



تحليل المكونات الرئيسية وسياسة توزيع الأرباح حالة بورصة عمان للأوراق المالية*

ليلى عمر مصطفى أبو زيادة

د. ديما وليد حنا الربضي

ماجستير في العلوم المالية والمصرفية

أستاذ مشارك بقسم العلوم المالية والمصرفية

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

جامعة اليرموك

المملكة الأردنية الهاشمية

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على الفترة (2003-2012). تم استخدام تحليل المكونات الرئيسية (Principle Component Analysis) وتحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression) للتعرف على العوامل الرئيسية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. وتتمثل متغيرات الدراسة في (ربحية وحجم الشركة والرافعة المالية والسيولة وهيكل الأصول وفرص النمو ومخاطر الأعمال وعمر الشركة بإضافة إلى تركيز الملكية وحجم مجلس الإدارة)، كما ويتمثل العامل التابع بسياسة توزيع الأرباح وقد تم قياسه باعتباره متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) في حال توزيع الأرباح والقيمة (0) في حال عدم توزيع أرباح واستخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) لـ 52 شركة صناعية أردنية، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن معدل توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية بلغ حوالي 53%. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من (الربحية وعمر الشركة وحجم مجلس الإدارة) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة بينما أظهرت (خطورة أعمال الشركات وهيكل الأصول والرافعة المالية) تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية. كما أظهر تحليل الانحدار اللوغاريتمي أن ربحية الشركة وخطورة الأعمال والمديونية هي المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، خصائص الشركة، تحليل المكونات الرئيسية، تحليل الانحدار اللوغاريتمي،

بورصة عمان للأوراق المالية.

1- مقدمة:

يعد قرار توزيع الأرباح في شركات المساهمة العامة من القرارات الهامة والصعبة التي تتخذها الإدارة لما لهذا القرار من أثر مباشر على القيمة السوقية للشركة وقرارات المستثمرين الاستثمارية، حيث تقوم الشركة بالمفاضلة بين توزيع الأرباح

* تم تسلم البحث في ديسمبر 2014، وقُبل للنشر في فبراير 2015.

على المساهمين واحتجازها بهدف إعادة استثمارها في الفرص الاستثمارية المجدية. تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرًا رئيسيًا لتمويل الاستثمار والتوسع في عمليات الشركة وعلى الرغم من أن التوسع مرغوب فيه لتبقى الشركة قوة منافسة، إلا أن توزيع الأرباح مرغوب فيه لإرضاء رغبات المستثمرين حيث إن الكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع الأمر الذي يتطلب من القائمين على الشركة تحقيق التوازن بين المصالح المختلفة للمساهمين وبين معدل النمو في الأرباح من خلال الفرص الاستثمارية المربحة.

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن الشركات التي تعمل على توزيع أرباحها من التدفقات النقدية التي لا يمكن إعادة استثمارها بمشروعات ذات صافي القيمة النقدية الحالية موجبة تكون قيمتها أكبر من الشركات التي تحتفظ بتلك الأرباح لما قد تحدثه عملية التوزيع من انعكاسات إيجابية في السوق تساهم في زيادة الطلب على أسهم الشركة وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها، بالإضافة إلى دورها في التخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information).

هناك العديد من النظريات التي تحاول تفسير قرارات توزيع الأرباح في الشركة وأثرها المتوقع على القيمة السوقية للسهم وفي حدود ما نعلمه أنه وإلى الآن وعلى الرغم من كثرة الدراسات التي حاولت دراسة سياسة توزيع الأرباح لا يوجد توافق في الآراء حول أي من هذه النظريات تملك القدرة على تفسير لماذا تقوم الشركة بعملية التوزيع؟ لأن هذا الأمر يتطلب اختبار كل من هذه النظريات في الواقع العملي. السؤال الجوهرى المطروح في الأدبيات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح كان يدور حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة توزيع مثلى، وهي تلك التي تعمل دائمًا على الموازنة ما بين توزيع الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعمل على تعظيم القيمة السوقية المنشأة، حيث تعتبر اللغز الذي أشار إليه Black (1976) ألا وهو غموض وغياب السياسة المثلى لتوزيع الأرباح مشيرًا إلى ذلك في جملة كانت أساسًا للعديد من الدراسات فيما بعد ألا وهي "The Harder We Look at the Dividend Picture, the More it Seems Like a Puzzle, with Pieces that Just Don't Fit Together". وقد حاول كلا من Bernstein (1996) و Aivazian et al., (2003) حل هذا اللغز وتوصلوا إلى نتيجة مفادها أنه لا يزال هناك الكثير من الأسئلة بلا أجابه، ومن بين تلك الأسئلة التي تكمن وراء لغز توزيع الأرباح: هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة؟ ما هي أهم العوامل التي قد تؤثر على تحديد سياسة توزيع الأرباح؟

وللإجابة على تلك التساؤلات، وضع العديد من الأكاديميين والباحثين العديد من الأبحاث التجريبية والنماذج النظرية وذلك بهدف التعرف على خصائص الشركة التي ربما قد تؤثر على سياسة توزيع الأرباح والتي يجب على القائمين على الشركة الإلمام بها ودراستها من أجل اتخاذ القرار المناسب وتحديد السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في الشركات. ومن بين هذه الخصائص على سبيل المثال لا الحصر: الربحية (AL-Shubiri, 2011; Gul et al., 2012; Moradi, 2010)، الرفعة المالية (Mehte, 2012; Utami and Inanga, 2011) حجم الشركة (Al-Malkawi, 2008; Azeem et al., 2011)، خطورة أعمال الشركة (Aivazain et al, 2003; Al-Haddad et al., 2011)، نمو الشركة (Amidu, 2007)، هيكل الأصول (Salameh et al., 2012)، تركيز الملكية (Harada & Nguyen, 2006)، تكوين مجلس الإدارة (Eamhart & Lizal, 2006). ولا يزال هناك العديد من الخصائص التي تحاول تفسير سلوك سياسة توزيع الأرباح في كل من الدول النامية والمتطورة وتبقى هذه القضية موضع للنقاش إلى يومنا هذا.

ولقد ركز الباحثون في المقام الأول على أسواق الدول المتقدمة نظرًا إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة غالبًا ما تختلف في طبيعتها، وخصائصها، وكفاءتها، عن سياسة توزيع الأرباح في الأسواق المتقدمة (AL-Kuwari, 2009). إذ توصل "جلين وأخرون" (1995) Glen et al., أن سياسات توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة تختلف عن تلك الموجودة في أسواق البلدان المتقدمة. وأفادوا بأن نسبة توزيع الأرباح في البلدان النامية هي فقط ثلثي نسبة توزيع الأرباح في البلدان المتقدمة. وهو ما أيده "رامشاران" (2001) Ramcharran الذي لاحظ انخفاض التوزيعات في الأسواق الناشئة. وأضاف "كومار وتسييتسيكوس" (1999) Kumar and Tsetsekos أن الأسواق الناشئة تختلف عن تلك الموجودة في البلدان المتقدمة في العديد من الجوانب. إذ أنها غالبًا ما تكون أكثر حداثة وأقل كفاءة بالمعلومات، وأكثر تقلبًا وأصغر حجمًا، وأن الأسواق الناشئة أيضًا تختلف عن الأسواق المتقدمة في خصائص أخرى مثل حوكمة الشركات، وفرض الضرائب على أرباح الأسهم وأرباح رأس المال، وهيكل الملكية.

ونظرًا إلى تماثل خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة فإن سوق رأس المال في الأردن يوفر أرضية مثالية لدراسة مثل هذه النظريات بدافع تحديد أهم العوامل الرئيسية المحتملة التي قد تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في أسواق الدول النامية على وجه العموم، وفي الأردن على وجه الخصوص على اعتباره دولة نامية.

2- مشكلة الدراسة وأسئلتها

عانت الأسواق المالية الكثير من الصعوبات في ظل الاضطرابات الجيوسياسية في المنطقة (ما سمي بالربيع العربي)، إلى جانب استمرار التداخات السلبية للأزمة المالية العالمية والانكماش الاقتصادي العالمي وأزمة الديون السيادية في أوروبا، مما أدى إلى تدهور قيم مؤسساتها وأدى بالكثير منها إلى مراجعة بعض المتغيرات التي تقف وراء هذا التدهور، وإعادة النظر في سياساتها المتبعة على غرار سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، والتي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة وتصبح هذه المشكلة أكثر تعقيدًا عندما يتعلق الأمر في الدول النامية وأسواقها الناشئة، ويرجع ذلك إلى عدم الاتفاق على العديد من النواحي المتعلقة بأرباح الشركة، حيث يكمن الحوار حول هل تقوم الشركة بتوزيع تلك الأرباح على المساهمين؟ أم تقوم بالاحتفاظ بتلك الأرباح واستخدامها للنمو والتوسع على اعتبارها مصدر تمويل داخلي لعمليات النمو والتوسع؟ والحقيقة تكمن وراء قيام الشركة بتوزيع نسبة أكبر من الأرباح يعني الاحتفاظ بجزء أقل من تلك الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للشركة كنتيجة لانخفاض فرص النمو فيها ومن هنا يأتي دور الوظيفة المالية بدراسة عملية توزيع الأرباح التي تحققها الشركة بين أرباح محتجزة، وأرباح أسهم موزعة على المساهمين فيها، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن يتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

ويضاف إلى مشكلة الدراسة المعوقات التي تواجهها بورصة عمان للأوراق المالية والمتمثلة في نقص الشفافية وعدم وجود منافسة تامة مما يقلل سيولة الشركات ويرفع من مشكلة الوكالة وبالتالي يؤثر بشكل سلبي على سياسة توزيع الأرباح حيث إن ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي يدفع بالشركات إلى زيادة احتجاز الأرباح وتقليل من نسب توزيعها وذلك من أجل عمليات تمويل المشروعات المستقبلية.

