



جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

رسالة ماجستير بعنوان:

تأثير مستوى تكاليف الوكالة للشركات على سياسة توزيع الأرباح: دراسة ميدانية - الأردن

**The Impact of Agency Costs Level of Firms on Dividends Policy:
Empirical Study-Jordan**

إعداد الطالب

عبادة خالد محمد عبيدات

إشراف

الأستاذ الدكتور: محمود حسن قاقيش

حقل التخصص - المحاسبة

الفصل الأول

2013-2012

تأثير مستوى تكاليف الوكالة للشركات على سياسة توزيع الأرباح : دراسة
ميدانية – الأردن

The Impact of Agency Costs Level of Firms on Dividends Policy: An Empirical Study-Jordan

إعداد الطالب

عبادة خالد محمد عبيدات

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في كلية الاقتصاد
والعلوم الادارية في تخصص المحاسبة في جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

وافق عليها

أ.د. محمود حسن قاقيش
مشرفاً رئيساً

أستاذ في المحاسبة – جامعة اليرموك

أ.د. ميشيل سعيد سويدان
عضواً

أستاذ في المحاسبة – جامعة اليرموك

د. زياد محمد زريقات
عضواً

أستاذ مساعد في العلوم المالية والمصرفية – جامعة اليرموك

قدمت الرسالة

2012/12/11م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذْنَا إِنْ نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلَا تَحْمِلْ

عَلَيْنَا إِحْسَافًا مِمَّا حَمَلْتَهُ عَلَيَّ الذُّنُوبَ مِنْ قَبْلِنَا رَبَّنَا وَلَا

تَحْمِلْنَا مَا لَا طَاقَةَ لَنَا بِهِ وَاعْفُ عَنَّا وَارْحَمْنَا

أَنْتَ مَوْلَانَا فَانصُرْنَا عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ"

صدق الله العظيم

سورة البقرة (الآية 286)

الأهداء

إلى ملاكبي في الحياة .. إلى معنَى العجب وإلى معنَى الدنان والتفاني...إلى بسمة الحياة
وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وعنايتها بلسم جراحي إلى من ركع العطاء
أمام قدميها وأعطتنا من دمها وروحها وعمرها حبا وتصميما ودفعنا لحد أجل إلى التي
أعطتنا كل شيء ولم تطلب أي شيء، إلى الغالية التي لا نرى الأمل إلا من عينها إلى

أغلى العبايب

إليك يا أمي العجيبة (حفظك الله)

إلى من سعى وشقا لأنعم بالراحة والهناء إلى الذي لم يبذل بشيء من أجل دفعي في
طريق النجاح إلى الذي علمني أن ارتقي سلم الحياة بحكمة وصبر إلى من كتبت أنامله
ليقدم لنا لحظة سعادة إلى الذي لا تنبه الكلمات والشكر والعرفان بالجميل

إليك يا أبي العزيز (حفظك الله)

إلى من حبها يجري في عروقي ويلهج بذكرها فؤادي إلى من قاسمتني حلو الحياة
ومررها إلى سندي وقوتي وملاكي بعد الله إلى من أثرتني على نفسي إلى من علمتني
علم الحياة إلى من أظهرت لي ما هو أجل من الحياة إلى من هي أقرب إلي من روعي

إليك يا حبيبة قلبي حبيبتي الغالية حريمه (حفظك الله)

إلى من كانوا دوما عوني وزادي في مشواري، والذين تجمعني بهم أصدق
المشاعر وأغلى الذكريات، إلى من أثروني على أنفسهم وبدونهم تفقد الحياة

معناها

إليكم إخواني الأبناء (محمد وعلي)، وأختي الحبيبة (هلا)

إلى كل من سكن ويسكن قلبي وناب عنه قلبي عمداً أو سهواً

إلى كل من دعاني يوماً ووقفه جنبي وساندي

إلى كل من رافقني في مشواري الدراسي زملائي وزميلاتي

إلى كل من يعرفه ويحب عبادته إلى من ومن ومن.....

إليكم جميعاً أهدي هذا العمل المتواضع ولو كانت القلوب تهدي لأهديتكم قلبي

مع خالص شكري واحترامي وتقديري

عبادة خالد عبيدالله

شكر وتقدير

في الحديده القدسي:

" محبدي لم تشكروني ما لم تشكر من قدمته لك الخير على يديه "

ربي اوزعني ان اشكر نعمتك التي انعمت علي وعلى والدي وان اعمل صالحاً
ترضاه.

الحمد لله والشكر له، الحمد لله الذي وفقني إلى اتمام هذا العمل، فما كان
لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه

ولا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري وتقديري وعرفاني
وامتناني إلى الأستاذ المشرف الدكتور محمود حسن قناويش

الذي لم يخل علياً بإرشاداته ونصائحه وتوجيهاته السديدة والتي كان لها بلوغ
الأثر في إنجاز هذا العمل المتواضع، وكذا صبره وسعة صدره وحرصه الدائم
لإتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحبي فيه روح التواضع والمعاملة
الحسنة، فجزاه الله عنى كل خير.

كما أحس بالشكر والتقدير الدكتور زياد زريقات الذي منعني من علمه
الواسع وجهده الكبير وتشجيعه المستمر لإخراج هذه الرسالة بأفضل صورة
علمية.

كما أتقدم بخالص الشكر والامتنان للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على
تفضلهم بقبول مناقشة الرسالة والحكم عليهما في سبيل تطوير هذا العمل
المتواضع كلاً من

الدكتور زياد زريقه والاساتذ الدكتور ميشيل سويدان

ولا يغوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى كل من أمدني بيد المساعدة من

قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل ولم يتسن لي ذكر اسمه

مواحد خالد محيّدان

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الإهداء
ت	شكر وتقدير
ج	فهرس المحتويات
د	قائمة الجداول
ذ	قائمة الملاحق
ذ	قائمة المختصرات
ز	ملخص الدراسة باللغة العربية
ش	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
2	1.1 مقدمة عامة
4	2.1 مشكلة الدراسة
4	3.1 أهداف الدراسة
5	4.1 أهمية الدراسة
5	5.1 خطة الدراسة
7	الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة
8	1.2 مقدمة
9	2.2 نظرية الوكالة
15	3.2 فرضيات نظرية الوكالة

17	4.2 سياسة توزيع الأرباح
17	1.4.2 مفهوم سياسة توزيع الأرباح
18	2.4.2 العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح
20	3.4.2 نظريات سياسة توزيع الأرباح
23	4.4.2 تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح
25	5.2 نظرية التدفقات النقدية الحرة
27	6.2 لمحة عامة عن سوق عمان المالي
27	1.6.2 نشأة سوق عمان المالي
28	2.6.2 الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي
28	3.6.2 التصنيف القطاعي الحديث لسوق عمان المالي
29	4.6.2 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي
31	5.6.2 أداء سوق عمان المالي عبر سنوات الدراسة
32	1.5.6.2 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم عبر سنوات الدراسة
34	2.5.6.2 القيمة السوقية لسوق عمان المالي عبر سنوات الدراسة
35	3.5.6.2 حجم التداول في سوق عمان المالي عبر سنوات الدراسة
36	الفصل الثالث: الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة
37	1.3 مقدمة
37	2.3 دراسات السوق الأردني
40	3.3 دراسات الدول النامية
53	4.3 دراسات الدول المتقدمة

55	5.3 ملخص الدراسات السابقة
62	6.3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة
63	7.3 فرضيات الدراسة
64	الفصل الرابع: منهجية الدراسة
65	1.4 مقدمة
65	2.4 مجتمع وعينة الدراسة
66	3.4 بيانات الدراسة وطرق جمعها
67	4.4 نموذج الدراسة
68	5.4 التعريف بمتغيرات الدراسة
68	1.5.4 المتغيرات التابعة
68	2.5.4 المتغيرات المستقلة
75	6.4 أساليب تحليل البيانات
79	الفصل الخامس: تحليل البيانات ومناقشة النتائج
80	1.5 مقدمة
80	2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
83	3.5 نتائج تحليل الانحدار المشترك
87	4.5 ملخص نتائج اختبار الفرضيات
89	الفصل السادس: ملخص النتائج، والتوصيات
90	1.6 مقدمة

90	2.6 ملخص النتائج
91	4.6 التوصيات
92	5.6 محددات الدراسة
93	المراجع العربية
95	المراجع الأجنبية
101	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
32	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة حسب القطاع	1.2
33	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية حسب القطاع	2.2
34	القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قطاعياً للأعوام 2009 - 2004	3.2
35	أحجام التداول القطاعية للموقين الأول والثاني حسب التصنيف القطاعي الجديد للأعوام 2009 - 2004	4.2
55	ملخص الدراسات السابقة	1.3
77	نتائج اختبار (VIF)	1.4
81	نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات نموذج الدراسة	1.5
84	نتائج تحليل نموذج الدراسة	2.5

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
1	أسماء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان (عينة الدراسة)	101

قائمة المختصرات

المختصر	المعنى
FCF	Free Cash Flow
DIV	Dividends
LEV	Leverage
M&M	Modigliani & Miller
ASE	Amman Stock Exchange
S&B	Standard & Boors
T	Tobit
GROW	Growth
PRFT	Profitability
OCF	Operating Cash Flow
T ASSETS	Total Assets
Δ NWC	Change Net Working Capital
Δ F Assets	Change Fixed Assets
TE	Total Equity
MVE	Market Value Equity

Net Profit	NP
Stockholders' Equity	SE
Ordinary Least Squares	OLS
Lagrange Multiplier Test	LMT
Variance Inflation Factor	VIF
Standard Deviation	Std.Div
Random Effect Model	REM
Fixed Effect Model	FEM
R Square	R²

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ملخص الدراسة

عبيدات، عبادة خالد، تأثير مستوى تكاليف الوكالة في الشركات على سياسة توزيع الأرباح:

دراسة ميدانية - الأردن، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2012.

