

المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح

دراسة في عينة من شركات الأعمال المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠) (*)

الباحثة: دعاء أحمد عبدالقادر

جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد

doaa.20bap309@student.uomosul.edu.iq

أ.د. بشار أحمد العراقي

جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد

Bashar_ahmed@uomosul.edu.iq

ISSN 2709-6475 DOI: <https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2023.4.1.18>

تأريخ النشر ٢٠٢٣/١/٣٠

تأريخ قبول النشر ٢٠٢٢/٨/٢٢

تأريخ استلام البحث ٢٠٢٢/٨/١٠

المستخلص

يشكل عدم التوافق المستمر والدائم للأهداف بين الشركات التي تسعى لتوفير التمويل الداخلي اللازم للاستثمار وتوسيع الشركة، والمساهمين الساعين للحصول على مكافأة استثماراتهم، مجالاً للتنافس بينهما في الحصول على الجزء الأكبر من الأرباح، الأمر الذي يعطي لقرارات توزيع الأرباح، المستندة إلى مجموعة من المحددات الرئيسية، أهمية كبيرة واستراتيجية للشركة والمساهمين. من هنا فقد هدف البحث إلى تشخيص ومعاينة العوامل الرئيسية المحددة لسياسة توزيع الأرباح، مع تقديم صورة شمولية متكاملة عن الأطر الفكرية والنظرية التي اطرت لأليات التأثير المباشر وغير المباشر التي يمكن أن تمارسها تلك المحددات التي تنوعت بين متغيرات مالية واقتصادية وسياسية ومؤسسية في تفسير مدفوعات الأرباح، فضلاً عن محاولة البحث الإجابة عن التساؤلات التي جسدت مشكلة الدراسة والمتمثلة في ما هي المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح وما هي آلية وطبيعة التأثير الذي يمكن أن تمارسه تلك المحددات في سياسة توزيع الأرباح؟، وانطلاقاً من تلك التساؤلات صيغت فرضيات البحث والمتمثلة في ان سياسات توزيع الأرباح تخضع لتأثير مصفوفة من المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية، التي تتفاعل مع بعضها لتتوسط خريطة سلوكها وتوجهاتها إضافة إلى تباين آلية وطبيعة واتجاه وحجم تأثير المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية بين الإيجابية والسلبية في السياسة المتبعة في توزيع الأرباح لشركات الأعمال المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، استكمل البحث بتحليل كمي تجريبي وظفت فيه منهجية العزوم المعممة (Generalized Method of Moment) المستندة إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Panel Data Balance) لعدد من شركات الأعمال المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠)، وعزز باختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test) واختبار صحة التوصيف (Wald Test) واختبار التوزيع الطبيعي (Normality test)، استخدم لتحديد طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي يمكن أن تحدثه هذه المحددات في مؤشر سياسة توزيع الأرباح. وتوصل البحث إلى تنوع العوامل المحددة لسياسات توزيع الأرباح من حيث اشتمالها على الربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، التضخم، تغير السياسات الحكومية، الاعتبارات الضريبية، فضلاً عن تباين تأثيرها من شركة إلى أخرى. من جانب آخر فقد أكد البحث على توحيد اتجاه التأثير من حيث كونه إيجابياً لمتغير الربحية والسيولة والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مقابل التأثير السلبي لمتغير الرافعة المالية في سياسات توزيع الأرباح في الشركات عينة الدراسة في المملكة الأردنية الهاشمية.

الكلمات المفتاحية: المحددات الرئيسية، سياسة توزيع الأرباح، سوق عمان للأوراق المالية.



مجلة اقتصاديات الأعمال
المجلد (٤) العدد (١) ٢٠٢٣
الصفحات: ٣٣٥-٣٥١

(*) البحث مستل من رسالة ماجستير للباحثة الثانية.

The Main Determinants of Dividend Policy

A Sample of Business Companies Listed in Amman Stock Exchange for The Period (2010-2020)

Abstract

The continuous and permanent incompatibility of the objectives between companies that seek to provide the necessary internal financing for investment and expansion of the company, and the shareholders seeking to obtain a reward for their investments, constitutes an area for competition between them in obtaining the largest part of the profits, which gives dividends distribution decisions, based on a set of main determinants, Great and strategic importance to the company and shareholders. From here, the research aimed to diagnose and preview the main determinants of the dividend policy, while providing a comprehensive and integrated picture of the intellectual and theoretical frameworks that framed the direct and indirect impact mechanisms that can be exercised by those determinants that varied between financial, economic, political and institutional variables in the interpretation of dividend payments. In addition to the research attempt to answer the questions that embodied the problem of the study, which is represented in what are the main determinants of the dividend policy and what are the mechanism and nature of the influence that these determinants can exercise in the dividend policy? Subject to the influence of a matrix of financial, economic, political and institutional variables, which interact with each other to draw a map of their behavior and trends, in addition to the variation of the mechanism, nature, direction and size of the impact of financial, economic, political and institutional variables between positive and negative in the policy followed in the distribution of profits for business companies listed on the Amman Stock Exchange. Continue The research was conducted with an experimental quantitative analysis in which the generalized moments (GMM) method was employed ralized Method of Moment based on Panel Data Balance for a number of business companies listed on the Amman Stock Exchange for the period (2010-2020), and was reinforced by Serial Correlation Test, Wald Test and Normal Distribution Test (Normality test), used to determine the nature, size, and direction of the effect that these parameters can have on the dividend policy indicator.

The research found a variety of determinants of dividend policies in terms of including profitability, liquidity, growth, financial leverage, debt, market value to book value, ownership structure, company age, cash flow, inflation, changing government policies, tax considerations, as well as Its impact varies from one company to another. On the other hand, the research confirmed the unification of the direction of influence in terms of being positive for the profitability, liquidity and market value variable to the book value versus the negative impact of the financial leverage variable in the profit distribution policies in the study sample companies in the Hashemite Kingdom of Jordan.

Key words: Main determinants, Dividend policy, Amman Stock Exchange.

المقدمة:

تُشكل قرارات توزيع الأرباح أحد زوايا مثلث القرارات المالية المهمة التي يمكن ان تمارس تأثيراً داعماً لقيمة الشركات، تشاركه فيها وتتناغم معه الزوايا الأخرى المتمثلة بقرارات التمويل وقرارات الاستثمار. فتوزيعات الأرباح لا تعد مصدراً للدخل يحصل عليه المساهمون فقط، ولكنها تعمل أيضاً كمؤشر مالي يمكن ان يستخدم لتقييم الأداء المالي للشركة، فضلاً عن كونه قراراً تمويلياً واستثمارياً يسهم في نمو وتوسع وديمومة الشركة. لقد شكلت تلك الأهمية الاستراتيجية لسياسات توزيع الأرباح دافعاً وحافزاً للفكر المالي والاقتصادي للبحث في أشكالها وأنواعها وابعادها ومضامينها واثارها وتأثيراتها وارتباطاتها، والعمل على بناء وصياغة أطر نظرية قادرة على تقديم التفسيرات والتحليلات المنطقية لأسسها، التي كان للاقتراب في بعض الأحيان والابتعاد في أحيان أخرى بين المفكرين الماليين والاقتصاديين، دوراً مهماً في تعددها وتباين متضمناتها. فضلاً عن الوقوف على ودراسة أهم العوامل المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية الرئيسية التي يمكن أن تساهم وبصورة مهمة وفعالة في توجيهه وتحديد اتجاهاتها، وبالشكل الذي يحقق اهدافها في تعظيم القيمة السوقية للشركة مع المحافظة على سلامة مركزها المالي.

