

اثر التدفقات النقدية الاستثمارية على توزيعات الأرباح

عدد وتاريخ إصدار قبول النشر :

12 في 2025/12/21

م. د. علي ماجد هادي

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم المحاسبة

المستخلص:

يهدف البحث الى اختبار اثر لكل من التدفقات النقدية الاستثمارية والمحددات المحاسبية على توزيعات الأرباح. وتم اجراء البحث على عينة متكونة من 1470 مشاهدة لبيانات الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. تشير النتائج الى زيادة الانفاق الاستثماري في الشركات مما يؤدي الى انخفاض في توزيعات الأرباح على مساهمها. كما تظهر النتائج وجود اثر سلبي ومعنوي للخسارة على توزيعات الأرباح، بالمقابل يوجد اثر إيجابي ومعنوي للتدفقات النقدية التشغيلية على توزيعات الأرباح، بينما يوجد اثر موجب للنمو على توزيعات الأرباح ولكنه غير معنوي.

الكلمات المفتاحية: التدفقات النقدية الاستثمارية، توزيعات الأرباح، التدفقات النقدية التشغيلية، النمو، الخسارة.

The Impact of Investment Cash Flows on Dividend Payouts

Lecture. Dr. Ali Majed Hadi

college of Administration and Economics Department of Accounting

University of Basrah

Abstract :

This research aims to examine the impact of both investment cash flows and accounting determinants on dividend payout. The research was conducted on a sample of 1470 observations of data from Jordanian companies listed on the Amman Stock Exchange. The results indicate an increase in investment expending by companies, leading to a decrease in dividend payouts to their shareholders. The results also show a significant negative impact of losses on dividends. Conversely, operating cash flows have a significant positive impact on dividends, while growth has a positive but not significant impact.

Keywords: Investment cash flows, dividend payouts, operating cash flows, growth, losses.

مقدمة:

ان الأرباح التي تحققها الشركة هي محل خلاف وجدل بين إدارة الشركة ومساهميها، اذا ما تم احتجاز الأرباح واستثمارها داخل الشركة فتعتبر مصدر الاستثمار والتمويل الداخلي للشركة، واذا ما تم توزيعها على المساهمين مقابل استثماراتهم داخل الشركة فتعتبر مكافأة لهم. وعلى إدارة الشركة ان توازن بين إرضاء المساهمين من خلال توزيع الأرباح عليهم ودعم مصادر التمويل الداخلي.

وان الاعتماد على الأرباح من قبل المستثمرين عند اتخاذهم قرار الاستثمار في الشركة، لا يعني انهم اتخذوا قرار رشيد، ويرجع ذلك الى احد مكونات الأرباح وهي الاستحقاقات وما تحتويه من معلومات والتي قد يكون لها تأثير على القرارات المتخذة. وان الشركات تسعى الى تعظيم أرباحها من خلال استغلال الفرص الاستثمارية التي تحقق العائد، وبالتالي فان الشركات تقوم باحتجاز الأرباح كمصدر تمويل داخلي لتمويل هذه الاستثمارات من خلال استخدام السيولة النقدية، وبالتالي يسعى البحث الى اختبار اثر التدفقات النقدية الاستثمارية على توزيع الأرباح. إضافة الى عدم وجود دراسات تتناول اثر هذه التدفقات لذلك يسعى البحث الحالي الى سد تلك الفجوة البحثية.

وقسم البحث الى خمسة اقسام، يتطرق القسم الأول الى منهجية البحث، بينما القسم الثاني يتناول الدراسات السابقة، في حين يعرض القسم الثالث الجانب النظري، ويعرض القسم الرابع الجانب العملي، ويوضح القسم الخامس الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول: منهجية البحث

1. مشكلة البحث

ان توزيعات الأرباح لها دلالة على استقرار الشركات وتؤدي الى ارتفاع أسعار أسهمها وبالتالي جذب المستثمرين للاستثمار في تلك الشركات، وعلى الرغم من ذلك قد لا تعكس الأرقام المرتفعة لتوزيعات الأرباح الأداء الحقيقي وارباح الشركات، أي ان الأرباح المرتفعة لا تعكس قدرة الشركة على توزيع الأرباح وانما الامر مرتبط بالتدفقات النقدية التي تحققها الشركة، وذلك لان الأرباح متكونة من استحقاقات وتدفقات نقدية، لذلك فان التدفقات النقدية تلعب دورا مهما في توزيعات الأرباح. وعليه يمكن صياغة المشكلة بالتساؤل الآتي:

هل تؤثر التدفقات النقدية الاستثمارية على توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

2. هدف البحث

يسعى البحث الى دراسة واختبار تأثير التدفقات النقدية الاستثمارية على توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

3. أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في ابراز دور التدفقات النقدية في توزيع الأرباح، وتقديم دليل علمي بشأن اثر التدفقات النقدية الاستثمارية على توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. وتساعد نتائج البحث المستثمرين المحتملين في الشركات عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية الاهتمام بالتدفقات النقدية لما لها من دور في توزيع الأرباح والتي تؤثر على القيمة السوقية للشركات.

