

محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

موسى فلاح المناصير*

ملخص

أعدت هذه الدراسة بهدف التعرف على محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، باستخدام نموذج "Tobit"، وبيانات تجمع بين القيم المقطعية، وقيم السلاسل الزمنية للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2014. وقد تم فحص عدد من المتغيرات المستقلة التي تم استخراجها من التقارير المالية للشركات الصناعية المساهمة، بالإضافة إلى بعض المتغيرات على أساس طبيعة الشركات وواقع عملها؛ مثل متغير الشركات ذات المشاركة الحكومية، والشركات ذات الملكية الداخلية؛ حيث تم دراسة هذه المتغيرات لاستكشاف علاقتها بالمتغير التابع، وهو ريع السهم؛ والمستخدم كمقياس لتوزيعات الأرباح النقدية.

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لاجمالي الأصول، وقيمة الأرباح بالنسبة إلى السهم الواحد على ريع السهم. العلاقة الإيجابية بين حجم الشركة وتوزيع الأرباح يدل على أن قدرة الشركات الكبيرة على دخول أسواق رأس المال، والحصول على التمويل أكبر من الشركات الصغيرة، أما العلاقة الإيجابية بين ربحية الشركة وتوزيعات الأرباح النقدية فإنها تتطابق مع نتائج معظم الدراسات، كما تتفق مع التفسير النظري المعتمد على نظرية عصفور باليد.

بالمقابل وجدت الدراسة تأثيراً سلبياً ذا دلالة إحصائية لكل من عدد حاملي الأسهم، ونسبة حملة الأسهم الداخليين، والشركات ذات المساهمة الحكومية على ريع السهم، وهذا يدعم نظرية الوكالة. وأخيراً أظهرت النتائج عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لكل من عمر الشركة، الرافعة المالية، نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية، ومعدل دوران الأسهم على توزيعات الأرباح النقدية.

الكلمات الدالة: توزيعات الأرباح، الشركات الصناعية، الأردن

* قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الأعمال، جامعة مؤتة.

تاريخ قبول البحث: 2017/12/27 م.

تاريخ تقديم البحث: 2017/5/11 م.

© جميع حقوق النشر محفوظة لجامعة مؤتة، الكرك، المملكة الأردنية الهاشمية، 2020م.

Determinants of Cash Corporate Dividends for Jordanian Industrial Companies

Mousa Falah Almanaseer

Abstract

This study examines the determinants of the cash dividends in industrial corporations in Jordan, using “Tobit” estimation model and cross sectional and time series data for Jordanian industrial companies listed in Amman Stock Exchange for the period 2010 – 2014. A number of independent variables have been used which have been mostly extracted from the financial reports of the corporations, in addition to some other variables which have been chosen on the ownership structure of the firms, such as government and internal ownership. These variables were studied to explore their impact on the dividend yield ratio, as a measure of cash dividend.

The results revealed positive impact for total assets and earning per share on the dividend yield ratio. The positive relation between the size of the corporation and the dividend yield ratio indicates that the ability of large companies to enter the capital markets and obtain financing is more than the ability of small companies. Similarly, the positive relationship between the profitability of the company and the dividend yield ratio is consistent with the results of most studies and supported the bird in hand theory.

On the other hand, the study found negative relationship between the Dividend yield ratio and the number of shareholders, government and internal ownership, which supports the agency theory. Finally, the results revealed that the following variables: age, financial leverage, market to book value and total shares turnover rate have insignificant impact on dividend yield ratio.

Keywords: Corporate Dividends, Industrial Companies, Jordan

المقدمة:

موضوع توزيعات الأرباح من الموضوعات الجدلية التي لا تزال تلقى اهتماماً واسعاً في علم التمويل الحديث، ولعل ذلك مرده النظريات المتناقضة المتعلقة بموضوع توزيعات الأرباح التي لم تصب مستخلصاتها على نتيجة واحدة؛ فيما يتعلق بتأثير توزيع الأرباح على قيمة الشركة (Al-Malkawi, 2007)، وهذا ما يؤكد وجود العديد من الدراسات الأجنبية والعربية التي لا تزال تبحث في هذا الموضوع.

أن سياسة توزيع الأرباح تتألف من قراري دفع الأرباح أو احتجازها بهدف الاستثمار، والسياسة المثلى هي التي توائم بين احتجاز الأرباح في حال توفر فرص استثمارية ذات مردود مجدي، وتوزيع هذه الأرباح في حال عدم توفر مثل هذه الفرص؛ مما ينعكس إيجاباً على سعر سهم الشركة، وقد اهتمت الدراسات الحديثة بعرض العوامل التي تحدد هذه السياسة المثلى كالفرض الاستثمارية، ومصادر الدخل، ورغبة المستثمرين في الحصول على دخل حالي أو مستقبلي، وهيكل الملكية، والرافعة المالية، وحجم الشركة، وغيرها (Yusniliyana & Suhaiza, 2016) (EL Essa et al., 2012).

تكمن مشكلة الدراسة: في حاجة متخذ قرار توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة الأردنية إلى معرفه العوامل والمحددات التي يستند إليها عند اتخاذ قرار التوزيع، فنظريات وسياسات توزيع الأرباح لا تفيد عملياً في اتخاذ هذا القرار. وتتبع أهمية هذه الدراسة من ارتباطها بسوق عمان المالي، الذي لم تخضع سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المسجلة فيه للبحث العميق؛ حيث جاءت هذه الدراسة بهدف اختبار محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، لبيان مدى أهميتها لاتخاذ قرار التوزيع، وماله من انعكاسات على قيمة الشركة. كما تعكس محددات قرار توزيع الأرباح رغبة المستثمر، وتحديد تفضيلاته التي قد تتراوح ما بين استلام الأرباح مقابل مساهمته في الشركة، أو تفضيله لعملية حجز الأرباح من قبل الشركة؛ لتوظيف أرباحها نحو الاستثمارات والتوسع؛ بما ينتج عنه رفع لقيمة الشركة؛ أي ارتفاع قيمة أسهمها وخلق القيمة الاستثمارية لحامل السهم أو المستثمر.

يتكون البحث من خمسة أجزاء: حيث احتوى الجزء الأول: على المقدمة التي استعرضت مشكلة وأهمية وهدف الدراسة. أما الجزء الثاني: فعرض الإطار النظري للدراسة؛ حيث تضمن شرحاً لمحددات توزيع الأرباح، بالإضافة إلى عرض لفرضيات الدراسة، والدراسات السابقة. وتم تخصيص الجزء الثالث لتوضيح منهجية ونموذج ومتغيرات الدراسة؛ بالإضافة إلى البيانات التي تم استخدامها ومصادرها. أما الجزء الرابع؛ فقد تم تخصيصه لعرض الجانب العملي للدراسة، والمتمثل في استعراض نتائج التحليل الإحصائي لعينة من الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من 2010م إلى 2014م، وأخيراً تضمن الجزء الخامس الخلاصة والتوصيات.

