤكدة لها. فقد قام Nokamura and Nakamura (1985) بإدخال أرباح السنوات الماضية كعامل إضافي يؤثر على سياسة التوزيع في ذلك النموذج ووجد أن ذلك يعزز نتائج Lintner. وأدخلت دراسات أخرى بعض التعديلات الثانوية على نموذج Lintner (1956) وانتهت إلى تأكيد ارتباط سلوك التوزيعات بتغير عوامل كثيرة غير الفرص الاستثمارية المتاحة [أنظر (Crumetal, 1988) و (Simon 1994)].

و تعرضت مجموعة من الدراسات التجريبية إلى أثر التوزيعات النقدية على الشركات المناظرة في إطار مفهوم نقل المعلومات داخل القطاع الصناعي الواحد Intra-Industry Information Transfer. وقد تنوعت نتائج هذه الدراسات فيما يخص الشركات المناظرة ضمن نفس القطاع إلا أنها أكدت أثر قرارات التوزيع على التغيرات في قيم الشركات التي تقوم بالتوزيع [أنظر (1992) Szewczyk و (1987) Baginski و (1981) Foster و Solvin, Suska and Bendeck و (1991) و (1998) Howe]. ويدعم هذه النتائج العديد من الدراسات التجريبية الحديثة مثل دراسة (2001) Kumar and Lee التي أظهرت وجود علاقة إيجابية فيما بين المحافظة على توزيعات مستقرة والعوامل التي تؤثر على طلب المستثمرين لأسهم الشركات. وأشارت دراسة قام بها Zeng (2003)، لكشف محددات سياسة التوزيعات النقدية، إلى أن الشركات تدفع التوزيعات لغرضين هما: (١) بث مؤشرات إيجابية حول مستقبل الشركة Signaling و (٢) الحد من تكاليف الوكالة الذي يصنف ضمن مجموعة المؤثرات الخارجية Clienteles. وهذه محددات مرتبطة بقيمة الشركة value-relative factors. وقدمت دراستا (1999) Dyle and Koch و (1998) Weigand أدلة تجريبية أخرى على وجود أثر لقرارات التوزيع النقدي على قيمة الشركة لا يمكن تجاهلها.

يتبين مما تقدم صعوبة التسليم بنظرية منهج متبقي التوزيعات. ولكن، وبناء على ما طرحه MM، يمكن، منطقياً الافتراض باستقلالية سياسة الاستثمار. ويرتب على ذلك وجود بديلين لعلاقة سياسة التوزيع بسياسة التمويل. فإما أن تتحدد هاتان السياستان في آن واحد أو أن تتحدد سياسة التوزيع بشكل مستقل، تاركة سياسة التمويل كمتبقي. غير أن الأدلة التجريبية التي تشير إلى سعي الشركات لتحقيق الاستقرار لتوزيعاتها وتجنب تخفيضها، لا تدعم فرضية التحديد التزامني لسياسة التوزيع

وسياسة الاستثمار في آن واحد. لذا يصبح استقلال سياسة التوزيع وتبعية سياسة التمويل هما الافتراض الأرجح. ويترتب على ذلك أن تقوم الشركات بتحديد حجم توزيعاتها النقدية أولاً ثم تسعى بعد ذلك إلى توفير التمويل الخارجي إن لم يتوفر التمويل الذاتي. وتمثل الديون المصدر الأمثل للتمويل الخارجي لسهولة إجراءات الحصول عليها وانخفاض تكلفتها إصدارها.

وقد قام Partington (1985) باستخدام هذا المنطق الجدلي كأساس لوضع فرضيته حول علاقة قرارات التمويل و الاستثمار وتوزيع الأرباح واختبر صحتها في السوق الاسترالية. وطبقاً لهذه الفرضية: «تحدد سياسة الاستثمار بشكل مستقل وتحدد سياسة توزيع الأرباح بشكل مستقل بينما تحدد سياسة التمويل عن طريق الافتراض في ضوء المتبقي من الأموال بعد الاستثمار والتوزيع».

وعلى النقيض من الدراسات التجريبية السابقة له، والتي اعتمدت على أساليب الاقتصاد القياسي لتحليل البيانات المالية للشركات، إعتقد Partington (1985) على أسلوب الاستبانة لاستقصاء آراء الإدارة العليا للشركات حول سياسات التوزيع.

وقد وجد Partington (1985) أن للمدراء دوافعاً مؤكدة لعدم تبني سياسة متبقي التوزيعات. ووجد أيضاً أن تبني سياسات توزيع واستثمار مستقلة يحدث في أحيان كثيرة لأن التمويل الخارجي يتحدد بناء على المتبقي. فقد تبين له أن الشركات تحدد حجم التوزيعات وتحدد حجم الاستثمارات أولاً، فإذا ثبت أن الأموال الذاتية غير كافية لتغطية هذه الاحتياجات، فإن العجز تتم تغطيته عن طريق الاقتراض. وفي الأحوال التي تعجز الشركات فيها عن الحصول على التمويل الخارجي المطلوب، يتم اتخاذ قرارات التوزيع وقرارات الاستثمار في آن واحد أو يتم إعطاء أولوية لقرارات التوزيعات على قرارات الاستثمار.

لقد قدمت دراسة Partington (1985) دليلاً تجريبياً لا يدعم نظرية المتبقي وأضافت فهماً جديداً لاستقلالية سياسة التوزيع والاستثمار. ففي حين أن الدراسة وجدت دلالة إحصائية كافية لإثبات استقلالية قرارات التوزيع وقرارات الاستثمار عند توفر التمويل الخارجي، إلا أنها لم تجد الدلالة الإحصائية لإثبات ذلك في حالة عدم الحصول على التمويل الخارجي. وربما يعني ذلك أن الشركات لا تسعى عادة للحصول على التمويل الخارجي إلا بعد أن تكون قد حددت أوجه صرفه، وهي في الغالب إما الاستثمار أو التوزيع. وهذا ما يفسر الاستقلالية عندما يتوفر التمويل. أما تفسير عدم وجود الاستقلالية عندما لا يتوفر التمويل فقد أرجعها Partington (1985) إلى صغر حجم العينة التي تم اختبارها لهذا الغرض.

وسوف تقوم هذه الورقة باختبار صحة نظرية المتبقي وفرضية استقلالية قرارات التوزيع والاستثمار في السوق الكويتية. وتتلافى هذه الدراسة مشكلة صغر العينة التي عانت منها دراسة

(Partington 1985) من خلال دراسة جميع الشركات المدرجة فى سوق الكويت للأوراق المالية باستثناء الشركات العقارية، حيث لم ترد ثلاثة نماذج استقصاء مرسله لشركات عقارية.