4. فرضية البحث

يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية الاستثمارية على توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

5- عينة البحث

تتكون عينة البحث من الشركات الأردنية والتي تم الحصول على بياناتها من سوق عمان المالي وبعد استبعاد بيانات الشركات المالية فقد بلغ عدد المشاهدات 1470 مشاهدة.

6- متغيرات البحث

المتغير التابع: توزيعات الأرباح Dividend payouts.

المتغير المستقل: التدفقات النقدية الاستثمارية INV.

المتغيرات الضابطة: وهي كل من النمو في المبيعات Growth، والتدفقات النقدية التشغيلية CFO، والخسارة Loss.

7. الدراسات السابقة:

دراسة (2011) Al Shabibi and Ramesh بعنوان (دراسة تجريبية حول محددات سياسة توزيع الأرباح في المملكة المتحدة)

هدفت الدراسة الى التحقيق في تأثير عوامل حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح بين الشركات غير المالية في المملكة المتحدة وعددها 90 شركة. وأشارت نتائج الدراسة الى وجود تأثير لعوامل حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح، وبينت النتائج بوجود علاقة إيجابية ومهمة بين استقلالية مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح، اذ يؤدي وجود عدد أكبر من المديرين

المستقلين في مجلس الإدارة إلى زيادة أرباح الأسهم المدفوعة للمساهمين، ويعزى ذلك إلى قيام المديرين المستقلين بمراقبة مصالح المستثمرين وخفض تكاليف الوكالة، وبالتالي حماية حقوق المساهمين وزيادة أرباح الأسهم، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من التدقيق وحجم مجلس الإدارة مع سياسة توزيع الأرباح

دراسة (2013) Komrattanapanya and Suntraruk بعنوان (العوامل المؤثرة على توزيعات الأرباح في تايلاند)

هدفت الدراسة الى تحديد العوامل المؤثرة على توزيع الأرباح لجميع الشركات المدرجة في بورصة تايلاند والتي تتألف من 435 شركة. وتوصلت الدراسة الى أن الرافعة المالية وفرص الاستثمار ونمو المبيعات أثرت سلباً على توزيع الأرباح. يشير هذا إلى أن الشركات ذات الرافعة المالية الأعلى أو التي لديها فرص استثمارية واعدة أو نمو المبيعات تميل إلى توزيع أرباح أقل، بالمقابل، أشارت الدراسة الى هناك تأثير إيجابي لحجم الشركة في توزيع الأرباح، كما بينت النتائج بان الشركات العاملة في قطاع العقارات والبناء ميلاً أعلى لتوزيع أرباح الأسهم مقارنة بالقطاعات الأخرى.

دراسة (2013) Maliket al بعنوان (العوامل المؤثرة على قرارات توزيع الأرباح للشركات المالية وغير المالية)

هدفت الدراسة الى البحث في العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة كراتشي. وأجريت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة في باكستان. توصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية لكل من السيولة والرافعة المالية وربحية السهم وحجم الشركة مع توزيع الأرباح، بالمقابل وجدت الدراسة علاقة غير ذات دلالة إحصائية بين النمو وسياسية توزيع الأرباح.

دراسة (2014) Cheng et al بعنوان (التدفق النقدي الحر، وفرص النمو، والأرباح الموزعة: هل يهم إدراج الأسهم في أكثر من سوق؟)

هدفت الدراسة الى البحث في العلاقة بين سياسة توزيع أرباح الشركات والتدفق النقدي الحروف فرص النمو. وأجريت الدراسة على عينة مكونة من 13362 مشاهدة لبيانات الشركات الصينية. وتوصلت الدراسة الى ان الشركات عندما تمتلك تدفق نقدي حر تقوم بتوزيع أرباح وبالتالي تقل فيها الفرص الاستثمارية، كما بينت النتائج بانخفاض توزيعات الأرباح في الشركات التي لديها فرص استثمارية متزايدة حيث يتم احتجاز الأرباح لتمويل هذه الفرص الاستثمارية.

دراسة (2016) Shamsabadi et al بعنوان (حوكمة الشركات واستراتيجية توزيع الأرباح: دروس من أستراليا)

هدفت الدراسة الى البحث في كيفية تأثير حوكمة الشركات على توزيع الأرباح في أستراليا. وتتكون عينة الدراسة من 11174 مشاهدة لبيانات الشركات في أستراليا. وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من الحوكمة وحجم الشركة والربحية مع توزيعات الأرباح. بالمقابل هناك تأثير سلبي لكل من الضائقة المالية والأزمة المالية العالمية على سياسة توزيع الأرباح. وبينت النتائج بالنمو كمتغير معدل يعمل على تقليل التأثير الإيجابي للحوكمة على توزيعات الأرباح.