إشراف الأستاذ الدكتور: محمود حسن قاقيش

تهدف هذه الدراسة إلى استقصاء أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة (2004 - 2009)، وعلى معرفة ما إذا كانت هذه العلاقة تتوافق مع فرضية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Hypothesis)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام عينة مكونة من (56) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان (ASE)، خلال الفترة الممتدة من سنة (2004) إلى سنة (2009).

وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب التحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وهو ما يعرف بـ (Panel Data Analysis)، الذي يتضمن خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية (Cross-Sectional Time-Series Data).

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية الحرة (FCF) ونسبة توزيع الأرباح (DIV). ولم يكن هناك أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الرفع المالي (LEV) ونسبة توزيع الأرباح (DIV)، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين كل من الحجم، والربحية، ومعدل النمو في الشركات الصناعية الأردنية من ناحية ونسبة توزيع الأرباح (DIV) من ناحية أخرى. واستناداً إلى النتائج التي تم التوصل إليها، توصي الدراسة إدارة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بزيادة نسبة توزيع الأرباح كإجراء وقائي لتخفيض التدفقات النقدية الحرة، ومن ثم الحد بشكل كبير من ظهور مشكلة الوكالة.

الكلمات المفتاحية: نظرية الوكالة، تكاليف الوكالة، سياسة توزيع الأرباح، نظرية

التدفقات النقدية الحرة، سوق عمان المالي (ASE).

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

Obeidat, Obadah Khaled." The Impact of Agency Costs Level of Firms on Dividends Policy: Empirical Study- Jordan", Master Theses, Yarmouk University, 2012.

**Supervision:
Prof. Mahmoud Hassan Qaqish**

Abstract

This study aims at investigating the scope of the level of agency costs in determining whether Jordanian firms pay or not to pay dividends during the period of 2004 to 2009. Also, this study aims at determining the relationship between agency costs and dividends policy, and investigate if this relationship is consistent with (Free Cash Flow Hypothesis), based on a sample of 56 industrial company listed in Amman stock exchange (ASE), for the period from 2004 to 2009.

The study was based on the panel data analysis which includes the characteristic of the sectional data, and time- series data (Gross-Sectional Time- Series Data). It's found that a negative relationship exists between free cash flow (FCF) and the percentage of dividends (Div), On the other hand, the study finds no relationship between the level of leverage (Lev) and the percentage of dividends (Div), Moreover, the study finds a positive relationship between each of size, profitability, growth in companies listed in Amman stock exchange, and Dividends.

Based on the findings, the study recommends the management of manufacturing companies listed in Amman stock exchange to increase the percentage of dividends as a mechanism to reduce the free cash flows, and then reduce the agency problem in these companies.

Keywords: Agency Theory, Agency Costs, Dividends Policy, Free Cash Flows Theory, Amman Stock Exchange (ASE).

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة عامة

2.1 مشكلة الدراسة

3.1 أهداف الدراسة

4.1 أهمية الدراسة

5.1 خطة الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة عامة

تعتبر التدفقات النقدية الحرة مؤشراً على الحالة المالية للشركة وأدائها، وتعكس بالتحديد قدرتها على سداد ديونها ودفع أرباح الأسهم، بالإضافة إلى قدرتها على الاستمرار والتوسع بالاعتماد على المصادر الداخلية للشركة (العراقي، 1990).

إن فرضية التدفق النقدي الحر لـ Jensen, (1986) تنص على أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة، معرضة بشكل كبير لتضارب المصالح بين المساهمين والمديرين نتيجة لاستخدام الإدارة للتدفقات النقدية الحرة بشكل يؤثر سلباً على قيمة الشركة السوقية، فارتفاع مستوى التدفقات النقدية بغياب الفرص الاستثمارية المربحة، قد يدفع الإدارة لاستثمار الفائض النقدي في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة أو غير المربحة تحقيقاً للمصالح الشخصية، وهو ما يؤدي إلى خلق تضارب في المصالح بين الطرفين يحمل المساهمين تكاليف إضافية تنتج عن محاولات الشركة في الحد من سلوك الإدارة في استنزاف موارد الشركة. وهو ما يسمى بتكاليف الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة (Jensen, 1986).

ويرى (Jensen, 1986) أن الدين وسياسة توزيع الأرباح يمكن أن يشكلوا أداة للحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن توفر فائض السيولة لدى الشركة، والذي يمكن استنزافه من قبل الإدارة في المشاريع غير المربحة، ومن هنا يرى فإن توزيع الأرباح على المساهمين يخفض بشكل مباشر من حجم السيولة لدى الإدارة.

إن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشراً على أن إدارة الشركة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات الأرباح (Utami & Inanga, 2011).

لقد نشأت نظرية الوكالة كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح بين طرفي الوكالة، وذلك من خلال نظرتها إلى الشركة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في الشركة، التي من شأنها الحد من سلوك الإدارة بتفضيل مصالحها الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى (Ekanayake, 2004).

وتعمل نظرية الوكالة بشكل عام على معالجة المشكلات التي تنشأ عن العلاقة بين المالكين والمديرين من ناحية انفصال الملكية عن الإدارة، واختلاف مصادر تمويل المشروع، وكذلك مشكلة تحمل المخاطر، ووظائف صنع القرار، ومراقبة أداء الوكلاء، فإذا تصرف أطراف علاقة الوكالة حسب مصالحهم الذاتية فإن ذلك سيتسبب في وجود صراعات مختلفة ينتج عنها تحمل تكاليف يطلق عليها " تكاليف الوكالة " (Pratt and Zeckhauser, 1985).

وقد عرف كل من (Jensen & Meckling, 1976, P.308) الوكالة بأنها: "عقد يعين بموجبه شخصاً أو عدة أشخاص شخصاً آخر هو الوكيل للقيام بأعمال معينة لفائدة الأول"

وبالتالي، فإن الهدف الأساسي لهذه الدراسة يتمثل في محاولة اختبار دور سياسة توزيع الأرباح كآلية من آليات الرقابة على مشكلة الوكالة الناجمة عن التدفقات النقدية الحرة، وكذلك اختبار أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

2.1 مشكلة الدراسة

يتسم سوق رأس المال في الأردن كغيره من أسواق الدول النامية بعدم المثالية، فمعوقات السوق تجعل من الصعب وصول الشركات إلى مصادر التمويل الخارجي، فوجود مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات تجعل من تكاليف التمويل الداخلي اقل نسبياً، وهو ما يؤثر بدوره على قرارات الاستثمار والتمويل، وبالتالي على قرارات سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية. المشكلة التي تواجه الشركات المدرجة في الأسواق المالية هو توفر فائض السيولة النقدية في ظل غياب فرص استثمارية مربحة يمكن استغلاله بطريقة تعارض أهداف الشركة، وهو ما يدفع الشركة إلى تحمل أعباء مالية وتكاليف إضافية لضبط سلوك الإدارة والحد من التصرفات التي تؤثر سلباً في القيمة السوقية للشركة. وقد اقترحت الدراسات السابقة العديد من الوسائل التي يمكن أن تحد من سلوك الإدارة كالدين وسياسة توزيع الأرباح. والسؤال المهم هنا ما هو أثر كل من التدفقات النقدية الحرة كمؤشر على تكاليف الوكالة، ودرجة الرفع المالي، والحجم، والربحية، ومعدل النمو، على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

3.1 أهداف الدراسة

إن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة يتمثل في استقصاء أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، والتحقق من أهمية مستوى تكاليف الوكالة في تحديد سياسة توزيع أو عدم توزيع الأرباح في تلك الشركات، وكذلك التحقق من نوعية العلاقة بينهما لمعرفة مدى انسجام وتوافق هذه العلاقة مع نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flows Theory)، والتي تفترض وجود تضارب في المصالح بين أصحاب الشركات ومديريها مما ينتج عنه، ما يسمى بمشكلة تكاليف الوكالة (Agency Costs Problem)، والتي من الممكن تداركها

أو تخفيفها بواسطة توزيع الشركات لأرباحها على المستثمرين. لذا، فإن هذه النظرية تتنبأ بوجود ارتباط سلبي ما بين سياسة توزيع الشركات لأرباحها على المستثمرين وتكاليف الوكالة، كما تهدف الدراسة إلى استقصاء أثر بعض خصائص الشركة كالتدفقات النقدية الحرة، والرفع المالي، والحجم، والربحية، ومعدل النمو على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية

4.1 أهمية الدراسة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق المالي. كما أنها تعتبر من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية. وبالتالي تتبع أهمية الدراسة من أنها تبحث في اختبار العلاقة بين مستوى تكاليف الوكالة مقاساً (بالتدفقات النقدية الحرة، والربحية، ومعدل النمو، وحجم الشركة)، وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، كوسيلة من وسائل الرقابة على مشكلات الوكالة بين المالكين والمديرين، وهي من الدراسات القليلة على حد علم الباحث التي أجريت في الأردن. وتساعد هذه الدراسة الإدارة على وضع الخطط المستقبلية واتخاذ القرارات المناسبة لتحسين الأداء وزيادة الربحية مقارنة بالشركات المنافسة.