ونظرًا للغموض الذي لا يزال يكتنف هذه القضية تأتي هذه الدراسة بدافع استخدام تحليل المكونات الرئيسية للتعرف إلى العوامل الرئيسية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبمحاولة للوصول إلى الأهمية النسبية لكل عامل من العوامل الرئيسية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالسؤالين التاليين:

- ما هي العوامل الرئيسية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على الفترة (2003-2012)؟
- ما هي الأهمية النسبية لكل عامل من العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2003-2012)؟

3- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من الأهمية التي تكتسبها سياسة توزيع الأرباح في تحديد سعر السهم. وهنا لا بد من الإشارة إلى أن معظم الدراسات تناولت العديد من العوامل المؤثر على قرار توزيع الأرباح النقدية، ولكن على حد علم الباحثة تعتبر هذه الدراسة الأولى التي تستخدم تحليل المكونات الرئيسية (Principle Component Analysis) لتحديد خصائص الشركة الأكثر تأثيرًا على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. بكلمات أخرى تركز هذه الدراسة على الأهمية النسبية للعوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، حيث تأتي أهمية هذا التحليل بأنه يحول المشكلة المعقدة التي تتضمن مجموعة كبيرة من العوامل المترابطة والعلاقات المتداخلة التي يصعب على تحليل الانحدار أخذها جميعها بعين الاعتبار، إلى عدد قليل من المكونات الأساسية غير المترابطة تحسب أساسًا من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تزيد أو تنقص بحسب دور وتأثير كل منها وتترتب هذه المكونات من الأكثر أهمية ذلك الذي يفسر أكبر قدر من المتغيرات في العامل التابع ويسمى (المكون الرئيس الأول)، إلى الأقل أهمية (المكون الرئيس الثاني) والذي بدوره سيقوم بمحاولة التعبير عن أكبر قدر ممكن من التباينات المتبقية والتي لم يستطع (المكون الرئيس الأول) التعبير عنها ولم تظهر ارتباطات قوية مع (المكون الأول) وبذلك تتابع خوارزمية تحليل المكونات الرئيسية (Principle Component Analysis) إنجاز عملها بأسلوب يشبه القضم.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى إعادة فحص العوامل المختلفة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح واستخدام تحليل المكونات الرئيسية والانحدار اللوغاريتمي للتعرف إلى أهم العوامل الرئيسية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على الفترة ما بين 2003-2012، للوقوف على مدى انسجام نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسات عديدة التي أجريت على ذات الموضوع في الدول المتقدمة. كما تهدف هذه الدراسة إلى معرفة الأهمية النسبية لكل عامل من هذه العوامل.

5- الدراسات السابقة:

دراسات الدول الأجنبية:

تم بحث سياسة توزيع الأرباح والعوامل المحددة لها بشكل موسع في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، ومن بين دراسات الدول الأجنبية ما يلي:

دراسة **Rozeff (1982)** حيث قام بتقديم نموذج لسياسة توزيع الأرباح المثلى وذلك باستخدام عينة تكونت من (1000) شركة أمريكية للفترة ما بين 1974-1980، حيث استخدم تحليل الانحدار لفحص العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بكل من النمو المستقبلي والماضي للإيرادات، الأسهم المملوكة من قبل المدراء الداخليين، معامل بيتا، وعدد حملة الأسهم. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات تقوم على دفع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح عندما تواجه ارتفاع في نمو الإيرادات إذ إن النمو يستلزم نفقة مرتفعة، كما وأنها تلجأ إلى النسب المنخفضة في توزيعات الأرباح عندما يكون لديها معامل بيتا عالٍ مما يعكس ارتفاع في الرافعة المالية والتشغيلية. كما وأظهرت النتائج أن الشركات التي لديها نسبة الملكية الداخلية (أي نسبة الأسهم المملوكة من قبل المدراء الداخليين) منخفضة تكون أكثر ميلاً لدفع توزيعات الأرباح على المساهمين مقارنة بالشركات التي تكون لديها نسبة مرتفعة من الملكية الداخلية مما يعني أن سياسة توزيع الأرباح تعمل على تقليل مشكلة تكاليف الوكالة.

كما وجد **Fama & French (2001)** انخفاض ملموس في نسبة الشركات الأمريكية التي تقوم بدفع توزيعات الأرباح من 66.5% لعام 1978 إلى 20.8% لعام 1999، على الرغم من أن هذا الانخفاض يرجع في جزء منه إلى التغيرات في خصائص الشركات (شركات صغيرة الحجم مع انخفاض الربحية وزيادة الفرص الاستثمارية)، وعلى الرغم من فرض السيطرة على هذه الخصائص لا يزال هناك انخفاض ملموس في ميل المتبقي من الشركات لدفع توزيعات الأرباح. كما وقد أشار الباحثان إلى أن انخفاض رغبة الشركات لدفع توزيعات الأرباح مع مرور الوقت يعود ذلك إلى انخفاض تكاليف المعاملات من بيع الأسهم لأغراض الاستهلاك، ويرجع ذلك جزئياً إلى زيادة الميل للاحتفاظ Stocks Via Open End Mutual Funds، والحيازات الكبيرة من قبل المديرين لـ Stock Options إذ يفضلون الأرباح الرأسمالية على توزيعات الأرباح.

دراسة **Forte (2006)** التي هدفت إلى تحديد أسس سياسة توزيع الأرباح، وكيف يمكن للشركات في أوروبا تحديد نسبة التوزيعات التي يعتبرها المدراء نسبة التوزيع المثلى، والتعرف على مدى استجابة الشركات في كل من بريطانيا، ألمانيا، إيطاليا، وفرنسا، لتعديل نسبة توزيع الأرباح النقدية لتحقيق نسبة التوزيع المثلى. وقد تم جمع بيانات سنوية من (Datastream) للشركات المدرجة في المؤشرات الدولية ذات القيمة السوقية المرتفعة لجميع الصناعات والقطاعات خلال الفترة ما بين 1995-2005، حيث استخدمت الدراسة نموذج (Lintner) للتعرف على ملامح سياسة توزيع الأرباح في مجتمع الدراسة المكون من (3604) شركة في أوروبا، أما عينة الدراسة فشملت على (854) شركة أوروبية منها (403) شركة بريطانية، (180) شركة ألمانية، (71) شركة إيطالية (200) شركة فرنسية. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأوروبية مثل نظيرتها الأمريكية تستخدم معدل التوزيعات الحالية كمعيار عند اتخاذ قرار بتغيير سياسة توزيع الأرباح، كما وأشارت النتائج إلى أن الشركات الفرنسية والإيطالية هي الأقل حذر والأسرع في تعديل نسب توزيع الأرباح إذ إنها تعادل

ضعفي سرعة بريطانيا وألمانيا وقد أظهرت النتائج أن بريطانيا هي عرضة لزيادة توزيع الأرباح النقدية، والأكثر ترددًا في خفض التوزيعات النقدية على المساهمين في الشركات، كما وقد أشارت النتائج إلى أن التغيرات الكبيرة في الأرباح بالإضافة إلى معدلات التوزيعات الحالية، هي المؤثر الرئيس على قرارات توزيع الأرباح في الشركات الأوروبية. وأخيرًا تقدم دراسة سياسة توزيع الأرباح الأوروبية دليلًا على أن الضرائب تؤثر على تفضيلات المساهمين وبالتالي على سياسة توزيع الأرباح في أوروبا، وأن الشركات الأوروبية قادرة على الحفاظ على زيادة توزيعات الأرباح وتجنب خفض التوزيعات على المساهمين في تلك الشركات.

وحاولت دراسة **Gill et al., (2010)** التعرف على محددات نسب توزيع الأرباح للشركات الصناعية والخدمية الأمريكية، إذ تعتبر نتائج هذه الدراسة امتدادًا للنتائج المرتبطة بمحددات نسب توزيع الأرباح التي توصل إليها (Amidu and Abor, 2006) و (Anil and Kapoor, 2008) عن طريق دراسة نفس الشركات الصناعية والخدمية في الولايات المتحدة الأمريكية، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة الدراسة بصورة عشوائية لتمثل (266) تقرير مالي من أصل (500) تقرير مالي أعلنتها الشركات العامة في الولايات المتحدة للعام (2007)، وقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي للتوصل إلى النتائج التي أظهرت إلى أن نسبة توزيع الأرباح للعينة كاملة تتأثر بالعوامل التالية (هامش الربح، نمو المبيعات، نسبة الديون إلى حقوق الملكية، والضرائب). كما وأظهرت النتائج إلى أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بالنسبة للشركات الصناعية تختلف عن تلك التي للشركات الخدمية، حيث وجدت النتائج أن نسبة توزيع الأرباح النقدية تتأثر بكل من (هامش الربح، نمو المبيعات، ونسبة إجمالي الدين إلى حقوق المساهمين) بالنسبة للشركات الخدمية، أما فيما يخص الشركات الصناعية وجدت الدراسة أن نسبة توزيع الأرباح تتأثر بالعوامل التالية (هامش الربح، الضرائب، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية).