دراسة (Chan et al (2016) بعنوان (سياسة توزيع الأرباح وكفاءة الاستثمار- تغييرات في توزيعات الأرباح الإلزامية)

هدفت الدراسة الى استكشاف العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكفاءة الاستثمار، مع التركيز على كيفية تأثير توزيعات الأرباح على سلوك الاستثمار، وخاصة الاستثمار المفرط. وتتكون عينة الدراسة من 10556 مشاهدة لبيانات الشركات في الصين. وتوصلت الدراسة الى ان توزيع الأرباح يعمل كآلية للتخفيف من الاستثمار المفرط، خاصة عندما ترتبط مدفوعات الأرباح الإلزامية بأنشطة إعادة التمويل، وبالتالي تحسين كفاءة الاستثمار.

دراسة (Mirkhalili and Mahmoudabadi (2018) بعنوان (أثر المرونة المالية على السلوك المالي للشركات المدرجة في بورصة طهران)

هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في تأثير المرونة المالية على السلوك المالي. تتكون عينة الدراسة من 100 شركة مدرجة في بورصة طهران. توصلت الدراسة الى ان المرونة المالية لها تأثير إيجابي وكبير على كل من النشاط الاستثماري للشركات، بالمقابل لها تأثير سلبي وكبير على نسبة توزيع الأرباح، وبينت الدراسة ان المرونة المالية لها تأثير إيجابي على قيمة الشركات.

دراسة (Jiraporn and Lee (2018) بعنوان (هل يؤثر أعضاء مجلس الإدارة المعينون على سياسة توزيع الأرباح؟)

هدفت الدراسة الى البحث في العلاقة بين أعضاء مجلس الإدارة الذين تم تعيينهم من قبل الرئيس التنفيذي وسياسة توزيع أرباح الشركة. وتتألف عينة الدراسة من 2572 شركة هولندية. اظهرت نتائج الدراسة ان وجود أعضاء مجلس الإدارة المعينين من قبل الرئيس التنفيذي يؤدي الى انخفاض توزيع الأرباح في الشركات وهذا يرجع الى ضعف الدور الرقابي لهؤلاء الأعضاء لأنهم خاضعين للرئيس التنفيذي مما يقلل من دور المجلس الإدارة في حل مشاكل الوكالة.

دراسة (Cherkasova and Kuzmin (2018) بعنوان (المرونة المالية كعامل لكفاءة الاستثمار في الشركات الآسيوية)

هدفت الدراسة الى اختبار تأثير المرونة المالية للشركة على فعالية استثماراتها. استخدمت الدراسة بيانات من 1736 شركة عاملة في المنطقة الآسيوية. وأشارت نتائج الدراسة الى أن المرونة المالية تعزز بشكل كبير كفاءة الاستثمار، اذ تميل الشركات المرنة مالياً إلى تخصيص المزيد من

الموارد من خلال احتجاز الأرباح لتغطية النفقات الاستثمارية، وان هذه الشركات تنفذ سياسات استثمارية أكثر فعالية من خلال الحد من الاستثمار المفرط والناقص.

دراسة (Dempsey et al (2019 بعنوان (العلاقة بين توزيعات الأرباح ونمو الشركات: أدلة من أستراليا)

بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح ونمو الشركة، وأجريت الدراسة على عينة مكونة من 11195 مشاهدة لبيانات الشركات الأسترالية. وأشارت نتائج الدراسة الى ان المستثمرين يفضلون الشركات التي تدفع الأرباح. قد يضر هذا التركيز بالشركات الصغيرة المتنامية التي تحتجز الأرباح لغرض تطويرها، ومن ثم يتم تجاهل هذه الشركات من قبل المستثمرين.

دراسة (Singla and Samanta (2019 بعنوان (محددات توزيعات الأرباح في شركات البناء)

هدفت الدراسة الى البحث في العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح. وتتألف عينة الدراسة من 45 شركة في الهند. وأشارت نتائج الدراسة الى ان هناك تأثير إيجابي وذات دلالة إحصائية لكل من الربحية ودورة حياة الشركة وحجم الشركة على توزيعات الأرباح، بينما هناك تأثير سلبي وذات دلالة إحصائية لتدفق النقدي على توزيعات الأرباح، مما يشير الى وجود مشاكل الوكالة بين المالكين والمديرين.