لقد خضعت سياسات توزيع الأرباح ووفق الأطر النظرية والدراسات التجريبية إلى تأثير العديد من المتغيرات والعوامل ارتبط بعضها بالبيئة الداخلية للشركة كالربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، في حين ارتبط البعض الآخر بالبيئة الخارجية المحيطة بها كالتضخم، تغير السياسات الحكومية، الاعتبارات الضريبية، إلا ان طبيعة تأثير كل عامل من هذه العوامل وحجمه واتجاهه قد يتباين مع العوامل الأخرى ومع نفس العوامل في بيئات اقتصادية مختلف.

مشكلة البحث:

تخضع سياسات توزيع الأرباح في الشركات إلى مجموعة من العوامل والمحددات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية التي تمارس دوراً مهماً في رسمها وتحديد معالمها، من هنا فان البحث يحاول ان يجيب على الأسئلة الآتية:

- ما هي طبيعة وآلية وحجم التأثير الذي يمكن أن تمارسه المحددات الرئيسية في سياسة توزيع الأرباح لشركات الأعمال المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟

هدف البحث:

وفقاً لمشكلة البحث واستناداً إلى فرضيته سعى إلى تحقيق الأهداف الآتية:

1. تفسير وتحليل آلية وقنوات التأثير الذي يمكن أن تمارسها مصفوفة المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية في سياسات توزيع الأرباح.
2. استشراف انموذج كمي لتشخيص واختبار طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي يمكن ان تمارسه مصفوفة العوامل الاقتصادية والسياسية والمالية والمؤسسية المحددة لسياسات توزيع الأرباح، تسترشد به إدارات الشركات حين اتخاذ القرارات المتعلقة بنسبة الأرباح المحتجزة والأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين.

فرضية البحث:

انطلاقاً من التساؤل الذي جسده مشكلة البحث صيغت فرضيته الأساسية لتتخذ الشكل الآتي:

تتباين طبيعة واتجاه وحجم تأثير المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية، في سياسات توزيع الأرباح لشركات الاعمال المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (٢٠١٠-٢٠٢٠).

أهمية البحث:

يؤكد الفكر المالي والاقتصادي على غياب التوافق التام بين وجهات النظر الخاصة بقرارات سياسات توزيع الأرباح، التي قد تتشابه في بعض الاحيان ولكنها قد تختلف في احيان كثيرة اخرى، الامر الذي يدفع بقرارات الابقاء عليها او توزيع جزء منها او جميعها يتأثر بجملة من العوامل الداخلية والخارجية التي تعد محددات رئيسة تساهم في توجيهها. وبالتالي فان الوقوف على هذه المحددات وتشخيص ذوات الأثر الايجابي منها وتحديد ذوات الأثر السلبي، يساهم في توجيه متخذي القرار والمستثمرين، ويؤدي بهم إلى ترشيد قراراتهم الاستثمارية ورسم سياساتهم المستقبلية القادرة على دعم وتحقيق أهدافهم المالية والاقتصادية، وهو ما يشكل أهمية البحث الاساسية.

مراجعة الادبيات ذات العلاقة:

لم تكن دراسة محددات سياسة توزيع الأرباح بعيدة عن اهتمام الكتاب والمفكرين الماليين والاقتصاديين، فقد تم اجراء العديد من تلك الدراسات والبحوث التي اهتمت بتأصيل وتشخيص أهم تلك المحددات وطبيعة وحجم تأثيرها في سياسة توزيع الأرباح، وقد جاءت معظم تلك الدراسات لتتفق بفكرتها العامة وتتباين في بعض نتائجها التفصيلية ووفقا لتباين العينات والفترات والاساليب الكمية المستخدمة على وجود مزايا ايجابية لتلك المحددات المؤثرة في مؤشرات سياسات توزيع الأرباح ولتفسر جانب كبير من تباين مستوياتها بين البلدان المختلفة.

في دراسة حسين (2008) حول العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة شملت الشركات المساهمة الأردنية وللمدة ٢٠٠٧-٢٠٠٨ اظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين زيادة المديونية ونسبة توزيع الأرباح، وعلاقة عكسية بين توسع الشركة وتوزيع الأرباح، فضلا عن اعتبار متغيرات الدراسة من أهم العوامل المهمة التي ينبغي عدم اغفالها عند توزيع الأرباح، هدف الدراسة إلى تحديد آلية اتخاذ القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح أو احتجازها والعوامل المؤثرة فيها باستخدام استمارة استبيان، اعتمد على نتائجها في اجراء التحليلات الاحصائية.

يبين لحيلج وآخرون (2020) ان هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح المقاسة بنصيب السهم من التوزيعات مع كل من معدل العائد على الموجودات والمخاطر بينما كان هناك تأثير عكسي للرفع المالي ونسبة السيولة على سياسة توزيع الأرباح عن طريق دراسة تحت عنوان محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية: دراسة قياسية باستخدام نماذج Panel Data شملت جميع البنوك التجارية الجزائرية وللمدة ٢٠٠٩-٢٠١٨، وتم استخدام المنهج التحليلي عن طريق الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لبيانات (Panel Data) وهدفت الدراسة إلى التعرف على المحددات المالية الداخلية لسياسة توزيع الأرباح بعدها محددات يمكن قياسها وضبطها من قبل إدارة البنك.

وتوصلت دراسة (Văidean & Moza (2015 التي طبقت على الشركات الرومانية المدرجة في بورصة بوخارست وللمدة 2013-2015، إلى ان سياسة توزيع الأرباح في الشركات الرومانية تتأثر سلباً بعمرها ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، وتتأثر بشكل إيجابي برسمة السوق

وعائد حقوق الملكية والملكية عن طريق استخدام الانحدار المتعدد والاستناد ببيانات لوائح الشركات وهدفت الدراسة إلى اختبار العوامل المختلفة التي قد يكون لها تأثير على قرار توزيع أرباح الشركات.

وُشير نتائج دراسة (Al-Najjar & Kilincarslan 2018) المعتمدة على بيانات عينة مكونة من الشركات المتداولة في بورصة اسطنبول (ISE) على ان الربحية والديون والنمو وعمر الشركة وحجم الشركة أهم العوامل المحددة لقرارات الشركة في توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في بورصة ISE عن طريق تطبيق التحليل المقطعي باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) وجاءت الدراسة بهدف أساسي متمثل بالبحث في الآثار التي يمكن ان تتركها العوامل الخاصة بالشركة في سياسات توزيع الأرباح للشركات التركبية المدرجة في البورصة. وكشفت دراسة (Areri & Nyang'au 2018) التي اتخذت من البنوك المالية الكينية المدرجة في بورصة نيروبي وللمدة 2007-2016 عينة لها، عن تأثير ايجابي قوي يمارسه حجم الشركة ومخاطر العمل في سياسة توزيع الأرباح في تلك البنوك.

المنهجية التجريبية (Empirical Methodology):

لتحقيق أهداف البحث واختبار فرضياته تم اعتماد عدد من المناهج العلمية فرضتها طبيعة البحث ومشكلته، وتتمثل في الآتي:

المنهجية المستندة على أساس الربط بين اتجاه وصفي تستند إلى النظريات والدراسات الاقتصادية والمالية التي تناولت الموضوع؛ بهدف رصد وتحديد الدور الذي تساهم به العوامل الرئيسية المحددة لسياسة توزيع الأرباح في تقدير وتفسير مبلغ التوزيعات النقدية. استخدام اتجاه تجريبي أستند إلى الأساليب الاقتصادية القياسية الخاصة بنماذج البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) والتمثلة بنظام العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moment، مع اجراء اختبارات الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test) وصحة التوصيف (Wald Test) والتوزيع الطبيعي (Normality test)، بهدف تقدير واختبار العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح.