منهج الدراسة وفرضياتها

كان النهج السائد لكثير من الأبحاث السابقة هو الاعتماد على أسلوب الاقتصاد القياسى لدراسة سياسات توزيع الأرباح. وكان القليل فقط من الدراسات يستخدم أسلوب الاستبانة [أنظر على سبيل المثال (Lintner 1956) و Plattner (1969) و Harkins and Walsh (1971)]. غير أن هذا النوع من الدراسات لم يكشف إلا القليل عن طبيعة العلاقة بين قرارات التوزيع والاستثمار والتمويل ولم يختبر المعنوية الإحصائية statistical significance لقوة هذه العلاقة.

كما أغفل معظم الباحثين استطلاع آراء أفراد الإدارة العليا للشركات حول هذه العلاقة. ويعتبر (Partington 1985) أول من قام بهذه المهمة. وستقوم هذه الدراسة باقتباس المنهجية التى استخدمها (Partington 1985) لدراسة حوافز قرارات توزيع الأرباح فى السوق الكويتية. وتعتمد هذه الدراسة على البيانات التى تم الحصول عليها بواسطة صحيفتى استبيان لآراء الإدارة العليا حول سياسات توزيع الأرباح فى جميع الشركات المدرجة فى سوق الكويت للأوراق المالية.

وتتمثل فروض الدراسة فى أن: (١) سياسة التوزيع لا تعتمد بشكل مطلق على حجم الأموال المخصصة للاستثمار، و(٢) سياسات التوزيع والاستثمار مستقلتان و(٣) سياسة التمويل تتبع منهج المتبقى، أى أن الشركات تلجأ إلى التمويل بعد استنزاف الموارد الداخلية لأجل التوزيع والاستثمار.

يركز الاستقصاء الأول على دوافع التوزيعات النقدية لمعرفة ما إذا كان المدراء يتبنون منهجاً مختلفاً عن متبقى التوزيعات وهو بذلك يهدف إلى اختبار صحة الفرضية (١). ويهدف الاستقصاء الثانى إلى اختبار صحة الفرضيتين (٢) و (٣). وتمثل صحيفة الاستبيان الأولى، المشار إليها فى الجدول (١)، وسيلة للتعرف على مدى أهمية مجموعة من دوافع توزيع الأرباح النقدية لدى مدراء الشركات اعتماداً على مقياس ليكرت Likert Scale المكون من خمس نقاط ويتدرج من «غير مهم» إلى «مهم جداً». وتحدد الصحيفة الثانية، المشار إليها فى الجدول (٢)، مدى ميل هؤلاء المدراء إلى تكرار تبني بعض السياسات البديلة اعتماداً على مقياس ليكرت المكون من ست نقاط ويتدرج من لم يحدث أبداً إلى يحدث بصفة مستمرة.

وإدراكاً من الباحثين لأهمية آراء المعنيين فى الشأن الاقتصادى والاستثمارى فى دولة الكويت حول النتائج الإحصائية التى تم التوصل إليها، فإن من المفيد عرض بعض نتائج الدراسة عليهم من خلال أسلوب المقابلة الشخصية. وقد اختار الباحثان لإجراء تلك المقابلات رئيساً لمجلس إدارة

واحد من أكبر مكاتب المراجعة ورئيساً لمجلس إدارة إحدى شركات الاستثمار التي دأبت على توزيع الأرباح ومديراً عاماً لإحدى شركات إدارة المحافظ الاستثمارية ورئيساً لمجلس إدارة أبرز الشركات الكويتية للاستشارات المالية والاقتصادية ومدير عام سوق الكويت للأوراق المالية. والمؤسسات مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية فيما عدا مكتب المراجعة. وقد كان لهؤلاء آراء مهمة نستعرضها ضمن مناقشة النتائج في القسم التالي من الدراسة.

نتائج الدراسة

يتضمن هذا القسم تحليلاً للنتائج المستخلصة من صحيفتي الاستبيان حول دوافع توزيع الأرباح النقدية وأولويات السياسة لدى متخذي القرار في الشركات الكويتية ومناقشة لآراء بعض المعنيين في شئون سوق الكويت للأوراق المالية.

أ. دوافع توزيع الأرباح النقدية

إن العثور على دليل تجريبي يدعم وجود دافع لدى الإدارة العليا لتبني سياسة مخالفة لمنهج المتبقي يعني عدم انطباق نظرية MM حول منهج متبقي التوزيعات في السوق الكويتية. ويمكن القول أن هذه النظرية تنطبق على السوق الكويتية فقط إذا ثبت أن الشركات لا تقوم بتوزيع الأرباح على مساهميها إلا من الجزء المتبقي من الأرباح بعد حجز الأموال اللازمة للاستثمار في مشروعات مربحة.

يتضمن الجدول (١) توزيع استجابات المدراء في الأعمدة من ٥ إلى ١٠. وقد تم تحليل هذه الاستجابات باستخدام معامل كندال للتناسق Kendall Coefficient of Concordance وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك اختلاف في أهمية هذه الدوافع. وتشير القيمة العالية لدرجة ثقة المعامل إلى وجود اتفاق بين المدراء على ترتيب أهمية الدوافع. ولقد تم استخدام مقياس ولكوكسون للترتيب الشنائي Wilcoxon Matched-pairs Signed-ranks Significance في الاختلافات للترتيب العام. ويوضح العمود الرابع في الجدول (١) الدلالة الإحصائية للاختلاف فيما بين الدوافع المرتبة ثنائياً. ويتضح من الجدول (١) عدم وجود اختلافات جوهرية ذات معنوية إحصائية بين الدوافع عند مستوى ثقة ٥٪. فيما عدا ضمان الولاء والتفديد بسياسات شركة أم أو مستثمر مهم. وربما يكون سبب ذلك الحساسية الكبيرة لهذا المقياس. ولعله من المفيد استخدام تحليل العامل Factor Analysis بهدف الوصول إلى مجاميع متجانسة طالما أن آخر دافعين من حيث الترتيب يعكسان تبني الشركات لمنهج متبقي التوزيعات بينما لا تشير الدوافع الأخرى إلى تبني هذا المنهج.