دراسة (Yavaş (2020 بعنوان (سياسة توزيع الأرباح في الشركات التركية: هل تؤثر قوة السوق على توزيع الأرباح؟)

هدفت الدراسة الى البحث في العلاقة بين سياسة توزيع أرباح الشركة ومستوى المنافسة داخل سوق المنتجات. وأجريت الدراسة على عينة مكونة من 331 شركة تركية من الشركات غير المالية المدرجة في السوق المالي، والتي تعمل في بيئة تمتاز بوجود حماية ضعيفة للمستثمرين. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن المنافسة المتزايدة في الصناعة تؤثر سلباً على توزيع الأرباح، اذ تميل الشركات العاملة في بيئات تنافسية إلى توزيع أرباح أقل مقارنة بالشركات الأخرى، مما يشير إلى استراتيجية للحفاظ على القدرة التنافسية. كما أظهرت النتائج أن الشركات الكبيرة والرابحة ذات الفرص الاستثمارية الأقل والموجودات الملموسة المنخفضة توزع أرباحاً أعلى على مساهمها.

دراسة (Danila et al (2020 بعنوان (فرص النمو، وهيكل رأس المال، وسياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة:

دراسة حالة إندونيسيا)

بحثت الدراسة في كيفية تأثير فرص النمو على هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح. وأجريت الدراسة على عينة مكونة من 14 شركة في اندونيسيا. وبينت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية قوية بين فرص النمو ونسبة الدين وتوزيعات الأرباح، مما يشير إلى أن الشركات ذات فرص النمو العالية تُحجم عن الاقتراض لحل مشكلة نقص الاستثمار واستبدال الأصول. وتميل الشركات التي لديها فرص استثمارية أكبر إلى تبني سياسة توزيع أرباح منخفضة لأن التدفقات النقدية ستُستخدم للاستثمار.

دراسة (Kumar and Vergara-Alert (2020) بعنوان (أثر المرونة المالية على سياسة توزيع الأرباح)

بحثت الدراسة في العلاقة السببية بين المرونة المالية للشركة وسياسة توزيع الأرباح الخاصة بها. وبينت النتائج ان المرونة المالية المعززة تؤدي إلى زيادة الأرباح وإعادة شراء الأسهم، فضلاً عن زيادة مرونة توزيعات الأرباح، يكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات ذات الفرص الاستثمارية المحدودة. بالمقابل، تنخفض توزيعات الأرباح في الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة وذلك لانخفاض مرونتها المالية.

دراسة (Chino and Kim (2022) بعنوان (هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على نمو المبيعات في أسواق المنتجات؟ أدلة من تخفيض ضريبة توزيع الأرباح لعام 2003)

هدفت الدراسة الى البحث في كيفية تأثير سياسات توزيع أرباح الشركات على نتائج سوق المنتجات مثل نمو المبيعات، والاستفادة من خفض ضريبة الأرباح لعام 2003 كحدث خارجي لتحليل هذا التأثير. وبينت نتائج الدراسة ان خفض ضريبة الأرباح لعام 2003 أدى إلى زيادة الطلب على أرباح الأسهم من قبل المساهمين، اذ شهدت الشركات التي زادت أرباحها بعد التخفيض الضريبي انخفاضاً في نمو المبيعات في أسواق المنتجات، ويرجع ذلك هذا الانخفاض في نمو المبيعات إلى انخفاض المرونة المالية، مما أدى إلى انخفاض الأنشطة الاستثمارية. كما اشارت النتائج على الرغم من التأثير السلبي على نمو المبيعات، ارتفاع قيمة الشركات لأنها قررت زيادة أرباح الأسهم عندما تفوق الفوائد التي تعود على المساهمين (الضرائب المنخفضة) على التكاليف (انخفاض نمو المبيعات).

التعليق على الدراسات السابقة

يتضح للباحث من خلال تحليل الدراسات السابقة انها اهتمت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات الخاصة بتوزيعات الأرباح الا انها لم تتناول احد اهم العوامل المؤثرة على توزيعات الأرباح وهو التدفقات النقدية الاستثمارية، لذلك يسعى البحث الحالي الى سد هذه الفجوة البحثية.

المبحث الثاني: الجانب النظري

1-توزيعات الأرباح

تعرف توزيعات الأرباح بأنها مكافأة للمساهمين لتقديم التمويل للشركة، إذ بدون أي توزيعات للأرباح، لن يكون للأسهم أي قيمة (Kumar, 2006).

ان توزيعات الأرباح هي جزء من الربح الذي تحققه الشركة وهو من حق المساهمين بما يتناسب مع عدد الأسهم التي يمتلكونها في الشركة (Akhmadi et al., 2020).

وتعرف الأرباح الموزعة بأنها توزيع أرباح الشركة الماضية او الحاضرة في صورة موجودات حقيقية على مساهمي الشركة بما يتناسب مع ملكيتهم. وان هدف الشركة هو تعظيم ثروة المساهمين الحاليين المتمثل بسعر اسهم الشركة في السوق ولتحقيق هذا الهدف فان الشركة تقوم بتوزيع الأرباح، اذ تؤثر الأرباح الموزعة على سعر السهم لأنها تنقل معلومات أو إشارات تحول ربحية الشركة (Roy, 2015).