5.1 خطة الدراسة

تهتم الدراسة الحالية باختبار أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وذلك في ستة فصول، يتناول الفصل الأول منها: مشكلة الدراسة، وأهدافها، وأهميتها، وهيكلها. في حين يتناول الفصل الثاني الإطار النظري لهذه الدراسة، إذ تم التطرق إلى نظرية الوكالة بمختلف مفاهيمها، مع التركيز على مفهوم تكاليف الوكالة، وأنواعها، وسياسة توزيع

الأرباح، والعوامل التي يمكن أن تؤثر عليها، وتم عرض النظريات المختلفة لسياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى فرضية التدفق النقدي الحر.

أما الفصل الثالث فيتناول الدراسات السابقة التي تطرقت للموضوع، إضافة إلى أهم ما يميز هذه الدراسة عن سابقتها، وفرضيات الدراسة. وخصص الفصل الرابع لمنهجية الدراسة، بالتعريف بعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة، إضافة إلى النماذج المستخدمة لاختبار الفرضيات والأساليب المستخدمة في التحليل. ويتناول الفصل الخامس تحليلاً مفصلاً للنتائج التي تم التوصل إليها. أما الفصل السادس فيتضمن ملخصاً للنتائج التي توصلت إليها الدراسة، وأبرز الاستنتاجات والتوصيات المقترحة وأهم المحددات التي واجهتها الدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

1.2 مقدمة

2.2 نظرية الوكالة

3.2 فرضيات نظرية الوكالة

4.2 سياسة توزيع الأرباح

5.2 فرضية التدفقات النقدية الحرة

6.2 لمحة عامة عن سوق عمان المالي

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

1.2 مقدمة

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في توزيع موارد المجتمع بشكل كفو، وذلك من خلال تجميع الموارد المالية المتاحة لدى الأطراف الاقتصادية سواء كانوا (أفراد، أو مؤسسات اقتصادية، أو مؤسسات مالية)، وتحويلها إلى استثمارات تساهم في التنمية الاقتصادية للدول (الزعيبي، 2000).

وتعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry)، التي تظهر بسبب عدم إلمام أحد أطراف العلاقة الاقتصادية بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر، من المشكلات الهامة التي يجب التصدي لها لما تحدثه من آثار سلبية على أداء الاقتصاد القومي، إضافة إلى المشكلات بين المالكين والمديرين، والتي تحدث بسبب أن مصالح المديرين في الشركات لا تتماشى بالضرورة مع مصالح حملة الأسهم (Rhodes, 2012).

وقد أدى انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات إلى تفتت الملكية وتوزيعها على عدد كبير من حملة الأسهم، بعضهم أو الغالبية العظمى منهم يملكون عدداً قليلاً من الأسهم، وقلة قليلة منهم تملك عدداً كبيراً من أسهم الشركة، الأمر الذي يترتب عليه ضعف قدرة المالكين على التحكم في تصرفات الإدارة، ونتيجة لوجود علاقة تعاقدية بين المالكين والمديرين فقد نشأت العديد من المشاكل، تركزت أهمها في مشكلة تضارب المصالح، إذ يعمل المديرين على تحقيق مصالحهم الخاصة بتعظيم عائداتهم بعدم بذل الجهد على حساب مصلحة المالكين، وبالتالي ظهر ما يسمى بتكاليف الوكالة (Agency Costs). ومن أجل تخفيض هذه المشكلة يتوجب على الإدارة اتخاذ قرارات تتماشى ومصالح حملة الأسهم (Sheeba, 2011).

ويستعرض هذا الفصل الأدبيات النظرية فيما يتعلق بنظرية الوكالة، وسياسة توزيع الأرباح،

ونظرية التدفقات النقدية الحرة.

2.2 نظرية الوكالة

يعود الأساس النظري لنظرية الوكالة إلى عام (1932) عندما توصل (Berle & Means) إلى أن فصل الملكية عن الإدارة يجعل الإدارة أكثر أنانية لسعيها في تحقيق مصالحها الشخصية على حساب المالكين (Wang, 2010)، ليتطرق بعدها كلاً من (Jensen & Meckling) سنة (1976) إلى مشكلة الوكالة، حيث أشارا إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة، وهو ما يطلق عليه "مشكلة الوكالة" (Agency Problem)، إلا أن المفاهيم التي تستند إليها هذه النظرية تعود إلى الاقتصادي المعروف (Adam Smith) عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والإدارة في كتابه ثروة الأمم (Jensen, 1994).

ولقد عرف كل من (Jensen & Meckling, 1976, P.308) الوكالة بأنها: " عقد يعين بموجبه شخص (رئيس) أو عدة أشخاص (رئيسين)، شخصاً آخر هو الوكيل للقيام بأعمال معينة لفائدة الطرف الأول، مما يستوجب تفويض السلطة للوكيل".

كما يعبر عن مشكلة الوكالة من خلال تحليلها إلى مشكلتين فرعيتين: تتمثل أولاهما في مشكلة المراقبة (Monitoring Problem)، والتي تنشأ لأن الموكل لا يستطيع التحقق فيما إذا كان الوكيل يتصرف بشكل مناسب وبما يحقق مصالح الموكل، أما المشكلة الثانية فهي مشكلة المشاركة في المخاطرة (Risk and Sharing Problem)، والتي تبرز عندما تختلف مواقف الوكيل والموكل تجاه المخاطرة (Ekanayke, 2004). وتفترض نظرية الوكالة أن أفضل الترتيبات

التعاقدية هي التي تحل مشكلة الوكالة بطريقة مثلى، وتعمل على تخفيض تكاليف الوكالة بأكثر قدر ممكن (Eisenhardt, 1989).

تهتم نظرية الوكالة بما يسمى بتعارض الوكالة (Agency Conflict) أو تضارب المصالح بين المالكين والمديرين، إذ أن المديرين لا يعملوا دائماً على تحقيق مصالح المالكين، وتحصل هذه المشكلة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) وعدم تكاملها بين أطراف علاقة الوكالة، وقد أشار (Mathieu, 1997) إلى نظرية الوكالة بأنها توضيح لكيفية تنظيم العلاقات بين أطراف الوكالة بشكل أفضل، والتي يكون فيها أحد الأطراف (الموكل) يحدد العمل الذي يقوم به الطرف الآخر (الوكيل). ويشير (التميمي، 2008) إلى أن الهدف الرئيس لنظرية الوكالة هو توضيح كيف تصمم الأطراف المتعاقدة العقود لتقليل التكاليف المرتبطة بها، وتخفيض حدة التضارب في المصالح بين طرفي علاقة الوكالة ومحاولة ربط مصالحها، بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل.

تعمل نظرية الوكالة على معالجة مشكلات العلاقة بين الموكل والوكيل من ناحية انفصال الملكية عن الإدارة، واختلاف مصادر تمويل المشروع برأس المال، وكذلك مشكلة تحمل المخاطر، ووظائف صنع القرار، ومراقبة أداء الوكلاء، فإذا تصرف أطراف علاقة الوكالة حسب مصالحهم الخاصة، فإن ذلك سيتسبب في وجود صراعات ينتج عنها تحمل تكاليف يطلق عليها " تكاليف الوكالة " (Agency Costs)، وهي:

- أ- نفقات الإشراف والمتابعة من قبل الموكلين.
- ب- النفقات المانعة من قبل الوكيل.
- ج- الخسائر المتبقية. (قريشي، رسالة دكتوراه، 2005).

وقد فسّر (Watts and Zimmerman, 1986) هذه التكاليف، حيث أن نفقات الإشراف

والمتابعة هي تكاليف تنفق من قبل المساهمين من أجل التحقق من أن إدارة الوكيل منسجمة مع هدف تعظيم منفعتهم ولمراقبة سلوكه، أي هي التكاليف التي تنجم عن متابعة ومراقبة الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله، أما التكاليف المانعة من قبل الوكيل فهي أنه هناك دوافع لدى الوكيل تدفعه للإنفاق لضمان أن لا يقوم ببعض التصرفات، ومن أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل، والتي يعبر له من خلالها على حسن الإدارة، وأخيراً حتى في ظل نفقات الإشراف والمتابعة من قبل الوكيل ستختلف التصرفات التي يقوم بها الوكيل عن التصرفات التي سيقوم بها المساهمين، إذ أن هذا الاختلاف في التصرفات على الثروة يسمى بالخسائر المتبقية.