جدول (1) : تحليل استجابات المدراء حول دوافع توزيع الأرباح النقدية

رقم الدافع	دوافع التوزيعات النقدية (مرتبة من الأهم إلى الأقل أهمية)	الترتيب الوسطى Mean Rank	الدلالة الإحصائية Sig of Diff Wilcoxon	النسبة المؤية لاستجابات الشركات					
				لاينطبق	غير مهم	مهم قليلا	معتدل الأهمية	مهم جدا	مهم جدا
1	الاستجابة لرغبة المساهم في الحصول على دخل	6.98	0.069	0	0	0	14.6	44.0	41.5
2	دعم وزيادة السعر السوقى لسهم الشركة	6.28	0.192	0	5.9	7.3	17.1	34.1	36.6
3	الإشارة للمساهم حول رؤية الإدارة لمستقبل الشركة	5.74	0.827	2.4	12.2	2.4	14.6	46.3	22.0
4	ضمان ولاء المساهم ليحتفظ بالسهم لأطول مدة	5.50	0.027	0	5.9	14.6	29.3	26.8	24.4
5	التقيد بسياسة شركة أم أو مساهم رئيسي	4.46	0.840	0	24.4	12.2	26.8	22.0	14.6
6	تسهيل الحصول على تمويل خارجي في المستقبل	4.28	0.745	2.4	19.5	14.6	24.4	29.3	9.8
7	تفادي جعل الشركة هدفا للاستيلاء من قبل الآخرين	4.26	0.503	0	26.8	17.1	19.5	19.5	17.1
8	ندرة الفرص الاستثمارية المربحة	3.87	0.686	0	24.4	22.0	24.4	17.1	12.2
9	تقليل نسبة الفائض في الأصول السائلة	3.63	-	0	29.3	14.6	31.7	17.1	7.3

حجم العينة
N=41

درجة الثقة
0.000

درجة الحرية
df=8

معامل كندال للتناسق
w=0.209

يتضمن الجدول (2) المجاميع الأربعة المستخلصة بطريقة تحليل البند الرئيسي Principal Component Analysis والتدوير بطريقة Varimax with Kaiser Normalizations . وكما هو متوقع، جاء الدافعان «ندرة الفرص الاستثمارية» و«تقليل الفائض» في مجموعة واحدة. وحيث أن صفة متغيرات الدراسة قد تغيرت بفعل فصل المجموعات، من مترابطة related إلى غير مترابطة independent، فمن المناسب استخدام مقاس كروسكال واليس (K-W) Kruskal-Wallis لبيان ترتيب أهمية مجموعات الدوافع واختبار المعنوية الإحصائية للاختلافات فيما بينها.

جدول (٢) : استخراج الإجماع بطريق Principal Component Analysis والتدوير بطريقة Varimax with Kaiser Normalization

Explained variance النباين المفسر	معامل التحميل				دوافع التوزيعات النقدية (مرتبة من الأهم إلى الأقل أهمية)	المجموعات	رقم الدافع				
	4	3	2	1							
22.470			.686		الاستجابة لرغبة المساهم في الحصول على دخل	مجموعة 1	1				
										ضمان ولاء المساهم ليحتفظ بالسهم لأطول مدة	2
19.315	.682				دعم وزيادة السعر السوقي لسهم الشركة	مجموعة 2	3				
										الإشارة للمساهم حول رؤية الإدارة لمستقبل الشركة	4
17.168				.882	تسهيل الحصول على تمويل خارجي في المستقبل	مجموعة 3	5				
										تفادي جعل الشركة هدفا للاستيلاء من قبل الآخرين	6
										التفكير بسياسة شركة أم أو مساهم رئيسي	7
14.858		.886			ندرة الفرص الاستثمارية المربحة	مجموعة 4	8				
										تقليل نسبة الفائض في الأصول السائلة	9

يتضمن الجدول (٣) نتائج اختبار K-W للبيانات بعد إعادة ترتيبها حسب المجموعات الحديدة. وتشير النتائج إلى وجود اختلافات جوهرية بين المجموعات الأربعة المستقلة.

جدول (٣) : إختيار Kruskal-Wallis test لعنوية الاختلافات بين المجموعات المستقلة للدوافع

الترتيب الوسطي Mean Rank	N	المجموعات الجديدة
232.73	82	مجموعة 1
224.49	82	مجموعة 2
157.50	123	مجموعة 3
139.03	82	مجموعة 4
	53.684	Chi-Square
	3	Df
	0.000	Asymp. Sig

يتبين من مجمل النتائج السابقة أن الشركات لا تتبنى منهج متبقي التوزيعات المقترح من قبل MM، نظراً لأن توزيعاتها لا تعتمد بشكل مطلق على ما يتبقى من أرباح بعد اقتطاع احتياجات الاستثمار في مشروعات مربحة أو بسبب عدم توفر فرص استثمارية مجدية. وبعرض هذه النتيجة على بعض المهتمين في شئون السوق الكويتية تبين أن هناك اتفاقاً على أن الشركات تعتقد، بشكل عام، بأن المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية يفضلون أسهم الشركات التي توزع أرباحاً سواء النقدية منها أو أسهم المنحة. ولهذا فإن الكثير من الشركات تسعى إلى تحقيق الاستقرار في التوزيع. وقد أشار أحد المعنيين (رئيس مجلس إدارة) إلى أنه غالباً ما يتخذ قرارات للاحتفاظ باحتياجات نقدية في وقت الرواج للمحافظة على استقرار التوزيعات على مساهمي الشركة خدمة للمساهمين وللظهور بمظهر جيد أمام العملاء و الممولين و أصحاب المحافظ الاستثمارية والجهات الرقابية. وقد أكد آخرون وجود مثل هذه السياسة.

ومع أن التحليل السابق للدوافع يبرز وجود مبررات لتبني سياسة توزيع مستقلة، إلا أن ذلك لا يمثل دليلاً كافياً لاستقلالية سياسة التوزيع. لذا، سوف ينصب الاهتمام في الجزء التالي على تقديم الدليل على هذه الاستقلالية.

ب. أولويات السياسة

ينشأ التداخل بين سياساتى التوزيع والاستثمار بسبب تنافسهما على الموارد المالية الذاتية المحدودة. ويهدف التحليل التالي إلى معرفة مدى تكرار هذا التداخل والكيفية التي تمكنت الشركات بواسطتها من الحد منه.

