

محددات سفااسة توزفف الأرباف دراسة قفااسفة لعفنة من المؤسسات المدرجة فف مؤشر داو جونز DJI

The determinants of dividend policy on company market value: An econometric study of the companies listed in the Dow Jones (DJIA) Index

جمال قدام¹، أأمد بوجمفل²، محمد سعدونف³

¹جامعة جفجل (الجزائر)، keddamdjamel@univ-jijel.dz

²المركز الجامعف بففبافزة (الجزائر)، tahaboudjemil2000@yahoo.fr

³جامعة بشار (الجزائر)، saadouni_mohamed@yahoo.fr

القبول: 2022-10-24

الاستلام: 2022- 07-25

ملخص:

هدفف الدراسة لافأبار أهم العوافل المؤثرة على سفااسة توزفف الأرباف لعفنة مكونة من 10 مؤسسات مدرجة فف مؤشر داو جونز 30 آلال الففرة الممفدة من 2012 إلى 2021. وففمف الدراسة بالاعفماف على ببافاف البافل ذات بعففن أفن فم فقففر الفمافج الفلاف(Pooled, Fixed and Random) وافراء الافأباراف اللازمة لاستفراء الفمافج الأفأر ملائمة.

فوصلفمف الدراسة إلى وؤوء فلاف ففغفراء مفسرة لها دلالة إأصاففة؛أفف فوصلنا إلى وؤوء علافة عكسفة بفن كل منالرفع المالي وربأفة المؤسسة مع نسبة توزفف الأرباف بفنما كانت العلافة طرأفة بفن السفولة ونسبة توزفف الأرباف.فف أفن لم فكن العلافة ذات معنوفة بفنفرص النمو وأجم المؤسسة مع نسبة توزفف الأرباف.

كلمات مفأاففة: سفااسة توزفف الأرباف، فكالفف الوكالة، ببافاف البافل، مؤشر داو جونز.

فصففاف: JEL: G32، G35.

Abstract:

The study aimed to test the main factors influencing dividend policy of a sample of 10 companies listed in the Dow Jones 30 Index during the period from 2013 to 2021. The study was conducted based on the two-

dimensional panel data, ie the three models were estimated and the necessary tests were conducted to extract the model the most suitable using appropriate estimation methods.

The study found that there are three explanatory variables that are statistically significant; where we found a negative relationship between the financial leverage and the profitability of the company with the dividend distribution ratio, while the relationship was positive between liquidity and the dividend distribution ratio. While there was no significant relationship between growth opportunities and the size of the company with the percentage of profit distribution.

Keywords: dividend policy, agency costs, panel data, dow jones index.

JEL Classification Codes: G32, G35.

المؤلف المراسل: جمال قدام، الإيميل: keddamdjamel@univ-jijel.dz

1. مقدمة:

تعد سياسات توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية خاصة بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة، ولذلك نجد اهتمام كبير من الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة بهذه السياسة سواء كانوا مساهمين، مقرضين، مسيرين أو باقي الأطراف الأخرى. هذا الاهتمام ليس جديد فقد بدأ النقاش بدراسات Lintner (1956, 1962) وكذا Gordon (1959) بالإضافة لدراسات Miller & Modigliani (1958, 1961) وبالرغم من كل الدراسات التي أجريت مازال هذا الموضوع يشغل بال الكثير من الباحثين والمفكرين وهو ما دفع Black (1976) لتسميته بالـPuzzle.

الاشكالية:

هذا اللغز لم يتم الاتفاق على حل له ولا على أهم العوامل المؤثرة على سياسته وطبيعة أثر هذه العوامل هل هو ايجابي أم سلبي وما هي السياسة المثلى لتوزيع الأرباح وهل لها تأثير على القيمة السوقية للسهم. ومن خلال هذا النقاش نطرح الاشكالية التالية:

ما مدى تأثير الخصائص المالية للمؤسسة على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI؟

الفرضيات:

- للإجابة على الاشكالية المطروحة تم وضع الفرضيات التالية:
- يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لنسبة الرفع المالي على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI؛
- يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لحجم المؤسسة على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI؛
- يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لفرص النمو على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI؛
- يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للربحية على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI؛
- يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لنسبة السيولة على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI.

أهداف الدراسة:

- تهدف الدراسة لتحليل واختبار أثر الخصائص المالية للمؤسسات الاقتصادية على نسبة الأرباح التي توزعها على مساهميها من خلال عينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز ويتم تحقيق ذلك من خلال تحقيق الأهداف التالية:
- تحليل سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية؛
- اختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

منهجية الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج التحليلي في تحليل سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها مع تحليل نتائج الدراسة القياسية، كما تم اعتماد المنهج الإحصائي في اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة. أما الأدوات المستعملة فقد تم الاعتماد على نماذج البائل من خلال نموذج خط الانحدار المتعدد أين تمت الدراسة على 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر DJI خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2021 أي 10 سنة.