وعرفت دراسة Al-Shubiri et al., (2012) هي مكافأة للمساهمين على استثماراتهم وتحملهم للمخاطر، وتعتمد على عوامل عديدة أهمها مستوى الأرباح وقيود التمويل وفرص الاستثمار وحجم الشركة وضغوط المساهمين والهيئات التنظيمية.

وتعتبر توزيعات الأرباح محدد لأداء الشركات وهي إحدى آليات الحد من انتهازية الإدارة. يُعدّ قرار توزيع الأرباح وظيفاً من وظائف الإدارة المالية التي تحدد نسبة أرباح الشركة التي يُمكن توزيعها على المساهمين كعائد على الاستثمار والنسبة التي ستُحتفظ بها الشركة لإعادة استثمارها (Okeke and Okeke, 2018).

ويرى الباحث ان توزيعات الأرباح هي عبارته عن العائد الذي يحصل عليه المساهم وفق عدد الأسهم التي يمتلكها في الشركة.

2-استراتيجيات توزيعات الأرباح

ان الاستراتيجية التي تختارها الشركة عند تحديد نسبة توزيعات الأرباح، تنقسم عمومًا إلى ثلاث فئات: (Rampershad and de Villiers, 2019)

1- يمكن للشركات حساب الأرباح الموزعة كنسبة مئوية من الأرباح (نسبة التوزيع المستهدفة). يؤدي هذا إلى تقلبات في توزيعات الأرباح عندما تكون الأرباح غير مستقرة، وهو أكثر شيوعًا في الاقتصادات النامية. 2- يمكن للشركات الحفاظ على توزيعات أرباح مستقرة نسبيًا أو "مستقرة"،

وهو أمر شائع في الاقتصادات المتقدمة مثل الولايات المتحدة، حيث من المرجح أن تتفاعل الأسواق الأكثر كفاءة بسرعة وسلبية مع تقلبات توزيعات الأرباح.

3- يمكن للشركات الاحتفاظ برأس المال وعدم توزيع أرباح.

3-نظريات توزيعات الأرباح

3-1نظرية حيادية توزيعات الأرباح

تفترض هذه النظرية أنه في سوق رأس المال المثالي، لا يؤثر قرار توزيع أرباح الشركة على قيمتها. تحدث هذه النظرية الاعتقاد الشائع بأن مدفوعات الأرباح تزيد من قيمة الشركة، مما يشير إلى أن سياسة توزيعات الأرباح غير ذات صلة في ظل الظروف المثالية (Mirza and Azfa, 2010).

3-2 نظرية الوكالة

ان توزيعات الأرباح تساهم في حل مشاكل الوكالة بين الإدارة والمالكين من خلال تخفيض التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمديرين والتي تستثمر في مشاريع ذات قيمة عالية سالبة (Yegon et al., 2014)، وهذا يعتمد على فرضيتين هما ان توزيعات الأرباح تخفض من التدفق النقدي الحر والمتاح لإدارة الشركة والتي قد تستغله في تحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين. والفرضية الثانية ان توزيعات الأرباح تعرض الشركة لمزيد من رقابة سوق رأس المال، وذلك لان التوزيعات تخفض من الأموال المتاحة، وقد تلجأ الشركة الى السوق المالي للحصول على تمويل خارجي، مما يضع الشركة تحت رقابة وتقييم المستثمرين ومن ثم تخفيض مشاكل الوكالة (Mosavi et al., 2013).

3-3نظرية الإشارات

تفترض هذه النظرية ان هناك عدم تماثل للمعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، اذ يتوافر للأطراف الداخلية معلومات مقارنة بالمساهمين وتمثل توزيعات الأرباح بمثابة إشارة لنقل او توصيل معلومات عن ربحية الشركة المستقبلية (Mehrani et al., 2011).

3-4نظرية دورة الحياة

تركز هذه النظرية على الفرص الاستثمارية، حيث في المراحل الأولى من عمر الشركة تكون الفرص الاستثمارية اعلى من مصادر التمويل الداخلي، تقوم الشركة بتوزيعات أرباح اقل، اما في السنوات اللاحقة عندما تتجاوز مصادر التمويل الداخلي الفرص الاستثمارية، تقوم الشركة بتوزيعات أرباح عالية من اجل تقليل الهدر في التدفقات النقدية الحرة (Ben-Nasr, 2015).

3-5نظرية عصفور في اليد

تؤكد هذه نظرية أنه في عالم يسوده عدم اليقين وعدم تماثل المعلومات، تُقيّم الأرباح الموزعة بشكل مختلف عن الأرباح المحتجزة. ونظرًا لعدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، يميل المستثمرون غالبًا إلى تفضيل الأرباح الموزعة على

الأرباح المحتجزة، أي انهم يفضلون توزيعات الأرباح الحالية على الأرباح الرأسمالية المستقبلية غير المؤكدة. ونتيجة لذلك، فإن ارتفاع نسبة توزيع الأرباح سيققل من معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال)، وبالتالي يزيد من قيمة الشركة (Nizar Al-Malkawi, 2007).