وسعت دراسة **Gupta & Banga (2010)** إلى إعادة فحص العوامل المختلفة التي تؤثر على قرار توزيع أرباح الشركات الهندية المدرجة في بورصة بومباي خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2007. ضمت الدراسة عينة ممثلة من الشركات الصناعية بلغت (150) شركة حيث استبعدت الدراسة جميع الشركات والمؤسسات المالية، والشركات المملوكة للحكومة، لتحقيق هدف الدراسة استخدمت الدراسة تحليل المكونات الرئيسية **Principal Component Analysis (PCA)** لتحليل (15) متغير لها تأثير على قرار توزيع الأرباح من ثم تم إخضاع العوامل الناتجة من تحليل (PCA) بالإضافة إلى قرار توزيع الأرباح كمتغير تابع للتحليل من خلال نموذج الانحدار المتعدد. وقد أظهرت نتائج الدراسة من خلال تحليل المكونات الرئيسية وجود خمس عوامل تعتبر العوامل الرئيسية التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح وهي (الرافعة المالية، السيولة، الربحية، هيكل الملكية، والنمو) وعندما تم إخضاع هذه العوامل بالإضافة إلى قرار توزيع الأرباح كمتغير تابع لتحليل الانحدار المتعدد أظهرت نتائج الدراسة أن الرافعة المالية والسيولة هي أهم العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في الشركات الهندية حيث أظهرت النتائج أن العلاقة بين الرافعة المالية وقرار توزيع الأرباح هي علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بالمقابل أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين السيولة وقرار توزيع الأرباح الشركات وبمعنى آخر الشركات ذات السيولة المرتفعة تميل إلى دفع توزيعات أرباح على حملة الأسهم مقارنة بالشركات ذات السيولة المنخفضة.

بينما جاءت دراسة **Litai et al., (2011)** بهدف اختبار مدى تأثير الخصائص المالية وخصائص الحاكمية المؤسسية على ميل الشركات لدفع توزيعات نقدية، ولتحقيق هذا الهدف استخدمت الدراسة النموذج اللوغاريتمي (Logit Model) لتحليل بيانات عينة الدراسة المكونة من (1056 A-Share) للشركات المدرجة في بورصتي (Shanghai) و (Shenzhen) الصينية للفترة ما بين 2001-2007. حيث أظهرت نتائج الدراسة أن الخصائص المالية التالية للشركة: (حجم الشركة، التدفق النقدي، سيولة الأصول، الربحية) ترتبط بشكل إيجابي مع ميل الشركة لدفع توزيعات نقدية، كما وأظهرت النتائج أن الفرص الاستثمارية ونسبة المديونية، تؤثران بشكل سلبي على ميل الشركة لدفع توزيعات نقدية، بينما ليس هناك أي تأثير يذكر للنمو، وكما وأشارت نتائج الدراسة بما يخص خصائص الحاكمية المؤسسية أن لحجم مجلس الإدارة ومكافآت الإدارة العليا تأثيراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية على ميل الشركات لدفع التوزيعات النقدية، بينما ارتبط ميل الشركات لدفع التوزيعات النقدية بعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مع كلاً من نسبة الأسهم القابلة للتداول وازدواجية وظيفة الرئيس التنفيذي للشركة، وبشكل عام أظهرت الخصائص المالية للشركة تأثيراً إيجابياً على قدرة الشركات الصينية على دفع توزيعات الأرباح نقدية، بينما أظهرت آليات الحاكمية المؤسسية تأثيراً سلبياً على قدرة الشركات الصينية على دفع التوزيعات النقدية.

دراسة **Mansourinia et al., (2013)** التي هدفت إلى استقصاء أثر حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة والازدواجية الإدارية للرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح، حيث أجريت هذه الدراسة على عينة تكونت من (140) شركة تم اختيارها بشكل عشوائي من بين جميع الشركات المدرجة في بورصة طهران وذلك للأعوام 2006-2010. حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات للوصول إلى نتائج الدراسة التي كان مفادها أن العلاقة التي تربط حجم مجلس الإدارة بسياسة توزيع الأرباح علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، بينما لا يوجد أي تأثير لمجلس الإدارة المستقل على سياسة توزيع الأرباح. كما وأشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الازدواجية الإدارية للرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح، وبمعنى آخر إن الجمع بين منصبى الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس إدارة الشركة في شخص واحد ليس له أي أثر على سياسة توزيع الأرباح.

دراسات الدول العربية:

دراسة **Juhmani (2007)** والتي هدفت إلى تحديد العوامل المؤثرة على القرارات المتعلقة بتوزيع أرباح شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة البحرين لعام 2004. اعتمدت الدراسة على استبانة لجمع البيانات لـ (20) عامل يمكن أن تؤثر على قرارات مديري الشركات البحرينية فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح النقدية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن معدل العائد المتوقع على الأصول ومدى الاستقرار في التدفقات النقدية مستوى الأرباح الحالية والأرباح المتوقعة في المستقبل، والاعتبارات الاستثمارية مثل (الفرص الاستثمارية المربحة، السيولة، سلوك التوزيعات النقدية للسنة الماضية، والمحافظة على هيكل رأس المال) هي من أهم العوامل التي تؤثر على قرارات مديري الشركات البحرينية فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح النقدية، كما وتظهر نتائج الدراسة أن عامل التدفقات النقدية ذو أهمية بالغة في رسم سياسة توزيع أرباح شركات المساهمة البحرينية حيث يعتبر عامل من العوامل المنافسة لعامل الربحية.

وجاءت دراسة **حسين (2008)** بهدف فحص العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح والتعرف على كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها في شركات المساهمة العراقية وذلك من خلال عينة تضمنت (15) شركة

مساهمة من الشركات المدرجة في البورصة العراقية، تم اختيارها بصورة عشوائية من مختلف القطاعات الاقتصادية (صناعية، زراعية، خدمية، مصرفية)، واعتمدت منهجية هذه الدراسة على الاستبانة التي تم توزيعها على المسؤولين الإداريين والماليين في هذه الشركات. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن شركات المساهمة العراقية تعتبر عامل السيولة النقدية في مقدمة العوامل التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح حيث تأخذ الشركات بعين الاعتبار وتولية الأهمية الكافية وبالشكل الذي ينتج عنه القرار الأمثل لتوزيع الأرباح، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن معظم المساهمين يفضلون توزيع أرباح بشكل دوري بدلاً من احتجازها بغض النظر عن نسب حصصهم من الأسهم، كما وتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين احتجاز الأرباح والفرص الاستثمارية مما يشير إلى وجود علاقة سلبية بين الفرص الاستثمارية وسياسة توزيع الأرباح، بينما أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وسياسة توزيع أرباح شركات المساهمة العراقية.

دراسة (Al-Najjar 2009) التي هدفت إلى اختبار قرارات توزيع الأرباح في البلدان النامية وعلى وجه الخصوص تهدف الدراسة إلى إسقاط الضوء على مسألة سياسة توزيع الأرباح، وسلوك التوزيعات في الأردن على اعتباره إحدى الأسواق الناشئة، وذلك من خلال دراسة عينة من الشركات غير المالية بلغت (86) شركة أفصحت عن تقاريرها المالية لفترة ما بين 1994-2003، حيث تم الحصول على بيانات الشركات من خلال "دليل الشركات المساهمة الأردنية" الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية (ASE)، حيث اعتبرت الدراسة سياسة توزيع الأرباح عامل تابع بينما اعتبرت كلاً من (الرافعة المالية، الربحية، مخاطر الأعمال، الملكية المؤسسية، هيكل الأصول، معدل النمو، وحجم الشركة) عوامل مستقلة. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الأردن كبلدٍ نامٍ يتأثر بتلك العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الدول المتقدمة على سبيل المثال (نسبة الرافعة المالية، الربحية، مخاطر الأعمال هيكل الأصول، معدل النمو، وحجم الشركة)، وكما توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأردنية لديها نسب مستهدفة لتوزيع الأرباح وأنها تتكيف مع تلك النسب بشكل أسرع من شركات الدول الأكثر تطوراً.

أما دراسة (Al-Kuwari 2009) فقد هدفت إلى فحص محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panal Data) للشركات غير المالية للحصول على المعلومات اللازمة للدراسة، حيث توفرت البيانات اللازمة (191) شركة غير مالية من أصل (245) شركة غير مالية مدرجة في البورصات الخليجية لفترة ما بين 1999-2003، حيث تم فحص سبعة فرضيات متعلقة بنظرية تكاليف الوكالة وذلك باستخدام سلسلة من نماذج (Tobit) عشوائية الأثر حيث تقس هذه النماذج أثر كل من ملكية الحكومة، التدفقات النقدية الحرة، حجم الشركة، معدل النمو، فرص النمو، الخطورة التجارية، وربحية الشركة، على نسبة توزيع الأرباح. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين (الملكية الحكومية، حجم الشركة، ربحية الشركة) ونسبة توزيع الأرباح، بينما أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ونسبة توزيع الأرباح، كما وتشير النتائج مجتمعة إلى أن الشركات تقوم بتوزيع أرباحها بهدف الحد من مشكلة الوكالة والحفاظ على سمعة الشركة، ووجدت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح للشركات غير المالية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد بشكل كبير على ربحيتها، وهذا يقود إلى أن الشركات غير المالية في البورصات الخليجية تعتمد إلى تغيير سياستها في توزيع الأرباح بشكل مستمر ولا تعتمد على سياسة توزيع واحدة كهدف طويل الأمد.