2. أدبيات العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من العوامل التي لها تأثير على سياسة توزيع الأرباح ولكننا قمنا بدراسة أهم الخصائص المالية للمؤسسات الاقتصادية التي من الممكن أن يكون لها تأثير على نسبة الأرباح التي يتم توزيعها والتي تحدد بدورها نسبة الأرباح التي يتم احتجازها.

1.2. الرفع المالي:

يمثل الرفع المالي حجم الديون المعتمدة من طرف المؤسسة في الهيكل المالي، وتوجد العديد من الدراسات التي حاولت اختبار العلاقة بين الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح، توصلت معظمها لوجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح (Charalambidis, 2007). وقد أعطيت العديد من التفسيرات لهذه العلاقة العكسية؛ حيث تم تفسير هذه الأخيرة بأن المؤسسات المثقلة بالديون تفضل التقليل منها سواء بإرادتها أو بضغط من الدائنين من أجل المحافظة على السيولة اللازمة لمواجهة الاستحقاقات المستقبلية تجاه الدائنين (Faccio & al., 2001 ; Gugler & Yurtoglu, 2003). كما أن ارتفاع مخاطر المؤسسات المثقلة بالديون الناتج عن التوسع في استخدام هذه الأخيرة يرفع من تكلفة الأموال الخارجية ويجعل هذه المؤسسات تابعة للأرباح الغير موزعة (Hufftt & Dufrene, 1996). وبالمقابل يرفع الاحتجاز في الأرباح من القيمة الدفترية للأموال الخاصة ويحسن من نسب المديونية والسيولة هذه الأخيرة تسمح بتجديد الديون وتخفيض من تكلفة الأموال.

وعليه تأكد هذه الدراسات أن تسديد توزيع الأرباح يخدم مصلحة المساهمين على حساب الدائنين، ونتيجة لهذا يجب على الإدارة التي تخطط للدخول المستمر لسوق القروض أن تخفض من توزيعات الأرباح لكسب ثقة الدائنين وتخفيض مستوى تكاليف الوكالة للديون التي تتحملها المؤسسة (Black & Scholes, 1973 ; Brockman & Unlu, 2009).

في المقابل هناك تيار ثاني من الأدبيات المالية يدعم كون الديون آلية أخرى لتخفيض تكاليف الوكالة، وهو ما يؤكد أن الديون تسمح للدائنين بممارسة رقابة أكبر على الإدارة والتي تصبح مجبرة على احترام التزاماتها بتحسين الفعالية التنظيمية ورفض المشاريع المحطمة للثروة. كما يشير هذا التيار إلى أن مشاكل الوكالة انخفضت في المؤسسات المعتمدة على الرفع المالي بسبب الضرر المحتمل من حيث التوزيعات والسمعة التي تتحملها الإدارة في حالة الإفلاس (Grossman & Hart, 1982 ; Jensen, 1986 ; Williams, 1987).

بالفعل فالديون يمكنها تعويض التوزيعات وتسمح بالتقليل من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة. وبالنتيجة إذا كانت قوة اصدار الاشارات المالية لتوزيعات الأرباح محدودة في المؤسسات المثقلة بالديون، فإنها لا تكون مجبرة على اجراء توزيعات للأرباح مقارنة بالمؤسسات الأقل استدانة. كل هذه الحجج تدعم العلاقة السلبية بين سياسة توزيع الأرباح والرفع المالي.

2.2. حجم المؤسسة

يبقى حجم المؤسسة من أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح بالرغم من النتائج المتضاربة حول طبيعة هذا الأثر فهناك العديد من الدراسات التي حاولت

دراسة هذه العلاقة ولكن لم تتوصل إلى توافق. فعلى سبيل المثال هناك العديد من الدراسات التي أجريت على العلاقة بين مبلغ توزيعات الأرباح المدفوعة نقدا وحجم المؤسسة (Baker & al., 2007 ; Jakob & Johannes, 2008).

يرى (Jensen & Meckling, 1976) أن المسيرين لديهم سلطة وتحكم كبير في المؤسسات الكبيرة أين تكون الملكية مشتتة أكثر والمساهمون لديهم قدرة أقل على اخضاع المسيرين ومراقبة المؤسسة وهو ما يؤدي إلى زيادة مستوى مشكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات.

وكحل بديل تساعد نسبة مرتفعة لتوزيعات الأرباح هذه المؤسسات على بعث إشارة مالية ايجابية ومكلفة حول الاستحقاقات المستقبلية للمؤسسة وكذا حسن نية ادارة المؤسسة بالإضافة لمستوى منخفض من مشكل الوكالة (Lloyd & al., 1985 ; Sawicki, 2005). حسن نية ادارة المؤسسة تبرز ليس فقط من خلال اقتسام أرباح المؤسسة مع المساهمين، ولكن أيضا من خلال خوض امتحان قوي مفروض من الأسواق المالية على اعتبار أن الحاجة للتمويل الخارجي ترتفع مع ارتفاع المبالغ المسددة كتوزيعات للأرباح التي تضعف من قوة التمويل الذاتي (Mitons, 2004).