يتضح مما تقدم بأن نظرية الوكالة تبحث في فهم أسباب تضارب المصالح ونتائجها، إذ تصف نظرية الوكالة الشركة كسلسلة عقود بين المساهمين والمديرين يحرصون على مصالحهم دونما اعتبار لمصالح الآخرين.

ويتم تصنيف تكاليف الوكالة حسب هيكل رأس المال المستخدم في تمويل الشركة إلى ما

يأتي:

1. تكاليف الوكالة للملكية

تحاول العديد من الشركات الاستثمار في فرص النمو المتاحة لها باستخدام مصادر التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وفي حالة عدم كفاية الشركة بتمويل تلك الفرص باستخدام التمويل الداخلي والمتمثل بالأرباح المحتجزة، فإنها تلجأ إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل في إصدار الأسهم، عند ذلك فإن الشركة تواجه حالة الصراع المحتملة بين المساهمين والمديرين، وقد

أوضحت الدراسات المعاصرة في نظرية الوكالة إلى أن مشكلة الوكالة تُبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات والتي تعود بالدرجة الأولى إلى عدم قدرة الموكل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة فضلاً عن أن المعلومات التي يمتلكها المدير (الوكيل) عن الشركة هي أكثر من المعلومات التي يملكها المساهم (الموكل) (العامري، 2009).

1. تكاليف الوكالة للدين

عند عدم اكتفاء الشركة من مصادر التمويل الداخلي في تمويل الفرص الاستثمارية، فإنها تستخدم مصدر التمويل الخارجي ذو الكلفة الأقل والمتمثل بالدين، عندها تمتد مشكلة الوكالة إلى العلاقة بين المساهمين والدائنين (بافتراض أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين)، ويظهر نوعاً آخر من تكاليف الوكالة وهي تكاليف الوكالة للدين. والتي تزداد بازدياد مستوى المديونية، وذلك بسبب تكاليف التدابير الوقائية (القيود التحويلية) (Debt Covenants) التي يضعها الدائن، فضلاً عن تكاليف مالكي الشركة، فعندما تستخدم الشركة التمويل بالدين فإن الدائن يهتم بالتعرف على المخاطرة المالية ومخاطرة الأعمال، وكذلك التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل (العامري، 2009).

ويشير Ross *et.al.* (2002) إلى أن حملة الأسهم في الغالب يستخدمون استراتيجيات لا تكون في مصلحة الدائن كاستراتيجية نقل المخاطرة، عندها سيدفع المساهمون معدلات فائدة عالية مما يدفعهم إلى عقد اتفاقيات مع الدائنين على أمل تخفيض معدلات الفائدة، وتعرف هذه الاتفاقيات بما يسمى بعقود الحماية.

إن استخدام الدين في تمويل فرص النمو قد يخفف من تكاليف الوكالة للملكية، ويضاف إلى ذلك أن استخدام الدين في هيكل رأس المال قد يقلل من تكاليف الوكالة ويعرض الشركة

للمراقبة والتدقيق الخارجي، حيث أن الدائنون قبل أن يزودوا الشركة بالأموال فإنهم يقوموا بتحليل مركزها المالي وكذلك تقييم المخاطر، وهذا يقلل من تكاليف الوكالة للمالكين والتي هي تكاليف الرقابة والسيطرة على مديريها، وكذلك تشجيع المديرين ليتصرفوا بطريقة أكثر انسجاماً مع تعظيم ثروة المساهمين، وبهذا فإن التمويل بالدين قد يكون له على الأقل بصورة غير مباشرة تأثير هام على القيمة السوقية للشركة، يضاف إلى ذلك أن الشركات التي تتعامل مع المقترضين بصورة غير عادلة سوف تكون عاجزة على الوصول إلى أسواق الديون أو تعاني من عبء الزيادة في أسعار الفائدة، ومن ثم تقليل قيمة السهم في الأجل الطويل (العامري، 2009).

ومن الجدير بالذكر أن علاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، بين المديرين والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

1. التضارب بين مصالح المساهمين والمديرين

إن أسباب التضارب في المصالح بين المساهمين والمديرين يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل بتحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصياً للمسؤولية (Jensen & Meckling, 1986)، ومن الممكن أيضاً أن يكون الخلاف ناتج عن حرص المدير الدائم على استمرار نشاط الشركة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين (Harris & Raviv, 1990)، بالإضافة إلى استخدام التدفقات النقدية الحرة في عملية الاستثمار " Free Cash Flow "، في حين يرى المساهمون أنه من الأفضل توزيعها. وتكمن المشكلة في كيفية تحفيز المديرين للمحافظة على أموال الشركة بدلاً من تضبيبها في جوانب تنظيمية غير فعالة وغير مجدية اقتصادياً (Stewart, 2001).

ظاهرة الاستثمار المفرط (Over-Investment) من جانب المديرين تمثل هي الأخرى عاملاً هاماً للخلاف إذا كان المساهمون يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى والأنفع اقتصادياً (Jensen, 1986).

وقد أجاب على هذا التساؤل كلاً من (Jensen, 1986) و (Williamson, 1988) حيث اعتبروا الاستدانة أنها أداة فعالة للتقليل من هذه المشاكل كونها:

- تمثل وسيلة مراقبة فعالة للسياسة الاستثمارية للمديرين.
- تمكن المالكين بفرض ضوابط تحسن من سلوك المديرين، وتحقيق ميزة المعلومة.

إذا كانت الاستدانة تؤدي إلى التقليل من تكاليف الوكالة بين المديرين والمساهمين فهي تمثل مصدراً للخلاف بين المساهمين والمدنيين، وبالتالي تخلق تكاليف وكالة من صنف آخر¹ (قريشي، رسالة دكتوراه، 2005).

2. التضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين

إن العلاقة الناشئة بين المقرضين والمساهمين تخضع إلى مشكلة عدم التماثل في المعلومات، مما يزيد من مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرضين، وذلك في إمكانية قيام الشركة بتحويل رؤوس الأموال المقترضة إلى استثمارات في غاية الخطورة بشكل يعظم من قيمة الاستثمار على حساب المدنيين، وذلك باستثمار المديرين في أصول ذات مخاطرة أكبر (قريشي، 2005).

إدراكاً لهذه المخاطر يقوم المقرضون بإجراءات لتحميل الخطر على المساهمين تتمثل في:

1. رفع معدل الفائدة على القروض فيضطر المالكين لرفع معدل العائد التي يطلبونها على

الاستثمار، فينتج عن ذلك ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للشركة.

¹ تؤدي الاستدانة إلى جلب تكاليف وكالة من ثلاثة أشكال: تكاليف المراقبة والتبوير، تكاليف مكافحة المخاطر المتعلقة بالاستثمارات والمخاطر المرتفعة والمفروضة من قبل الجهات المانحة للقروض، وكذا تكاليف الإفلاس وفساد النظام المحتملة.

2. التعاقد ووضع قيود على قرارات الإدارة حيث لا تقتصر تكلفة التعاقد على المصاريف الإدارية

والقانونية فقط، بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الأداء في نشاط الشركة، بسبب

تلك القيود (كمطلب البنك من الشركة عدم توزيع الأرباح لعدة من السنوات).

3.2 فرضيات نظرية الوكالة

تقوم نظرية الوكالة على مجموعة من الفرضيات أهمها:

أولاً: فرض كفاءة السوق

ترتبط كفاءة السوق المالية بالأساس بالعلاقة بين القيمة السوقية للأدوات المالية ولاسيما الأسهم العادية، والمعلومات المتاحة ومدى انعكاس تلك المعلومات على القيمة السوقية للأوراق المالية بشكل كامل وسريع (Higgins, 2001)، سواء كانت هذه المعلومات مستنبطة من القوائم المالية أو من تحليلات أو تقارير عن أداء الشركات. واتفق العديد من الباحثين على تعريف السوق المالي الكفؤ بأنه "السوق التي تنعكس بالقيمة السوقية للأوراق المالية، المعلومات المتاحة جميعها، إذ لا يمكن لأي مشترك في السوق أن يحقق عوائد غير اعتيادية" (Elton & Gruber, 1995, P.406).

وهناك مجموعة من الأبحاث والدراسات تؤكد أن أسعار الأسهم تتغير بسرعة وبشكل صحيح في ضوء ظهور معلومات جديدة، وهذا ما يطلق عليه بفرض السوق الكفؤ، وتأتي هذه الاستجابة الفورية نتيجة لوجود مجموعة من المستثمرين على وعي كاف بدلالة الأرقام المحاسبية وبالتالي يمكنهم إدراك أثر الطرق المحاسبية البديلة في هذه الأرقام (الشيرازي، 1990).