وفي دراسة أخرى لـ **AL-Shubiri (2011)** هدفت إلى تحديد سياسة توزيع الأرباح لـ (60) شركة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي (ASE) للفترة ما بين 2005-2009 وشرح سلوك سياسة توزيع الأرباح لهذه الشركات، ولتحقيق هذا الهدف تم تطبيق عدد من الأساليب الإحصائية منها نموذجي (Tobit and Logit) لفحص العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح والعوامل التي قد تؤثر على احتمالات دفع أرباح الأسهم ولقد تم التعبير عن سياسة توزيع الأرباح باستخدام نسبة توزيع الأرباح في نموذج (Tobit)، بينما اعتبرت سياسة توزيع الأرباح متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) إذا قررت الشركة توزيع الأرباح والقيمة (0) إذا قررت الشركة عدم توزيع الأرباح وذلك من خلال استخدام نموذج (Logit). وبعد جمع البيانات وتحليلها توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الأردن كبلد نام تتأثر بالعوامل نفسها التي تتأثر بها سياسة توزيع الأرباح في الدول المتقدمة، كما وأشارت النتائج إلى وجود تأثير مهم وذات دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع (سياسة توزيع الأرباح).

هدفت دراسة **Alzomaia & Al-Khadhiri (2013)** إلى إيجاد العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال عينة تكونت من (150) شركة غير مالية مدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة ما بين 2004-2010، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي لاستقصاء أثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (العائد للسهم الواحد، نسبة التوزيعات السابقة للسهم الواحد، النمو، نسبة المديونية، حجم رأس المال، وخطورة السوق) على المتغير التابع والمتمثل بسياسة توزيع الأرباح حيث تم التعبير عنه وقياسه بالتوزيعات النقدية للسهم الواحد. أشارت نتائج الدراسة إلى أن ربحية الشركة ومستوى التوزيعات السابقة هي أهم العوامل التي تؤثر على قرار الشركة بزيادة أو خفض مستوى التوزيعات للشركات غير المالية السعودية، حيث إن الشركات على استعداد لدفع المزيد من توزيعات الأرباح عندما يكون لديها ارتفاع في مستوى الربحية مع مراعات ارتفاع مستوى توزيعات العام الماضي، كما وأشارت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية للسهم الواحد وحجم الشركة، نسبة التوزيعات السابقة، بينما هناك تأثير سلبي غير مهم إحصائياً لكل من فرص النمو، ونسبة المديونية، وخطورة السوق على التوزيعات النقدية للسهم الواحد، إذ تقدم هذه النتائج الدعم الكامل لنظرية الإشارة التي تأخذها الشركات السعودية بعين الاعتبار.

بينما جاءت دراسة **Al-Gharaibeh et al., (2013)** بهدف استقصاء أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية، وذلك باستخدام عينة تكونت من (35) شركة مدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية تتوفر عنها البيانات اللازمة للدراسة خلال الفترة 2005-2010، حيث يتكون مجتمع الدراسة من (234) شركة منها (15) بنك، (26) شركة تأمين، (126) شركة خدمية، (67) شركة صناعية، حيث استخدمت الدراسة نموذجي التعديل الكامل Full Adjustment Model (FAM) والتعديل الجزئي Partial Adjustment Model (PAM) لفحص العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية وسياسة توزيع أرباح الشركات. توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج كان من أهمها حصول نموذج التعديل الكامل على الأفضلية في تفسير اختلافات سياسة توزيع أرباح الشركات نظراً لأنه تمكن من تفسير 61.57% من التباين في توزيع أرباح الشركات مقابل 20.65% لصالح النموذج الجزئي، كما وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وسياسة توزيع أرباح الشركات الأردنية وبمعنى آخر تقوم الملكية المؤسسية بتوفير الحافز لحملة الأسهم من أجل استخدام تأثيرهم لتعظيم قيمة المؤسسة وذلك بالحد من استخدام رأسمالها في المشروعات ذات العوائد المنخفضة مما يعني ضمناً توفر تدفقات نقدية تمكن الشركات من القيام بتوزيع أرباح نقدية أكثر، كما أظهرت

النتائج أن الملكية الإدارية لديها معامل سلبي وقيمة حرجة ذات أهمية في نموذج التعديل الجزئي بينما أظهر نموذج التعديل الكامل وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وسياسة توزيع الأرباح، إذ إن الإشارة غير متوقعة للملكية الإدارية يعني أن الشركات الأردنية لا تستخدم التوزيعات كآلية للحد من تكاليف الوكالة بين المدراء وحملة الأسهم، كما وأشارت نتائج النموذجين مجتمعين أن توزيعات العام الماضي أمر مهم في تحديد التوزيعات الحالية.

وسعت دراسة (Daradkah & Ajlouni (2013 إلى تحديد العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، جنباً إلى جنب مع عدد من المتغيرات الضابطة الأخرى مثل (رسوم الضرائب، معدل النمو والربحية)، وذلك باستخدام عينة تكونت من جميع البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2001 إلى 2009 حيث بلغت عدد البنوك خلال فترة الدراسة 16 البنك، وقد تم إجراء التحليل من خلال استخدام الملكية المؤسسية وكبار المساهمين كمقاييس للحاكمية المؤسسية، ونسبة توزيع الأرباح كمقياس لسياسة توزيع الأرباح. قدمت نتائج الدراسة دليلاً قوياً على أهمية آليات الحاكمية المؤسسية (تركيز الملكية المؤسسية أو كبار حملة الأسهم) على نسبة توزيع أرباح البنوك الأردنية، إذ أشارت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع أرباح البنوك والملكية المؤسسية أو كبار حملة الأسهم وهذه النتيجة تدعم نماذج الوكالة لتوزيعات الأرباح، كما وقدمت نتائج الدراسة أدلة على تأثير رسوم الضرائب، معدل النمو الإجمالي للأصول والربحية (ROE) على سياسة توزيع الأرباح، إذ إن العلاقة التي تربط بين هذه المتغيرات ونسبة توزيع الأرباح للبنوك الأردنية علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مما يقدم الدعم لنماذج تقييم السهم.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

بعد استعراض الأدبيات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة، اتضح أن الدراسات سواء أكانت عربية أو أجنبية قامت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، منها ما يمثل الخصائص المالية للشركة مثل (حجم الشركة، السيولة، هيكل الأصول، فرص النمو، مخاطر الأعمال، ربحية الشركة) ومنها ما يمثل خصائص الحاكمية المؤسسية مثل (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية تركيز الملكية، جودة التدقيق) في محاول للوصول إلى أهم العوامل التي تمكن الشركات من الوصول إلى السياسة المثلى في توزيع أرباحها، ومما يتضح من الدراسات السابقة في الدول الغربية والعربية على حدٍ سواء أن هناك تباين في وجهات النظر حول أثر هذه العوامل المختلفة على سياسة توزيع الأرباح، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو شمولية العوامل والمنهجية التي تمكننا من أخذها جميعاً بعين الاعتبار في محاولة للوصول إلى أهم العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وعلى حد علم الباحثة، تعتبر هذه الدراسة الأولى في الأردن التي تستخدم تحليل المكونات الرئيسية (Principle Component Analysis) لتحديد خصائص الشركات الأكثر أهمية المؤثرة على سياسة توزيع أرباحها، وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أيضاً بالفترة الزمنية التي قامت بتغطيتها حيث بلغت هذه الفترة عشر سنوات تمتد من 2003 إلى 2013 تعاني خلالها العديد من الدول من تداعيات ما يعرف باسم (الربيع العربي) التي أدت إلى سيادة حالة من الحذر والانتظار والترقب لدى المستثمرين كما وأدت إلى خسائر في أسواق المال والبورصات وضعف الأداء الاستثماري، وعلى وجه الخصوص الأردن الذي عانا من تداعيات مالية واجتماعية ناجمة عن تدفق اللاجئين السوريين، وأخيراً تتميز هذه الدراسة بأنها تساهم في إثراء المكتبة العربية بمرجع حديث نسبياً حول تحليل المكونات الرئيسية وسياسة توزيع الأرباح.

6- منهجية الدراسة:

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، والبالغ عددها (70) شركة حتى نهاية عام 2012، بينما اشتملت عينة الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التي تتوفر عنها البيانات اللازمة لأغراض الدراسة واقتصرت على (52) شركة للفترة الزمنية الممتدة من 2003 ولغاية 2012، وقد تم اعتماد عدة معايير لأغراض تحديد عينة الدراسة وهي:

- أ- استبعاد جميع الشركات التي أجري لها عمليات دمج أو استحواذ خلال فترة الدراسة.
- ب- استبعاد جميع الشركات التي لا تتوفر لها البيانات اللازمة أو البيانات المفقودة.
- ج- استبعاد جميع الشركات التي تم تصفيتها أو إيقاف تشغيلها خلال فترة الدراسة.
- د- استبعاد جميع الشركات التي تم تأسيسها بعد عام 2003.

نموذج الدراسة

اعتمدت الدراسة على الأسلوب الرياضي في التحليل واختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة سيتم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد التالي (كل من الشركة i في السنة t):

$$DP_{it} = B_0 + B_1(Prof_{it}) + B_2(FirmSZ_{it}) + B_3(LVE_{it}) + B_4(LIQ_{it}) + B_5(TANG_{it}) + B_6(GROW_{it}) - B_7(BR_{it}) + B_8(AGE_{it}) - B_9(OWECONCENT_{it}) + B_{10}(BoardSZ_{it}) + \epsilon_{it}$$

حيث إن:

$i = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 100$ وهي عبارة عن الشركة i .

$t = 1, 2, 3, 4, 5, 6$ وهي عبارة عن الزمن t خلال الفترة 2003-2012.

β_0 : ثابت يمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفراً.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة.