تتعرض المؤسسات لمشكل الرقابة إذا لجأت كثيرا للحصول على رؤوس أموال اضافية من الأسواق المالية، وهو ما يمنح للمستثمرين المجال لاختبار وفحص المؤسسة عن قرب. فالمسيرون مجبرون على خدمة مصلحة المساهمين على حساب الأطراف ذات المصلحة الذين ليس لهم امكانية القيام بهذا النوع من المراقبة (Easterbrook, 1984).

قام باحثون آخرون بدراسة العلاقة بين المستوى المنخفض لتوزيعات الأرباح للمؤسسات الصغيرة وتكاليف المعاملات المرتفعة التي يتحملونها في حالة الحاجة للحصول على تمويل خارجي. فالأدبيات المالية تشير إلى أن المؤسسات الصغيرة أقل تنوع في الانتاج والتوزيع وتكون أكثر خطرا وتعرض لقيود أكثر في التمويل (Behr & Güttler, 2007). معدل الفائدة المرتفع المطبق على القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة يمكن تفسيره بضعف التنوع في النشاط وكذا عدم القدرة على توفير الضمانات المناسبة بسبب ضعف الأصول الثابتة (Lehmann & Neuberger, 2000). وعليه فالتمويل الخارجي الغير متاح وتكلفته المرتفعة في حال الحصول عليه يحد من امكانيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دفع توزيعات الأرباح ويدفعها للمحافظة على هذه الأموال لمواجهة وتمويل النمو المستقبلي.

وهناك دراسات أخرى تؤكد العلاقة السلبية بين توزيعات الأرباح وحجم المؤسسة، وتوضح هذه الدراسات أن تحركات أسعار تداول أسهم المؤسسات الصغيرة عقب الاعلان عن توزيعات الأرباح أكبر من رد فعل المؤسسات الكبيرة (Jin, 2000). ويرى الباحثون أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما زادت المعلومات المتاحة حول المؤسسة وانخفض معه مشكل عدم تماثل المعلومات (Eddy & Seifert, 1988).

مستوى عدم تماثل المعلومات ما بين الداخليين والخارجيين عامل محدد لقيمة المحتوى المعلوماتي الذي يحمله تسديد توزيعات الأرباح. وعليه يرى هذا التيار الأدبي أن قوة توزيعات الأرباح في ارسال اشارات مالية ينخفض مع ارتفاع حجم المؤسسة مما يدفع المؤسسات الكبيرة لعدم القيام بتوزيعات للأرباح.

3.2. فرص النمو

في دراسة كنديّة أجريت مع مديرين حول الطريقة المعتمد عليها في إعداد سياسة توزيع الأرباح يكشف Baker & al. (2008) أن قرارات الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح يجب أن تكون متناسقة ويتأثر بعضها ببعض. ويؤكد Partington (1983) هذه النتيجة كما يبين أن حساسية المؤسسة للقيام بتوزيعات للأرباح وقيمة هذه التوزيعات هي دالة لفرص الاستثمار والنمو. كما تثبت دراسات أخرى أن فرص النمو المتاحة تستهلك موارد الخزينة والتي يمكن أن تستخدمها المؤسسة في تسديد توزيعات الأرباح (Faccio & al., 2001).

بالتوافق مع نظرية دورة حياة المؤسسة، تدفع المؤسسات بطيئة النمو أو بدون نمو توزيعات للأرباح مرتفعة عند مرحلة النضج (Baker & Kapoor, 2015) بما أن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة تميل للاحتفاظ بالجزء الأكبر من الأرباح من أجل تخفيض تباعيتها للتمويل الخارجي مرتفع التكلفة هناك تفسير يرى بأن الاستثمار في الاحتياجات في رأس المال العامل ضروري لدعم النمو أكبر من تدفقات الخزينة الإضافية الناتجة عن نمو المبيعات. غير أن العلاقة السلبية بين تسديدات توزيعات الأرباح وفرص النمو ليست مصادق عليها الا في الدول التي تكون فيها الحماية القانونية للمساهمين قوية (Mitton, 2004) وإذا كان المساهمون لا يشعرون بالأمان ويشكون في قدرتهم على توزيع الأرباح المستقبلية للمؤسسة سيفضلون الحصول على الأرباح الحالية وهذا بالضغط على المؤسسات من أجل توزيع الأرباح مهما كانت فرص النمو المتاحة (La Porta & al., 2000a) فمستوى حماية المستثمرين والتناسب بين آليات حوكمة الشركات مختلف ما بين البلدان المدروسة وهو ما يعقد طبيعة العلاقة ما بين الأرباح، فرص دفعها والنمو.

4.2. ربحية المؤسسة

ليس هناك اختلاف بين الباحثين حول أهمية ربحية المؤسسة كمحدد لسياسة توزيع الأرباح ولكن الاختلاف الوارد هو ما بين الربحية الحالية أو المستقبلية كمحدد لهذه السياسة. فهناك العديد من الدراسات التي أكدت العلاقة الايجابية بين تسديدات توزيعات الأرباح وأرباح تلك السنة وخاصة في البلدان السائرة في طريق النمو (Oza, 2004).