مصادر البيانات:

تم الاستناد إلى قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية Global Financial Development Database الصادرة عن البنك الدولي World Bank، وقاعدة بيانات الاقتصاد العالمي The Global Economy للحصول على بيانات مؤشرات المتغيرات التوضيحية (التضخم، السياسات الحكومية)، بينما تم الحصول على بيانات مؤشرات المتغيرات التوضيحية المتبقية (الربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، الاعتبار الضريبية) بالاعتماد على بورصة عمان Amman Stock Exchange وعن طريق التقارير السنوية المعتمدة للشركات المدرجة في البورصة.

الاطار النظري لمتغيرات البحث:

نظراً لخضوع سياسات وقرارات توزيع الأرباح بعدها جزءاً مهماً من قرارات الشركة إلى مجموعة من العوامل والمتغيرات يرتبط بعضها بالبيئة الداخلية للشركة في حين يرتبط البعض

الأخر منها بالبيئة الخارجية المحيطة بها، فقد حاول الفكر الاقتصادي والمالي البحث فيها وتشخيص آلية تأثيرها وطبيعتها في سياسات توزيع الأرباح، التي عدت محددات لتلك السياسات ومنها:

١. **الربحية Profitability**: يُشير الفكر المالي إلى أن ربحية الشركة هي أحد أهم المحددات المؤثرة إيجابياً في سياسة توزيع الأرباح، كون مدفوعات الأرباح يتم توزيعها عادةً من الأرباح السنوية، فالشركات ذات الأرباح العالية عادة ما تميل إلى دفع مستويات أعلى من الأرباح (Maladjian,2013:38) وهو ما يتوافق مع نظرية الإشارة أو محتوى المعلومات؛ التي تؤكد على أن الشركات ذات الربحية العالية من المرجح أن تدفع أرباحاً نقدية أكبر من أجل نقل صورة أفضل عن أدائها المالي وكإشارة جيدة (ذات مصداقية) للسوق خاصة عندما لا يتمكن نظرائها من الشركات الأخرى الأقل ربحية تقليدها في ذلك.

٢. **السيولة Liquidity**: تعد السيولة ومستوياتها أحد أهم عوامل الحفاظ على قدرة الشركة على المناورة المالية، كما أنها تشكل أيضاً أهمية بالغة في تحديد سياسة توزيع أرباحها في إطار عملية موازنة رأس المال (Devanadhen & Karthik,2015:1-27)، فالشركات التي لديها المزيد من السيولة (أو بعبارة أخرى الشركات التي يتوفر لديها نقداً أعلى) من المرجح أن تدفع نسب ربحية أكبر مقارنةً بنظيراتها التي تعاني من أزمة السيولة (Gupta & Banga,2010:63-77) وبذلك تتفق هذه العلاقة الإيجابية بين السيولة وتوزيع الأرباح مع نظرية الإشارة، كون الشركات ذات السيولة العالية تنقل إشارات موثوقة إلى السوق مفادها قدرة الشركة على سداد التزاماتها بسهولة وبالتالي تنطوي على مخاطر أقل من التخلف عن السداد (Mehta,2012:18-31).

٣. **النمو والتوسع (الفرص الاستثمارية) Growth & Expansion**: يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيع، ومن ثم تحديد الميزانية المالية، وكذلك الميزانية النقدية التقديرية، إذ ترتبط الاحتياجات المالية للمؤسسة بشكل مباشر بمقدار ما تتوقعه من نمو في نشاطها وبحجم الأصول المطلوب اقتناءها لتنفيذ النمو المطلوب (Okafor,et.al.,2011:202-210)، إذا كانت الشركة تنمو بسرعة، تزداد الحاجة إلى الأموال لتمويل التوسع، ويزيد احتمال احتفاظ الشركة بالأرباح بدلاً من دفعها كأرباح، وبالتالي من المرجح أن تحتفظ الشركات التي تتمتع بفرص نمو أعلى بجزء كبير من أرباحها، مما يؤدي إلى انخفاض نسبة توزيعات الأرباح (Ahmad & Wardani,2014:14-25)، من جانب آخر توثق العديد من الدراسات التجريبية التي أجريت في الأسواق المتقدمة كدراسات (Abor & Fiador (2013)، Fama & French (2001)، (Jabbouri (2016) Baker & Wurgler (2004) على أن النمو القوي يقلل من احتمالية وحجم مدفوعات الأرباح.

٤. **الرافعة المالية Financial Leverage**: يقصد بها استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وتتمثل في القروض والأسهم الممتازة والسندات وجميعها لها تكلفة ثابتة ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي أن الرافعة المالية مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما ازداد اعتماد الشركة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرافعة المالية (Rizqia & Sumiati,2013:120-130)، وتصبح أكثر فاعلية إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بشكل صحيح وبمعدل عائد يزيد عن معدل تكاليفها، وإذا لم تنجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرافعة المالية (Brigham & Ehrhardt,2013:125-134).

٥. **سياسة الديون Debt Policy**: يُشير الفكر المالي في جزء منه على أن استخدام الديون وتوزيع أرباح الأسهم تشكل أدوات بديلة لمراقبة المديرين والسيطرة على المشاكل المرتبطة بالوكالات، وبالتالي تقترح نظرية تكاليف الوكالة وجود علاقة عكسية بين الديون وأرباح الأسهم، فاستخدام الدين (وخاصة مستويات الدين المرتفعة) يقلل من الحاجة إلى دفع أرباح الأسهم (Pattiruhu & Paais,2020:35-42)، وأيضاً عندما تحصل الشركات على تمويل الدين، فإنها تلتزم برسوم مالية ثابتة مضافة إلى المبلغ الأصلي الذي يتعين عليها تسديده، وإذا فشلت الشركات في الوفاء بهذه الالتزامات، فإنها قد تواجه خطر التخلف عن السداد (Taksar,2000:1-42). وعلى هذا فإن الشركات ذات الاستدانة العالية لا تتمتع في كثير من الأحيان بأي توزيعات أرباح أو توزيعات أرباح منخفضة، كونها تميل إلى الاحتفاظ بأموالها الداخلية لدفع التزاماتها وخفض تكاليف التمويل الخارجي (Zainuddin & Mananohas,2020:411-428).
٦. **نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم Market Value To Book Value**: يعود تأثير هذا العامل على توزيع الأرباح إلى الهدف الأساس للإدارة وهي تعظيم ثروة المساهمين التي تتم عن طريق تعظيم هذه النسبة (Kadim,et.al.,2020:859-870). من هنا تحرص الإدارة على رفع قيمة التوزيعات لزيادة هذه النسبة أو المحافظة عليها، إذ من المنطقي أن يكون هناك علاقة إيجابية بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومبلغ التوزيعات، كما تمثل هذه العلاقة بين القيمتين مقياساً لرؤية حملة الأسهم حول وضع الشركة فإذا كانت النسبة أكبر من واحد صحيح دلت على ثقة المساهمين وتفضيلهم لهذه الشركة ويعودونها ذات أداء مالي جيد وموقفة في قراراتها الاستثمارية (Husain & Sunardi,2020:13-26).
٧. **هيكل الملكية Ownership Structure**: عُد هيكَل الملكية أحد العوامل المحددة لقرارات السياسة القوية بما في ذلك سياسة توزيع الأرباح وإحدى العناصر الرئيسية في فهم سياسة توزيع الأرباح في الشركات. وفي الاتجاه ذاته، يعيد الأدب المالي تبرير الارتباط الإيجابي المهم بين الملكية المؤسسية وتوزيع الأرباح، عن طريق المراقبة المباشرة أو التحكم في عمليات الشركة وأدائها، لحماية المساهمين، وبذلك فإنهم يضغطون على الشركات لدفع المزيد من الأرباح النقدية من أجل تقليل السلوك الانتهازي للمديرين وسيطرتهم على الموارد (Manos,2003:275-300). بينما تميل الملكية الأجنبية إلى دفع أرباح نقدية أقل. وذلك لأن المساهمين الأجانب قد يكونون مستثمرين على المدى الطويل ويفضلون أن تعيد الشركة استثمار معظم أرباحهم لتمويل نموها وتوسعها على المدى الطويل (مكاسب رأس المال) على أرباح نقدية قصيرة الأجل (Anggoro & Yulianto,2019:379-387).
٨. **عمر الشركة Company Age**: تحاول فرضية النضج أو ما تعرف بنظرية دورة حياة الشركة الربط بين عمر الشركة وسياسة توزيع الأرباح، فالزيادات في الأرباح وما ترسله من اشارات دالة على التغيير في دورة حياة الشركة، وانتقالها من مرحلة النمو إلى مرحلة النضج التي تتصف ببطء أو انخفاض الفرص الاستثمارية ومعدلات النمو الخاصة، ستقلل من حاجة الشركة إلى المصادر التمويلية ومنها الداخلية الأمر الذي يدفع باتجاه زيادة نسب توزيعات الأرباح (DeAngelo,et.al.,2006:227-254) على عكس الحالة فعندما تكون الشركة في بداية عمرها تحتاج إلى الأرباح من أجل مواجهة تقلب الاسعار والمناورات المالية فنخفض نسب توزيع الأرباح أو ربما تنعدم (Hartono,et.al.,2021:89-106).