ϵ_{it} : معامل الخطأ العشوائي نتيجة لمتغيرات لا يتضمنها نموذج الدراسة: DP (Dividend Policy): المتغير

التابع، ويمثل سياسة توزيع الأرباح وسوف يتم قياسه باعتباره متغيراً وهمياً (Dummy Variable) إذ يأخذ

القيمة "1" إذا قررت الشركة أن تدفع أرباح الأسهم، والقيمة "0" إذا قررت الشركة عدم دفع أرباح الأسهم.

PROFIT: ربحية الشركة وسيتم قياسها بالعائد على الأصول (ROA).

Firm SZ: Firm Size) حجم الشركة وسوف يتم قياسه من خلال احتساب اللوغاريتم الطبيعي لأصول الشركة.

LEV: (Financial Leverage) مديونية الشركة وسوف يتم قياسها من قسمة إجمالي الديون على إجمالي أصول

الشركة: LIQ (Liquidity) سيولة الشركة وسيتم قياسها من خلال النسبة الحالية، وذلك بقسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة للشركة: TANG (Assets Structure) هيكل أصول الشركة وسيتم قياسه بنسبة الأصول الثابتة، وذلك بقسمة الأصول الثابتة على إجمالي أصول الشركة: GROW (Growth Opportunities) فرص النمو للشركة وسيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم الواحد على القيمة الدفترية له: BR (Business Risk) خطورة أعمال الشركة وسوف يتم قياسها عن طريق احتساب الانحراف المعياري لنسبة العائد على الأصول: AGE (Firm Age) عمر الشركة وسيتم قياسه باحتساب اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تأسيس الشركة حتى تاريخ الملاحظة: OWNCONCENT (Ownership Concentration) تركّز ملكية الشركة وسيتم قياسه بنسبة المساهمين اللذين يمتلكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة.

Board SZ : (Board of Directors Size) حجم مجلس إدارة الشركة وسيتم قياسه من خلال احتساب اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة

فرضيات الدراسة:

في ضوء مراجعة أدبيات سياسة توزيع الأرباح والآليات المحركة لها والمؤثرة بها، وانطلاقاً من الأسئلة الملخصة لمشكلة الدراسة وتحققاً لأهدافها ستقوم هذه الدراسة باختبار الفرضيات التالية:

– الفرضية الرئيسية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وخصائص الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

ومن هذه الفرضية الرئيسية تتفرع الفرضيات الفرعية التالية:

- الفرضية الفرعية الأولى: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية الثانية: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية الثالثة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية للشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية الرابعة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية الخامسة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين هيكل أصول الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية السادسة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين فرص نمو الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

- الفرضية الفرعية السابعة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين خطورة أعمال الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية الثامنة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية التاسعة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس إدارة الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
- الفرضية الفرعية العاشرة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تركيز ملكية الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

7- نتائج التحليل:

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يستعرض هذا الجزء أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مثل المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، بالإضافة إلى أدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة. يتضح من نتائج الجدول رقم (1) أن متوسط نسبة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية الصناعية 53.22% كما وتراوح أدنى نسبه وأعلى نسبة لتوزيع الأرباح ما بين صفر كحد أدنى و 67.1621 كحد أعلى وبانحراف معياري قدرة 3.3228 ويرجع هذا إلى الاختلاف الكبير بين الشركات الصناعية الأردنية وتفاوت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح بسبب اختلاف مستوى ربحيتها ومستوى المخاطر التي تواجهها. أما المتغيرات الأخرى فهي متباينة أيضاً في قيمها ويمكن استعراضها من خلال الجدول المذكور.

جدول رقم (1)

تحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات (Variables)	الوسط الحسابي (Mean)	الانحراف المعياري (Std.Dev)	أدنى قيمة (Min)	أقصى قيمة (Max)
Dividend Policy	0.5322	3.3228	0.0000	67.1621
Financial Leverage	0.3349	0.2402	0.0000	2.2753
Assets Structure	0.3752	0.1980	0.0000	0.8900
Growth Opportunities	1.5421	65301.	0	7.4700
Liquidity	3.2496	7.2814	0.0100	156.6400
Ownership Concentration	0.5340	0.2291	0.0422	0.9838
Profitability	0.0295	0.1067	-0.5867	0.8407
Firm Age	30.0365	14.2128	13.0000	61.0000
Board Size	9.0000	4.9584	1.000	13.0000
Business Risk	0.0754	0.0559	0.0179	0.3108
Firm Size	887,486.53	139,000,000	375,552	1,220,000,000

نتائج تحليل المكونات الرئيسية (PCA) Principle Component Analysis

تم استخدام طريقة تحليل المكون الرئيس لاستخراج العوامل الرئيسية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، واستخدام هذه التقنية يشير إلى تلك العوامل التي تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة. حيث يبين تحليل المكونات الرئيسية (PCA) بأن متغيرات الدراسة مستقلة إلى حد ما، ونقصد بالمستقلة بأن معاملات الارتباط منخفضة فيما بينها، حيث إن نتائج تحليل المكونات الرئيسية (PCA) تدل على أن متغيرات الدراسة العشر آلت إلى عشر مكونات رئيسة تتقاسم فيما بينها وصف المتغيرات الأصلية، حيث إن متغيرات الدراسة الأصلية متغيرات مستقلة بحد ذاتها لا يوجد ارتباط مرتفع إذ يصف كل منها عامل من العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح بشكل مختلف عن الآخر.

يبين الجدول رقم (2) بأن المكون الرئيس الأول (PC1) يصف 20% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، بينما وصف المكون الرئيس الثاني (PC2) 16.27% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وجاء المكون الرئيس الثالث (PC3) ليصف حوالي 13% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية وقام المكون الرئيس الرابع (PC4) بوصف ما لا يقل عن 12% من التباين في المتغيرات الأصلية للدراسة. كما ونلاحظ من الجدول رقم (2) بأن المكونات الرئيسية الأربع الأولى فسرت حوالي 61% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وبذلك تتابع خوارزمية تحليل المكونات الرئيسية Principle Component Analysis إنجاز عملها بأسلوب يشبه القضم مكونة عدد من المكونات الرئيسية غير المترابطة فيما بينها، وبمعنى آخر أنه إذا تم حساب الارتباط بين المكون الرئيس الأول (PC1) والمكون الرئيس الثاني (PC2) ستكون نتيجة الارتباط تساوي صفر، وهكذا بالنسبة لكل من (PC3) و (PC4) وصولاً إلى (PCn) حيث (n) هي العدد الكلي للمتغيرات المدروسة وحينها تصل النسبة التراكمية إلى 100% كما هو واضح من الجدول التالي.

جدول رقم (2)

تحليل المكونات الرئيسية

Number	Value	Difference	Proportion	Value	Cumulative Proportion
PC1	2.0166	0.3896	0.2017	2.0166	0.2017
PC2	1.6270	0.3627	0.1627	3.6435	0.3644
PC3	1.2643	0.1089	0.1264	4.9078	0.4908
PC4	1.1554	0.2003	0.1155	6.0632	0.6063
PC5	0.9551	0.0792	0.0955	7.0183	0.7018
PC6	0.8759	0.1416	0.0876	7.8942	0.7894
PC7	0.7343	0.2059	0.0734	8.6285	0.8629
PC8	0.5284	0.0296	0.0528	9.1569	0.9157
PC9	0.4988	0.1544	0.0499	9.6557	0.9656
PC10	0.3443	---	0.0344	10	1

كما ويبين الجدول رقم (3) أن المكون الرئيس الأول (PC1) يتألف من مجموعة من عوامل الدراسة الأصلية التي تفسر أكبر قدر ممكن من التباين بين متغيرات الدراسة ضمن توليفة الصفة التخيلية الأولى والتي تتضمن الربحية بحوالي

52% يليها متغير حجم مجلس الإدارة بنسبة 36.28%، ويأتي فيما بعد حجم الشركة بنسبة تبلغ 30.62%، ومن ثم فرص النمو وبنسبة تقدر بـ 26%. يأتي متغير السيولة من ضمن العوامل الرئيسية إذ يأخذ أعلى نسبة في المكون الرئيس الثاني (PC2) بحوالي 50%، يليه متغير تركيز الملكية بنسبة 39.49% كما وتقدر نسبة متغير خطورة أعمال الشركات بحوالي 31%، إذ يليها الربحية بنسبة 23%. كما وتضمنت توليفة الصفة التخيلية الثالثة والتي يطلق عليها تسمية المكون الرئيس الثالث (PC3) متغير حجم الشركة والذي يقدر بأعلى نسبة في هذه التوليفة إذ بلغ ما نسبة 48.47% ليكون هذا المتغير هو إحدى العوامل الرئيسية يليه متغير تركيز الملكية إذ بلغت نسبته حوالي 48% ليأتي متغير فرص النمو بالمرتبة الثالثة في هذه التوليفة ويأخذ ما نسبته 47.40% من تفسير التباين لمتغيرات الدراسة الأصلية بينما بلغت نسبة الرافعة المالية حوالي 30%. وبالمكون الرئيس الرابع (PC4) نختتم أهم المكونات الرئيسة الأربع الأولى التي تفسر حوالي 61% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية كما وذكرنا سابقاً، إذ يتألف هذا المكون من عمر الشركة والذي بلغت نسبته أعلى نسبة في هذه التوليفة إذ تقدر بحوالي 70%، يليه متغير خطورة أعمال الشركات بنسبة قدرها 55.57%، بينما بلغت نسبة السيولة وحجم مجلس الإدارة حوالي 12% و9% على التوالي. وتفسر هذه النتائج بأن كل مكون من المكونات الرئيسة لأربع الأولى ما هي إلا عبارة عن صفات تخيلية محسوبة كما تم التوضيح سابقاً بدلالة الصفات الحقيقية، لكن بأوزان متفاوتة وضعت وحددت لكي تعبر عن أكبر قدر ممكن من التباينات التي تظهر ما بين المتغيرات المدروسة وتتألف من توليفة مختلفة من متغيرات الدراسة الأصلية، حيث إن تحليل المكونات الرئيسة (PCA) بطبيعته ينتج مكونات رئيسة مستقلة وغير مترابطة فيما بينها.