وعليه تميل المؤسسات للرفع في تسديدات الأرباح الموزعة مع ارتفاع ربحية المؤسسة وتتفادى احتجازها، وهو ما يتناسب مع فرضية تدفقات الخزينة المتاحة لجنسن. فمثلا في دراسة حول السوق المالي الهندي توصلت إلى أن العوائد الحالية لها تأثير كبير في اعداد سياسة توزيع الأرباح هذه النتيجة أيضا تم التوصل إليها في السوق الأمريكي (Pruitt&Gitman, 1991).

يعتبر أيضا المستوى المتوقع للأرباح المستقبلية من العوامل المحددة والمؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، فالمؤسسات لن تقدم على الزيادة في توزيعات الأرباح إلا إذا كانت تتوقع إمكانية الحفاظ على هذا المستوى في المستقبل والذي يعتبر دالة للأرباح المستقبلية (Fama, 1974).

كما تشير هذه الدراسات إلى أن انخفاض توزيعات الأرباح يفسر في معظم الأحيان بأنه تحذير حول الاستحقاقات المستقبلية للمؤسسة ويقود عادة لرد فعل سلبي من طرف المستثمرين (Denis & al., 1994). وفي دراسة أجريت مع المديرين الماليين في بورصة نيويورك يؤكد Farrelly& al. (1986) أهمية الأرباح المستقبلية في اختيار نسبة توزيعات الأرباح.

5.2. السيولة

تعتبر السيولة من أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح ففي حالة نقص السيولة لا يتم توزيع الإرباح حتى وإن كان جدول حسابات النتائج المبني على أساس المحاسبة العامة للسنة المالية يعكس ربحية كبيرة. كما تشير دراسات أخرى إلى أن سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات هي دالة لحالة الخزينة أكثر من كونها دالة للأرباح المحققة (Anil & Kapoor, 2008). ويبين (Deshmukh 2003) دراسة على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك NYSE أهمية السيولة كعامل مؤثر في سياسة توزيع الأرباح حيث توصل لوجود علاقة ايجابية بين توزيعات الأرباح وخزينة المؤسسة. وتوصل (Kato& al. 2002) في تحليلهم للشركات اليابانية إلى أن التغير في سياسة توزيع الأرباح ترجع أساسا للتغيرات التي تحدث في خزينة المؤسسة.

3. منهجية الدراسة

1.3. عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي وهو مؤشر مكوّن من أكبر ثلاثين شركة مسعرة في بورصة نيويورك بالو.م.أ، وترجع تسمية هذا المؤشر لمؤسسه (Charles dow& Edward Jones) حيث كانت جميع الشركات المكوّنة للمؤشر آنذاك تنشط في المجال الصناعي أما في وقتنا الحالي فنجد عددا قليلا منها فقط ينشط في مجال الصناعة. أما مدة الدراسة فامتدت على فترة زمنية تقدر بـ 10 سنة أي من سنة 2012 إلى سنة 2021 مع العلم أن هذه البيانات سنوية. وعلى اعتبار أن قاعدة البيانات مبنية على أساس بعدين هما: البعد الأول

محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI

الوحدات (Les individus) (i) والذي يمثل المؤسسات والبعد الثاني يمثل الزمن (t) فإن قاعدة البيانات المقطعية مشكلة من 100 مشاهدة (مؤسسة-سنة).

تمت عملية جمع البيانات بالاعتماد على قاعدة البيانات للتطبيق Teletrader وللقيام بالمعالجة الإحصائية للبيانات تم الاعتماد على برنامج Eviews10 للتحليل الوصفي للبيانات وكذا تقدير نماذج الانحدار الخطي المتعدد والاختبارات الإحصائية.

2.3. متغيرات الدراسة

يضم نموذج الدراسة نوعين من المتغيرات؛ المتغير التابع والذي يقيس الظاهرة المراد دراستها وهي سياسة توزيع الأرباح، والمتغيرات المستقلة وتمثل الخصائص المالية لمؤسسات عينة الدراسة.

1.2.3. المتغير التابع:

تمثل سياسة توزيع الأرباح المتغير التابع للدراسة (Div)، وقد اعتمدنا في قياس هذا المتغير على حاصل قسمة الربح الموزع للسهم DPS على ربحية السهم EPS، وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

$$\text{Div} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} \dots \dots \dots (1)$$

تم اعتماد هذا القياس في كل من دراسة (2016) Jabbouri ودراسة Kazmierska-Józwiak (2015).

2.2.3. المتغيرات المستقلة:

تهدف الدراسة لاختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح وتتمثل هذه العوامل في الخصائص المالية التي تتميز بها مؤسسات عينة الدراسة. وقد تم اختيار خمس عوامل أساسية وهي:

أ- الرفع المالي

يقيس الرفع المالي (Lev) تأثير استخدام الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسة على السعر السوق للسهم، ويتم قياسه بقسمة إجمالي الديون المالية (LD) على إجمالي الأصول (AS) وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$\text{Lev} = \frac{\text{LD}}{\text{AS}} \dots \dots \dots (2)$$

تم استخدام هذا القياس في كل من دراسات Hashemijoo & al (2012) ودراسة Hussainey & al (2011) بالإضافة إلى دراسة Zainudin & Mahdzan (2018).