ثانياً: فرض التصرف الرشيد

تشير نظرية الوكالة إلى أنه في أسواق العمل ورأس المال، يتجه الوكلاء إلى تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب حملة الأسهم في الشركة. إذ أن الوكلاء يمتلكون القدرة على أن يعملوا على تحقيق مصالحهم الشخصية مفضلين ذلك على مصالح المالكين، بسبب عدم تماثل المعلومات بينهم وبين المالكين، وعليه يعرف المديرون أفضل من المالكين فيما إذا أنهم قادرون على تحقيق أهداف حملة الأسهم، والدليل على السلوك الإداري في الحرص على المصلحة هو استهلاك بعض موارد الشركة على شكل أجر إضافي، وتجنب المواقف التي تتطوي على المخاطرة (التميمي، 2008).

ثالثاً: فرض اختلاف الأفضليات لأطراف العلاقة

إن هناك اختلاف بين أهداف أفضليات كل من المالك والوكيل، فبينما يسعى الأول إلى تعظيم ثروته، والحصول على أكبر قدر ممكن من جهد وعمل من قبل الوكيل مقابل أجر معقول، فإن الطرف الثاني (الوكيل) يسعى إلى تعظيم منفعته من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز مع بذل جهد أقل (حماد، 2008).

رابعاً: فرض الاختلاف في خاصية تحمل المخاطر

إن لكل من المالك والوكيل موقف تجاه المخاطرة فبينما يعد المالك محايداً للمخاطرة، فالوكيل يتميز بابتعاده أو تجنبه للمخاطرة، ولذلك فإن كلاً منهم يحتفظ بتقويم احتمالي غير متماثل تجاه التصرفات التي يفوض بها الطرف الأول (المالك) الطرف الثاني (الوكيل) للقيام بها. ويعني ذلك أنه يتطلب من المالك أن يقوم بجعل الوكيل يتحمل كل المخاطرة أو جزء منها لكي لا يؤدي ذلك

إلى الإضرار بمصالح المالك، ومن ثم تضارب المصالح وهذا يعني المشاركة بالمخاطرة (الجبوري، 1999).

خامساً: فرض عدم تماثل المعلومات

تفتقر نظرية الوكالة أن المالك غير قادر على مراقبة جميع أعمال الإدارة، وأن أعمال الإدارة من الممكن أن تكون مختلفة عن تلك التي يفضلها المالكين، ويحدث هذا أحياناً إما بسبب الاختلاف في أهداف ورغبات الإدارة أو بسبب محاولة الإدارة بالتهرب من العمل وخداع المالكين وهذا ما يطلق عليه "عدم تماثل المعلومات"، وبذلك يستعمل الوكيل معلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة المالكين، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه المعلومات ويخفي البعض الآخر (مسير، 2009).

4.2 سياسة توزيع الأرباح

1.4.2 مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق، ويمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها:

- معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين، لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم (الميداني، 1999).

• هي الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين (حنفي، 2007).

• " تحدد سياسة توزيع الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك الجزء الذي يحتجز " (الهوري، 1985).

2.4.2 العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

إن هناك العديد من العوامل المحددة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملائمة، ويختلف أثر كل عامل منها باختلاف ظروف الشركة ويمكن إيجازها فيما يلي (الهوري، 1986):

1. القواعد القانونية : تختلف القواعد القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من دولة لأخرى ومن زمن لآخر، فقدرة الشركة على توزيع الأرباح تتأثر إلى حد كبير بالقواعد والقوانين التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح. ومن هذه القواعد ما يلي (الهوري، 1986):

- أ- عدم توزيع أرباح ناتجة عن بيع الأصول بقصد حماية المستثمرين.
- ب- توزيع الأرباح من الأرباح المستبقاة والمحقة فقط.
- ج- عدم إمكانية توزيع أرباح في حالة العسر المالي للشركة، أي عدم توزيع الأرباح في حالة كون الخصوم أكبر من الموجودات، وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى أو الأقصى للأرباح الموزعة وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتها.

2. مركز السيولة: يجب على المحلل المالي للشركة أن يقوم بتحديد وضع السيولة في الشركة ويحدد كذلك حاجات الشركة المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر حجم الأرباح التي يبقونها والجزء من الأرباح الذي يوزعه على المساهمين (الشماع، 1992).
3. الحاجة إلى تسديد الديون: عندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بالقروض فإنها تواجه بدلين اثنين، إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول على قرض جديد أو عمل ترتيبات لرد قيمة القرض من أموالها الذاتية. وهنا يكون على المدير أن ينظر للأرباح المحققة ليس فقط على أنها مورد جديد يمكن استعماله في الاستثمار والتوسع، ولكن كوسيلة لتسديد القروض كذلك، وبالتالي يوضع معدل توزيع أرباح على ذلك الأساس (الهوري، 1986).
4. عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة : إذا لم ترغب الشركة باستثمار أموالها في أصول إنتاجية أو كانت لا ترغب في استهلاك ديونها، يمكن توزيع الأرباح التي حققتها على المساهمين، أما إذا توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة يمكن استخدام الأرباح التي تحققت في تمويلها (حنفي، 2000).
5. تكاليف المعاملات المالية للمساهمين: إذا احتاج المساهمين إلى دخل للقيام بعملية استثمارية أو مواجهة أعباء معيشية، فإن تكلفة هذه العملية تكون منخفضة إذا كان مصدر التمويل هو توزيعات الأرباح وعدم بيع الأسهم.
6. الشروط التعاقدية: قد تتضمن الاتفاقيات بين الشركة وحملة الأسهم الممتازة أو السندات أن لا توزع الشركة أية أرباح على المساهمين، إلا بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاههم (حنفي، 2000).

3.4.2 نظريات سياسات توزيع الأرباح

هناك العديد من النظريات التي تتعلق بسياسة توزيع الأرباح في الشركات، ونظراً للحاجة الماسة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات، سوف يتم الحديث عن أهم النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح، ومن هنا سيتم الحديث عن ثلاث نظريات:

أولاً: نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح (Irrelevancy theory)

بموجب هذه النظرية التي جاء بها (Modigliani & Miller, 1961 (M&M)) فإن المستثمرين يساوي بين الحصول على توزيعات الأرباح، وبين إعادة استثمار الشركة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، بمعنى أن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة (نور، 2003)، وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

- أ- عدم وجود ضرائب على الشركة أو ضرائب شخصية على الدخل.
- ب- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء).
- ج- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.
- د- للمدبرين والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل الشركة.
- هـ- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
- و- إن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات (عبد الرحيم، 2008).

وكما هو واضح، فإن هذه الفروض غير واقعية، فالشركات والمستثمرون يدفعون الضرائب، والشركات تتحمل تكاليف الإصدار، كما أن المديرين يعرفون من المعلومات المتعلقة بمستقبل الشركة أكثر مما يعرفه المستثمرون، ويتحمل المستثمرون تكاليف المعاملات، بالإضافة إلى أن كل من الضرائب وتكاليف المعاملات تجعل تكلفة الملكية تتأثر بسياسة توزيع الأرباح.

ثانياً: نظرية عصفور في اليد (Bird on-Hand Theory)

تنسب هذه النظرية إلى كل من (Gordon & Linter, 1963) وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية (M&M, 1963) التي قامت عليها النظرية الأولى، ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، وتقضي هذه النظرية بأنه طالما أن توزيعات الأرباح تزيل عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، وهو ما لا تحققه الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن احتجاز الأرباح، فإنه يجب على الشركة أن توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات، ومن ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويؤدي بالتالي إلى تخفيض تكلفة الأموال المستخدمة من خلال إصدار الأسهم. وبهذا كان المستثمر يفضل الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر أقل بالمقارنة مع الأرباح الرأسمالية هذا يعني أن عائد التوزيعات أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية المتأتمية من احتجاز الأرباح، وأطلق كل من (Gordon & Linter) على وجهة نظرهما اسم عصفور في اليد بقولهما: (التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل) باعتبار أن المستقبل غير مؤكد (الحناوي والعبد، 2006)، كما يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في سهم الشركة أو

في سهم شركة أخرى مماثلة وبالتالي فإن الخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال الشركة وليس سياسة توزيع الأرباح، فنجد أنهما يفضلان أن يكون معدل توزيعات الأرباح أكبر ما يمكن.

ثالثاً: نظرية الإشارة (Signaling Theory)

طبقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون لأي تغييرات في سياسة توزيع الأرباح عن طريق الشركة، كإشارة لتوقع الربح بواسطة إدارة الشركة، فالتوزيع الأعلى للأرباح سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً، بمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من الأرباح - بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال (نور، 2003).

ومع ذلك فإن (M&M, 1963) يؤكدان أن زيادة مقسوم الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة الشركة على أنها تتوقع نمواً كبيراً في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضاً، أي أن المعلومات هذه (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا تؤثر في سعر السهم (نور، 2003).