جدول رقم (3)

المكونات الرئيسة ومتغيرات الدراسة

Variable	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4	PC 5	PC 6	PC 7	PC 8	PC 9	PC 10
FIRM AGE	0.1796	0.0327	0.1670	0.7048	-0.1931	-0.3825	0.3593	-0.2281	0.2713	0.0617
BOARD SZ	0.3634	-0.4570	-0.0559	0.0900	-0.1538	0.3624	0.0992	0.5566	0.2841	0.3043
LVE	-0.3628	-0.3215	0.3103	0.0398	0.4519	-0.0025	-0.3257	-0.2090	0.5022	0.2469
TANG	-0.3943	0.0515	0.2058	-0.1289	-0.1866	0.5538	0.6077	-0.2114	0.1462	-0.0776
GROW	0.2647	0.1533	0.4740	-0.0287	-0.5075	0.2458	-0.5122	-0.1678	0.1607	-0.2157
LIQ	0.2234	0.4960	-0.2800	0.1153	0.4045	0.2520	-0.0105	0.1079	0.4946	-0.3589
OWNCONCENT	-0.0705	0.3949	0.4837	-0.3321	0.0046	-0.3784	0.1865	0.5102	0.1807	0.1544
PROFT	0.5168	0.2304	0.1157	-0.2073	0.2564	0.1622	0.1276	-0.4071	-0.1338	0.5758
RISK	-0.2504	0.3120	0.2119	0.5557	0.1593	0.3482	-0.1831	0.2841	-0.4133	0.2338
FIRM SZ	0.3062	-0.3289	0.4847	0.0295	0.4332	0.0319	0.1965	0.0566	-0.2835	-0.5013

كما ويبين الجدول رقم (4) مصفوفة الارتباط التي تشير إلى معاملات الارتباط بين المتغيرات الأصلية للدراسة، حيث تشير مصفوفة الارتباط إلى عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollenearity) بين متغيرات الدراسة المستقلة وبالتالي فإن جميع هذه المتغيرات سوف تأخذ بعين الاعتبار في التحليل.

جدول رقم (4)
مصفوفة الارتباط

Variable	AGE	BOARD	LVE	TANG	GROW	LIQ	OWNCON	PROFT	RISK	FIRMSZ
FIRM AGE	1.0000	0.0797	-0.1206	-0.1488	0.0943	0.0266	-0.0314	0.0304	0.1436	0.1252
BOARD SZ	0.0797	1.0000	-0.1000	-0.1573	0.1096	-0.0893	-0.3293	0.1225	-0.2494	0.3225
LVE	-0.1206	-0.1000	1.0000	0.1626	-0.1459	-0.2695	-0.0203	-0.3226	0.1255	0.1596
TANG	-0.1488	-0.1573	0.1626	1.0000	-0.0527	-0.1471	0.1154	-0.2204	0.1883	-0.1370
GROW	0.0943	0.1096	-0.1459	-0.0527	1.0000	-0.0097	0.1658	0.2549	0.0436	0.1034
LIQ	0.0266	-0.0893	-0.2695	-0.1471	-0.0097	1.0000	0.0429	0.3568	0.1631	-0.1270
OWNCONCE	-0.0314	-0.3293	-0.0203	0.1154	0.1658	0.0429	1.0000	0.0986	0.0644	0.0116
PROFT	0.0304	0.1225	-0.3226	-0.2204	0.2549	0.3568	0.0986	1.0000	-0.1620	0.2961
RISK	0.1436	-0.2494	0.1255	0.1883	0.0436	0.1631	0.0644	-0.1620	1.0000	-0.0970
FIRMSZ	0.1252	0.3225	0.1596	-0.1370	0.1034	-0.1270	0.0116	0.2961	-0.0970	1.0000

نتائج تحليل نموذج الدراسة:

يستعرض هذا الجزء من الدراسة نتائج تحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression) لمحددات سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية للفترة ما بين 2003-2012، حيث تم استخدام الانحدار اللوغاريتمي وذلك لأن العامل التابع (سياسة توزيع الأرباح) هو متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة "1" إذا قررت الشركة أن توزع أرباحاً، والقيمة "0" إذا ما قررت الشركة عدم توزيع أرباح لحملة الأسهم ويعود ذلك إلى أن هناك عدد كبير من الشركات الصناعية الأردنية لا تقوم بتوزيع الأرباح في كثير من السنوات، وهذا يقلل من كفاءة نماذج الأثر العشوائي والثابت (Fixed and Random Effect Model) في تقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة والمتغير التابع والمتمثل ب سياسة توزيع الأرباح.

حيث يبين الجدول رقم (5) ما يلي:

- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركات الصناعية الأردنية (Profitability) ونسبة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 1%، أي أنه كلما زادت ربحية الشركات كلما ارتفعت نسبة توزيع الأرباح على المساهمين فيها، حيث تدعم هذه العلاقة من قبل نظرية الإشارة (Signaling Theory) إذ تقوم الشركات الربحية بدفع التوزيعات على المساهمين فيها، لتوصل إشارة جيدة عن أدائها المالي، وبالتالي فإن النتائج تشير إلى قبول الفرضية الفرعية الأولى، كما وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Chang & Rhee, 2001; Ho, 2003; Fama & French, 2001) حيث توصلوا إلى أن الشركات التي يكون لديها صافي أرباح مستقرة يمكن أن تملك تدفقات نقدية حرة أكبر وبالتالي تميل إلى دفع توزيعات أكثر. كما وجاءت هذه النتيجة منسجمة مع ما توصل إليه (Jensen et al., 1992) إذ اثبتوا أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية تربط نسبة توزيع الأرباح بربحية الشركات والتي تقاس بنسبة صافي الدخل على إجمالي الأصول.
- أما فيما يتعلق بحجم الشركات (Firm Size) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة ونسبة توزيع الأرباح، وعليه لا يوجد

- أثر واضح لحجم الشركات الصناعية الأردنية على سياسة توزيع الأرباح لديها وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية الثانية، والتي تنص على أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح.
- إضافةً إلى ما سبق فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية (Financial Leverage) ونسبة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 1%، إذ غالباً ما تكون الشركات ذات المديونية المرتفعة متحفظة في سياستها لتوزيع الأرباح، ويعود ذلك إلى القيود التي تفرضها اتفاقيات القروض التي تأخذها الشركة على حرية الإدارة في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح وقد تلزم اتفاقيات القروض الشركة بخفض التوزيعات أو عدم دفع التوزيع على الإطلاق بعد أخذ القرض (الميداني، 2010).
- وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية الثالثة، كما وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Mollah et al., 2002) عندما قاموا بدراسة الأسواق الناشئة حيث توصلوا إلى أن الشركات ذات النسب المديونية المرتفعة تواجه ارتفاعاً في تكاليف المعاملات مما يدفعها إلى خفض نسبة توزيعات الأرباح لتجنب تكلفة التمويل الخارجي، حيث تتوافق النتيجة التي توصلوا إليها مع ما توصل إليه (Rozeff, 1982) الذي يشير إلى أن الشركات التي تزيد فيها نسبة الرفع المالي تميل إلى خفض نسبة توزيع الأرباح النقدية من أجل خفض تكاليف المعاملات المرتبطة بعملية التمويل الخارجي، بينما جاءت هذه النتيجة متعارضة مع ما توصل إليه "كانيا وباكون" (Kania & Bacon, 2005) حيث توصلوا إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة سياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية للشركات، إذ برروا ذلك بأن هناك بعض الشركات التي تعتمد على الديون من أجل سداد توزيعات الأرباح، ووافقهم بالرأي "تشانج و ري" (Chang & Rhee, 1990) حيث أشارا إلى أن الشركات التي تكون فيها نسبة توزيع الأرباح مرتفعة تميل إلى التمويل عن طريق الدين، في حين أن الشركات التي تملك نسب منخفضة من توزيعات الأرباح تميل إلى التمويل عن طريق أموال الملكية.
- كما دلت النتائج أيضاً على وجود علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة (Liquidity) مقاسة بالنسبة الحالية وذلك من خلال قسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة ونسبة توزيع الأرباح، وعليه لا يوجد أثر واضح لسيولة الشركات الصناعية الأردنية على سياستها المتبعة في توزيع الأرباح وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية الرابعة والتي تنص على أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركات ونسبة توزيع الأرباح.
- أما فيما يتعلق بهيكل الأصول (Assets Structure) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 1%، أي أنه كما ارتفعت نسبة الأصول الثابتة كما انخفضت نسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية الخامسة، كما وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Al-Najjar & Hussainey, 2009; Moradi et al., 2012) حينما توصلوا إلى أن زيادة نسبة الأصول الملموسة في الشركات يؤدي بدوره إلى زيادة الديون والقروض قصيرة الأجل، وبعبارة أخرى إن الشركات التي تتحمل تكلفة استثمار أكبر بسبب الاستثمار في الأصول الثابتة تحتاج إلى المزيد من التمويل وفقاً لنظرية أوليات التمويل (Pecking Order Theory) إذ تفضل هذه الشركات التمويل من مصادرها الداخلية والتي تتمثل بأرباحها المحتجزة على توزيع هذه الأرباح على المساهمين فيها.