1- الإطار النظري وفرضيات الدراسة والدراسات السابقة

يستعرض هذا الجزء الإطار النظري الذي يبحث في أهم العوامل التي تحدد توزيعات الأرباح النقدية، وكيفية اختبار هذه العوامل. كما يستعرض هذا الجزء نظريات توزيعات الأرباح التي لها ارتباط بالعوامل التي تحدد توزيعات الأرباح النقدية المستخدمة في هذه الدراسة.

نظريات توزيع الأرباح

هنالك عدة نظريات بحثت في توزيعات الأرباح النقدية، والعوامل المؤثرة فيها؛ نستعرض فيما يلي أهمها:

نظريه الوكالة وتوزيعات الأرباح (Agency Theory)

تفترض هذه النظرية أن توزيعات الأرباح تقوم بدور مهم في عملية مراقبة أداء المديرين؛ فعلى سبيل المثال: عند قيام الشركة برفع معدل توزيعات الأرباح؛ فهذا يدل على وجود احتمالية قيام الشركة ببيع الأسهم العادية في أسواق رأس المال الأولية؛ ما سيرفع من إمكانية قيام المستثمرين كالبانوك الاستثمارية، سوق الأسهم، مصدري الأسهم، بمراقبة حسن أو سوء عمل الإدارة بالشركات المساهمة العامة، حيث إن زيادة توزيعات الأرباح النقدية ستقلل من حالات استثمار أموال الشركة في الاستثمارات غير المربحة مالياً، ومن الوقوع في خطأ الاستثمار الزائد (Jensen, 1986) لذا سيتم اختبار أثر تكلفة الوكالة على توزيعات الأرباح من خلال دراسة العوامل التالية:

حجم الشركة وعدد حملة الأسهم

يعتبر كل من حجم الشركة وعدد حملة الأسهم من أهم العوامل التي تؤثر في توزيعات الأرباح، انظر على سبيل المثال دراسات كل من:

(Al-Kuwari, 2009) (Anjana & Balasubramanian, 2017) (Kouki & Guizani, 2009) (Al-Shubiri, 2011) (Subramaniam et al., 2011) (Kim et al., 2013) (Baah et al., 2014) (Movalia & Vekariya, 2014) (Saeed et al., 2014) (Kumar & Whaheed, 2015).

ففي الشركات كبيرة الحجم يكون حجم الاستثمار المتاح لإدارة الشركة كبيراً جداً، والذي بدوره يشكل صعوبة على حملة الأسهم لمراقبة قرارات إدارة الشركة الاستثمارية، لذا يلجأ حملة الأسهم لتخفيف تكلفة الوكالة عن طريق زيادة نسبة التوزيعات النقدية. فمن الناحية العملية وجد كل من (Fama & French, 2001) أن الشركات الكبيرة توزع أرباح أكثر من الشركات ذات الحجم الصغير بثمان أضعاف.

كما بحثت دراسة (Richardson, 2002) هذا الموضوع: ووجدت أن مشكلة الوكالة تظهر مع وجود تدفقات نقدية هائلة غير مستغلة في المشروعات الاستثمارية؛ وإنما مستغلة من قبل المديرين في إيجاد الامتيازات الوظيفية غير الضرورية أو في عمليات التوسع والاستيلاءات غير الضرورية، وهذا ما يطلق عليه مشكلة الاستثمار الزائد، ولحل هذه المشكلة فإنه ينصح بتقليل الأموال الموجودة تحت عهدة المديرين، حيث اقترحت دراسة (Baker, 2004) أن الحل لهذه المشكلة هو زيادة توزيعات الأرباح النقدية. بالإضافة إلى حجم الشركة نجد أن ازدياد عدد حاملي الأسهم العادية يعني تشتت الملكية، وبالتالي عدم قدرة الهيئة العامة على مراقبة مجلس الإدارة؛ مما سيزيد من تكاليف الوكالة، ووفقاً لـ (Al-Malkawi, 2007) يمكن أن تكون العلاقة إيجابية، حيث يمكن تخفيف تكاليف الوكالة المرتبطة بالعدد الكبير من المساهمين من خلال دفع مزيد من توزيعات الأرباح.

في هذه الدراسة سيتم استخدام اللوغريتم الطبيعي لاجمالي الموجدات كمقياس للحجم؛ كما ورد

في

(Brockman & Unlu, 2009), (Jensen et al., 1992), (Gugler and Yurtoglu, 2003).

وبناء على ما سبق تم صياغة فرضية الدراسة الأولى كالتالي:

هنالك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة (لوغاريثم إجمالي الأصول) على توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

كما سيتم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لعدد حاملي الأسهم العادية كمقياس لتشتت الملكية وفقاً لما ورد في (Al-Malkawi, 2007:48)، وبناء عليه تم صياغة فرضية الدراسة الثانية كالتالي:

هنالك أثر موجب ذو دلالة إحصائية بين عدد حاملي الأسهم العادية (لوغاريثم عدد حاملي الأسهم) وتوزيعات الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الداخليون وكبار المساهمين وملكية الحكومة

ازدياد نسبة كبار المالكيين والداخليين يساعد على حدوث انسجام بين مصالح الإدارة، ومصالح حملة الأسهم، وبالتالي ارتفاع هذه النسبة يقلل من الحاجة إلى استخدام توزيعات أرباح ثابتة لتخفيف تكاليف الوكالة. (Shleifer & Vishny, 1986)، وهذا يتوافق مع ما جاء في دراسة كل من (Easterbrook, 1984) و (Jensen & Meckling, 1976) وبناء عليه تم صياغة فرضية الدراسة الثالثة كالتالي:

هنالك أثر سالب ذو دلالة إحصائية لنسبة ما يملكه كبار المساهمين والداخليين على توزيعات الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

وأخيراً تفترض نظرية الوكالة وجود ارتباط موجب بين نسبة ملكية الحكومة وتوزيعات الأرباح النقدية، حيث إن وجود ممثل للحكومة داخل مجلس الإدارة يمكنها من العمل كجهة رقابية، مما سيؤدي إلى انخفاض في تكاليف الوكالة، الأمر الذي يعكس توزيعات أقل. وبناء عليه تم صياغة فرضية الدراسة الرابعة كالتالي:

هنالك أثر سالب ذو دلالة إحصائية لنسبة ما تملكه الحكومة على توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

لفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح (Growth Opportunities)

تميل الشركات ذات معدل النمو الجيد وذات الفرص الاستثمارية الأكثر إلى حجز الجزء الأكبر من الأرباح بهدف إعادة الاستثمار، وبالتالي سيتم دفع أرباح لأصحاب الأسهم بمعدلات منخفضة. تلجأ الشركات لاحتجاز الأرباح بدلاً من اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية، وذلك لسهولة الحصول عليها وقلة تكاليفها وانخفاض مخاطرها. اعتماد الشركات على مصادر التمويل الداخلية عن طريق احتجاز الأرباح سوف يقلل من كمية الأرباح الموزعة؛ مما يخفض من معدل توزيعات الأرباح. بالمقابل نجد أن الشركات التي لا يتوافر لديها فرص استثمارية ذات مردود مجدي تلجأ إلى توزيع الأرباح الزائدة عن الفرص الاستثمارية المتوفرة (Mayers & Majluf, 1984) (Rozeff, 1982).