جدول (٤): السياسات المالية - تحليل الاستجابات

مجموعة	السياسات مرتبة حسب التكرار ضمن المجموعات أ وب وج	التكرار	ترتيب حسب	Signif. Wilcoxon	الترتيب التوسعي	النسبة المئوية لاستجابات الشركات				
						لم يحدث أبدا	يحدث نادرا جدا	نادر الحدوث	يحدث أحيانا	يحدث تكرر
المجموعة أ: مدى تكرار التمويل الخارجي										
أ	الأرباح التي تجنيها الشركة كافية للتوزيع على المساهمين وللاستثمار في مشروعات جديدة	1	0.000*	9.18	4.9	2.4	2.4	24.4	29.3	36.3
	تحصل الشركة على قروض طويلة أجل	2	0.946	6.21	29.3	14.6	9.8	31.7	4.9	9.8
	تصدر شركتنا أسهما جديدة	3	-	6.09	22.0	14.6	14.6	43.9	2.4	2.4
المجموعة ب: السياسة عند الحصول على تمويل خارجي										
ب	عند الحصول على تمويل: الأولوية للاستثمار وهناك قيود على التوزيع	1	0.894	6.11	32.5	12.5	10.0	27.5	10.0	7.5
	عند الحصول على تمويل: التمويل الخارجي يكون للتوزيع والاستثمار معا	2	0.184	5.65	39.0	9.8	7.3	22.0	14.6	7.3
	عند الحصول على تمويل: الأولوية للتوزيع وهناك قيود على الاستثمار	3	.053	5.00	48.8	12.2	9.8	17.1	7.3	4.9
	عند الحصول على تمويل: لا توجد أولوية واضحة فهناك قيود على التوزيع والاستثمار معا	4	-	3.96	63.4	12.2	7.3	14.6	2.4	
المجموعة ج: السياسة عند عدم الحصول على تمويل خارجي										
ج	بدون قروض ولا إصدارات: الأرباح تكفي للتوزيع والاستثمار	1	0.000*	8.75	7.3	7.3	4.9	9.8	26.8	43.9
	بدون قروض ولا إصدارات: الأولوية للاستثمار وهناك قيود على التوزيع	2	0.177	5.76	41.5	2.4	14.6	19.5	14.6	7.3
	بدون قروض ولا إصدارات: الأولوية للتوزيع وهناك قيود على الاستثمار	3	0.312	4.85	48.8	9.8	14.6	14.6	4.9	3.7
	بدون قروض ولا إصدارات: هناك قيود على التوزيع والاستثمار	4	-	4.44	53.7	12.2	17.1	9.8	2.4	4.9

تابع جدول (٤)

المجموعة	فريدمان	معامل كندال	درجة الحرية	الدلالة الاحصائية	حجم العينة
أ	$p = 0.000^*$	$w = .344$	$df = 2$	$p < 0.001$	$N = 41$
ب	$p = 0.006^*$	$w = .102$	$df = 3$	$p < 0.001$	$N = 40$
ج	$p = 0.000^*$	$w = .391$	$df = 3$	$p < 0.001$	$N = 41$
الكل		$w = .294$	$df = 3$	$p < 0.001$	$N = 40$

* العلاقة معنوية عند ٠.٠٠٥.

فإذا كانت الموارد المالية الذاتية غير كافية فمن المرجح أن تلجأ الشركات، عند الحاجة، إلى الاقتراض. فإذا كانت قرارات التمويل عن طريق الاقتراض هي التي تتبع منحج المتبقي، فإن الشركات تحصل على التمويل وتخصصه للتوزيعات والاستثمارات. وإذا كانت قرارات التمويل لا تتبع منحج المتبقي فإن الشركات تفرض قيوداً على التوزيعات والاستثمار أو تضع سلماً للأولويات يعطي أولوية للتوزيعات على الاستثمار أو للاستثمار على التوزيعات. تبعاً لذلك، فقد تم تصميم صحيفة الاستبيان الثانية بحيث يقوم المدراء ببيان مدى تكرار تبنيهم لهذه البدائل باستخدام مقياس ليكرت المكون من ست نقاط ويتدرج من «لم يحدث أبداً» إلى «يحدث بصفة مستمرة». يوضح الجدول (٤) توزيع استجابات المدراء في الأعمدة من ٦ إلى ١١.

يتكون الجدول (٤) من ثلاث مجموعات من العبارات الموجهة إلى المدراء. تتعلق المجموعة (أ) بمدى تكرار توفر الموارد المالية الذاتية ومدى تكرار تعزيزها بالتمويل الخارجي من طريق الاقتراض أو حقوق الملكية. أما المجموعة (ب) فتتعلق بمدى إعطاء الشركات الأولوية لسياسة الاستثمار وسياسة التوزيع عندما يتم الحصول على تمويل خارجي. وتعلق المجموعة (ج) بمدى إعطاء الشركات الأولوية لتلك السياسات عندما لا يتم الحصول على تمويل خارجي.

وقد تم تحليل المجموعات الثلاث المتضمنة في الجدول (٤) باستخدام معامل كندال للتناسق لمعرفة ما إذا كان هناك اختلاف في الأهمية بين السياسات البديلة التي تم تبنيها وترتيب هذه السياسات من حيث الأهمية. يتضمن العمود ٣ من الجدول (٤) نتائج ترتيب أهمية السياسات البديلة. ويتضمن الجزء السفلي من الجدول معامل كندال للتناسق والبيانات الإحصائية ذات العلاقة. وتشير هذه البيانات إلى وجود دلالات إحصائية عند مستوى ثقة أقل من ١٪ للمجموعات الثلاث كل على حده وكذلك للمجموعات الثلاث مجتمعة. وتجدر الإشارة بأن Partington (1985) لم يجد دلالة إحصائية يمكن الاعتداد بها للمجموعة (ج) وأرجع ذلك لصغر حجم العينة.

ولاختبار الدلالات الإحصائية للترتيب الثنائي ولكل مجموعة على حده، فقد تم استخدام مقياس ولكوكسون للترتيب الثنائي Wilcoxon Matched-pairs Signed-ranks وتؤكد النتائج

المبينة في العمود ٤ من جدول (٤) وجود دلالة إحصائية على الفروقات بين الترتيبات الثنائية في المجموعات الثلاث. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الفروقات وجدت فقط بين اثنتين من السياسات لكل مجموعة. وربما يعود ذلك كما بينا إلى حساسية هذا المقياس. ولتفادي هذا القصور قمنا باستخدام اختبار فريدمان Friedman test لاختبار ترتيب كل مجموعة على حده. وقد أظهرت نتائج هذا الاختبار الواردة في الجزء السفلي من الجدول (٤) وجود معنوية إحصائية عند مستوى ثقة أقل من ١٪ للمجموعات الثلاث.