6-3 نظرية تأثير الزبون

بموجب هذه النظرية ان المستثمرين ينجذبوا نحو الشركات التي تضع سياسة توزيعات الأرباح بما يتناسب مع أهدافها الاستثمارية، نظرا لكون المستثمرين يواجهون معالجة ضريبية مختلفة لكل من توزيعات الأرباح مقابل الأرباح الرأسمالية (Mirza and Azfa, 2010).

7-3 نظرية فائض النقدية

تشير هذه النظرية إلى أن توزيعات الأرباح يقلل من التدفق النقدي الحر والتي يمكن ان يستخدمها المديرين في تحقيق مصالحهم الشخصية او الاستثمار في مشاريع غير مربحة، وبالتالي تقوم الشركات بتوزيع الأرباح من خلال استخدام فائض النقدية بدل من ضياعها وسوء استغلالها (Abdelsalam et al., 2008).

8-3 نظرية تلبية رغبات المساهمين

بموجب هذه النظرية ان سياسة توزيعات الأرباح يتم تصميمها وفق رغبات المساهمين، اذا كان المستثمرون يرغبون في زيادة توزيعات الأرباح فان الشركات تستجيب وتقوم بزيادة التوزيعات (Mirza and Azfa, 2010).

4-العلاقة بين التدفقات النقدية الاستثمارية وتوزيعات الأرباح

ان الشركات التي تكون لديها فرص استثمارية مرتفعة فأنها تقوم باحتجاز الأرباح المحققة واستخدامها لتمويل هذه الفرص الاستثمارية، أي ان هناك علاقة عكسية بين فرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح (Jaara et al., 2018). بالمقابل فان الشركات التي تواجه فرص استثمارية منخفضة ليس لديها دافع لبناء الاحتياطيات نتيجة انخفاض النمو وقلة الانفاق الاستثماري وبالتالي تميل الشركات نحو توزيع أرباح اكبر ومن ثم توجد علاقة إيجابية بين الفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح (Nizar Al-Malkawi, 2007).

المبحث الثالث: الجانب العملي

1-الإحصاء الوصفي

تشير الإحصاءات الوصفية في الجدول (1) الى انخفاض توزيعات الأرباح في الشركات الأردنية المدرجة في السوق المالي اذ بلغ المتوسط الحسابي (0.0737349) وبانحراف معياري (0.2216885) مما يدل على ان الشركات الأردنية تحتجز الأرباح لغرض تمويل الفرص الاستثمارية المستقبلية، كما تبين الإحصاءات ان هناك انخفاض في صافي التدفقات النقدية الاستثمارية اذ بلغ المتوسط الحسابي (-0.0183558) مما يشير الى ان زيادة الانفاق الاستثماري في الشركات الأردنية. وكما

تظهر الإحصاءات ان هناك ارتفاع في معدلات النمو لدى الشركات اذا بلغ المتوسط الحسابي (4.031319) وبانحراف معياري (166.1714)، وان لدى الشركات انخفاض في صافي التدفقات النقدية التشغيلية اذ بلغ الوسط الحسابي (0.320762) وبانحراف معياري (0.1394225). وتبين الإحصاءات الوصفية ان هناك خسائر في الشركات اذ بلغ الوسط الحسابي (0.4268293) مما يشير الى تشتت الشركات عينة الدراسة في تعرضها الى الخسائر.

جدول (1) الإحصاءات الوصفية

المتغيرات	عدد المشاهدات	الوسيط الحسابي	الانحراف المعياري	اقل قيمة	اعلى قيمة
توزيعات الأرباح	1470	0.0737349	0.2216885	0	3
التدفقات النقدية الاستثمارية	1470	-0.0183558	0.1128668	-0.9792995	1.290926
النمو	1470	4.031319	166.1714	-869.7739	4946.411
التدفقات النقدية التشغيلية	1470	0.0320762	0.1394225	-2.395574	0.7737876
الخسارة	1470	0.4268293	0.4947847	0	1

2-تحليل الارتباط

يشير تحليل الارتباط في الجدول (2) الى عدم وجود ارتباط هام بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي يمكن اختبار هذه المتغيرات دون وجود مشكلة ارتباط ذاتي.