٩. **التدفق النقدي الحر Free Cash Flow**: تعد فرضية التدفق النقدي الحر واحدة من أكثر الفرضيات شيوعاً لتفسير دوافع الشركات إلى توزيع أرباح الأسهم، والتي ترى أن مديري الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة الكبيرة لا يتصرفون دائماً لصالح المساهمين (Thanatawee,2011:1-11)، فقد يلجؤون في بعض الأحيان وبدوافع ذاتية إلى تمويل استثمارات سلبية ذات قيم عالية صافية غير مرغوبة وبالتالي، فإنه ووفقاً لتقديرهم فإن دفع الأرباح الكبيرة للمساهمين سيقلل من مقدار التدفق النقدي الحر ويقلل من نطاق الاستثمار والنمو والتوسع (Rochmah & Ardianto,2020:1-16)، لكن في نفس الوقت فإن توزيع أرباحاً كبيرة للمساهمين، يساعد الشركة على التقليل من احتمالية أن يسيء المديرون استخدام هذا التدفقات النقدية لميولهم الخاصة (Baah,et.al.,2014:1-19) ويجبرهم أيضاً على دخول أسواق رأس المال الخارجية للحصول على تمويل إضافي، مما يزيد من المراقبة من قبل السوق، وهذا بدوره يساعد في التخفيف من مشاكل تكلفة الوكالة التقليدية ومن ثم يزيد من القيمة السوقية للشركة (Denis & Osobov,2008:62-82).

١٠. **التضخم inflation**: يمارس التضخم تأثيره في سياسات توزيع الأرباح عن طريق تخفيض القيمة الحقيقية للأرباح المتحققة، وبالتالي ضعف قدرتها على استبدال الموجودات الثابتة التي انتهت صلاحيتها، الأمر الذي يدفع باتجاه الاحتفاظ بالمزيد من الأرباح، التي قد تأخذ احتياطات ارتفاع أسعار الموجودات في عين الاعتبار، من أجل الحفاظ على القدرة الإنتاجية المؤسسية (Yanti & Apriliyanti,2020:4)، وما ينطبق على الاستثمارات في الموجودات الثابتة ينطبق أيضاً على الاستثمار في الأسهم. ففي ظل التضخم، من المتوقع أن يزداد حجم الاستثمار في الموجودات، ونسبة الأرباح المحتجزة سترتفع تبعاً لذلك (Elly & Hellen,2013:1-8).

١١. **التغير في السياسات الحكومية Change In Government Policies**: تُشير الأدلة إلى أن توزيعات الأرباح ترتبط بشكل سلبي مع التغير في السياسات الحكومية، إذ كلما ارتفعت القيود الحكومية المتمثلة في سعر الفائدة كلما انخفضت التوزيعات، وبالتالي فإن شكل العلاقة تكون عكسية بين السياسات الحكومية وتوزيعات الأرباح (Rizqia & Sumiati,2013:120-130)، إذ يمثل سعر الفائدة جزءاً من تكلفة رأس المال المستثمر وينعكس ارتفاع معدلاتها على ارتفاع تلك التكلفة، وبالتالي إلى تخفيض القيمة الحالية للتدفقات النقدية، وهو ما يؤدي إلى تغير تكاليف الدين واستبعاد الكثير من فرص الاستثمار (العيساوي، ٢٠٠٢: ٣٣)، فضلاً عن أن الآثار السلبية للتغيرات في السياسات الحكومية على سياسة توزيع الأرباح تكون أكثر وضوحاً في البلدان ذات الأطر القانونية والتنظيمية الضعيفة و ذو مستوى أدنى من الضوابط والتوازنات (Benjamin & Zain,2015:177-194).

١٢. **الاعتبارات الضريبية Tax Considerations**: غالباً ما يتأثر طلب المساهمين على أرباح الأسهم بالاعتبارات الضريبية التفاضلية بين ضريبة أرباح الأسهم وضريبة الأرباح الرأسمالية، إذ يهتم معظم المستثمرين أو المساهمين بالعائد بعد الضريبة على استثماراتهم مما قد يؤثر أو يشنت قرار المديرين فيما يتعلق بتوزيع أرباح الأسهم، لكن معظم المدراء يستجيبون للتفضيل الضريبي للمساهمين من أجل تحقيق أقصى استفادة من ثروة المساهمين (Pattenden & Twite,2008:1-16). علاوة على ذلك، تفرض معظم البلدان ضريبة على أرباح الأسهم بمعدل ضرائب أعلى نسبياً مقارنة بأرباح رأس المال، مما يضع المستثمرين الذين يتمتعون بميزة ضريبية على مكاسب رأس المال لاختيار الشركات التي تعيد استثمار أرباحهم بدلاً من دفعها

كأرباح (Al-Malkawi, et.al., 2010:171-200) نتيجة لذلك، وبناءً على أوضاع المستثمرين المختلفة، قد تتسبب الضرائب وتكاليف المعاملات في جذب المستثمرين إلى الشركات التي تتبع سياسات توزيع الأرباح التي تناسب وضعهم على أفضل وجه (Pattenden & Twite, 2008:1-16)، كما ان هناك حوافز واضحة للمؤسسات المعفاة من الضرائب للمطالبة بمستويات عالية من الأرباح.