وتشير الاستجابات على المجموعة (أ) من الجدول (٤) إلى أن ما يقرب من ربع الشركات الأعضاء في العينة (٢٤,٤٪) تتوفر لديها أحياناً أموال ذاتية كافية تمكنها تبني سياسات مستقلة للتوزيعات والاستثمار. بل أن ثلثي الشركات تبني هذه السياسة إما بشكل متكرر أو بصفة مستمرة بسبب توفر الموارد الذاتية. ومن أجل تأكيد عدم تبني مبدأ المتبقي قمنا بتحليل الارتباط اللامعلمي Nonparametric Correlations بين دافع ندرة فرص الاستثمار المربحة وسياسة إعطاء الأولوية للتوزيع عندما لا تحتاج الشركة إلى الاقتراض على اعتبار أن نظرية MM تكون أكثر قبولاً في حالة وجود ارتباط بين قيام الشركات بالتوزيع وعدم توفر فرص استثمارية مناسبة لتوظيف أموالها. وتشير نتائج التحليل الواردة في الجدول (٥) إلى عدم وجود ارتباط بين الدافع والسياسة.

جدول (٥): علاقة الارتباط بين دافع ندرة الاستثمارات وسياسة إعطاء الأولوية للتوزيع

سياسات المجموعة (ج)			
الأولوية للتوزيع في حالة عدم الاقتراض			
0.050-	Spearman's rho	دوافع التوزيع	$\begin{matrix} \text{ع} \\ \text{ب} \\ \text{أ} \end{matrix}$
0.750	Sig (2-tailed)		
41	N		

أما الشركات التي وجدت أن مواردها المالية الذاتية غير كافية لتغطية احتياجاتها للتوزيعات والاستثمار فإنها تمثل فقط ٩,٧٪. وتقوم هذه الشركات بسد العجز في الاحتياجات المالية عن طريق الاقتراض أولاً ثم عن طريق إصدار الأسهم الجديدة، حيث جاء الترتيبان الوسيطيان للاقتراض وإصدار الأسهم الجديدة متقاربين بمقدار ٦,٢١ و ٦,٠٩ على التوالي. و جدير بالذكر أن نتائج Partington (1985) للجزء (أ) فيما يتعلق بترتيب السياسات الثلاث تشير إلى حلول الاقتراض محل كفاية الأموال بالمقارنة مع نتائجنا. ويعني ذلك أن الدراستين متفقتان على أن إصدارات الأسهم الجديدة هي الملاذ الأخير لسد عجز الاحتياجات المالية اللازمة للتوزيعات أو للاستثمار. وربما يشير هذا الترتيب إلى ميل الشركات للتوزيع مما يتوفر لديها من أموال ذاتية.

ويتضمن الجدول (٦) نتائج تحليل الارتباط بين سياسة حصول الشركات على التمويل عن طريق الاقتراض في المجموعة (أ) وسياسات المجموعة (ب) لمعرفة ما إذا كانت الشركات تخصص الأموال المقترضة للتوزيعات أو للاستثمار أو لكليهما معاً. وتشير النتائج إلى عدم وجود معنوية إحصائية على أن التمويل الخارجي يتبع منهج المتبقي. وقد يكون سبب عدم وجود الارتباط الإحصائي هو عزوف الشركات الكويتية عن التمويل الخارجي حيث أن أقل من ١٥٪ من الشركات تميل إلى الاقتراض لغرض التوزيع أو الاستثمار في حين أن أكثر من ٦٥٪ من الشركات لا تحتاج إلى الاقتراض. وعند عرض هذه النتيجة على أحد المعنيين (مدير عام)، أشار إلى أنه من النادر أن تقوم الشركات بالاقتراض لغرض التوزيع خاصة في وقت الكساد لأن ذلك يزيد من العبء لارتفاع التكلفة. لكن، أحياناً، وعندما يتكون لدى بعض الشركات أرباح «غير محققة» فإنها تلجأ إلى الاقتراض تجنباً لتسييل أصول ذات ربحية مستقبلية واعدة. ولكنها تبقى حالات استثنائية وهذا ما يؤكد النتيجة الإحصائية التي تم التوصل إليها.

جدول (٦): علاقة الارتباط بين سياسة الحصول على قروض وسياسات المجموعة (ب)

سياسات المجموعة (ج)			
الأولوية للتوزيع في حالة عدم الاقتراض			
0.050-	Spearman's rho	دوافع التوزيع	$\begin{matrix} \text{ن} \\ \text{م} \\ \text{ع} \\ \text{م} \\ \text{ع} \end{matrix}$
0.750	Sig (2-tailed)		
41	N		

وتشير استجابات المدراء في حال الحصول على تمويل خارجي إلى أن الأولوية للاستثمار قبل التوزيع تأتي بالمرتبة الأولى وتليها سياسة الحصول على تمويل يغطي الاحتياجات المالية للتوزيعات والاستثمارات معاً.

وقد حصل Partington (1985) على نتائج تشير إلى أن للحصول على تمويل يغطي الاستثمار والتوزيعات معاً أولوية أعلى من سياسة إعطاء الأولوية للتوزيع قبل الاستثمار. أما السياسة الأخيرة في الترتيب فهي عدم وجود أولوية واضحة خاصة بالتوزيعات والاستثمار عند الحصول على تمويل خارجي. وربما يكون سبب ذلك هو أن الشركات لا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا لسد الحاجة للتوزيع أو للاستثمار. وحيث أن التمويل الذاتي هو المصدر الرئيسي للتوزيعات والاستثمار لدى أغلب الشركات الكويتية فمن المؤكد عدم سعيها للتمويل عن طريق الاقتراض.