ويشير (McMenamin, 1999) إلى أن التغيير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة، وعلى وجه العموم فإن ارتفاع دفع توزيعات الأرباح ينظر له كإشارة موجبة، ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم. وبالعكس فإن الانخفاض في دفع

التوزيعات ينظر إليه كإشارة سلبية حول دلائل الأرباح المستقبلية، يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم.

4.4.2 تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح

في بداية إنشاء وتأسيس الشركة تتفق أطراف عديدة مثل المساهمون (المالكون) والمقرضون (الممولون) وإدارة الشركة جميعاً على إنشاء الشركة، ويكون السبب من ذلك التعاون والاتفاق هو المصالح المشتركة والمتوقعة من إنشاء هذه الشركة، ولكن في المراحل اللاحقة نجد أن كل طرف يرغب في أن يحقق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى، وأبرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضين، حيث يرغب المقرضون بالاحتفاظ بأكبر قدر ممكن من السيولة النقدية والأوراق المالية القابلة للبيع وتحويلها إلى نقد بسرعة عالية، وذلك من أجل الشعور بالاطمئنان على الأموال التي قاموا بإقراضها، وأن الشركة (بسبب توفر السيولة) تستطيع الوفاء بالتزاماتها المالية وتسديدها. وبالمقابل، يرغب حملة الأسهم أن تقوم الشركة بتوظيف معظم الأموال التي لديها في مشروعات تحقق عائد عالٍ يكون لهم النصيب الأكبر فيها حتى لو خاطرت إدارة الشركة وخفضت نسبة السيولة لديها (الزبي، 2000).

ومن هنا يأتي دور الطرف الثالث وهم إدارة الشركة، وذلك من الطبيعي أن تكون توجهاتهم هي لخدمة المالكين (المساهمين) أكثر من خدمة المقرضين، ولقد وجد أن الشركات حتى عندما تواجه صعوبات مالية لا تقوم بتخفيض نسبة توزيعات الأرباح، بل تحافظ على مصالح المالكين (حملة الأسهم) وتستمر في دفع توزيعات الأرباح (العلي، 2009).

ومن جهة أخرى يرى العديد من المتظرين في علم المالية أن المديرين وفي حالة أن لدى الشركة تدفقات نقدية فائضة بشكل كبير، فإنهم يتعرضون إلى رقابة صارمة من قبل المالكين أو

من يمثلهم حول الكيفية التي سيلتفون بها تلك الفوائض النقدية، ويتخلص المديرون من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة المستمرة من خلال توزيع تلك الفوائض النقدية على شكل أرباح نقدية للمساهمين وبالتالي تخليص الشركة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المديرين أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة (Agency Costs).

ولهذه التكاليف أثرها على قيمة الشركة كأموال مستثمرة (مصلحة المالكون) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لمالكين آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقاً لهذا المفهوم، الفرق بين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية، وبين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الجديد. ومن الواضح، أنه وفقاً لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين هما:

الأول: أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها.

الثاني: أن الملاك أيضاً لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.

وعليه فإن الزيادة في نسبة توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشراً على أن إدارة الشركة لا تُقرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة نسبة توزيعات الأرباح. وفي المقابل فإن الزيادة في نسبة توزيعات الأرباح، قد تعني في الوقت نفسه حاجة الشركة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية (Jensen,1986).

ومما سبق يتضح أن المنطق الصحيح لسياسة توزيع الأرباح المثلى وفقاً لمفهوم هذه النظرية، يتلخص في أن هذه السياسة المثلى تتحقق عندما تتساوى المنفعة الحدية الناشئة من

نقص تكلفة الوكالة كنتيجة لزيادة نسبة توزيعات الأرباح، مع التكلفة الحدية الناتجة من زيادة التمويل الخارجي كنتيجة أيضاً لزيادة التوزيعات، وبذلك تنفرد هذه النظرية بخاصية هامة تتمثل في أنه حتى في ظل عدم وجود ضرائب، فقد توجد سياسة مثلى لتوزيعات الأرباح (زرقون، 2010).

5.2 نظرية التدفقات النقدية الحرة

يعتبر تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين من أهم أسباب نشوء مشكلة الوكالة، ومن ثم ارتفاع تكاليف الوكالة، حيث يعتقد المساهمون أن المديرين يستغلون أصول الشركة لتحقيق منافعهم الخاصة، ولعل أبرز تلك الأصول هي النقدية، ويظهر تعارض شديد في المصالح بين المساهمين والمديرين عند ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الحرة التي تولدها الشركة (Jensen, 1986)، حيث أن التدفقات النقدية الحرة هي " نقدية فائضة موضوعة تحت تصرف الإدارة لدفع النفقات الاختيارية، مثل التوزيعات النقدية ونفقات التوسع الاستثماري"²، مما يجعل ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الحرة مصدراً لظهور تعارض شديد في المصالح بين المساهمين والمديرين، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع تكاليف الوكالة المتمثلة في انخفاض قيمة الشركة الناشئ عن اعتقاد المساهمين أن المديرين يعملون على استغلال موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الذاتية، وبالتالي نقل الثروة لصالح المديرين على حساب المساهمين، مما يؤثر على القيمة السوقية للشركة (Jensen, 1986).

وبناءً على ما تقدم يعتبر تخصيص النقدية الفائضة من أهم الجوانب المسببة لتعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، حيث يميل المديرين في الشركات التي تولد تدفقاً نقدياً حراً مرتفعاً القيمة إلى إنفاق ذلك التدفق النقدي الحر في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة (غير مجدية

² Jensen, 1986, p. 323.

اقتصادياً)، ويقومون باستهلاك مزايا عينية أكبر، ويعملون على رفع مكافأتهم (Christie, 1994; Jensen, 1986)، ويميل المدبرون كذلك إلى التوسع في الإنفاق في مجالات معينة مثل الإنفاق الإعلاني بشكل يبدو غير ضروري وغير مرغوب (kissan & Richardson, 2002).

وهناك أدلة تفيد بأن بعض الشركات التي تولد تدفقاً نقدياً حراً مرتفعاً تميل لإنفاقه في استثمارات غير ضرورية ولا تضيف قيمة للشركة، كإنشاء شركات أخرى مقابل أموال طائلة لذلك فإن ارتفاع التدفقات النقدية الحرة قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة إذا لم يتمكن المستثمرين من استثمارها بكفاءة لتحقيق مصالح المساهمين، ومن جانب آخر فإن وجود تدفق نقدي مرتفع يعطي فرصة للشركة للاستفادة من أية استثمارات مربحة، لذلك فإن وجود مثل هذه التدفقات يعطي مؤشر إيجابي لارتفاع أداء الشركة (Brigham & Ehrhardt, 2005).

وقد قدمت دراسة (Jensen, 1986) فرضية التدفقات النقدية الحرة التي تنص على أنه عند ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الحرة للشركة فإن المديرين يميلون لإنفاقه في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، ولا يميلون لدفع التوزيعات النقدية للمساهمين، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة، والتقليل من القيمة السوقية للشركة (Jensen, 1986)، وتوصلت بعض الدراسات إلى نتائج منسجمة مع فرضية التدفقات النقدية الحرة (Lee, 1997). كما أثبتت دراسات أخرى فرضية التدفقات النقدية الحرة في ظل مستويات مختلفة من فرص نمو الشركة مقاسة بنسبة (Tobin's Q) (kissan & Richardson, 2002). واعتبرت دراسة (Holder et al. 1998) تدني نسبة التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول، مؤشراً على ارتفاع تكاليف الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة.

وتوصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة بين ارتفاع بعض النفقات مثل أتعاب التدقيق وارتفاع قيمة التدفق النقدي الحر (Gul & Tsui, 2001)، بالإضافة إلى أن دراسات أخرى توصلت إلى وجود علاقة مرتفعة لارتفاع نفقات الإعلان بشكل كبير وغير مرغوب مع ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الحرة وانخفاض نسبة ملكية الإدارة (Joseph & Richardson, 2002).

6.2 لمحة عامة عن سوق عمان المالي

1.6.2 نشأة سوق عمان المالي

بموجب القانون رقم 31 للعام 1976 تم إنشاء سوق عمان المالي والتي باشرت بنشاطاتها في 1978/1/1. وبموجب قانون 1997 (قانون الأوراق المالية) تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسة تتمتع باستقلال مالي وإداري، وذلك للقيام بتنظيم، وتوجيه، ورقابة، وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية، حيث تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي و تم الدور التوثيقي، بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معاً. وهذه المؤسسات الثلاث هي: هيئة الأوراق المالية وهي مؤسسة رقابية، وسوق الأوراق المالية (بورصة عمان) وهي مؤسسة خاصة تتفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية وهي مؤسسة توثيقية (هوشيار، 2003).

تولت بورصة عمان اعتباراً من 1999/3/11 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 (www.ase.jo.com).

2.6.2 الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك سندات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة، والشركات المساهمة العامة (التيممي، 2010).