الجدول (1) متغيرات البحث

المتغير المعتمد					
الرمز	المؤشر المستخدم		المتغير		
DP	اجمالي التوزيعات النقدية إلى عدد الأسهم		سياسة توزيع الأرباح		
المتغيرات التوضيحية					
ت	المتغيرات	المؤشر المستخدم	الدراسات المؤيدة	الرمز	التأثير المتوقع
1	الربحية	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى عدد الأسهم	(Kieso,2015) (Ray & Das,2010)	Pr	+
2	السيولة	الرصيد النقدي نهاية العام إلى عدد الأسهم	(Bursaitiene & Draugele, 2018), (Pattiruhu & Paais, 2020)	LI	+،-
3	النمو	معدل التغير في اجمالي الموجودات إلى اجمالي الموجودات بداية السنة	(Palley,2017) (Jahfer & Mulafara,2016)	GR	+،-
4	الرافعة المالية	مجموع الديون قصيرة الاجل والديون طويلة الاجل إلى اجمالي الموجودات	(Mokhtar, et.al., 2013), (Al-Malkawi, 2005)	LE	+،+
5	الديون	بنسبة الديون طويلة الاجل إلى اجمالي الموجودات	(Brockman & Unlu, 2009) (Florackis, et.al., 2015)	DE	-
6	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	(Husain & Sunardi, 2020) (Zeng & Wudhikarn, 2018)	MB	+
7	هيكل الملكية	الموجودات الملموسة إلى اجمالي الموجودات	(Al-Najjar & Hussainey, 2009) (Aivazian, et.al., 2003)	OS	+،-
8	عمر الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ بدأ الشركة نشاطها وحتى بداية السنة المالية	(Yusra, et.al., 2019), (Labhane & Mahakud, 2016)	Ag	+
9	التدفق النقدي	الأرباح قبل الضريبة مضافاً إليها الاهلاك إلى اجمالي الموجودات	(Basse & Reddemann, 2011) (Rochmah & Ardianto, 2020)	CF	+
10	التضخم	معدل التغير في الرقم القياسي لاسعار المستهلك	(Yanti & Apriliyanti, 2020), (Elly & Hellen, 2013)	FL	-
11	السياسات الحكومية	سعر الفائدة	(Harlina & Khoiruddin, 2018) (Goel, 2016)	PO	-
12	الاعتبارات الضريبة	الضريبة إلى اجمالي الأرباح	(Nnadi & Akpomi, 2005)	TA	+،-

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان.

بناءً على ما تقدم يمكن صياغة أنموذج التقدير على شكل دالة رياضية يُستند إليها في بناء معادلة قياسية، تعكس أثر المتغيرات (الربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، التضخم، تغير السياسات الحكومية، الاعتبارات الضريبية) في مؤشر توزيع الأرباح وكما يأتي:

$$DP = f(PR, LI, GR, LE, DE, MB, OS, AG, CF, FL, PO, TA)$$

(٣٤٣)

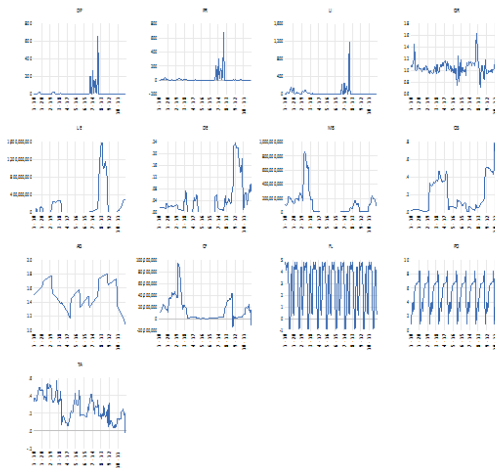
$$DP = \beta_0 + \beta_1 PR + \beta_2 LI + \beta_3 GR + \beta_4 LE + \beta_5 DE + \beta_6 MB + \beta_7 OS + \beta_8 AG + \beta_9 CF + \beta_{10} FL + \beta_{11} PO + \beta_{12} TA + \varepsilon_i$$

تقدير النموذج وتحليل النتائج:

يهدف الوصول إلى قيم كمية يمكن من خلالها تفسير وتحليل طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي يمكن ان تمارسه المتغيرات التوضيحية التي تتمثل في الربحية، السيولة، النمو، الاعتبارات الضريبية، تغير السياسات الحكومية، التضخم، التدفق النقدي، عمر الشركة، الديون، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وهيكل الملكية في السياسات المتبعة في توزيع الأرباح في المملكة الاردنية الهاشمية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠) تم اتباع الخطوات الاتية والموضح اسسها في المنهجية التجريبية.

اختبار استقرارية البيانات المزدوجة (Panel Data) لمتغيرات الدراسة:

بُغية الحصول على نتائج وتقديرات لأثر المحددات الرئيسية في سياسة توزيع الأرباح في الاردن وللمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠)، تبتعد عن احتمالية وقوع نموذج التقدير (GMM) تحت مسمى الانحدار الزائف (Spurious Regressions) وما يتمخض عنه من نتائج مضللة بسبب ظاهرة عدم استقراريه بيانات الدراسة، والتي وضحتها الرسوم البيانية في الشكل (1)، والتأكد من عدم احتوائها على جذر الوحدة، اعتمدت منهجية Levin-Lin-Chu (2002) لاختبار استقرارية البيانات المزدوجة (Panel Data) لمتغيرات الدراسة في الاردن، وعند مستوى معنوية (0.05)، الذي سجلت نتائجه في الجدول (2)، التي أظهرت أن جميع متغيرات الدراسة لم تحقق استقراريتها وإثبات معنويتها عند المستوى باستثناء متغيري (توزيع الأرباح DP، التضخم FL)، إذ تجاوز اختبار Prob. قيمة الـ(0.05) سواء بوجود حد ثابت أو بوجود اتجاه زمني أو عدم وجودهما، وعند إعادة الاختبار عند الفرق الأول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم Prob. لحاجز الـ(5%) للمتغيرات باستثناء المتغيرات (السيولة LI، الرافعة المالية LE، التدفق النقدي CF) فبلغت قيم Prob. أعلى من (0.05)، ولذلك اعتمد الاختبار عند الفرق الثاني الذي أثبت استقراريتها عند وجود حد ثابت أو وجود حد ثابت واتجاه زمني أو بدونهما.



الشكل (1) الرسوم البيانية للبيانات المزدوجة لمتغيرات الدراسة لدولة الأردن

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12.

الجدول (2) نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية بيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة في الأردن

Variables	Level			First Difference			Second Difference		
	None	Inte.	Trend & Inter.	None	Inte.	Trend & Inter.	None	Inte.	Trend & Inter.
DP Prob.	-2.4968 0.0063	-2.4298 0.0076	-3.5544 0.0002						
PR Prob.	-2.3075 0.0105	-0.1847 0.4267	-2.0531 0.0200	-8.535 0.0000	-2.332 0.0098	-5.2745 0.0000			
LI Prob.	-0.0425 0.4830	1.9669 0.9754	-0.4921 0.3113	-1.496 0.0673	-0.480 0.3154	0.1381 0.5549	-17.51 0.000	-15.132 0.0000	-18.403 0.0000
GR Prob.	-0.7719 0.2201	-2.8484 0.0022	-2.7670 0.0028	-12.38 0.0000	-6.012 0.0000	-8.0865 0.0000			
LE Prob.	-0.0425 0.4830	1.9669 0.9754	-0.4921 0.3113	-1.496 0.0673	-4.805 0.3154	0.1381 0.5549	-10.02 0.000	-5.3689 0.0000	-5.9947 0.0000
DE Prob.	-0.3077 0.3791	-2.0804 0.0187	-2.3638 0.0090	-5.93 0.0000	-2.402 0.0081	-4.0918 0.0000			
MB Prob.	-0.3214 0.3739	-2.5952 0.0047	-3.9589 0.0000	-8.212 0.0000	-5.793 0.0000	-6.1020 0.0000			
OS Prob.	-0.6566 0.2557	-3.2275 0.0006	-8.1889 0.0000	-85178 0.0000	-7.109 0.0000	-6.3276 0.0000			
AG Prob.	17.325 1.0000	-20.954 0.0000	-13.532 0.0000	-17.58 0.0000	-13.79 0.0000	-19.667 0.0000			
CF Prob.	-0.6339 0.2631	-2.0446 0.0204	1.6450 0.9500	-4.734 0.0000	2.2078 0.9864	-0.2180 0.4137	-8.589 0.000	-2.4082 0.0080	-5.2665 0.0000
FL Prob.	-5.5266 0.0000	-8.1502 0.0000	-10.955 0.0000						
PO Prob.	4.8221 1.0000	-3.1048 0.0010	-4.4565 0.0000	-6.895 0.0000	-7.868 0.0000	-5.8487 0.0000			
TA Prob.	-0.1702 0.4324	-2.6282 0.0043	0.1933 0.5767	-7.468 0.0000	-0.549 0.0012	-7.3614 0.0008			

اعتمدت مدة الابطاء بالاستناد إلى Automatic selection of maximum Lags ضمن برنامج Eviews 12
المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12.