ب- حجم المؤسسة

يقيس هذا المتغير تأثير حجم الشركة معبرا عنه بالقيمة السوقية، ونظرا لضخامة القيمة السوقية للشركات المدروسة استعملنا اللوغاريتم النيبيري حتى لا يكون هناك تفاوت كبير بين قيم المتغيرات، وعليه يقاس هذا المتغير بالعلاقة التالية:

$$SIZE = \ln(MV) \dots \dots \dots (3)$$

تم استخدام هذا القياس في كل من دراسات Hashemijoo & al و Baskin (1989) و Hashemijoo & al (2012) ودراسة Hussainey & al (2011) بالإضافة إلى دراسة Zainudin & Mahdzan (2018).

ج- فرص النمو

يقيس فرص النمو (GROWTH) معدل نمو المؤسسة معبرا عنه بالزيادة أو الانخفاض في مجموع الأصول، ويتم حسابه بقسمة التغير في مجموع أصول الشركة على قيمة أصولها في سنة الأساس كما توضحه العلاقة التالية:

$$GROWTH = \frac{As_i - As_{i-1}}{As_{i-1}} \dots \dots \dots (4)$$

تم استخدام معدل نمو الأصول في دراسة Hashemijoo & al و Baskin (1989) و Hashemijoo & al (2012) بالإضافة لدراسات كل من Lashgari & Ahmadi (2014) و Zainudin & Mahdzan (2018).

د- ربحية المؤسسة

تقيس ربحية المؤسسة (EVOL) قدرة المؤسسة على خلق الأرباح من خلال أنشطتها العادية، ويتم قياسها بقسمة النتيجة قبل الفوائد والضرائب (EBIT) على إجمالي الأصول (AS) وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$EVOL = \frac{EBIT}{As} \dots \dots \dots (5)$$

تم استخدام العائد على حقوق الملكية في كل من دراسة Noreen & Shah ودراسات AlMasum (2014) و Zainudin & Mahdzan (2018).

و- سيولة المؤسسة

تقيس السيولة قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها الجارية بالاعتماد على الأصول الجارية، ويتم قياسها بقسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

$$Liq = \frac{AC}{PC} \dots \dots \dots (6)$$

تم استخدام السيولة في دراسة Jabbouri (2016) ودراسة Kazmierska-Józwiak (2015).

3.3. نموذج الدراسة

تهدف الدراسة لاختبار تأثير الخصائص المالية للمؤسسات الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح، وبالتالي يركز نموذج الدراسة على فرضية أن سياسة توزيع الأرباح

محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI

هي دالة لمجموعة من العوامل المؤثرة (المحددات) على صياغة هذه السياسة، هذه العوامل تم تحديدها بخمس عوامل أساسية وهي: Debt, (Size, Growth, Evol, Liq). ولاختبار علاقة الخصائص المالية للمؤسسات الاقتصادية بسياسة توزيع الأرباح استخدام نموذج الانحدار المتعدد بالاعتماد على البيانات المقطعية (بانل) (Données de panels) دراسة ذات بعدين؛ البعد الأول زمني (t): حيث تمتد هذه الدراسة على فترة زمنية تقدر بـ 10 سنة (t = 10)، أما البعد الثاني الوحدات فيمثل المؤسسات (Individus) (i) وشملت عينة هذه الدراسة 10 مؤسسات، وعليه يفرض هذا النوع من الدراسات استعمال نماذج البيانات المقطعية. ويكتب نموذج الانحدار الخطي للدراسة بالعلاقة التالية (Bourbonnais, 2015, p. 348):

$$DIV_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 DEBT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 EVOL_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث يمثل Debt: نسبة المديونية، Size: حجم المؤسسة، Growth: نمو، Evol: ربحية المؤسسة، Liq: سيولة المؤسسة.

4. نتائج الدراسة:

يهدف النموذج القياسي لهذه الدراسة لتفسير سياسة توزيع الأرباح والتي تمثل المتغير التابع من خلال خمس عوامل مؤثرة تمثل الخصائص المالية للمؤسسات والتي تمثل المتغير المستقل. وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر داو جونز DJIA وعلى فترة زمنية ممتدة على 10 سنة، وقد تم تقدير ثلاث نماذج قياسية؛ النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية ثم تم المفاضلة بين هذه النماذج من خلال ثلاث اختبارات من أجل اختيار النموذج الأكثر ملائمة. وقد تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 10 من أجل تقدير النماذج وإجراء الاختبارات، وأسفرت نتائج تقدير النماذج على النتائج التي يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (1): نتائج تقدير نماذج الدراسة

	Pooled model		Fixed model		Random model	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	1.915601	0.5540	6.839059	0.3696	4.385554	0.3656
LEV	-0.131067	0.8127	-1.127770	0.0176	-0.721476	0.3085
SIZE	-0.044993	0.7184	-0.211640	0.4787	-0.127080	0.5000
GROWTH	-0.602730	0.2486	-0.487693	0.3021	-0.536371	0.2525
EVOL	-1.724579	0.1092	-4.826648	0.0071	-3.342244	0.0214
LIQ	3.303816	0.0393	1.627197	0.0420	2.130447	0.0484

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10. وبعد تقدير النماذج تم إجراء ثلاث اختبارات من أجل اختيار النموذج الأكثر ملائمة.