وتشير نتائج تحليل المجموعة (ج) في حالة عدم الحصول على تمويل خارجي إلى أن الموارد الذاتية للشركات تكون كافية للتوزيع والاستثمار معاً. ويحدث ذلك بشكل متكرر أو بصفة

مستمرة لدى ٧٠,٧٪ من الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج المجموعة الأولى التي تشير إلى أن الشركات غالباً ما ترى أنها تبني سياسة مستقلة للتوزيعات والاستثمارات بسبب وجود موارد ذاتية كافية. ويتفق هذا أيضاً مع النتائج التي حصل عليها (Partington 1985) وهذا ما أكدته مدراء الشركات عند عرض الموضوع عليهم. فهم يرون بأن اتباع سياسة التوزيعات المستقرة ذات النمو الثابت هي المفضلة في سوق الكويت للأوراق المالية. وقد قارن هؤلاء أسعار الشركات ذات النمو الثابت في التوزيعات مع الشركات التي لا تتبع هذه السياسة ورأوا أن النوع الأول هو الأفضل حالاً. إلا أننا لا يمكن أن نسلم بهذا القول دليل علمي، إذ أنه يمكن الاقتراض، منطقياً، بأن الشركات التي تحقق الاستقرار في التوزيع هي أصلاً ذات الأداء الأفضل وتحسن أسعارها في السوق هو نتيجة طبيعية لهذا الأداء وليس بسبب نمو توزيعاتها وهذا ما ذهب إليه (MM 1961). غير أن الترتيب العام للأولويات لم يأت مؤكداً لنتائج (Partington 1985) التي تشير إلى لجوء الشركات إلى الاقتراض عند عدم كفاية الموارد الداخلية للتوزيع والاستثمار. فالترتيب العام يشير إلى أن الشركات الكويتية تفضل أن توزع مما يتوفر لديها من أموال. وتحصل هذه الشركات على التمويل الخارجي عن طريق إصدارات الأسهم الجديدة في المقام الأول ثم عن طريق الاقتراض.

على الرغم من اختلاف الترتيب العام للأولويات في هذه الدراسة واختلافها ضمن المجموعات عن تلك التي حصل عليها (Partington 1985)، إلا أن هذه الدراسة تقدم دليلاً إضافياً حول منهج متبقي التوزيعات. فالنتيجة الأكثر أهمية لهذه الدراسة أنها تؤكد نتيجة (Partington 1985) في شأن استقلالية قرارات التوزيعات والاستثمار. غير أنها، وعلى النقيض من دراسة (Partington 1985)، تشير إلى ميل الشركات الكويتية إلى إصدار الأسهم الجديدة قبل الاقتراض في حال الحصول على التمويل الخارجي. ومن خلال الحوار مع مدير سوق الكويت للأوراق المالية حول هذه النتيجة أشار إلى أن ميل الشركات الكويتية إلى استخدام أسهم المنحة كبديل للتوزيع النقدي هو حقيقة واقعة وأصبحت واضحة منذ بداية التسعينات. وإدراكاً لهذه الحقيقة فقد أوصت لجنة تنشيط السوق في أواسط التسعينات الشركات الكويتية بتخفيض حجم توزيعات الأسهم وتوزيع الأرباح النقدية بدلا منها. وعلى الرغم من ذلك فإن الشركات الكويتية مازالت على نهجها السابق الذي قد يكون سمة من سمات الأسواق الناشئة. فقد أشار (Travlos et al 2001) في دراسته حول أثر التغيرات في التوزيعات على القيمة في سوق ناشئة هي السوق القبرصية إلى أن الشركات القبرصية تميل إلى إصدار أسهم جديدة للتوزيع على المساهمين كإشارة signal للأداء الجيد.

يتضمن الجدول (٧) مقارنة بين أهم نتائج هذه الدراسة و النتائج التي حصل عليها

(Partington 1985).

جدول (٧)، مقارنة نتائج دراستي بارتنجتون والديحاني مع اللوغاني

نتائج الدراسة		مجموعات المياسات
الديحاني واللوغانى "الشركات الكويتية"	Partington 1985 "الشركات الأسترالية"	
<ul style="list-style-type: none"> • تتبنى ربع الشركات أحيانا (24.4% تقريبا) سياسة مستقلة للتوزيعات والاستثمارات بسبب وجود موارد داخلية كافية • ثلثا الشركات تقريبا (65.5%) تبني هذه السياسة بشكل متكرر أو باستمرار • 9.7% من الشركات لا تتمتع بموارد ذاتية كافية للتوزيعات والاستثمارات معا • يتم تمويل العجز في الاحتياجات المالية بشكل متكافئ بواسطة الاقتراض وإصدارات الأسهم الجديد وإن كان هناك تقدما في الترتيب لصالح الاقتراض • هناك دلالة إحصائية كافية للترتيب 	<ul style="list-style-type: none"> • هناك عدد لا بأس به من الشركات التي تتبنى أحيانا سياسات مستقلة للتوزيعات والاستثمارات بسبب وجود موارد داخلية كافية • ثلث الشركات تبني هذه السياسات بشكل متكرر • 40% من الشركات لا تكاد تتمتع أو لا تتمتع إطلاقا بموارد ذاتية كافية للتوزيعات والاستثمارات معا • تمويل العجز في الاحتياجات المالية جاء متكررا من خلال الاقتراض بشكل أكبر من إصدار الأسهم الجديدة • هناك دلالة إحصائية كافية للترتيب 	أ
<ul style="list-style-type: none"> • السياسة الأكثر تبنيًا عند الحصول على تمويل خارجي هي إعطاء الأولوية للاستثمارات وفرض قيود على التوزيعات. وتأتي بعد ذلك استقلالية التوزيعات والاستثمارات • سياسة إعطاء الأولوية للتوزيعات على الاستثمارات كانت أقل حظا • السياسة الأقل حظا هي عدم وجود أولوية واضحة. وهذا قد يكون منطقيا في ضوء عدم سعي الشركات للحصول على التمويل الخارجي إلا لسبب؛ فإما للتوزيعات أو للاستثمارات أو لهما معا. • هناك دلالة إحصائية كافية للترتيب 	<ul style="list-style-type: none"> • السياسة الأكثر تبنيًا عند الحصول على تمويل خارجي هي توزيع الأموال بشكل كاف على التوزيعات والاستثمارات المجدية (استقلالية التوزيع والاستثمار) • تبني سياسي القيود على التوزيعات والاستثمارات وسياسة إعطاء الأولوية للتوزيعات على الاستثمارات كان أقل حظا عند معظم الشركات • إعطاء الاستثمار الأولوية على التوزيعات كانت السياسة الأقل تبنيًا بين الشركات • هناك دلالة إحصائية كافية للترتيب 	ب
<ul style="list-style-type: none"> • في الأحوال التي لا يتم الحصول فيها على تمويل خارجي تكون الموارد الداخلية للشركات كافية للتوزيعات والاستثمارات معا. فذلك يحدث بشكل متكرر أو باستمرار لدى 70.7% من الشركات • هناك دلالة إحصائية كافية للترتيب 	<ul style="list-style-type: none"> • في الأحوال التي لا يتم الحصول فيها على تمويل خارجي تكون الموارد الذاتية كافية للتوزيعات والاستثمارات معا • ليس هناك دلالة إحصائية كافية للترتيب، ربما بسبب صغر حجم العينة 	ج