- أضيف إلى ما سبق فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو (Growth Opportunities) ونسبة توزيع الأرباح، وعليه لا يوجد تأثير واضح لمتغير فرص النمو على سياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية الأردنية، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية السادسة والتي تنص على وجود علاقة سلبية تربط سياسة توزيع الأرباح بفرص النمو، بينما جاءت هذه النتيجة متناقضة مع ما توصل إليه Naceur et al., (2006) الذين أشاروا إلى أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتي تقيس فرص النمو لا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الشركات التونسية، كما وجاء "كوالويسكي" Kowalewski et al., (2008) متفقاً مع ما سبق حينما وجد علاقة إيجابية غير مهمة إحصائياً تربط سياسة توزيع الأرباح بفرص النمو
- أما فيما يتعلق بخطر أعمال الشركة (Business Risk) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة 1%، حيث إن خطورة الأعمال تحد من قدرة الشركات على توفير العائد المتوقع لحملة الأسهم حيث يشير ارتفاع نسبة مخاطر الأعمال إلى ارتفاع نسبة حدوث الإفلاس للشركات وبالتالي تقل احتمالية وإمكانية الشركات على دفع توزيعات الأرباح على المساهمين، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية السابعة وتتفق هذه النتيجة مع (Ho, 2003; Chang & Rhee, 2001; Amidu & Abor, 2006; Kowalewski et al., 2008; Rozeff, 1982; Jensen et al., 1992) حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن الشركات ذات التدفقات النقدية المستقرة لديها القدرة على التنبؤ بأرباحها المستقبلية بشكل أكثر دقة، مما يمكن هذه الشركات من الالتزام بدفع نسبة أكبر من أرباحها إلى المساهمين فيها، إلا أن نسبة خطورة الأعمال المرتفعة في الشركات تجعلها تواجه تقلبات في تدفقاتها النقدية مما يؤدي إلى زيادة متطلبات التمويل الخارجي مما يقوِّدهم إلى الحد من توزيع الأرباح في محاولة للحفاظ على توزيع أرباح نقدية مستقرة وتجنب التكلفة العالية للتمويل الخارجي.
- كما وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة (Firm Age) وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة 1%، أي أنه كلما زاد عمر الشركة كلما ارتفعت نسبة توزيع الأرباح، إذ إن الشركات التي تأسس حديثاً تميل إلى دفع توزيعات منخفضة نسبياً بالمقارنة مع الشركات القائمة بالفعل، حيث تقوم باحتجاز أرباحها من أجل عمليات التوسع والنمو المستقبلية وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية الثامنة، كما وجاءت منسجمة مع ما توصل إليه (Afza & Mirza, 2011; Nnadi et al., 2013) الذين أشاروا إلى أن الشركات الناضجة (Mature) تعاني من قلة فرص النمو المتاحة مما يؤدي إلى انخفاض في نفقات رأس المال لديها، وبالتالي فإن هذه الشركات يتوفر لديها سيولة عالية وتدفقات نقدية حرة مرتفعة مما يساعدها على دفع توزيعات أرباح مرتفعة، كما وجاءت هذه النتائج منسجمة مع النتائج التي توصل إليها "براف وأخرون" Brav et al., (2005) الذين أشاروا إلى أن الشركات الأكثر نضجاً سوف تقوم على توزيع أرباح أعلى مقابل الشركات الحديثة التي يلزمها الاحتفاظ بالنقدية من أجل عمليات النمو والتوسع المستقبلية.
- أما فيما يتعلق بتركز الملكية (Ownership Concentration) فقد أشارت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية تربطها بسياسة توزيع الأرباح، وعليه لا يوجد أثر واضح لتركيز الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وعليه فإننا نرفض الفرضية الفرعية التاسعة والتي تنص على أن

هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تركيز ملكية الشركة وسياسة توزيع الأرباح. كما وجاءت هذه النتيجة متعارضة مع ما توصل إليه "كلايسينس وجانكوف" (1999) Claessens & Djankov إذ أشارا أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وسياسة توزيع الأرباح حيث أثبتنا أن تركيز الملكية يزيد إلى حد ما من قيمة الشركة، إذ إن الشركات التي تكون في نسبة مرتفعة من تركيز الملكية تستهلك موارد أقل في المشروعات الاقتصادية منخفضة العوائد مما يعني زيادة التدفقات النقدية لديها وبالتالي زيادة نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين. كما وقد وافقهم الرأي (Easterbrook, 1984; La Porta et al., 2000) الذي أشار إلى أن توزيع الأرباح يمكن أن تستخدم للحد من صراعات الوكالة، موضحاً ذلك بأن توزيع الأرباح من الممكن أن تكون البديل الأنسب لمراقبة الإدارة وبما أن حملة الأسهم هم من يتحمل تكاليف مراقبة الإدارة، يأتي دور كبار المساهمين الذين يملكون حوافز أكبر لطلب توزيعات أرباح مرتفعة من أجل خفض تكاليف رقابة الإدارة.

أضف إلى ما سبق أن نتائج الدراسة توصلت لوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة (Board Size) مقياساً بعدد أعضاء المجلس وسياسة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 5%، مما يعني زيادة نسبة توزيع الأرباح مع زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات الصناعية الأردنية وعليه فإننا نقبل الفرضية الفرعية العاشرة، وجاءت متفقة مع دراسة (Mansourinia et al., 2013) إذ توصلت هذه الدراسات إلى أن كلما كبر حجم مجلس الإدارة ازادت نسبة توزيع الأرباح موضحين ذلك بأن احجام مجلس الإدارة الكبيرة تؤدي إلى صعوبة في عمليات التنسيق والاتصال وصنع القرار وبذلك يكون لحجم مجلس الإدارة الكبير نسبياً، تأثير سلبي على أداء الشركات الأمر الذي يؤدي إلى غياب الرقابة وزيادة تكاليف الوكالة، حيث يأتي دور سياسة توزيع الأرباح كأداة فعالة لخفض تكاليف الوكالة في حال غياب آليات المراقبة الأخرى.

كما يبين الجدول رقم (5) بأن قيمة R-squared بلغت 40.09% وهذا يدل على أن متغيرات الدراسة المستقلة مجتمعة تفسر حوالي 40% من التباين في المتغير التابع والذي يتمثل بـ (سياسة توزيع الأرباح).

جدول رقم (5)

تحليل عينة الدراسة باستخدام تحليل الانحدار اللوغاريتمي

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-6.8942	2.3377	-2.9492	0.0032
PROFIT	21.1027	2.7125	7.7799	0.0000
FIRM SZ	0.4485	0.2762	1.6240	0.1044
LVE	-4.0276	0.7628	-5.2802	0.0000
LIQ	-0.0970	0.0205	-0.7304	0.4897
TANG	-2.2784	0.7063	-3.2258	0.0013
GROW	0.1674	0.1438	1.1640	0.2444
RISK	-11.9079	3.3611	-3.5429	0.0004
FIRM AGE	2.3046	0.6917	3.3319	0.0009
OWNCONCE	-0.4933	0.6262	-0.7878	0.4308
BOARD SZ	2.6429	1.1839	2.2323	0.0256
R-squared	0.4009			

8- ملخص النتائج والتوصيات:

هدفت هذه الدراسة إلى إعادة فحص العوامل المختلفة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح واستخدام تحليل المكونات الرئيسية والانحدار اللوغاريتمي للتعرف إلى أهم العوامل الرئيسية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2003-2012. وعليه فإن أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها نتائج التحليل باستخدام طرق قياسية تتلاءم وطبيعة البيانات ما يلي.

النتائج:

يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فيما يلي:

- 1- بلغ معدل توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة ما يعادل 53%، وبانحراف معياري قدرة 3.32 ويرجع هذا إلى الاختلاف الكبير بين الشركات الصناعية الأردنية وتفاوت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح.
- 2- تحليل المكونات الرئيسية لمتغيرات الدراسة يبين أن متغيرات الدراسة الأصلية مستقلة وذات معاملات ارتباط منخفضة نسبياً، حيث إن المكون الرئيس الأول يصف 20% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، بينما وصف المكون الرئيس الثاني 16% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وجاء المكون الرئيس الثالث ليصف حوالي 13% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وقام المكون الرئيس الرابع بوصف ما لا يقل عن 12% من التباين في المتغيرات الأصلية للدراسة.
- 3- تشكل الربحية العامل الرئيس في المكون الرئيس الأول (PC1)، بينما يأتي متغير السيولة ليشكل العامل الرئيس في المكون الرئيس الثاني (PC2)، ويأتي متغير حجم الشركة ليشكل العامل الرئيس في المكون الرئيس الثالث (PC3)، بينما في المكون الرئيس الرابع (PC4) يأتي متغير عمر الشركة ليشكل العامل الرئيس فيه.
- 4- إن ربحية الشركة وخطورة الأعمال والمديونية هي المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

التوصيات:

- في ضوء النتائج السابقة التي توصلت إليها الدراسة تقترح الدراسة مجموعة من التوصيات تتلخص في النقاط التالية:
- 1- على الشركات الصناعية الأردنية أخذ متغير الربحية وخطورة الأعمال ونسبة المديونية كعوامل بالغة الأهمية عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح، مع الأخذ بعين الاعتبار باقي العوامل بالشكل الأنسب الذي يلاءم الشركة ومساهمها، مما ينتج عنه قرار توزيع أمثل للأرباح.
 - 2- توصي الدراسة بأن يكون قرار توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية مدروساً ومحسوباً بأسس علمية حتى تحقق الشركة هدفها الرئيس وهو تعظيم سعر السهم.
 - 3- زيادة اهتمام مديري الشركات الصناعية الأردنية بالأبحاث والدراسات التي تبين العوامل الرئيسية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، لاتباع سياسة توزيع الأرباح الأنسب والتي تمكنهم من استخدام الأرباح التي تحققها على أنها مصدر لتمويل والمحافظة على أسعار أسهمها في السوق.
 - 4- تطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى في بورصة عمان للأوراق المالية مثل قطاع البنوك، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات، أو تطبيقها على كامل السوق.