- اختبار فيشر المقيد :

يتم إجراء هذا الاختبار للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة ويسمح هذا الاختبار بمعرفة ما إذا كان ثابت الانحدار مشترك بين جميع الشركات أم أن لكل شركة ثابت خاص بها، ويأخذ الصيغة التالية:

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{R_{FEM}^2 - R_{PM}^2 / (N-1)}{(1 - R_{FEM}^2) / (NT-N-K)}$$

وللقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Eviews10 وتحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (2): اختبار فيشر

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.058335	(9,85)	0.0002
Cross-section Chi-square	35.746888	9	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10. تظهر نتائج اختبار فيشر أن الاحتمال يساوي 0.0002 وهو أقل من 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 التي تشير إلى أن النموذج الملائم هو النموذج التجميعي، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

- اختبار مضاعف لاغرانج:

يتم استخدام هذا الاختبار المقترح من قبل (1980) Breusch-pagan للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية. وللقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Eviews10 وتحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (3): اختبار مضاعف لاغرانج LM

The statistical test	Chi square value	Probability value
LM test	138.841	0.0001

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10. تظهر نتائج اختبار LM أن الاحتمال يساوي 0.0001 وهو أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 التي تشير إلى أن النموذج الملائم هو النموذج التجميعي، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تشير إلى أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

- اختبار تحديد مواصفات الآثار الفردية هوسمان (Hausman1978):

محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI

بعد أن تم إجراء اختبار التجانس يجب تحديد هل طبيعة الآثار الثابتة أم أن الآثار العشوائية ولتحديد هذه المواصفات تم الاستعانة باختبار هوسمان (1978) Hausman والذي يركز على اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \beta_{LSDV} - \beta_{GLS} = 0 \rightarrow \text{النموذج الآثار العشوائية}$$

$$H_1 : \beta_{LSDV} - \beta_{GLS} \neq 0 \rightarrow \text{النموذج الآثار الثابتة}$$

وللقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Eviews10 وتحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (4): اختبار هوسمان (1978) Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
Cross-section random	234.400261	5	0.0014

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

تظهر نتائج اختبار هوسمان (1978) Hausman أن احتمال $Prob > \chi^2_{0.0000}$ يساوي 0.0000 وهو أقل من 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 التي تشير إلى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

5. مناقشة النتائج

تبين النتائج المتوصل إليها في الجدول رقم (1) من خلال نموذج الآثار الثابتة أن ثلاث متغيرات لها دلالة احصائية وبالتالي تفسر التغيرات التي تحدث في المتغير التابع بينما يوجد متغيرين ليس لهما دلالة احصائية وبالتالي لا تفسر سياسة توزيع الأرباح.

1.5. الرفع المالي

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (1) إلى وجود علاقة عكسية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 5% بين الرفع المالي ونسبة توزيعات الأرباح، ما يعني أن توسع المؤسسة في استخدام الديون في هيكلها المالي سيؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين بـ 1.12 وحدة. تفسير ذلك أن ارتفاع نسبة الرفع المالي وثقل حجم المديونية يرفع من تكاليف المعاملات ومخاطر المؤسسة، فالمؤسسات المثقلة بالديون لديها دفعات محددة زمنياً لأقساط الديون والفوائد المترتبة عليها مما يستوجب توفير الأموال اللازمة لمواجهة هذه الاستحقاقات ويكون ذلك من خلال تقليص نسبة توزيعات الأرباح والزيادة في الأرباح المحتجزة التي توفر بحد ذاتها تمويل ذاتي يمكن استخدامه في مواجهة استحقاقات الديون. كما أن المؤسسات

المثقلة بالديون تفضل التقليل من استخدام الديون سواء عن طوعية أو بضغط من الدائنين من أجل المحافظة على السيولة الضرورية للاستجابة للالتزاماتها تجاه الدائنين، كما أن ارتفاع مستوى مخاطر هذا النوع من المؤسسات يرفع من تكلفة الأموال الخارجية ويجعل هذه المؤسسات تابعة للأرباح الغير موزعة. بالمقابل التقليل من نسبة توزيعات الأرباح يرفع من قيمة الاحتياطات والأموال الخاصة في الميزانية وهو ما يحسن من نسب المديونية والسيولة وبالتالي يسمح بتجديد الديون ويخفض من تكلفة التمويل.