وقد جاءت نتائج الدراسات العملية التالية:

(Fama & French, 2001) (Ferris et al., 2009) (Fuller and BldBlau, 2010) (Kim et al., 2013) (Movalia & Vekariya, 2014) (Baah et al., 2014).

بدعم ما ذهبنا إليه بوجود علاقة سلبية بين توافر فرص استثمارية وتوزيعات الأرباح النقدية. في هذه الدراسة سيتم استخدام القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كقياس لتوفر الفرص الاستثمارية، وكما ورد في (Naceur et al., 2006) و (Chay and Suh, 2009)، وبناء على ما سبق تم صياغة فرضية الدراسة الخامسة كالتالي:

هنالك أثر سالب ذو دلالة احصائية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

نظرية عصفور باليد (Bird in Hand Theory)

حسب نظرية عصفور باليد يرى كل من ليننتر وغوردن أن لتوزيعات الأرباح النقدية دوراً مباشراً في رفع أو تخفيض قيمة الشركة، حيث إن توزيعات الأرباح تقلل من درجة عدم التأكد لدى المستثمرين، الأمر الذي سيؤدي إلى مطالبتهم بمعدل أقل لعائد الأرباح، وبالتالي سيرتفع سعر السهم في السوق وستزيد قيمة الشركة، وفي حال قيام الشركة بتخفيض الأرباح أو اتخاذ قرار عدم دفعها؛ ستزيد درجة عدم التأكد، مما يرفع من معدل العائد المطلوب، ومن ثم سينخفض سعر السهم وتنخفض قيمة الشركة (Franklin & Muthusamy, 2010) (Jensen et al., 1992).

(Gill et al., 2010) (Shubiri, 2011) (Subramaniam et al., 2011) (Kim et al., 2013) (Salehnezhad, 2013) (Movalia & Vekariya, 2014) (Hamdan, 2014).

نظرا لقياس أرباح الشركات بمؤشر قيمة الإيرادات بالنسبة للسهم الواحد، فإن ارتفاع هذا المؤشر يعطي دلالة على ارتفاع أرباحها. وبالتالي؛ فإن الشركات ذات الربحية العالية؛ ستكون قادرة على توزيع الأرباح النقدية، بالإضافة إلى حجز الأرباح لاستخدامها كمصدر للتمويل الداخلي لمشاريعها الإستثمارية. في هذه الدراسة سيتم استخدام العائد على السهم كمقياس لربحية الشركة، وكما ورد في (Singhanian and Gupta, 2012) & (Al-Malkawi, 2007)، وبناء على ما سبق تم صياغة فرضية الدراسة السادسة كالتالي:

هنالك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لربحية السهم على توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

نظرية الإشارة واختلاف المحتوى المعلوماتي (Signaling Theory and Information Asymmetry Problem)

تفترض هذه النظرية أن توزيعات الأرباح النقدية تعمل كإشارة لنقل المعلومات للمستثمرين، حيث إن المعلومات التي لدى جميع المتعاملين في سوق رأس المال من مديريين، مصرفيين، حاملي الأسهم، وغيرهم، ستكون متطابقة في حال اتصاف أسواق رأس المال بتمائل المعلومات، ولكن في حال وجود مجموعة تحمل معلومات لا تعكس واقع الشركة، وأدائها المستقبلي؛ كالمعلومات المتعلقة بمنتجات الشركة، واستراتيجيتها وفرصها الاستثمارية، مثل هذه المعلومات التي تكون في العادة متوافرة لدى المديرين؛ فإن هذا سيسهم في ظهور مشكلة الاختلاف المعلوماتي، وهو الفرق في المعلومات المتاحة بين الداخليين والخارجيين في الشركة. ومن هنا يستغل المدراء عملية التغيير في توزيعات الأرباح تقليلا لهذا الاختلاف المعلوماتي (Al-Kuwari, 2012: 44). يستخدم معدل دوران السهم كمؤشر لقياس اختلاف المعلومات، فكلما زاد معدل اختلاف المعلومات في الشركة نقص معدل الدوران، وانخفض حجم تداولها فالمستثمرون يفضلون الاستثمار في أوراق مالية معروفة، وفيها اختلاف أقل في المعلومات، وعندما يزداد اختلاف المعلومات لا بد من زيادة التوزيعات لإعطاء إشارة جيدة لمستقبل الشركة؛ لذا جاءت فرضية الدراسة السابعة كالتالي:

هنالك أثر سالب ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران السهم على توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

نظرية دورة الحياة للشركة (The Firm Life Cycle Theory)

تفترض هذه النظرية أنه مع ازدياد عمر الشركة، فإن قابليتها لإنتاج الأموال تفوق قابليتها لجذب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فالخيار الأفضل لدى الشركة هو استغلال التدفق النقدي الحر بتوزيعها كأرباح على المساهمين، ويتضح إن هذه النظرية ترتبط بالمرحلة الزمنية التي تمر بها الشركة، فعند بداية إنشاء الشركة تكون أكثر جذبا للفرص الاستثمارية، ولكن نظرا لقلّة مصادر النقد الداخلي، ولصعوبة إيجاد مصادر رأس مال داخلية، تلجأ الشركة إلى حجز الأرباح، وعدم توزيعها على المساهمين. ومن ثم مع ارتفاع عمر الشركة تنخفض كل من الفرص الاستثمارية، ومعدل النمو، والأرباح؛ بالإضافة إلى المخاطر النظامية. وبالتالي تلجأ الشركة إلى دفع الأرباح بما يتناسب مع رغبات كل من الإدارة والمساهمين في الشركة، كما أن الدراسات جاءت لتدعم نتائج نظرية دورة حياة الشركة. حيث إن دراسة (Al-Kuwari, 2012) وجدت أن عمر الشركة من أهم محددات توزيع الأرباح النقدية.

ويلاحظ اختلاف النظرية مع نظرية الإشارة في ارتباط الأولى بعملية توزيع الأرباح عند توقع انخفاض معدل النمو وأرباح الشركة في المستقبل بينما تنص نظرية الإشارة على أن: قيام الشركة بعملية توزيع الأرباح هو مؤشر على ارتفاع معدل النمو وأرباح الشركة، كما أن الدراسات جاءت لتدعم نتائج نظرية دورة حياة الشركة بالمقارنة مع نظرية الإشارة. حيث إن دراسة الباحثين (Benartzi, Michaely, & Thaler, 1997) وضحت عدم ارتباط ارتفاع توزيعات الأرباح مع ارتفاع معدل الأرباح؛ بينما ارتبط انخفاض معدل توزيعات الأرباح مع ارتفاع معدل نمو الشركة. كذلك؛ فإن دراسة (DeAngelo, & Stulz, 2006) أظهرت أن احتمالية دفع التوزيعات من قبل الشركات ترتبط بخليط هيكل رأس المال من (المصادر الداخلية)، ورأس مال مساهم به (المصادر الخارجية)، حيث تزداد التوزيعات إذا كانت نسبة المصادر الداخلية تزيد عن المصادر الخارجية. وفي إطار عرض الدراسات السابقة وجدت دراسة (Singhania & Gupta, 2012) عدم وجود علاقة بين توزيع الأرباح النقدية، وعمر الشركة في الشركات المساهمة العامة في دولة الهند، وفي

المقابل وجدت دراسة (Al-Ajmi & Buhussain, 2011) أن دورة حياة الشركة من أهم محددات توزيعات الأرباح النقدية.