3.6.2 التصنيف القطاعي الحديث لسوق عمان المالي

لقد قامت بورصة عمان بعمل توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة في البورصة، حيث يتماشى مع المعايير العالمية في هذا المجال، ويعطي صورة أوضح عن الشركات المدرجة، حيث قامت بورصة عمان بدراسة المعايير العالمية المطبقة في هذا المجال، وكذلك الاطلاع على التصنيفات القطاعية لبعض البورصات العربية والعالمية، وتم اعتماد التصنيف المُعتمد من قبل مؤسسة (Standard & Poor's) مع إجراء بعض التعديلات عليه ليتلاءم مع طبيعة عمل الشركات الأردنية. ومن أهم مزايا هذا التوزيع أنه يمكن المستثمرين من متابعة التغيرات في أسعار الأسهم في القطاعات المختلفة من خلال المؤشرات التي قامت البورصة باحتسابها لكل قطاع رئيس وفرعي (بورصة عمان، التقرير السنوي 2006).

وبموجب هذا التوزيع تم وضع الشركات المدرجة في ثلاثة قطاعات رئيسة وتم تقسيم هذه القطاعات إلى (23) قطاع فرعي، وهذه القطاعات هي:

1. القطاع المالي: ويضم الشركات التي تعمل في قطاعات البنوك، والتأمين، والخدمات المالية المتنوعة والعقارات.

2. قطاع الخدمات: ويضم الشركات التي تعمل في مجال الخدمات الصحية، والخدمات التعليمية، والطاقة والمنافع، والنقل، والفنادق والسياحة، والتكنولوجيا والاتصالات، والإعلام والخدمات التجارية.

3. قطاع الصناعة: ويضم الشركات التي تعمل في مجال الأدوية والصناعات الطبية، والصناعات الكيماوية، وصناعة الورق والكرتون، والطباعة والتغليف، والصناعات التعدينية والتنقيب، والصناعات الإنشائية والهندسية، والأغذية والمشروبات، والتبغ والسجائر، والملابس والجلود والنسيج، والصناعات الكهربائية، والصناعات الزجاجية والخزفية.

4.6.2 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم والاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. بدأ سوق عمان المالي منذ عام (1980) باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من (38) شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح (1980/1/1) كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي (100) نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى (1000) نقطة اعتباراً من بداية عام (2004)، علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات والصناعة (www.ase.jo.com).

وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام (1992) باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية، وتم تحديد (1991/12/31) كفترة أساس بحيث تبلغ قيمة

الرقم القياسي (100) نقطة، ثم تغييره إلى (1000) اعتباراً من بداية عام (2004). ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من (50) شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى (60) شركة في عام (1994)، وإلى (70) شركة سنة (2001) وإلى (100) شركة سنة (2007)، واختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات، ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة، وعدد أيام التداول، ومعدل دوران السهم، وحجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة (www.ase.jo.com).

ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول)، حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة (Free Float) في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم، وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة (Standards & Poor's)، وتم اختيار (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي في نهاية العام (1999). ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة إلى ذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته (www.ase.jo.com).

وقد بدأت بورصة عمان اعتباراً من يوم الأحد الموافق 8 حزيران 2008 بنشر الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة من خلال نظام التداول الإلكتروني والشريط المتحرك لأسعار الأسهم على

موقع البورصة الإلكتروني، ومن خلال شاشات نشر المعلومات، ومزودي البيانات بدلاً من الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية (www.ase.jo.com).

5.6.2 أداء بورصة عمان عبر سنوات الدراسة

سيتم فيما يلي عرض تطور الأرقام القياسية لأسعار الأسهم، والقيمة السوقية وحجم التداول لبورصة عمان وقطاعاتها عبر سنوات الدراسة.

1.5.6.2 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم عبر سنوات الدراسة

أ. الأرقام القياسية لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة عبر سنوات الدراسة

يظهر الجدول (1.2) تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة للمؤشر العام والمؤشرات القطاعية لبورصة عمان (المؤشر المالي، والمؤشر الصناعي، ومؤشر الخدمات) عبر سنوات الدراسة من عام (2004) إلى عام (2009).

يتضح من الجدول (1.2) أن الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة للمؤشر العام لبورصة عمان، ومؤشراتها القطاعية قد عرف ارتفاعاً في أول سنة تم احتسابه فيها والسنة الثانية على التوالي، أما في سنة (2006) فقد شهد انخفاضاً، ثم عاد ليرتفع سنة (2007)، كما أن التقدم الذي أظهره هذا الرقم كان معتبراً في (2004 و2005) خاصة بالنسبة للمؤشر المالي والمؤشر العام للبورصة، ثم عاد لينخفض من جديد في عامي (2008 و2009) على التوالي وبالنسبة لجميع المؤشرات باستثناء سنة (2007).

جدول رقم (1.2):

الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة حسب القطاع (نقطة)

السنوات	قطاع البنوك		قطاع الصناعة		قطاع الخدمات		المؤشر العام	
	القيمة	التغير	القيمة	التغير	القيمة	التغير	القيمة	التغير
2004	3510.7	67.0	2344.5	47.4	1762.0	38.9	2729.1	54.9
2005	6733.6	91.8	2815.6	20.1	2259.4	28.2	4259.7	56.1
2006	4486.3	(33.4)	2372.3	(15.7)	1833.1	(18.9)	3013.7	(29.3)
2007	5131.0	14.4	3097.7	30.6	2460.3	34.2	3675.0	21.9
2008	3609.1	(29.7)	2736.0	(11.7)	2025.6	(17.7)	2758.4	(24.9)
2009	3026.8	(16.1)	2738.8	0.1	2107.9	4.1	2533.5	(8.2)

المصدر: موقع بورصة عمان/ معلومات تاريخية

ب. الأرقام القياسية لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية عبر سنوات الدراسة

يظهر الجدول (2.2) تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للمؤشر

العام والمؤشرات القطاعية لبورصة عمان (مؤشر البنوك، ومؤشر التأمين، والمؤشر الصناعي

ومؤشر الخدمات) عبر سنوات الدراسة.

جدول رقم (2.2)

الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية حسب القطاع (نقطة)

المؤشر العام	قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		قطاع التأمين		قطاع البنوك		السنوات		
	التغير	القيمة	التغير	القيمة	التغير	القيمة	التغير	القيمة			
	62.4	4245.6	47.9	1874.4	70.5	2526.9	62.9	3726.9	63.1	7230.9	2004
	92.9	8191.5	77.8	3332.5	14.9	2903.4	98.1	7382.4	133.6	16892.0	2005
	(32.6)	5518.1	(31.4)	2286.6	(13.6)	2507.6	(43.7)	4156.3	(36.6)	10704.7	2006
	36.3	7519.3	19.8	2740.3	82.1	4565.5	17.9	4900.4	29.7	13886.7	2007
	(17.0)	6243.1	(31.9)	1865.6	(0.1)	4560.1	(22.0)	3821.3	(18.1)	11380.1	2008
	(11.6)	5520.1	(8.8)	1700.6	0.1	4563.2	3.2	3943.6	(17.7)	9368.0	2009

المصدر: موقع بورصة عمان/ معلومات تاريخية

يتضح من الجدول (2.2) أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للمؤشر العام لبورصة عمان ومؤشراتها القطاعية قد عرف هو الآخر ارتفاعاً سنة (2004) وأيضاً سنة (2005)، وكما هو الحال بالنسبة للرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، فقد عرف الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للمؤشر العام لبورصة عمان وقطاعاتها تراجعاً بعد سنة (2005) والذي استمر إلى غاية سنة (2009) باستثناء سنة (2007). وبصفة عامة فقد شهدت الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان وقطاعاتها ارتفاعاً واضحاً في سنتي (2004) و(2005) على التوالي، إلا أنها عادت لتتخف من جديد بعد سنة (2005).

2.5.6.2 القيمة السوقية لسوق عمان المالي عبر سنوات الدراسة

يوضح الجدول (3.2) القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان وقطاعاتها من سنة

2004 إلى 2009، إضافة إلى نسبة مساهمة كل قطاع في القيمة السوقية الإجمالية.

جدول رقم (3.2)

القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قطاعياً للأعوام 2004 - 2009 (مليون دينار)

التغير	المجموع	قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		القطاع المالي		السنوات
		المساهمة	القيمة	المساهمة	القيمة	المساهمة	القيمة	
67.7	13033.8	16.3	2123.9	24.7	3216.6	59.0	7693.3	2004
104.6	26667.1	12.4	3300.2	15.1	4020.9	72.5	19346.1	2005
(21.0)	21078.2	13.7	2882.8	16.7	3525.7	69.6	14669.8	2006
38.6	29214.2	14.0	4090.6	21.2	6202.1	64.8	18921.5	2007
(13.0)	25406.3	14.3	3629.6	24.7	6276.1	61.0	15500.6	2008
(11.3)	22526.9	17.2	3877.0	27.0	6091.4	55.7	12558.5	2009

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان (2006 و2009).