كما أن الديون باعتبارها آلية من آليات حوكمة الشركات تسمح بتخفيض تكاليف الوكالة حيث تسمح الديون بممارسة رقابة أكبر على الإدارة والتي تصبح مجبرة على احترام التزاماتها ويتحقق ذلك بتحسين الفعالية التنظيمية ورفض المشاريع المحطمة للثروة، فالديون يمكنها تعويض التوزيعات وتسمح بالتقليل من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة. وعليه إذا كانت فعالية اصدار الاشارات المالية لتوزيعات الأرباح محدودة في المؤسسات المثقلة بالديون، تكون هذه الأخيرة غير مجبرة على القيام بتوزيعات للأرباح مقارنة بالمؤسسات الأقل استدانة. وعليه يتم تأكيد صحة الفرضية الأولى: "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لنسبة الرفع المالي على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI".

هذه النتيجة تتوافق مع توصلت إليه دراسات (Al-Twajry, 2007 ; Charalambidis, 2007 ; Afza&Hammad, 2011 ; Faccio& al., 2001 ; Gugler&Yurtoglu, 2003 ; Baker & al., 2001).

2.5. حجم المؤسسة

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (1) إلى وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة توزيعات الأرباح ولكن ليس لها معنوية. هذا يعني أن التغيرات التي تحدث في سياسة توزيع الأرباح لا يمكن تفسيرها بحجم المؤسسة. وعليه يتم رفض صحة الفرضية الثانية: "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لحجم المؤسسة على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI".

3.5. فرص النمو

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (1) إلى وجود علاقة عكسية بين فرص النمو ونسبة توزيعات الأرباح ولكن ليس لها معنوية. هذا يعني أن التغيرات التي تحدث في سياسة توزيع الأرباح لا يمكن تفسيرها بالفرص المتاحة أمام المؤسسة.

محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI

وعليه يتم رفض صحة الفرضية الثالثة: "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لفرص النمو على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI".

4.5. ربحية المؤسسة

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (1) إلى وجود علاقة عكسية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 1% بين ربحية المؤسسة ونسبة توزيعات الأرباح، ما يعني أن ارتفاع حجم الأرباح التي تحققها المؤسسة بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض النسبة الموزعة من تلك الأخيرة بـ 4.82 وحدة.

وهنا تشير نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT) إلى أن المؤسسات تفضل بالدرجة الأولى استخدام التمويل الذاتي ثم استخدام الديون (المضمونة والغير مضمونة) وفي الأخير اللجوء للأموال الخاصة، وعليه تلجأ المؤسسات التي تحقق أرباح معتبرة لتوزيع أرباح أقل وهذا لتكوين تمويل ذاتي كافٍ لتمويل الاحتياجات الاستثمارية والزيادة في الاحتياج في رأس المال العامل، وهذا ما يفسر العلاقة السلبية بين ربحية المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة.

كما أن المؤسسات لنترفع في مستوى الأرباح الموزعة إلا إذا كانت تتوقع إمكانية الحفاظ على هذا المستوى في المستقبل، وعليه يعتبر الانخفاض والاستقرار في مستوى الأرباح الموزعة مؤشر حول الاستحقاقات المستقبلية للمؤسسة وعادة ما يقود لرد فعل سلبي من طرف المستثمرين. وعليه يتم تأكيد صحة الفرضية الرابعة: "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للربحية على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI".

هذه النتيجة تتوافق مع دراسات (Kester, 1986; Boot&al, 2001). في حين تتناقض هذه النتيجة مع التيار الثاني الذي يرى بوجود علاقة طردية بين ربحية المؤسسة ونسبة توزيعات الأرباح، فالمؤسسات التي تحقق أرباح أكبر تميل عادة للزيادة في الأرباح الموزعة وتتفادى احتجازها وهو ما يتوافق مع نظرية تدفقات الخزينة الحرة (Free cash flows).

5.5. السيولة

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (1) إلى وجود علاقة ايجابية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 5% بين سيولة المؤسسة ونسبة توزيعات الأرباح. ما

يعني أنه كلما ارتفعت السيولة التي تمتلكها المؤسسة بوحدة واحدة كلما ارتفعت نسبة الأرباح الموزعة من الأرباح بـ 4.82 وحدة.

تفسر هذه النتيجة بأن المؤسسات التي تملك السيولة الكافية تكون لديها القدرة على توزيع نسب أكبر من الأرباح مقارنة بالمؤسسات التي لديها سيولة أقل، هذا النوع الأخير من المؤسسات لا يقوم بأي توزيعات للأرباح حتى وإن حققت أرباح معتبرة حسب جدول حسابات النتائج المبني على أساس المحاسبة العامة. وتؤكد هذه الفكرة العديد من الدراسات التي تشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح هي دالة لحالة الخزينة والسيولة المتوفرة لدى المؤسسة أكثر من كونها دالة للأرباح المحققة. وعليه يتم تأكيد صحة الفرضية الخامسة: " يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لنسبة السيولة على نسبة الأرباح الموزعة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI".