المراجع

أولاً- مراجع باللغة العربية:

- الميداني، محمد. (2010). الإدارة التمويلية في الشركات. ط 3. الرياض: مكتبة العبيكان.
- حسين، هاشم حسن. (2008). "العوامل المؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"، *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية*، ع 17، ص 209-230.

ثانياً- مراجع باللغة الأجنبية:

- Afza, T. and H. H. Mirza. (2011). "Do Mature Companies Pay More Dividends? Evidence from Pakistani Stock Market", *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 2, No. 2, Pp. 152-161.
- Aivazian, V.; L. Booth and S. Cleary. (2003). "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms" *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, Pp. 87-371.
- Al-Gharaibeh, M.; Z. Zurigat and K. Al-Harabsheh. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No. 9, Pp. 769-796.
- Al-Haddad, W. M.; S. T. Alzurqan and F. J. Al_Sufy. (2011). "The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An empirical study on Amman Stock Exchange", *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 1, No. 4, Pp. 55-69.
- Al-Kuwari, D. (2009). "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", *Global Economy & Finance Journal*, Vol. 2, No. 2, Pp. 38-63.
- Al-Malkawi, H. N. (2008). "Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data", *International Journal of Business*, Vol. 13, No. 2, Pp. 178-195.
- Al-Najjar, B. (2009). "Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, Iss. 3, Pp. 182-197.
- Al-Najjar, B. and K. Hussainey. (2009). "The Association between Dividend Payout and Outside Directorships", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10 No. 1, pp. 4 – 19.
- Al-Shubiri, F. N. (2011). "Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange", *Far East Journal of Psychology and Business*, Vol. 4, No. 2, Pp. 1-15.
- Alzomaia, T. and A. Al-Khadhiri. (2013). "Determination of Dividend Policy: Evidence from Saudi Arabia", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 4, No. 1, Pp. 181-192.
- Amidu, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Tock Exchange, *Investment Management Financial Innovation journal*, Vol. 4, Issue 2, Pp. 103-112.
- Amidu, M. and J. Abor. (2006). "Determinants of the Dividend Payout Ratio in Ghana", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 7, No. 2, Pp. 136-145.
- Azeem, M.; Z. Akbar and A. Usman. (2011). "Investigating Compliance of Dividend Policy with Firm Size: A Case of Karachi Stock Exchange listed Companies", *International Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 2, No. 11, Pp. 263-279.
- Black, F. (1976). "The Dividend Puzzle", *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, Pp. 5-8.
- Brav, A.; J. Graham; C. Harvey and R. Michaely. (2005). "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, Pp. 483-527.
- Chang, R. P. and S. G. Rhee. (2001). *The Impact of Personal Taxes on Corporate*
- Claessens, S. and S. Djankov. (1999). "Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, Pp. 498-513.

-
- Daradkah, D. A. and M. M., Ajlouni. (2013). “The Effect of Corporate Governance on Bank’s Dividend Policy: Evidence from Jordan”, *Australian Journal of Business and Management Research*, Vol. 3, No. 01, Pp. 30-39.
 - Earnhart, D. and L. Lizal. (2006). “Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, Pp. 111-129.
 - Easterbrook, F. (1984). “Two Agency-cost Explanations of Dividends”, *American Economic Review*, Vol. 74, Pp. 650–659.
 - Fama, E. F. and K. R. French. (2001). “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, Pp. 3-43.
 - Forte, C. R. (2006). *The Determinants of Dividend Payments in the UK, Germany, Italy, and France*, Working Paper, Retrieved August 6, 2013.
 - Gill, A.; N. Biger and R. Tibrewala. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States, *The Open Business Journal*, Vol. 3, Pp. 8-14.
 - Glen, J. D.; K. Yannis; R. M. Robert and S. Sanjay. (1995). “Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 6, Pp. 54-63.
 - Gul, S.; S. Mughal; S. A. Bukhari and N. Shabir. (2012).” The Determinants of Corporate Dividend Policy: An Investigation of Pakistani Banking Industry”, *European Journal of Business and Management*, Vol. 4, No.12, Pp. 1-5.
 - Gupta, A. and C. Banga. (2010). The Determinant of Corporate Dividend Policy, *Decision Journal*, Vol. 37, No. 2, Pp. 64-77.
 - Harada, K. P. Nguyen. (2006). *Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan*, Working Paper, Online www.ssrn.com.
 - Ho, H. (2003). “Dividend Policies in Australia and Japan”, *International Advances in Economic Research*, Vol. 9, No. 2, Pp. 91-100.
 - Jensen, G. R. and P. S. Donald and S. Z. Thomas. (1992). “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, Pp. 63-247.
 - Juhmani, O. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of Bahraini Firms, *Abhath Al-Yarmouk Humanities and Social Sciences Series*, Vol. 23, No. 1, Pp 325-338.
 - Kania, S. L. and F. W. Bacon. (2005). “What factors motivate the corporate dividend decision” *American Society of Business and Behavioral Sciences E-Journal*, Vol. 1, No. 1. Pp. 97-107.
 - Kowalewski, O.; I. Stetsyuk and O. Talavera. (2008). “Does Corporate Governance Determine Dividend Payouts in Poland”, *Post-Communist Economies*, Vol. 20, No. 2, Pp. 203-218.
 - Kumar, P. C. and G. P. Tsetsekos. (1999). The Differentiation of Emerging Equity Markets, *Applied Financial Economics Journal*, Vol. 9, Issue 5, Pp. 443-453.
 - Litai, C. ; L. Chuan and Y. Kim. (2011). « Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies”, *International Business and Management*, Vol. 3, No. 1, Pp. 176-188.
 - Mansourinia, E.; M. Emamgholipour; E. A. Rekabdarkolaei and M. Hozoori. (2013). “The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, Vol. 2, No. 6, Pp. 237-241.
 - Mollah, S.; K. Keasey and H. Short. (2002). *The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange*, Working Paper online www.bath.ac.uk.
 - Moradi, M.; M. Salehi and S. Honarmand. (2010). “Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran”, *Poslovna Izvrnost Zagreb*, Vol. 4, No. 1, Pp. 45-62.

- Naceur, S. B.; M. Goaid and A. Belanes. (2006). "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy", *International Review of Finance*, Vol. 6, No. 1-2, Pp. 1-23.
- Nnadi, M.; N. Wogboroma and B. Kabel. (2013). "Determinants of Dividend Policy: Evidence from Listed Firms in the African Stock Exchanges", *Panoeconomicus*, Vol. 6, Pp. 725-741.
- Ramcharran, H. (2001). "An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets", *Emerging Market Quarterly Journal*, Vol. 5, Pp. 39-49.
- Rozeff, M. S. (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research*, Vol. 5, Pp. 249-259.
- Salameh, H. M.; B. A. Al-Zu'bi and A. E. Twairesh. (2012). "Determinants of Dividend Policy in the Saudi Arabia Market", *Arab Journal of Administrative Sciences*, Vol. 19, No. 2, Pp. 271-289.
- Utami, S. R. and E. L. Inanga. (2011). "Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 33, ISSN 1450-2275, Pp. 8-24.

Principle Component Analysis and Dividends Policy: The Case of Amman Stock Exchange

Dr. Dima Waleed Hanna Alrabadi

Associate Professor - Department of Finance
and Banking Sciences

Laila Omar Mustafa Abu zeyadeh

Master in
Finance and Banking Sciences

Faculty of Economics and Administrative Sciences
Yarmouk University
Hashemite Kingdom of Jordan

ABSTRACT

This study aims to investigate the determinants of the dividends policy of the industrial firms listed in Amman Stock Exchange over the period (2003-2012). Principle component analysis is performed to extract the prominent factors that would affect the dividends policy from various variables and then the Logit regression is conducted to identify the major determinants of the dividend policy.

Variables examined are represented by (profitability, firm size, financial leverage, liquidity, assets structure, growth opportunities, business risk, firm age, ownership concentration and board of directors Size). The dependent variable is (dividend policy) which has been measured as a dummy variable with the value (1) if the company paid dividend, and (0) if it did not. The study used time series-cross-sectional data analysis (panel data analysis) for 52 industrial Jordanian companies.

The results of the study show that on average the Jordanian industrial company's distribute approximately 53% of their profits as dividends. The study also finds that there is a statistically significant positive effect for each of the (company's profitability, age, and size of the board of directors) on the dividend policy in the Jordanian industrial firms during the study period. Moreover, it finds a statistically significant negative relationship between (business risk, assets structure, and financial leverage) and dividend policy. Logit regression analysis shows that profitability, business risk and financial leverage are the major determinants of the dividend policy for Jordanian industrial companies.

Key words: Dividend Policy, Firm Characteristics, Principle Component Analysis, Logit Regression, Amman Stock Exchange.