تقدير وتحليل النموذج:

لتقدير وتحليل أثر المتغيرات التوضيحية في السياسات المتبعة في توزيع الأرباح (DP) في الأردن، اعتمد نموذج العزوم المعممة (GMM)، التي أظهرت نتائج التي ظهرت في الجدول (3)، وبعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية التي اثبتت عدم تأثيرها في سياسة توزيع الأرباح، ما يأتي:

الجدول (3) نتائج تقدير المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح (DP) في الأردن

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PR	0.830091	0.024675	33.64081	0.0000
LI	0.085067	0.015424	5.515123	0.0000
GR	2.159623	0.070772	30.51522	0.0018
LE	-1.743011	0.825459	-2.121156	0.0039
MB	2.780009	0.850008	3.270568	0.0017
OS	-4.283603	1.619999	-2.644220	0.0495
AG	-8.008719	3.806553	-2.103952	0.0050
CF	-1.690231	0.550208	-3.071943	0.0018
PO	0.142767	0.052689	2.709617	0.0063

Cross-section fixed (first differences)			
Mean dependent var	6.559371	S.D. dependent var	78.13865
S.E. of regression	5.195435	Sum squared resid	2456.321
J-statistic	56.71205	Instrument rank	10
Prob.(J-statistic)	0.000000		

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12.

١. معنوية تأثير كل من (الربحية PR، السيولة LI، النمو GR، الرافعة المالية LE، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MB، هيكل الملكية OS، عمر الشركة AG، التدفق النقدي FL، وتغير السياسات الحكومية PO) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح والمتمثل بحصة السهم من إجمالي التوزيعات النقدية (DP).

٢. توافق الأثر الإيجابي للمؤشرات المتمثلة بالربحية (PR)، السيولة (LI)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB) مع المنطق الاقتصادي والدراسات ذات الشأن، والتي تُشير إلى أن الارتفاع في مؤشرات الربحية، السيولة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بمقدار واحد صحيح يؤدي إلى ارتفاع مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP) وبمعاملات بلغت (0.83، 0.085، 2.78) على التوالي، وهذا يوضح مدى تغير مؤشر سياسة توزيع الأرباح عند تغير قيم هذه المتغيرات.

٣. جاءت استجابة الأثر الإيجابي لكل من مؤشر النمو (GR)، مؤشر السياسات الحكومية (PO) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP)، مناقضاً للمنطق الاقتصادي والأطر النظرية، إذ يُشير إلى أن ارتفاع معدلات النمو، ومؤشر السياسات الحكومية بمقدار واحد صحيح سيعمل على زيادة توزيع الأرباح بمعامل (2.159) ومعامل (0.142) على التوالي وبالاتجاه نفسه، وربما يفسر ذلك ضمن نطاق شعور المساهمون بعدم الامان وتشكيكهم في امكانية المشاركة في أرباح الشركة المستقبلية، فسيفضلون تلقي الأرباح الحالية عن طريق الضغط على الشركات لدفع الأرباح بغض النظر عن فرص النمو المتاحة (La Porta, et al., 2000: 3-27)، وهو ما يدعم نظرية عصفور في اليد، وبذلك تلجأ الشركات سريعة النمو إلى استخدام الديون لدعم نموها، بدلاً من حقوق الملكية، إذ يمكن اعتبار الدين تمويل أقل تكلفة (أي أن معدل نمو قيمة حقوق الملكية للشركة أكبر من تكلفة اقتراض الديون)، وقد جاءت هذه النتيجة متوافقة مع ما توصلت إليه دراسة عربي وعميرة (٢٠١٨)، من جانب آخر فإن الزيادة في أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض سياسة الشركة باتجاه القروض وبذلك تقل الديون مما يؤدي إلى انخفاض أقساط التكاليف الثابتة التي يدرج ضمنها سعر الفائدة، وبالتالي سيكون هناك حرية أكبر بشأن توزيعات الأرباح، فارتفاع مستوى الديون يزيد من القيود على توزيعات الأرباح، وبذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة أدت إلى انخفاض الرافع المالي ما انعكس إيجاباً في توزيعات الأرباح (Nissim & Penman, 2003: 775-804)، (Filipović & Willems, 2020: 1461-1496).

٤. توافق التأثير السلبي لمؤشر الرافعة المالية (LE) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP) مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقات، والتي تُشير إلى أن انخفاض الرافعة المالي يعمل على رفع مستويات توزيع الأرباح وبمعامل (1.743) الأمر الذي يعكس مدى تغير مؤشر سياسة توزيع الأرباح عند تغير قيمة هذا المتغير بمقدار واحد صحيح وبالعكس الاتجاه.

٥. جاء الأثر السلبي لعمر الشركة (AG)، وهيكل الملكية (OS)، والتدفق النقدي (CF) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP)، مناقضاً للنظرية الاقتصادية، الذي يُشير إلى أن ارتفاع كل من

عمر الشركة، وهيكل الملكية، والتدفق النقدي يؤدي إلى انخفاض مستويات توزيع الأرباح بمعامل (8.008) (4.283) (1.690) على التوالي، أي بتغير عمر الشركة وهيكل الملكية والتدفق النقدي بمقدار واحد صحيح فإن مؤشر سياسة توزيع الأرباح يتغير بعكس الاتجاه وبمقدار (8.008) (4.283) (1.690) على التوالي، وربما يعود ذلك إلى أنه وعلى الرغم من طول عمر الشركة إلا أنها تعاني من عدم الاستقرار وتأثرها بشكل كبير بالظروف المحيطة وعدم قدرتها على التكيف معها، كما أن أداءها المالي في السوق المالية يمتاز بالتذبذب وقلة الكفاءة والفاعلية وعدم تحقيقها للأرباح والسيولة النقدية والسمعة في السوق بالتالي قلة رأس المال وعدم قدرتها على توزيع الأرباح، واتفقت بذلك مع دراسات (Deangelo, et al., 2006)، (Thanatawee, 2011)، (Yusra, 2019) وجاءت الأطر النظرية بتفسير تناقض أثر هيكل الملكية إلى أن أصحاب القرار لا يرغبون في توزيع الأرباح من أجل زيادة الأصول النقدية لدى المستثمرين كي يتم توظيفها في استثمارات مربحة أخرى، وشراء المزيد من الأصول للمؤسسة، وهذا يقلل الحافز لدى المستثمرين الجدد في الاستثمار في هذه الشركات (El Houcine, 2013) (45-54)، واتفقت نتيجة ذلك مع دراستي (Surasmi, 2019) و(Bista, et al., 2019). من جانب آخر فإن تناقض تأثير التدفق النقدي (CF) في سياسة توزيع الأرباح مع الأطر النظرية ربما يعود ذلك إلى ارتباط المبالغ الأكبر من التدفق النقدي الحر باحتمالية عالية من المشاكل المتعلقة بالوكالة، إذ إن مديري الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة الكبيرة لا يتصرفون دائماً لصالح المساهمين، فقد يلجؤون في بعض الأحيان وبدوافع ذاتية إلى تمويل استثمارات سلبية ذات قيم حالية صافية غير مرغوبة وبالتالي، فإنه ووفقاً لتقديرهم فإن دفع أرباح كبيرة للمساهمين سيقلل من مقدار التدفق النقدي الحر ويقلل من نطاق الاستثمار المفرط (Tregenna, 2009: 433-466) (Jiraporn, et al., 2008: 418).