هذه النتيجة تتوافق مع توصلت إليه دراسات (Anil & Kapoor, 2008 ; DeAngelo) (& al., 2004 ; Khang & King, 2006)

6. خاتمة:

سعت الدراسة لتحليل واختبار العوامل التي من شأنها التأثير على سياسة توزيع الأرباح وهذا لتفسير هذه السياسة وفهم العوامل التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند تحديد نسبة الأرباح التي توزع على المساهمين وهذا من أجل خلق التوازن بين رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات ورغبة المسيرين في احتجاز الأرباح. ولتحقيق هذا الهدف قمنا بدراسة قياسية على عينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز مكونة من 10 مؤسسات على فترة زمنية ممتدة لـ 10 سنوات، حيث تم استخدام تقنية البيانات المقطعية بالولبع تقدير النماذج الثلاث (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية) تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم. وقد أسفرت الدراسة على النتائج التالية:

- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تحصل على ديون أكبر توزع أرباح أقل؛
- توجد علاقة عكسية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات الكبيرة الحجم توزع أرباح أقل؛
- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ربحية المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تحقق أرباح أكبر توزع أرباح أقل؛

- توجد علاقة عكسية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين فرص النمو ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تملك فرص نمو كبيرة توزع أرباح أقل وهذا لتمويل هذه الفرص؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تملك سيولة كبيرة لها قدرة أكبر على توزيع الأرباح.
7. قائمة المراجع:

- Anil, K., Kapoor, S., 2008. Determinants of dividend payout ratios – a study of Indian information technology sector. Int. Resour. J. Financ. Econ. 15, 1–9.
- Baker, H.K., Veit, E.T., Powell, G.E., 2001. Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq Firms. Financ. Rev. 36 (3), 19–38.
- Baker, H.K., Saadi, S., Dutta, S., Gandhi, D., 2007. The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence. Int. J. Manag. Financ. 3 (1), 70–91.
- Baker, H.K., Kapoor, S., 2015. Dividend policy in India: new survey evidence. Manag. Financ. 41 (2), 182–204.
- Behr, P., Güttler, A., 2007. Credit risk assessment and relationship lending: an empirical analysis of German small and medium-sized enterprises. J. Small Bus. Manag. 45 (2), 194–213.
- Black, F., Scholes, M., 1973. The pricing of options and corporate liabilities. J. Polit. Econ. 81 (3), 637–654.
- Boot, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V., (2001). Capital Structure in Developing Countries. Journal of Finance, 1, 87-130.
- Bourbonnais, R. (2015). Économétrie. 9ème édition. Paris : Dunod.
- Brockman, P., Unlu, E., 2009. Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Cost of Debt. Finance Department Faculty Publications.
- Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A., 1994. The information content of dividend changes: cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. J. Financ. Quant. Anal. 29 (4), 567–587.
- Easterbrook, F., 1984. Two agency-cost explanations of dividends. Am. Econ. Rev. 74 (4), 650–659.
- Eddy, A., Seifert, B., 1988. Firm size and dividend announcements. J. Financ. Res. 11, 295–302.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, L., 2001. Dividends and expropriation. Am. Econ. Rev. 91 (1), 54–78.

- Fama, E.F., 1974. The empirical relationship between the dividend and investment decisions of firms. *Am. Econ. Rev.* 64, 304–318.
- Grossman, S.F., Hart, O., 1982. Corporate financial structure and managerial incentives. In: John, J. (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 107–140.
- Gugler, K., Yurtoglu, B., 2003. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *Eur. Econ. Rev.* 47, 731–758, Retrieved from: http://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/eeer_gy.pdf.
- Holder, M.E., Langrehr, F.W., Lawrence, J.H., 1998. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. *Financ. Manag.* 27, 73.
- Hufft, E.M., Dufrene, U., 1996. Small Firm Capital Structure Decisions: The Effect of Agency Cost. *United States Association for Small Business and Entrepreneurship*.
- Jakob, S.H., Johannes, R., 2008. Dividend determinants in Denmark. *Management Working Paper*, (3). University of Aarhus, Denmark.
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76 (2), 323–329.
- Jin, Z., 2000. On the differential market reaction to dividend initiations. *Q. Rev. Econ. Financ.* 12, 263–277.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000a. Investor protection and corporate governance. *J. Financ. Econ.* 58 (1–2), 3–27.
- Lehmann, E., Neuberger, D., 2000. Do lending relationship matter? Evidence from bank survey data in Germany. *University of Konstanz, and University of Rostack*, pp. 45–59.
- Lloyd, W., Jahera, J., Page, D., 1985. Agency costs and dividend payout ratios. *Q. J. Bus. Econ.* 24 (3), 19–29.
- Mitton, T., 2004. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *J. Econ. Lit.*, G35–G34.
- Oza, H.S., 2004. Dividend decision: a managerial approach [A Study of Selected Enterprises]. *ExecutiveCharteredSecretary.*, pp. 40–46.
- Pruitt, S.W., Gitman, L.W., 1991. The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. *Financ. Rev.* 26 (33), 409–430.
- Sawicki, J., 2005. *An Investigation into the Dividend of Firms in East Asia*. Nanyang Technological University, Singapore.
- Williams, J., 1987. Perquisites, risk, and capital structure. *J. Financ.* 42, 29–49.