لذا جاءت فرضية الدراسة الثامنة كالتالي:

هنالك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لعمر الشركة على توزيعات الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الرافعة المالية والمخاطرة المالية (Financial Leverage)

يقصد بالمخاطر المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها مالكو المنشأة (أصحاب الأسهم العادية) والناجمة عن اعتماد الإدارة على القروض في هيكل تمويل موجودات المنشأة، فهي مخاطرة مرتبطة بالقروض، والمنطق أنه كلما زاد حجم القرض في هيكل تمويل الموجودات؛ كلما زادت درجة المخاطرة. إن تكاليف استخدام الرفع المالي في التمويل تتمثل في التالي: أولاً: عدم القدرة على خدمة الدين، والتي تتمثل في عدم القدرة على سداد أقساط القروض، والفوائد المستحقة في تاريخ استحقاقها؛ مما يعرض الشركة إلى مخاطر الإفلاس. ثانياً: ارتفاع تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين والمتمثلة في زيادة حدة الرقابة، والتحكم ببعض الأمور داخل الشركة، وذلك من خلال القيود التي تفرض ضمن اتفاقيات القروض المبرمة بين الشركة والمقرضين، وهذا يؤدي إلى تقليل توزيعات الأرباح في الشركة على المساهمين؛ لتفضيلها استخدام النقد لسداد القروض وطلبات الدائنين (Movalia & Vekariya, 2014) (Cheng et al., 2014). وبناء عليه تم صياغة فرضية الدراسة التاسعة كالتالي:

هنالك أثر سالب ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون على توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

3- بيانات، منهجية، نموذج الدراسة ومتغيراتها

بيانات الدراسة

تم الاعتماد على البيانات الثانوية المنشورة من خلال موقع هيئة الأوراق المالية والتقارير المالية لشركات العينة، وهي جميع الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي وعددها 66 شركة خلال الفترة الزمنية من 2010-2014. كما تم استثناء 17 شركة صناعية وذلك لعدم توفر بياناتها

عن كامل المدة، وذلك كون نموذج (توبت) المستخدم في التحليل ضمن برنامج (Eviews) لا يتعامل إلا مع بيانات متوازنة لجميع الشركات لكامل المدة. ومن أجل الحصول على أكبر قدر من المشاهدات تم الاعتماد على بيانات مقطعية ضمت 49 شركة صناعية، وسلاسل زمنية غطت خمس سنوات لكل شركة. كما أن الدراسة تضمنت كل من الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح والشركات التي لا توزع أرباح وذلك كون استثناء الشركات التي لا تقوم بتوزيع أرباح يتسبب في مشكلة تحيز في اختيار العينة. (Kim and Maddala, 1992) & (Deshmukh, 2003)

منهجية الدراسة

يعرض هذا الجزء من البحث لمنهجية الدراسة التي تحتوي على تحليل الانحدار الخطي المتعدد للبيانات ذات الطبيعة المزوجة (مقطعية وسلاسل زمنية). هذا الانحدار يتميز باستخدام البيانات التي تجمع بين الطبيعتين المقطعية، والزمنية (Panel data)، فالبيانات المقطعية تسمح بدراسة الفئات المختلفة كالشركات على سبيل المثال خلال الفترة الزمنية نفسها، كسنة واحدة مثلاً، بينما البيانات الزمنية تسمح بدراسة الشركة نفسها خلال فترات زمنية متعددة. أي أن هذا الانحدار يسمح بدراسة البيانات غير المتجانسة، مما يجعل استخدام البيانات ذات الطبيعة المزوجة ممكناً؛ حيث تتصف هذه البيانات بأنها ذات محتوى معلوماتي أكثر ومتغيرة أكثر وسيجعلها أكثر كفاءة، مع تقليل حالات نشوء العلاقات الخطية بين المتغيرات المستقلة؛ كما ورد في (Brown and Petersen, 2009). كما وتم استخدام نموذج التوبيت المعد من قبل عالم الاقتصاد جيمس توبين، والذي يطلق عليه النموذج المراقب أو نموذج الانحدار ذو المعامل التابع المحدود، وذلك لأن النموذج يأخذ شكل إحدى المجموعتين فيما أن توجد معلومات لكل من المعاملات المستقلة والمعامل التابع، وإما أن توجد معلومات فقط عن المعاملات المستقلة من دون المعامل التابع. فبحسب المتغيرات في الدراسة الحالية فإن الشركات إما أنها ستوزع الأرباح، وإما أنها لن توزع الأرباح؛ وبالتالي فإن المتغير التابع سيراقب أو يمنع عند القيمة صفر، أي في حالة عدم قيام الشركة بتوزيع الأرباح؛ كما ورد في (Cameron, 2009). يؤيد ذلك ما جاء في دراسة (Al-Malkawi, 2007) أن الشركات المساهمة العامة إما أن تدفع أرباح نقدية؛ وبالتالي ستكون قيمة الأرباح الموزعة موجبة؛ أو لا تدفع فتكون قيمة الأرباح الموزعة صفر، وهذا ما يعزز استخدام نموذج توبيت في هذه الدراسة، وذلك لوضع خيار المراقبة على قيم المتغير

التابع عندما تكون قيمته صفر. ويعبر نموذج Tobit عن مبلغ الأرباح الموزع وفقاً للآتي:

$$Y_{it}^* = x'_{it}\beta_i + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

عندما Y_{it}^* المتغير التابع (ريع السهم DYR) وبحسب بقسمة قيمة التوزيعات على السهم على القيمة السوقية للسهم). بعد الاطلاع على نماذج الدراسات السابقة وجد أن سياسة توزيع الأرباح تقاس بإحدى طريقتين هما: ريع السهم (Dividend yield) وتوزيعات الأرباح للسهم الواحد (Dividend per share). وقد تم استخدام ريع السهم كمقياس للمتغير التابع في هذه الدراسة، وذلك اعتماداً على نموذج دراسة (Singhania and Gupta, 2012: 158) الموضوع على أساس نموذج الانحدار الخطي توبيت الذي يفترض أن الشركة لها خياران إما دفع أرباح الأسهم، وإما الامتناع عن ذلك، وبناءً على ذلك يأخذ المتغير التابع موضع الدراسة قيمتين الأولى $Y_{it} = 0$ في حال عدم توزيع أرباح ($Y_{it}^* \leq 0$) أما في حال توزيع الشركة لأرباح يأخذ قيمة، وهي Y_{it}^* (عندما $Y_{it}^* > 0$).