6. فشلت المتغيرات المتمثلة بالاعتبارات الضريبية (TA)، والتضخم (FL)، والديون (DE) في إثبات تأثيرها المعنوي في نموذج مؤشر سياسة توزيع الأرباح لدولة الأردن، وربما يعود ذلك إلى افتقار الدولة للسمات التي تجعله ملائم لتطبيق النظرية الاقتصادية والمالية السائدة، والناجم عن الطبيعة الخاصة لبيئته السياسية والاقتصادية والمالية، إضافة لوجود عوامل عشوائية غير قابلة للقياس يمكن أن تؤدي إلى فقدان بعض المتغيرات الاقتصادية والمالية والمؤسسية تأثيرها الإيجابي الذي من المقرر ووفق المنطق الاقتصادي أن تمارسه في سياسات توزيع الأرباح، وهذا ما يمكن أن يكون مبرراً لفشل متغيرات مثل عمر الشركة والتضخم في إثبات تأثيرها المعنوي في سياسة توزيع الأرباح.

الاختبارات التشخيصية:

أ. اختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test):

باعتتماد Arellano-Bond Serial Correlation Test لاختبار الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء، ووفقاً لنتائجه المدرجة في الجدول (4)، فإن أثر الزمن غير مرتبط مع البيانات، مما يرجح قبول فرضية العدم وهذا يعزز النموذج كون أن تأثير الزمن غير موجود.

الجدول (4) اختبار Arellano-Bond Serial Correlation Test لنموذج (DP)

Arellano-Bond Serial Correlation Test				
Equation: Untitled				
Test order	m-Statistic	Rho	SE (rho)	Prob.
AR (1)	-5.060003	-1509.8693	298.392986	0.0000
AR (2)	-1.216033	-2745350.8	2257629.256	0.2240

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12.

ب. اختبار صحة التوصيف (Wald Test):

وباعتماد اختبار Wald Test لاختبار معنوية النموذج، ومن النتائج المدرجة في الجدول (5)، يتضح ان معنوية النموذج (0.0000) بالاستناد إلى قيمة F-Statistic، وهذا يثبت معنويته الاحصائية إذا لم تتجاوز قيمة Prob. حاجز (0.05)، مما يشير إلى ان المتغيرات التوضيحية تؤثر بشكل فعال في النموذج.

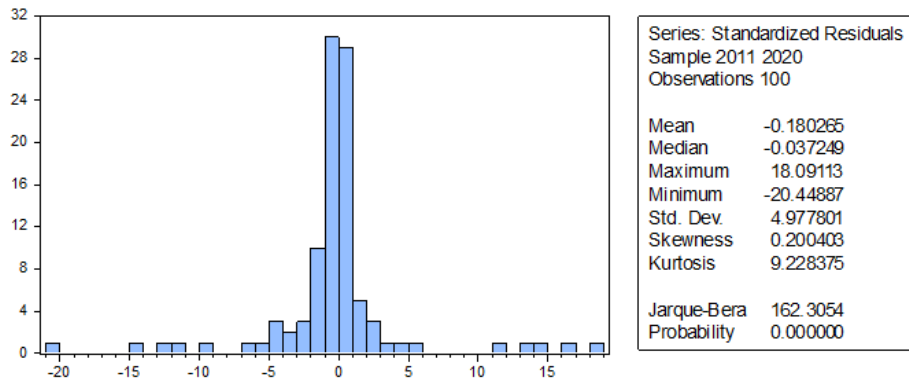
الجدول (5) اختبار Wald Test لنموذج (DP)

Wald Test:			
Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	DF	Probability
F-Statistic	6.120016	(9, 91)	0.0000
Chi-Square	5.510017	9	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12.

ت. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test):

استناداً إلى ما سبق، تم اعتماد اختبار Normality test، للتحقق ما اذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم العشوائي وأظهرت نتائجه المسجلة بالشكل (2) معنويتها الاحصائية وهو ما يرجح قبول الفرضية البديلة، وبذلك يعزز صحة نموذج Wald Test الذي تم اختياره كون ان البيانات عشوائية وتتوزع توزيعاً غير طبيعي.



الشكل (2) اختبار Normality test لنموذج (DP)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12.

الخاتمة Conclusion:

شكلت دراسة الاثر الذي يمكن ان تمارسه المحددات الرئيسية في سياسة توزيع الارباح الهدف الرئيس الذي سعى البحث لتحقيقه، مستخدماً اسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، لمجموعة مكونه من عشر شركات اعمال اردنية غطت المدة الزمنية (٢٠١٠-٢٠٢٠) وعبر توحيد بيانات السلاسل الزمنية المنفردة لكل شركة ضمن سلسلة زمنية مدمجة ولجميع المتغيرات الداخلة في الأنموذج التجريبي لتشمل (110) مشاهدة، وبأدوات قياسية متنوعة وحديثة تمثلت بنموذج العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moment، مع اجراء اختبارات الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test) وصحة التوصيف (Wald Test) والتوزيع الطبيعي (Normality test). لقد جاءت نتائج العمل التجريبي لتؤكد:

١. تتنوع المتغيرات المالية والاقتصادية والمؤسسية المحددة لسياسات توزيع الارباح كما ويتباين تأثيرها من شركة إلى اخرى من الشركات الاردنية خلال المدة (٢٠١٠-٢٠٢٠)،
٢. عدم تماثل اغلب الشركات المدرجة في بورصة عمان في سياساتها المتبعة لتوزيع الأرباح، إذ انها تختلف من شركة لأخرى بل وتختلف في ذات الشركة من سنة لأخرى.
٣. كشفت نتائج البحث أن المحددات الهامة التي لها تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات العراقية تمثلت في متغير الربحية ومتغير السيولة ومتغير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.
٤. لم يكن لعوامل النمو، والسياسات الحكومية، وعمر الشركة، وهيكل الملكية، والتدفق النقدي، دور كبير في التأثير على سياسات توزيع الارباح، إذ اظهر كلا منهما تأثيراً معنوياً مناقضاً للأطر النظرية والمنطق الاقتصادي.
٥. بينت نتائج البحث ان متغير الرفع المالي له أثر سلبي هام في سياسة توزيع الأرباح، إذ ان انخفاض قيمة الرفع المالي يعود بالنفع العام على السياسة المالية للشركة وبالتالي على قرار توزيعات الأرباح.
٦. عدم معنوية دخول المتغيرات المتمثلة بـ(الاعتبارات الضريبية، التضخم، الديون) في نموذج سياسة توزيع الارباح في الشركات العراقية، مما يظهر عدم أهميتها كعوامل محددة لسياساتها وتطورها في المملكة الأردنية الهاشمية.