جدول (2) نتائج تحليل الارتباط

المتغيرات	توزيعات الأرباح	التدفقات النقدية الاستثمارية	النمو	التدفقات النقدية التشغيلية	الخسارة
توزيعات الأرباح	1				
التدفقات النقدية الاستثمارية	-0.0714	1			
النمو	0.0181	0.0025	1		
التدفقات النقدية التشغيلية	0.3158	-0.4874	0.0151	1	
الخسارة	-0.2760	0.1282	-0.0087	-0.2960	1

تظهر نتائج تحليل الارتباط بان هناك علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الاستثمارية وتوزيعات الأرباح اذ بلغ معامل الارتباط (-0.0714) مما يشير الى ان الشركات الأردنية لم توزع الأرباح على مساهميها وانها تستخدم مصادر التمويل الداخلي في تمويل استثماراتها. وان هناك علاقة إيجابية بين النمو وتوزيعات الأرباح اذا بلغ قيمة المعامل (0.0181) أي كلما زادت معدلات النمو في الشركة زادت الشركات من توزيعات الأرباح، وان هناك علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية وتوزيعات الأرباح اذ بلغت قيمة المعامل (0.3158) أي ان الشركات كلما ارتفعت التدفقات المتأتية من أنشطتها التشغيلية قامت بتوزيع أرباح أكثر على مساهميها. اما العلاقة بين الخسارة وتوزيعات الأرباح فقد كانت سلبية اذ بلغ قيمة المعامل (-0,2760) مما يشير الى انه في حالة تعرض الشركات الى الخسائر فأنها لن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين.

3- نتائج اختبار فرضية البحث

نحن نوظف نموذج الانحدار التالي لاختبار فرضيتنا التي تنص هناك اثر ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية الاستثمارية على توزيعات الأرباح في الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.

$$\text{Dividend} = \beta_0 + \beta_1 \text{INV} + \beta_2 \text{GROWTH} + \beta_3 \text{CFO} + \beta_4 \text{Loss} + \varepsilon_{it}$$

جدول (3) نتائج اختبار فرضية البحث

المتغيرات	معامل Coefficient	t-test
التدفقات النقدية الاستثمارية	**0.2122174	3.03
النمو	0.0617	-0.54
التدفقات النقدية التشغيلية	***0.6005208	9.60
الخسارة	***-0.0971877	-7.61
الحد الثابت cons_	0.0983006	11.57
عدد المشاهدات	1470	
R-squared	0.1397	

تشير نتائج اختبار الفرضية الى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتدفقات النقدية الاستثمارية في توزيعات الأرباح اذ بلغ قيمة المعامل β_1 (0.2122174) مما يدل على زيادة الانفاق الاستثماري في الشركات مما يؤدي الى انخفاض في توزيعات الأرباح على مساهميها. وان هناك تأثير إيجابي لنمو في توزيعات الأرباح الا ان هذا التأثير غير معنوي اذ بلغ قيمة المعامل β_2 (0.0617). وتظهر النتائج بوجود تأثير إيجابي ومعنوي للتدفقات النقدية التشغيلية في توزيعات الأرباح اذ بلغ قيمة المعامل β_3 (0.6005208) مما يشير الى تحقيق الشركات للتدفقات نقدية تشغيلية مرتفعة ومن ثم تعمل الشركات على زيادة توزيعات الأرباح على مستثمريها. وتبين النتائج ان هناك تأثير سلبي ومعنوي للخسائر التي تتعرض لها الشركات في توزيعات الأرباح اذ بلغ قيمة المعامل β_4 (-0.0971877) مما يدل على ان الشركات التي حققت خسائر لم تقوم بتوزيعات الأرباح على المساهمين.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

1-الاستنتاجات

ان الاستنتاجات التي توصل اليها البحث:

- 1- وجود انخفاض توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، فتوفر الفرص الاستثمارية يدفع الشركات الى احتجاز الأرباح.
- 2- وجود انخفاض في الانفاق الاستثماري مما يؤدي بالشركات الى تخفيض توزيعات الأرباح على مساهميها.
- 3- عدم وجود تأثير معنوي للنمو على توزيعات الأرباح. أي ان الشركات لا تركز على استغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية.
- 4- وجود تأثير إيجابي للتدفقات النقدية التشغيلية على توزيعات الأرباح، وهذا يرجع الى نجاح الشركة في أداءها التشغيلي وارتفاع مبيعاتها وهذا ينعكس على أرباحها ومن ثم تقوم بزيادة توزيعات الأرباح.
- 5- وجود تأثير سلبي للخسارة التي تحققها الشركة على توزيعات الأرباح، وهذه النتيجة طبيعية حيث ان الشركة التي أخفقت في أداءها وحققت الخسائر فليس هناك أي توزيعات للأرباح.

2-التوصيات

على ضوء النتائج التي تم التوصل اليها يوصي الباحث بما يلي:

- 1- على إدارة الشركات تحديد الهيكل المالي الأمثل لأنه يساهم في تخفيض كلفة رأس المال وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لاسهم الشركة ويفسح المجال امامها لمزيد من الفرص الاستثمارية وبالتالي زيادة ربحيتها وبالتالي ارتفاع توزيعات الارباح.
- 2- على إدارة الشركة الاهتمام بتوزيعات الأرباح والموازنة بين الفرص الاستثمارية ومصالح المساهمين، وان الشركات تستخدم الأرباح المحتجزة لتمويل الفرص الاستثمارية ولا تولي أهمية لتوزيع الأرباح وهذا يؤثر على أسعار أسهمها في السوق المالي.
- 3- على المستثمر الاهتمام بسياسة توزيعات الأرباح والتي تؤثر على سعر السهم لاتخاذ القرار المناسب.