كما وتعتبر α_i عن الأثر العشوائي في النموذج و ε_{it} عن الخطأ العشوائي، أما x'_{it} فتتمثل مصفوفة المتغيرات المستقلة (LTAS, LNSH, LEH, GOV, MBV, EPS, TOR, AGE, DER)، عندما LTAS لوغاريتم لمجموع الأصول، LNSH لوغاريتم عدد حاملي الأسهم العادية، LEH مجموع نسب من يملكون أكثر من 5% من الأسهم، GOV نسبة مساهمة الحكومة في رأس مال الشركة، MBV نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية للسهم، EPS حاصل قسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم القائمة، TOR الأسهم المتداولة خلال السنة؛ مقسومة على الأسهم القائمة في العام نفسه، AGE عمر الشركة عبارة عن: عدد سنوات إدراج الشركة في البورصة، DER تحتسب بقسمة القيمة الكلية للديون على قيمة حقوق الملكية، β_i معاملات المتغيرات المستقلة. ولتقدير قيمة بيتا β : يتم استخدام طريقة Maximum Likelihood Estimation (MLE). علماً بأن عملية تحليل النتائج التي يتم الحصول عليها من (MLE) ستتركز على مدى أهمية كل عامل بناءً على الدلالة الإحصائية، وكذلك على مدى أهمية العوامل مجتمعة؛ بناءً على نتائج اختبار Chi-square (2 ×) الإحصائي والماخوذة من الاختبار الإحصائي Wald test وفقاً لما ورد في دراسة (Verbeek, 2000)

- النتائج العملية:

الإحصاء الوصفي: متمثلاً في الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والحد الأدنى، والحد الأعلى.

جدول (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

الحد الأدنى	الحد الأعلى	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	متغيرات الدراسة
5.1	2231	036.156	461.52	مجموع الأصول مليون
25	27909	4063	5173	عدد حاملي الأسهم العادية
0.08	00.8	0.21	10.60	الداخليون
0.00	90.26	0.037	0.006	الشركات التي توجد بها مساهمة حكومية
6-6.45	500.134	33.288	3.368	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
-0.642	3.59	0.379	0.045	ربحية السهم الواحد
0.00	373.072	249.27	72.875	معدل دوران الأسهم
3	63	16.022	725.02	عمر الشركة
-6.748	745.179	0.27	3.815	نسبة الدين إلى حقوق الملكية
0.00	0.107	0.27	0.018	ربع السهم

يشير الجدول (1) إلى أن قيمة إجمالي الأصول للشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة تراوحت ما بين مليار و 223 مليون دينار و 1.5 مليون، وبوسط حسابي أكثر من 52 مليون دينار، أي أن هنالك تباين كبير في حجم الشركات الصناعية الأردنية. كما وبلغ الوسط الحسابي لعدد حاملي الأسهم العادية (1735)، وهذا يظهر ارتفاع عدد المساهمين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وهو الأمر الذي يضعف من قدرة الهيئات العامة على التأثير في مجالس الإدارات؛ مما يهيء فرصة لظهور مشكلة الوكالة. بالإضافة لذلك نجد أن الوسط الحسابي للداخليين

أيضاً بلغ (0.601)، وهي قيمة مرتفعة حيث إنه وفقاً لتعريف الداخلين في هذه الدراسة: فهم الجهات أو الأفراد الذين يحملون نسبة 5% من إجمالي الأسهم العادية للشركة، أي كبار المساهمين وأن ارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى سيطرة كبار المساهمين على إدارة الشركات الصناعية المساهمة العامة، وهي صفة منتشرة في الشركات المساهمة العامة العربية. كما أنها تتناقض مع فكرة فصل الملكية عن الإدارة. بالمقابل نجد أن نسبة مساهمة الحكومة في الشركات الصناعية المساهمة العامة تتراوح ما بين 26% و0%، حيث بلغ الوسط الحسابي لمساهمة الحكومة 0.6%، وهي نسبة ضئيلة جداً. انخفاض هذه النسبة يعزى إلى عزوف الحكومة الأردنية عن الاستثمار في الشركات الصناعية نتيجة برنامج الخصصة والذي تم بموجبه خصصة معظم الشركات الصناعية، والشركة الصناعية الوحيدة التي ما يزال للحكومة الأردنية نسبة جيدة فيها هي شركة البوتاس العربية؛ حيث إن ملكية الحكومة فيها حوالي 26%.

فيما يتعلق بالفرص الاستثمارية نجد أن الوسط الحسابي لنسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية بلغت حوالي 3.4؛ مما يعني أن متوسط القيمة السوقية أكبر بثلاثة أضعاف القيمة الدفترية؛ كما أن القيمة السوقية لبعض الشركات تجاوزت 33 ضعف القيمة الدفترية، وهذا واضح من القيمة العظمى لهذا المتغير. من الممكن أن يعزى ذلك إلى اعتماد الشركات على أصول استهلكت دفترياً. يؤيد ذلك ارتفاع عمر الشركات الصناعية الأردنية حيث بلغ متوسط عمر الشركات حوالي 25 عاماً، وكون الأصول تسجل بقيمتها الدفترية؛ فإن ارتفاع قيمة هذا العامل من الممكن أن يدل على ازدياد الفرص الاستثمارية، ومن ثم قد يزيد من اعتماد الشركات المساهمة العامة على احتجاز الأرباح النقدية كطريقة لتمويل الفرص الاستثمارية. أما فيما يتعلق بربحية السهم نلاحظ انخفاض قيمة الوسط الحسابي لهذا المتغير التي تبلغ 0.045. ، مما يدل على انخفاض قيمة الإيرادات بالنسبة إلى السهم الواحد في عينة الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، أي أن الشركات لا تحقق أرباحاً صافية عالية. ومن الممكن تفسير ذلك بالظروف الاقتصادية الصعبة التي تمر بها الشركات الصناعية الأردنية. يؤيد ذلك قيمة الوسط الحسابي المرتفع لعمر الشركة، مما يدل على ارتفاع عمر الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية نسبياً، وقلة الإقبال على تأسيس شركات صناعية جديدة، ربما يعود ذلك إلى تندي مستوى أرباحها. وأخيراً نجد أن سوق البورصة الأردنية يتمتع بارتفاع في حجم تداول أسهم الشركات الصناعية، ويعتمد على الدين بنسبة كبيرة في تمويل أصوله. وبالتالي فإنه يمكن وصف الشركات الصناعية الأردنية بأنها شركات ذات توزيعات الأرباح

المنخفضة، يمكن أن يعزى ذلك إلى انخفاض ربحية السهم الواحد حيث تلجأ الشركات إلى احتجاز الأرباح لتمويل استثماراتها نظرا لارتفاع مديونيتها.