الخلاصة

تمثل هذه الدراسة أول محاولة لاختبار صحة ثلاث فرضيات متعلقة بسياسة توزيع الأرباح في السوق الكويتية. تنص الفرضية الأولى على أن سياسة التوزيع لا تعتمد بشكل مطلق على حجم الأموال المخصصة للاستثمار، أي أنها لا تتبع منهج متبقي التوزيعات الذي افترضه MM نظرياً. وتنص الفرضية الثانية على أن سياستي التوزيع والاستثمار مستقلتان، أي لا يوجد ارتباط بينهما. وتنص الفرضية الثالثة على أن سياسة التمويل هي التي تتبع منهج المتبقي، أي أن الشركات تلجأ إلى التمويل الخارجي بعد استنزاف الموارد المالية الذاتية لأجل التوزيع والاستثمار. وتشير النتائج الميدانية لهذه الدراسة أن لدى الشركات الكويتية دوافع أخرى للتوزيع غير تلك التي تؤدي إلى اتباع منهج متبقي التوزيعات. فلو نظرنا إلى ترتيب الدوافع لوجدنا أن الدافعين اللذين يدلان على تأثر سياسة التوزيع بحجم الأموال المخصصة للاستثمار، وهما «ندرة الفرص الاستثمارية» و«تخفيض الفائض في الأصول السائلة»، هما الأقل أهمية بالنسبة لمتخذ القرار. لذا يمكن القول أن هناك دليلاً كافياً لعدم وجود ارتباط مطلق بين سياستي التوزيع والاستثمار. بل أن نتائج هذه الدراسة تذهب إلى أبعد من ذلك وتشير إلى عدم وجود ارتباط ذي دلالة إحصائية بين دافع ندرة الاستثمارات المربحة وأي من السياسات الأخرى في حالة عدم الحصول على تمويل خارجي. وينطبق ذلك بشكل خاص على سياسة «إعطاء الأولوية للتوزيع». وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى، وهو ما يتفق مع نتيجة (Partington 1985)، الذي لم يقم بدراسة العلاقة الارتباطية بين الدوافع والسياسات المتبعة. ولعله من المفيد أن نذكر هنا أن السوق الكويتية لا تتوفر فيها الكثير من الفرص الاستثمارية حيث تتسم بمحدودية الطاقة الاستيعابية limited absorptive capacity بحكم صغر حجم السوق واقتصاده غير الإنتاجي وندرة العمالة الماهرة. وقد يفسر هذا عدم أهمية الاستثمار كدافع للتوزيع النقدي لدى متخذ القرار. كما أن النظام المالي في الكويت لا يوفر الهيكل الزمني الأمثل للقروض. فلا توجد مؤسسات مالية متخصصة للقروض طويلة الأجل. فعندما لا تتوفر الفرص الاستثمارية والقروض طويلة الأجل فقد يعني ذلك أن باستطاعة الشركات الكويتية التوزيع والاستثمار وربما الاحتجاز مما تحقق لديها من أرباح. أما فيما يخص الفرضية (٢)، فإن نتائج الدراسة تشير إلى وجود استقلالية بين سياستي التوزيع والاستثمار خاصة عندما لا تلجأ الشركات إلى التمويل الخارجي. وهذه النتيجة لا تتفق مع نتائج Partington (1985) وفي الأحوال التي تلجأ فيها الشركات للتمويل الذاتي لعدم كفاية الموارد الذاتية، تشير نتائج الدراسة إلى أن نصف الشركات تقريبا تعطي الأولوية للاستثمار قبل التوزيع في حين أن الثلث منها فقط يعطي الأولوية للتوزيع. وبناءً على ذلك، لا يمكن القول باستقلالية قرارات التوزيعات عن قرارات الاستثمار لدى الشركات الكويتية.

وتشير نتائج اختبار الفرضية الثالثة إلى أن السياسة التمويلية هي التي تتبع منهج المتبقي في ظل ترتيب سياسات المجموعة (أ). غير أن تحليل الارتباط لا يدعم وجود ارتباط ذي دلالة معنوية بين حصول الشركات على التمويل وسياسات المجموعة (ب). ويعني ذلك عدم إمكانية إثبات صحة الفرضية وهو ما ذهب إليه (Partington 1985).

تقدم هذه الدراسة دليلاً تجريبياً جديداً على عدم صحة نظرية MM التي تنص على أن سياسة التوزيع تعتمد وبشكل مطلق على ما يتبقى من أموال بعد تغطية الاستثمارات المتاحة للشركة. ويبدو ذلك منطقياً في ظل وجود عوامل متعددة تدفع الإدارة إلى اتخاذ قرار التوزيع بصرف النظر عن «المتبقي من أموال». وتدعم نتائج هذه الدراسة مفهوم استقلالية سياسات التوزيع والاستثمار في السوق الكويتية الناشئة في حالة كفاية الموارد الذاتية. وفي الأحوال التي تلجأ فيها الشركات إلى التمويل الخارجي يبرز تباين في النتائج يدفع في اتجاه القول باستمرارية عدم وجود الدليل الكافي لفهم العلاقة. وتجدد الإشارة بأن هذه النتائج جاءت معززة للنتائج التي حصل عليها Fama (1974) و (Partington 1985) بخصوص استقلالية سياسات التوزيع وسياسات الاستثمار.

وينبغي أن نبين، في ضوء ما سبق، أن صاحب القرار يرى أن لسياسة توزيع الأرباح أثر في القيمة ويعني ذلك أن الشركات تستخدم التوزيعات كأداة لتحفيز طلب المستثمر للأسهم وبالتالي ارتفاع قيمها السوقية. وقد أكد المعينون أهمية هذا الدافع. ويرتب على ذلك أهمية أن تسعى الشركات إلى الاحتفاظ بجزء من أرباحها، خاصة خلال فترات الرواج، لتتمكن من دعم أسهمها من خلال اتباع سياسة توزيع مستقرة للأرباح. إن هذه التوصية، وإن كانت منطقية، تبقى مهمة مادام للتوزيع أثر في القيمة. ويدعو هذا إلى أهمية إجراء دراسة للمقارنة بين الشركات التي تتبنى سياسات توزيع أرباح مستقرة والشركات التي لا تتبنى مثل هذه السياسات لمعرفة مدى الأثر على القيمة.