المصادر:

1. Komrattanapanya, P., & Suntraruk, P. (2013). Factors influencing dividend payout in Thailand: A tobit regression analysis. *International journal of accounting and financial reporting*, 3(2), 255.
2. Yavaş, Ç. V. (2020). Corporate Payout Policy in Turkey: Does Market Power Affect the Dividend Payout?. *Ege Academic Review*, 20(2), 125-135.

3. Dempsey, M., Gunasekarage, A., & Truong, T. T. (2019). The association between dividend payout and firm growth: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 59(4), 2345-2376.
4. Mirkhalili, T. A., & Mahmoudabadi, H. K. (2018). The effect of financial flexibility on financial behavior of companies listed in Tehran stock exchange. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(1), 143-155.
5. Al Shabibi, B. K., & Ramesh, G. (2011). An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK. *International Research Journal of Finance and Economics*, 80(12), 105-124.
6. Jiraporn, P., & Lee, S. M. (2018). Do co-opted directors influence dividend policy?. *Financial Management*, 47(2), 349-381.
7. Chino, A., & Kim, J. H. (2022). Does dividend policy affect sales growth in product markets? Evidence from the 2003 dividend tax cut. *Financial Management*, 51(2), 539-571.
8. Cheng, Z., Cullinan, C. P., & Zhang, J. (2014). Free cash flow, growth opportunities, and dividends: Does cross-listing of shares matter?. *Journal of Applied Business Research*, 30(2), 587.
9. Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
10. Danila, N., Noreen, U., Azizan, N. A., Farid, M., & Ahmed, Z. (2020). Growth opportunities, capital structure and dividend policy in emerging market: Indonesia case study. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 1-8.
11. Malik, F., Gul, S., Khan, M. T., Rehman, S. U., & Khan, M. (2013). Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(1), 35-46.
12. Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2019). Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(1), 19-38.
13. Kumar, A., & Vergara-Alert, C. (2020). The effect of financial flexibility on payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(1), 263-289.

14. Shamsabadi, H. A., Min, B. S., & Chung, R. (2016). Corporate governance and dividend strategy: lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, 12(5), 583-610.
15. Chan, R. S. Y., Song, B. Y., & Fan, L. (2016). Dividend Policy and Investment Efficiency--The Changes of the Mandatory Dividends Payment. Available at SSRN 2715220.
16. Akhmadi, A., Mahmudi, B., Muksin, M., & Suhendra, I. (2020). Firm Size As A Moderation Factor: Testing The Relationship of Capital Structure With Dividend Policy. *AFEBI Management and Business Review*, 5(2), 41-49.
17. Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, O. O. (2018). The determinants of dividend policy for non-financial companies in Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 198-209.
18. Okeke, M. C., & Okeke, M. E. (2018). Dividend policy and performance of selected quoted firms in Nigeria. *Journal of Management Research & Analysis*, 5(4), 142-157.
19. Yegon, C., Cheruiyot, J., Sang, J., Cheruiyot, P. K., Kirui, J., & Rotich, J. (2014). Effects of dividend policy on firm's financial performance: Econometric analysis of listed manufacturing firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 136-144.
20. Ben-Nasr, H. (2015). Government ownership and dividend policy: evidence from newly privatised firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6), 665-704.
21. Roy, A. (2015). Dividend policy, ownership structure and corporate governance: An empirical analysis of Indian firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 8(1), 1-33.
22. Al-Shubiri, F. N., Al Taleb, G., & Al-Zoued, A. A. N. (2012). The relationship between ownership structure and dividend policy: An empirical investigation. *Revista De Management Comparat International*, 13(4), 644.
23. Kumar, J. (2006). Ownership structure and dividend payout policy in India. *Corporate Governance and Dividend Payout in India, Journal of Emerging Market Finance*, 5(1), 15-58.
24. Mirza, H. H., & Azfa, T. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International business research*, 3(3), 210-221.

25. Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elsegini, S. (2008). Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: Further evidence from CASE 50. *Managerial finance*, 34(12), 953-964.
26. Mehrani, S., Moradi, M., & Eskandar, H. (2011). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management*, 5(17), 7516.
27. Rampershad, A., & de Villiers, C. (2019). The association between dividends and accruals quality. *Australian Accounting Review*, 29(1), 20-35.
28. Mosavi, S. A., Honarbakhsh, S., & Ghaedi, M. (2013). Ownership structure and dividend policy evidence from the Tehran stock market. *African journal of business management*, 7(25), 2432.
29. Nizar Al-Malkawi, H. A. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Economic and administrative Sciences*, 23(2), 44-70.