جدول (2) نتائج اختبار مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

	AGE	LTA	MBV	EPS	DER	TOR	DYR	LNSH	LEH	GOV
AGE	1									
LTA	-0.342*	1								
MBV	-0.020	-0.0125	1							
EPS	0.264*	0.490*	-0.107	1						
DER	-0.0153	-0.004	0.099*	-0.110	1					
TOR	0.565	-0.135*	-0.0197	-0.123	-0.017	1				
DYR	0.113	0.187*	-0.042	0.281*	-0.038	-0.036	1			
LNSH	0.437*	0.520*	-0.165	0.0472	-0.0054	.0816	0.0017	1		
LEH	-0.083	-0.051	0.035	0.097	0.022	-0.31*	-0.132*	-0.463	1	
GOV	0.283*	0.427*	0.0001	0.793*	-0.0211	-0.034	0.119	0.0795	0.154*	1

*ارتباط دال احصائيا عند مستوى 5 %

تم إختبار الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة حيث أظهرت مصفوفة الارتباط المبينة في الجدول أعلاه رقم (2) أن العلاقات الارتباطية بين المتغيرات المستقلة إلى حد كبير منخفضة، وهذا ما أكدته اختبار VIF حيث تراوحت قيمته ما بين 1.04 و 3.32، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة حسب ما ورد في (Gujarati, 2004: 363).

محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية موسى فلاح المناصير

الإحصاء الإستهلاكي: متمثلاً في الانحدار الخطي المتعدد للبيانات ذات الطبيعة المزدوجة (المقطعية، الزمنية) (Panel regression) وباستخدام برنامج (Eviews).

الجدول (3) نتائج الاختبار الإحصائي لمحددات توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية للفترة 2010-2014.

المتغير	المتغيرات المستقلة	
	نموذج 1 غير مقيد	نموذج 2 مقيد
0.01015*** (0.033)	0.0034*** (0.004)	LTA
-0.0114*** (0.008)	-0.0127*** (0.006)	LNSH
-0.0734*** (0.003)	-0.074*** (0.004)	LEH
-0.487*** (0.006)	-0.4743*** (0.009)	GOV
-	-0.0026 (0.635)	MBV
0.0825*** (0.000)	0.0801*** (0.000)	EPS
-	-1.21E-05 (0.625)	TOR
-	0.264E-03 (0.243)	AGE
-	4.26E-06 (0.997)	DER
-0.0735 (0.301)	-0.0631 (0.387)	Intercept
7.00 (0.000)	4.31 (0.000)	Wald Test
245	245	عدد المشاهدات

المتغير التابع ربع السهم. حيث احتوى النموذج 1 على كل متغيرات الدراسة؛ بينما احتوى النموذج 2 على المتغيرات الدالة إحصائياً فقط. الأرقام بين اقواس تحت قيم المعاملات تدل على مستوى الدلالة الإحصائية. حيث تدل *** أن المتغير دال إحصائياً عند مستوى دلالة واحد بالمائة.

اختبار نتائج فرضيات الدراسة:

الجدول (3) يوضح نتائج الإختبار الإحصائي للبيانات ذات الطبيعة المزدوجة باستخدام برنامج (eviews) ومن ثم التحليل المرتبط به، وذلك بعد اختبار كل فرضية.

علما بأن التركيز في عملية التحليل سوف تركز على النتائج التي تم الحصول عليها من Maximum likelihood estimation (MLE) على مدى أهمية كل عامل بناءً على الدلالة الإحصائية وكذلك على مدى أهمية العوامل مجتمعة؛ بناءً على نتائج اختبار (χ^2) Chi-square الإحصائي، والماخوذة من الاختبار الإحصائي Wald test، وفقاً لما ورد في دراسة (Verbeek, 2000)

تكلفة الوكالة وتوزيعات الأرباح:

كما كان متوقعا؛ وجدت الدراسة: أن حجم الشركة له أثر موجب ذو دلالة إحصائية على ربح السهم، وهذا يؤكد وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة، وتوزيعات الأرباح النقدية. كما تتفق هذه النتيجة مع دراسة (AL-Ajmi & Abo Buhussain, 2011)، ومع التفسير النظري المذكور في هذه الدراسة الذي ينص على أن: امتلاك الشركات الكبيرة لأصول كبيرة نسبيا يمكنها من دفع معدلات أكبر من الأرباح النقدية للمساهمين. يؤيد ذلك ما جاء في دراسة كل من (AL-Ajmi & Abo Buhussain 2011) و (Abuhommous, 2013:54) وكما جاء في نتائج (Dhrymes & Kurz, 196) أن الشركات الصغيرة تحتفظ بالأرباح بشكل أكبر من الشركات الكبيرة؛ وذلك لعدم قدرتها على دخول أسواق رأس المال بعكس الشركات الكبيرة التي تمتلك مساحة أكبر في أسواق رأس المال، لذلك تلجأ الشركات الصغيرة إلى التمويل الداخلي وذلك باحتجاز الأرباح بدلا من التمويل الخارجي. أما الشركات الكبيرة؛ فانها في الغالب تلجأ إلى التمويل الخارجي، وهذا ما أكدته النتائج العملية لمعظم الدراسات؛ حيث وجدت علاقة إيجابية بين حجم الشركة، ومعدل توزيعات الأرباح.

أما فيما يتعلق كبار المالكين والداخليين؛ فقد أظهرت نتيجة الانحدار وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كبار المالكين، والداخليين، وتوزيعات الأرباح النقدية، وعند دلالة إحصائية عالية، وتطابقت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Rozzef, 1982) وكما جاء في (Singhania & Gupta, 2012) ومع نتيجة (Al- Malkawi, 2007)، ويمكن تفسير هذه

النتيجة أن الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية تخفض من التوزيعات عندما تكون نسبة الداخلين عالية؛ وذلك لأن زيادة توزيعات الأرباح النقدية كوسيلة لتخفيض تكلفة الوكالة ستقل أهميتها مع ارتفاع نسبة الداخلين في الشركة. وكما كان متوقعا وجدت الدراسة أن لنسبة ما تملكه الحكومة في الشركة أثر سالب على توزيعات الأرباح النقدية؛ حيث أن عمل الحكومية كجهة رقابية يخفف من تكلفة الوكالة بما سيقبل من توزيع الأرباح النقدية. وأخيراً وبالعكس ما كان متوقفاً أثبتت نتائج اختبار نموذج توبيت وجود علاقة عكسية دالة إحصائياً بين عدد حاملي الأسهم العاديين، وتوزيعات الأرباح النقدية. وهذا يناقض ما تم ذكره في التفسير النظري بوجود علاقة موجبة؛ وذلك لأنه مع ارتفاع عدد حاملي الأسهم؛ فإن هذا سيزيد من تشتت الملكية الذي يتطلب زيادة في توزيعات الأرباح لتقليل تكلفة الوكالة. يمكن تفسير ذلك بأن ازدياد عدد حاملي الأسهم العادية يعني تشتت الملكية، وبالتالي عدم قدرة الهيئة العامة على مراقبة مجلس الإدارة؛ مما سيزيد من تكاليف الوكالة، وهو الذي سيؤثر سلباً في الأرباح وفي توزيعها.

الفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح:

أظهرت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية، وتوزيع الأرباح النقدية؛ ولكنها غير دالة إحصائياً، وهذا يدل على عدم اعتماد الشركات الصناعية الأردنية على احتجاز الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية لديها. هذه النتائج تطابقت مع نتائج دراسة (Chay & Suh, 2009)، والتي وجدت أن الفرص الاستثمارية ليس لها أثر ذو دلالة إحصائية على توزيعات الأرباح النقدية للشركات الاسترالية والكندية واليابانية، حيث تم استبعاده في النموذج المقيد رقم 2.

نظرية عصفور باليد وتوزيعات الأرباح:

أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة إيجابية بين ربحية الشركة وتوزيعات الأرباح النقدية. وهذه النتيجة تتطابق مع نتائج دراسة (Jensen et al., 1992) وكما تتفق مع التفسير النظري المعتمد على نظرية عصفور باليد لكل من لينتتر وغوردن، والتي ترى أن لتوزيعات الأرباح دوراً مباشراً في رفع أو تخفيض قيمة الشركة، حيث إن توزيعات الأرباح تقلل من درجة عدم التأكد لدى المستثمرين، وبالتالي سيرتفع سعر السهم في السوق وستزيد قيمة الشركة، وفي حال قيام الشركة بخفض الأرباح أو اتخاذ قرار عدم دفعها ستزيد درجة عدم التأكد، مما يرفع من معدل العائد المطلوب، في هذه

الدراسة وجد أن الربحية ممثلة بالعائد على السهم الواحد، هو واحد من العوامل المهمة المؤثرة في قرار توزيع الأرباح لدى الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وعليه؛ فإن الشركة ذات الأرباح العالية ستكون لديها توزيعات أعلى وستكون لديها قدرة أكبر على خلق مصادر داخلية لتمويل استثماراتها، وهي المصادر التي تفضلها الشركات أكثر وفقاً لنظرية عصفور باليد. كما جاء في دراسة (AL-Ajmi & Abo Hussain, 2011: 42) والعديد من الدراسات الأخرى التي وجدت نتائج مماثلة، انظر على سبيل المثال:

(Fama & French, 2001), (DeAngelo, De Angelo & Stulz, 2006), (Eije & Megginson, 2008), (Brash & Badroni , 2013)

نظرية الإشارة واختلاف المحتوى المعلوماتي:

كما كان متوقعا؛ أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين معدل دوران السهم وتوزيعات الأرباح النقدية؛ ولكنها غير دالة إحصائياً، وهذا مؤشر على أن الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية لا تنظر إلى معدل دوران الأسهم كمؤشر لاختلاف المحتوى المعلوماتي؛ والذي يعتمد عليه في عمليات توزيعات الأرباح، وهو الاستنتاج المطابق لما توصل إليه (Al-Malkawi, 2007)، والمتمثل في اعتبار أن معدل دوران الأسهم يعتبر مؤشر ضعيف في دراسة اختلاف محتوى المعلومات. أي أن نتائج هذه الدراسة: لا تدعم نظرية الإشارة التي تفترض أن توزيعات الأرباح تعمل كإشارة لنقل المعلومات للمستثمرين.

نظرية دورة الحياة للشركة:

أظهرت نتائج الدراسة أن العلاقة بين عمر الشركة، وتوزيعات الأرباح النقدية هي موجبة، كما كان متوقعا ولكنها غير دالة احصائياً، أي أن عمر الشركة لايعتبر من العوامل المهمة في توزيعات الأرباح لدى الشركات الصناعية الأردنية، وخالفت النتيجة المتوقعة في التفسير النظري لنظرية دورة الحياة للشركة؛ والتي تفترض أنه مع ازدياد عمر الشركة، فإن قابليتها لإنتاج الأموال تفوق قابليتها لجذب الفرص الاستثمارية، ولكنها تطابقت مع نتيجة دراسة (Singhanian and Gupta, 2012) التي أجريت على الشركات المساهمة في الهند، ووجدت أن عمر الشركة لم يكن من العوامل المؤثرة في توزيعات الأرباح.

الرافعة المالية والمخاطرة المالية:

واخيراً أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر دال احصائياً بين الرافعة المالية للشركة، وتوزيعات الأرباح النقدية، رغم أن التفسير النظري ربط المتغيرين بعلاقة سلبية، وهذا يدل على أن الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية تقوم بتوزيعات الأرباح على الرغم من ارتفاع مديونيتها، لذا تم استبعاده في النموذج المقيد رقم 2.

5- الخلاصة والتوصيات

باستخدام نموذج توبيت الإحصائي تم اختبار العوامل المؤثرة في توزيعات الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وأظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمتغيرات المستقلة الأربعة التالية: عمر الشركة، والرافعة المالية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بالإضافة إلى معدل دوران الأسهم. بالمقابل أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية، وكل من لوغاريتم عدد حاملي الأسهم، والداخليين، والشركات ذات السيطرة الحكومية، كما وجدت الدراسة أيضاً وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من إجمالي الأصول، وقيمة الأرباح بالنسبة للسهم الواحد وتوزيعات الأرباح النقدية.

العلاقة السالبة بين توزيعات الأرباح، وكل من ملكية الداخليين وملكية الحكومة تدعم نظرية الوكالة، أما العلاقة السالبة بين توزيعات الأرباح وعدد حاملي الأسهم فجاءت عكس ما كان متوقعا، ويمكن تفسير ذلك بأن ازدياد عدد حاملي الأسهم العادية يعني تشتت الملكية، وبالتالي عدم قدرة الهيئة العامة على مراقبة مجلس الإدارة مما سيزيد من تكاليف الوكالة وهو الذي سيؤثر سلباً في الأرباح وفي توزيعها. العلاقة الايجابية بين حجم الشركة وتوزيعات الأرباح النقدية يدل على أن امتلاك الشركات الكبيرة لأصول كبيرة نسبياً يمكنها من دفع معدلات أكبر من الأرباح النقدية للمساهمين، وذلك لقدرتها على دخول أسواق رأس المال والحصول على التمويل، بينما نجد أن الشركات الصغيرة ستحتفظ بالأرباح بشكل أكبر من الشركات الكبيرة لتمويل استثماراتها، وأخيراً فإن العلاقة الايجابية بين ربحية الشركة وتوزيعات الأرباح النقدية. تتطابق مع نتائج معظم الدراسات. كما تتفق مع التفسير النظري المعتمد على نظرية عصفور باليد.