التوصيات:

- بناء على ما تقدم من استنتاجات يمكن صياغة مجموعة من المقترحات التي تترك الأثر الإيجابي في السياسات المتبعة لتوزيع الأرباح، وكما يأتي:
١. ضرورة اعتماد الشركات سياسات مالية تساعد على زيادة الربحية والحفاظ على السيولة عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة المالية والمادية والبشرية واختيار مصادر التمويل الأقل تكلفة فضلاً عن ضغط التكاليف الثابتة عن طريق زيادة الوحدات المنتجة.
 ٢. ينبغي عدم توجيه واستخدام التدفقات النقدية في تمويل استثمارات سلبية ذات قيم حالية صافية غير مرغوبة بدوافع ذاتية من قبل مديري الشركات والحد من مشاكل الوكالة عن طريق القرارات المالية المثلى الخاصة بالتصرف الصحيح في هذه التدفقات النقدية.
 ٣. المحافظة على مستويات متدنية من الرفع المالي وخفض التمويل الخارجي نسبة إلى إجمالي مصادر التمويل.

٤. تنوع العوامل المحددة في التأثير على مؤشرات سياسة توزيع الأرباح في الأردن مما ينبغي على المدراء واصحاب القرار قبل الشروع باتباع أي سياسة لتوزيع الأرباح اجراء دراسة موسعة وشاملة للعوامل المحددة وعلى وجه الخصوص العوامل المالية والاقتصادية والمؤسسية وتوجيهها بالشكل الصحيح نحو دفع مؤشرات اتجاه نمو وتطور وتعظيم قيمة الشركة.
٥. العمل على استقرار نسب التوزيعات من الأرباح في الشركات الاردنية وعدم المغالاة في احتجاز الأرباح إذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المناسبة، فمعظم المستثمرين يبحثون عن الاستقرار في توزيع الأرباح إذ إن ذلك الاستقرار يحفز المستثمرين المتحفظين على الاستثمار في هذه الشركات كونهم سيحصلون على عائد مستقر، كما أنها إشارة إيجابية وانعكاس للأداء المالي للشركة.
٦. إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث حول العوامل الرئيسية المحددة لسياسات توزيع الأرباح، سواء بصورة منفردة أو بشكل مجاميع لتلك العوامل، من أجل تغطية عدد من الجوانب التي مازالت بحاجة لمزيد من الفحص والتدقيق والوصول لسياسة مثلى.

المصادر والمراجع:

أولاً: المصادر العربية:

١. البنك الدولي، قاعدة بيانات البنك الدولي، للسنوات ٢٠١٠-٢٠٢٠: <https://data.albankaldawli.org/indicator>
٢. بورصة عمان، التقرير السنوي للسنوات ٢٠١٠-٢٠٢٠، الأردن: <https://www.ase.com.jo/ar/library-&-publications>
٣. حسين، هاشم حسن، ٢٠٠٨، العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد ١٧، العدد ١٧، ٢٠٩-٢٣٠
٤. صندوق النقد العربي، قاعدة البيانات الاقتصادية الإحصائية، للسنوات ٢٠١٠-٢٠٢٠: <https://www.amf.org.ae/ar/arabic-economic-database>
٥. العراقي، بشار أحمد، ٢٠١٧، أثر تقلبات عرض النقود على أسعار الأسهم: تطوير لسواح الأسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، المجلة العربية العلوم الادارية، المجلد ٢٤، العدد ٣، ٤٤٥-٤٧٤.
٦. غربي، نوال وعميرة، مريم، ٢٠١٨، أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل.
٧. لحيلج، مفيدة ومشقف، قيرة، ٢٠٢٠، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية دراسة قياسية باستخدام نماذج Panal، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل.
٨. معطي، صفاء عبدالله والحويصل، محمد احمد سالم، ٢٠١٩، استعمال تحليل بيانات البانل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة (٢٠٠٦-٢٠١٣)، مجلة الريان للعلوم الانسانية، والتطبيقية، المجلد ٢، العدد ١، ٢٥٩-٣٠٥.

ثانياً: المصادر الأجنبية:

9. Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S., 2003, Dividend policy and the organization of capital markets, Journal of multinational financial management, Vol. 13, No. 2, 101-121.
10. Al-Najjar, Basil & Hussainey, Khaled, 2009, The association between dividend payout and outside directorships. Journal of Applied Accounting Research, Vol. 10, No. 1, 4-19.
11. Basse, T. & Reddemann, S., 2011, Inflation and the dividend policy of US firms, Managerial Finance, Vol. 37, No. 1, 34-46.
12. Brockman, Paul, Unlu, Emre, 2009, Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. Journal of Financial Economics, Vol. 92, No. 2, 276-299.

13. Burksaitiene, Daiva, Draugele, Liudmila, 2018, Capital Structure Impact on Liquidity Management. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, Vol. 2, No. 1, 110-127.
14. Elly, O. D. & Hellen, K. W., 2013, Relationship Between Inflation & Dividend Payout for Companies Listed at The Nairobi Securities Exchange, *International Journal of Education & Research*, Vol. 1, No. 6, 1-8.
15. Florackis, Chris, Kanas, Angelos, Kostakis, Alexandros, 2015, Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective, *European Journal of Operational Research*, Vol. 241, No. 3, 783-795.
16. Goel, Archana, 2016, Impact of Macro-economic Variables: Dividend Policy of Indian Companies, *Scms Journal of Indian Management*, Vol. 13, No. 2, 111-121.
17. Harlina, Vega Rut & Khoiruddin, Moh, 2018, Dividend Policy and Economic Variable to Stock Price Volatility: Comparison of Indonesia and Malaysia. *Management Analysis Journal*, Vol. 7, No. 4, 506-515.
18. Husain, T., & Sunardi, N., 2020, Firm's Value Prediction Based On Profitability Ratios & Dividend Policy, *Finance & Economics Review*, Vol. 2, No. 2, 13-26.
19. Jahfer, Athambawa & Mulafara, Abdul Hameed, 2016, Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Colombo Stock Market, *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol. 8, No. 2, 97-108.
20. Kieso, Donald E., Kimmel, Paul D., Weygandt, Jerry J., 2015, *Financial Accounting, IFRS*, 3rd ed., John Wiley & Sons.
21. Mokhtar, E., Mousa, A. & Jaffar, P., 2013, Impact of financial leverage on dividend policy at Tehran Stock Exchange: A case study of food industry, *African Journal of Business Management*, Vol. 7, No. 34, 3287-3296.
22. Nnadi, M. A. & Akpomi, M. E., 2005, The Effect of Taxes on Dividend Policy of Banks In Nigeria, *Journal of Business Studies*, Vol. 5, No. 1, 873-828.
23. Palley, T.I., 2017, Wage-vs. profit-led growth: the role of the distribution of wages in determining regime character, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 41, No. 1, 49-61.
24. Pattiruhu, J. R. & Paais, M., 2020, Effect Of Liquidity, Profitability, Leverage & Firm Size on Dividend Policy, *The Journal of Asian Finance, Economics & Business*, Vol. 7, No. 10, 35-42.
25. Ray, S. C. & Das, A., 2010, Distribution of cost and profit efficiency: Evidence from Indian banking, *European Journal of Operational Research* Vol. 201, No. 1, 297-307.
26. Rochmah, H. N. & Ardianto, A., 2020, Catering Dividend: Dividend Premium & Free Cash Flow on Dividend Policy, *Cogent Business & Management*, Vol. 7, No. 1, 1-16.
27. Yanti, L. D. & Aprilyanti, R., 2020, Information On Income, Dividend Policy & The Impact of Inflation on Stock Prices., *International Journal of Business*, Vol. 12 No. 2, 1-17.
28. Yusra, Irdha, Hadya, Rizka & Fatmasari, Rhini, 2019, The Effect of Retained Earnings on Dividend Policy from The Perspective of Life Cycle. in: 1st International Conference on Life, Innovation, Change and Knowledge, Atlantis Press, Vol. 203, No.1, 216-220.