وعلى الرغم من أهمية نتائج هذه الدراسة، ينبغي الإشارة إلى بعض جوانب القصور التي يجب أخذها بعين الاعتبار من أجل تعزيز فهمنا لسياسة التوزيع وعلاقتها بالاستثمار والتمويل. من هذه الجوانب، صغر حجم السوق الكويتي. فربما يتم الحصول على نتائج مختلفة لو تم إجراء دراسات مماثلة على أسواق ناشئة أخرى تتفاوت في أحجامها. وقد يكون من المفيد إعادة تصميم الاستقصاء ليشتمل تصنيف الشركات إلى قطاعات مختلفة حيث أن ذلك من شأنه إيضاح السمات المميزة لسياسات التوزيع في كل قطاع.

المراجع

- Al-Deehani, T. (2003), "Determinants Of Dividend Policy: The Case of Kuwait", Journal of Economic & Administrative Sciences (Forthcoming).
- Al-Lougani, N. and D. Chappell (2001), "Modeling the Day-of-the-Week Effect in the Kuwait Stock Exchange: A non-Linear GARCH-Representation," Applied Financial Economies, vol. 11, pp. 353-359.
- Al-Loughani, N. (1999), "The Analysis of the Causal Relation- ship between Stock Prices and Trading Volume in the Kuwait Stock Market," Journal of Economic and Administrative Science, vol. 15, pp. 25-47.
- Al-Loughani, N. (2003), "The Seasonal Characteristics of Stock Returns in the Kuwait Stock Market," Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies, N. 109- vol. 29, pp. 15-40.
- Baginski, S.P. (1987), "Interindustry Information Transfer Associated with management Forecasts of Earning," Journal of Accounting Research (Autumn), pp. 196-216.
- Cornell, B. and A. Shapiro (1987), "Corporate Stakeholders and Corporate Finance," Financial Management, Spring, pp. 5-14.
- Crum R., D. Jensen and E. Ketz (1988), "An Empirical Investigation of Management's Dividend Policy Model and Cost Flow Measures," Working Paper.
- Dhrymes, P.S. and M. Kurtz (1967), "Investment, Dividend and External Finance Behaviour of Firms", Determinants Behaviour- A Conference, R. Feber (Editor), National Bureau of Economic Research.
- Dyl, E. and R. Weigand (1998), "The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence," Financial Management, Autumn, pp. 27-35.
- Fama, E.F. (1974), "The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions of Firms", American Economic Review, June, PP. 304-318.
- Fama, E.F. and H. Babiak (1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association, December, 63: pp. 304-318.
- Foster, G. (1981), "Intra-Industry Information Transfer Associated with Earnings Releases," Journal of Accounting and Economics, December, pp. 201-232.
- Gordon, M. (1959), "Dividends, Earnings and Stock Prices," Review of Economics and Statistics, May, pp. 99-105.
- Harkins, E.P. and F.J. Walsh (1971). Dividend Policies and Proctices, The Conference Board (New York).
- Higgins, R.C. (1972), "The Corporate Dividend Saving Decision", Journal of

- Financial and Quantitative Analysis, March, pp. 1527-1541.
- Holder, M., F. Langerehr, and J.L. Hexter (1998), "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. (Special Issue: Dividends), Financial Management, Autumn, pp. 73-82.
- Howe, J.S. (1998), "Information Associated with Dividend Initiations: Firm-Specific or industry-wide? (Special Issue: Dividends), Financial Management, Autumn, pp. 17-26.
- Johar, R.S. (1973), "Corporate Investment and Finance Behaviour in India", The Indian Journal of Economics, October, pp. 203-252.
- Kahamura A. and M. Nakamura (1985), "Rational Expectations and The Firm's Dividend Behavior," The Review of Economics And Statistics, pp. 606-615.
- Koch, P. (1999), "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies," Financial Management, Winter, pp. 15-35.
- Kumar, P. and B. Lee (2001), "Discrete Dividend Policy with Permanent Earnings," Financial Management, Autumn, pp. 55-76.
- Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes," American Review, May, pp.97-113.
- Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1979), "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidences," Journal of Financial Economics, June, pp. 163-195.
- McDonald, J.G., B. Jacquillat and M. Nussenbaum (1975), "Dividend Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms", Journal of Financial and Quantitative Analysis, December, pp. 741-755.
- McCabe, G.M. (1979), "The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A New Look", Journal of Financial and Quantitative Analysis (March), pp. 119-135.
- Miller, M. and M. Scholes (1978), "Dividends and Taxes," Journal of Financial Economics, December, pp. 333-364.
- Miller, M.H. and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the valuation of shares", Journal of Business (October), pp. 411-435.
- Partington, G. H. (1985), "Dividend Policy and Its Relationship To Investment and Financial Policies: Empirical Evidence", Journal of Business Finance & Accounting, 12(4), Winter, pp. 531-542.
- Plattner, R.H. (1969), "How Electric Utility Managers Determine Dividend Policy", Public Utilities Fortnightly (March), pp. 27-30.
- Simons, K. (1994), "The relationship Between Dividend Changes and Cash flow: An

- Empirical Analysis,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(4), June, pp. 577-587.
- Slovin, M., M. Sushka and Y. Bendeck (1991), “The Intra-Industry Effects of Going-Private Transactions,” *Journal of Finance*, September, pp. 1537-1550.
- Smith, K.V. (1971), “Increasing stream Hypothesis of Corporate Dividend Policy”, *California Management Review*, Fall, pp. 55-64.
- Szewczyk, S. (1992), “The Intra-Industry Transfer of Information inferred from Announcements of Corporate Security Offerings,” *Journal of Finance*, (December), pp. 1935-1945.
- Titman, S. (1984), “The Effect of Capital Structure on a Firm’s Liquidation Decision,” *Journal of Financial Economics*, March, pp. 137-151.
- Travlos, N., L. Trigeorgis and N. Vafeas (2001), “Shareholder Wealth Effect of Dividend Policy Changes in an Emerging Market: The Case of Cyprus”, *Multinational Finance Journal*, vol. 5, no. 2, pp. 87-112.
- Zeng, T. (2003), “What determine dividend policy: A Comprehensive test,” *Journal of American Academy of Business*, Mar, pp. 304-309.