نظراً للعلاقة الإيجابية بين حجم الشركة وتوزيعات الأرباح النقدية، يوصي الباحث بزيادة حجم الشركات الصناعية لما له من أثر إيجابي على قدرتها على دخول أسواق رأس المال والحصول على التمويل المناسب، بالإضافة الى تخفيض مديونيتها المرتفعة من اجل تخفيض المخاطر. وأخيراً؛ فان هذه الدراسة اقتصرت على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، لذا يوصي الباحث بإجراء دراسات على الشركات العاملة في القطاعات الأخرى: مثل القطاع المالي، وقطاع الخدمات، والقطاع التجاري، ومقارنة العوامل المؤثرة في توزيع الأرباح النقدية في هذه القطاعات مع نتائج هذه الدراسة لمعرفة ما إذا كانت هذه العوامل تختلف باختلاف القطاع، كما أن نتائج هذا البحث اعتمدت بشكل رئيس على المعلومات المالية، وأن الاعتماد على المعلومات المالية فقط له الكثير من المحاذير. لذا يوصي الباحث بإجراء المزيد من الدراسات باستخدام الدراسات المسحية، والمقابلات؛ لإعطاء صورة أوضح عن العوامل المؤثرة في توزيع الأرباح النقدية.

Reference:

- Abuhommous, A. (2013). Financial, Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Jordan. Brunel University, PHD thesis.
- Al-Ajmi, J. & Buhussain, H. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*: Vol. 12, No. no.1, pp. 41-56.
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.
- Al-Kuwari, D. (2012). Dividend Policy and Agency Theory on Emerging Stock Exchange. LAMBERT Academic Publishing, Germany.
- Al-Malkawi, H. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan. *Journal of Economic & Administrative Sciences*: Vol. 23, No.2.
- Al-Shubiri, F. (2011). Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4(1), 1-15.
- Anjana, C. & Balasubramanian, P. (2017). Determinants of Dividend Policy: A Study of Selected Listed Firms in National Stock Exchange. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, Vol 15 no 4.
- Baah, B. Tawiah, R., & Opoku, F. (2014). Industry Sector Determinants of Dividend Policy and its Effect on Share Prices in Ghana. *International Journal of Economics, Business and Finance*, 2(5), 1-19.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59, (3), 1125-1165.
- Benartzi, S. Michaely, R. & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?, *The Journal of Finance*, 52, (3), 1007-1034.
- Brash, A. & Badroni, E. (2013). Determinants of Dividend Policy in the Algerian Private Organizations, *Academy for Social and Human Studies*, vol. 10, pp.12-22

- Brockman, P. & Unlu, E. (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and The Agency Costs of Debt", *Journal of Financial Economics*, vol. 92, no. 2, pp.276-299.
- Brown, J. & Petersen, B. (2009). Why has the Investment-Cash Flow Sensitivity Declined so sharply? Rising R&D and equity market developments, *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, no. 5, pp. 971- 984.
- Cameron, A. and Trivedi, P.(2009). *Microeconometrics Using Stata*, 1st edn, AStata Press Publication.
- Chay, J. & Suh, J.(2009). Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty, *Journal of Financial Economics*, vol. 93, no. 1, pp. 88-107.
- Cheng, Z. Cullinan, C. & Zhang, J. (2014). Free Cash Flow, Growth Opportunities, and Dividends: Does Cross-Listing of Shares Matter? *The Journal of Applied Business Research*, 30(2), 587-598.
- De Angelo, H. DeAngelo, L. & Stulz, R. (2006). Dividend Policy and the Earned/ Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, vol. 81, no. 2, pp. 227-254.
- Deshmukh, S. (2003). Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model, *Financial Review* 38, 351-368.
- Dhrymes, D. & Kurz, M. (1964). On the dividend policy of Electric utilities. *The Review of economics and statistics*. 46, 76-81
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *The American Economic Review*, vol. 74, no. 4, pp. 650-659.
- Eije, H. & Megginson, W.L. (2008). Dividends and Share Repurchases In the European Union, *Journal of Financial Economics*, 89, (2), 347-374.
- El-Essa, M. Hammedat, M., Al-Taraireh, J. & Nofal, M. (2012). A Worthy Factors Affecting Dividends Policy Decisions. *Interdisciplinary Journal of Contemporary research in business*, vol. 4, NO.1
- Fama, E. & French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?., *Journal of Financial Economics*, vol. 60, no. 1, pp. 3-43.

- Ferris, S. Sen, N. & Yui, H. (2006). God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom, *The Journal of Business*, vol.79, no. 3, pp. 1149-1173.
- Franklin, J. & Muthusamy, K. (2010). Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry. *Asian Journal of Business Management Studies*, 1(1), 26-30.
- Fuller, K. & Blau, B. (2010). Signaling, Free Cash Flow and "Nonmonotonic" Dividends, *Financial Review*, 45, (1), 21-56.
- Gill, A. Nahum, B., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
- Gugler, K. and Yurtoglu, B.B. (2003). Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany, *European Economic Review* 47, (4), 731-758.
- Gujarati, N. (2004). *Basic Econometrics*. (Fourth Edition). The McGraw-Hill Companies, USA.
- Hamdan, A. (2014). The relationship between corporate governance and dividend policy and how it is affected by external financing, *Jordan Journal of Business Administration*, vol. 10, no 1, pp.63-81.
- Jensen, G. Solberg, D. & Zorn, T. (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, (02), 247.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, no (4), 305-360.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 76, (2), 323-329.
- Kim Thu, N. Triên, L. Thúy, D. & Nhon, H. (2013). Determinants of Dividend Payments of Non-financial Listed Companies in Ho Chí Minh Stock Exchange. *VNU Journal of Economics and Business*, 29 (5), 16-33.

- Kim, B. & Maddala, G. (1992), Estimation and Specification Analysis of Models of Dividend Behavior Based on Censored Panel Data, *Empirical Economics* 17, 111-124.
- Kouki, M. & Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- Kumar, B. & Abdul Waheed, K. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from GCC Market. *Accounting and Finance Research*, 4(1), 17-29.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, 411-433.
- Movalia, N. & Vekariya, P. (2014). A Study on Determinants of Dividend Policy and Its impact on Dividend of listed Company Under S & P BSE SENEX. *Journal of Business Management and Social Science*, 3, (12), 70-72.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, (2), 187-221.
- Naceur, S. Goaid, M. and Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy, *International Review of Finance*, 6, (1), 1-23.
- Richardson, S. Tuna, I., & Wu, M. (2002). Predicting earnings management: The case of earnings restatements. Unpublished working paper, October version.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, vol. 5, no. 3, pp. 249.
- Saeed, R. Riaz, A., Lodhi, R. & Munir, H. (2014). Determinants of Dividend Payouts in Financial Sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 33-42.
- Salehnezhad, S. (2013). A Study Relationship between Firm Performance and Dividend Policy by Fuzzy Regression: Iranian Scenario. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(2), 70-75.

- Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, 94, (3), Part 1, 461-488.
- Singhania, M. & Gupta, A. (2012). *Determinants of Corporate Dividends Policy*. SAGE Publications
- Subramaniam, R., Devi, S. & Marimuthu, M. (2011). Investment Opportunity Set and Dividend Policy. *Malaysia African Journal of Business Management*, 5 (24), 10128-10143.
- Verbeek, M. (2000). *A Guide to Modern Econometrics*, (John Wiley & Sons, Ltd, Brisbane).
- Yusniliyana, Y. & Suhaiza, I. (2016). Determinants of Dividend Policy of Public Listed Companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26 Issue: 1, 88-99,