يتضح من الجدول (3.2) أن بورصة عمان شهدت نمواً في قيمتها السوقية خلال السنوات

من (2004 - 2005) حيث تضاعفت القيمة السوقية لبورصة عمان في (2005) مقارنة بسنة

(2004)، وبعد سنة (2005) شهدت بورصة عمان انخفاضاً في قيمتها السوقية باستثناء سنة

(2007) إلا أن نسب الانخفاض كانت أقل من نسب الزيادة التي شهدتها في السنوات السابقة.

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي للقيمة السوقية لبورصة عمان فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى

حيث تجاوزت مساهمة هذا القطاع في القيمة السوقية الإجمالية 50%، تلاه قطاع الصناعة ثم

قطاع الخدمات لجميع السنوات.

3.5.6.2 حجم التداول في سوق عمان المالي عبر سنوات الدراسة

يوضح الجدول (4.2) أحجام التداول القطاعية (حسب التصنيف القطاعي الجديد) فترة

الدراسة، إضافة إلى نسبة مساهمة كل قطاع في حجم التداول الإجمالي.

جدول رقم (4.2)

أحجام التداول القطاعية للموقين الأول والثاني حسب التصنيف القطاعي الجديد للأعوام (2004-2009) (بالمليون)

السنوات	القطاع المالي		قطاع الصناعة		قطاع الخدمات		المجموع	التغير (%)
	المساهمة القطاعية	القيمة	المساهمة القطاعية	القيمة	المساهمة القطاعية	القيمة		
2004	63.4	2403.8	26.6	379.9	10.0	379.9	3793.2	104.5
2005	78.2	13200.7	14.7	1195.9	7.1	1195.9	16871.0	344.8
2006	81.4	11570.2	11.9	942.2	6.6	942.2	14209.9	(15.8)
2007	71.1	8779.2	15.5	1658.0	13.4	1658.0	12348.1	(13.1)
2008	47.4	9638.9	25.9	5422.2	26.7	5422.2	20317.9	64.5
2009	65.8	6363.8	13.1	2030.8	21.0	2030.8	9665.3	(52.4)

المصدر: موقع بورصة عمان/ معلومات تاريخية

يتضح من الجدول (4.2) أن بورصة عمان شهدت ارتفاعاً في حجم التداول في الفترة

(2005-2004) حيث كانت نسبة التغير في حجم التداول (104.5%) سنة (2004)

و(344.8%) سنة (2005). أما في سنة (2008) فقد شهدت بورصة عمان انخفاضاً في حجم

التداول. وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه

قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات لجميع السنوات باستثناء سنتي (2008 و 2009) حيث تقدم

قطاع الخدمات على قطاع الصناعة.

الفصل الثالث: الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة

1.3 مقدمة

2.3 دراسات السوق الأردني

3.3 دراسات الدول النامية

4.3 دراسات الدول المتقدمة

5.3 ملخص الدراسات السابقة

6.3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

7.3 فرضيات الدراسة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة

1.3 مقدمة:

مما لا شك فيه أن موضوع توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة نال قسطاً وافراً من الاهتمام من الباحثين والدارسين في السنوات الأخيرة، لزيادة أهمية هذا الموضوع لمعظم مؤسسات المال والأعمال في جميع دول العالم، والذي كان نتاج التحولات الاقتصادية والمالية التي صاحبت التحول الاقتصادي في عصر العولمة والتحرر المالي. وبالرغم من وجود عدد لا بأس به من الدراسات التي تناولت موضوع توزيعات الأرباح وتكاليف الوكالة من جوانب مختلفة إلا أنها لم تكن تهدف إلى معرفة العلاقة بين تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح، كما دلت نتائج مراجعة أدبيات الدراسة إلى أن معظم هذه الدراسات كانت تتركز في الدول المتقدمة، مما يعني قلة عددها في الدول النامية. وعليه، سيتم تقسيم أدبيات الدراسة إلى ثلاثة مستويات: الأول على مستوى الأردن (محل الدراسة الحالية)، والثاني على مستوى الدول النامية، والثالث على مستوى الدول المتقدمة.

2.3 دراسات السوق الأردني

دراسة (Altaleb (2012 بعنوان:

"Measurement of Impact of Agency Costs level of Firms on Dividends and Leverage Policy: An Empirical Study"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر مستوى تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح، والرافعة المالية للشركات المدرجة في بورصة عمان، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم إجراء الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية، وكان عددها (60) شركة، خلال الفترة من (2011-2007)، وذلك بهدف اختبار فرضيات التدفق النقدي الحر في هذه الشركات.

وتم الاعتماد على أسلوب تحليل البيانات السلاسل الزمنية - المقطعية (Panel Data Analysis)، واستخدمت الدراسة معادلة لاختبار فرضيات التدفق النقدي الحر في هذه الشركات، وجاءت هذه الدراسة لتقدم دليل تجريبي يدعم فرضيات التدفق النقدي الحر وفرضيات سياسة توزيع الأرباح.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، كان من أهمها، وجود علاقة سلبية للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. ووجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. كما أظهرت النتائج أن للرافعة المالية، والربحية تأثير إيجابي على توزيعات الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

دراسة المنزوع (2009) بعنوان: "حوكمة الشركات وأثرها على سياسة توزيع الأرباح - دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"

تناولت هذه الدراسة بيان أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية كبيرة الحجم، المدرجة أسهمها في بورصة عمان، وقد شملت الفترة (2002-2007)، وقد استخدمت الدراسة لقياس حوكمة الشركات استبانته تم تطويرها من قبل مجلس آسيا للأوراق المالية، وقد وزعت الاستبانة على المديرين التنفيذيين، والمديرين الماليين في الشركات عينة الدراسة، والبالغ عددهم (20) مديراً تنفيذياً ومالياً، في حين تم قياس توزيعات الأرباح من خلال تحليل القوائم المالية لهذه الشركات، ومعرفة ربحية الشركة المتمثل بمعدل العائد على الموجودات، وكذلك نسبة توزيع الأرباح.

وأظهرت نتائج الدراسة أن لحوكمة الشركات أثر على ربحية الشركة والمتمثل بمعدل العائد على الموجودات، كما أنه لا يوجد أي أثر لحوكمة الشركات على مقسوم الأرباح المتمثل بنسبة توزيع الأرباح. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات، من أهمها أن الشركات الأردنية تحظى بمستوى عالي في استخدام سياسة الحوكمة، وهذا مؤشر إيجابي بأهمية حوكمة الشركات، وكذلك توفر درجة تصنيف حوكمة الشركات، دليلاً ومؤشراً للمستثمرين للاستثمار في أسهم الشركات التي تمتلك حوكمة جيدة. وأوصت الدراسة أن يعتمد المستثمرون في سوق الأوراق المالية الأردنية على التصنيف الذي توصلت إليه الدراسة، لقياس مستوى ممارسة حوكمة الشركات لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

دراسة (Husam et.al.(2007) بعنوان:

"Determinants of Corporate Dividends Policy in Jordan: an Application of the Tobit Model"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على المحددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. لقد تم اختيار عينة مكونة من (160) شركة مدرجة في بورصة عمان، وقد شملت الفترة (1989-2000). ولقد تم استخدام نموذج المواصفات (Tobit)، لدراسة محددات مستوى أو مقدار أرباح الأسهم المدفوعة.

وأظهرت النتائج أنه يوجد تشتت كبير في العلاقة بين الملكية، وعدد الأسهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، كما أظهرت أنه هناك علاقة عكسية بين تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

كما بيّنت نتائج الدراسة أن وجود حكومة أو وكيالتها في هيكل الملكية للشركة (السيطرة على المساهمين)، يؤثر على سياسة توزيع الأرباح بشكل ايجابي، وأظهرت الدراسة أيضاً أن لحجم الشركة وربحيتها، أثر ايجابي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وتوصلت الدراسة أن للرافعة المالية، أثر سلبي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية. وتشير نتائج هذه الدراسة، إلى أن حجم الشركة، وعمرها، وربحيتها، يمكن أن تكون من العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وقد جاءت النتائج متناسقة مع نظرية تكاليف الوكالة.

3.3 دراسات الدول النامية:

دراسة Abdelaziz *et.al.* (2011) بعنوان:

"Corporate Dividend Policy in Practice: Evidence from an Emerging Market with a Tax-Free Environment"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الممارسة الميدانية لسياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة، التي لديها بيئة خالية من الضرائب في دولة الإمارات العربية المتحدة. بالإضافة، إلى محاولة التعرف على أثر قرارات المديرين التنفيذيين المالية على سياسة توزيع الأرباح وعمليات إعادة شراء الأسهم، وقد اعتمدت الدراسة على طريقة المسح الميداني والمقابلات في جمع البيانات لغايات التحليل، ولقد تم استخدام استبانة مكونة من عدة أسئلة، وتم توزيعها على المديرين الماليين في الشركات المدرجة في السوق المالي، في دولة الإمارات العربية المتحدة.

وقد كانت نتائج هذه الدراسة تدعم الفرضية التي تعتبر أن سياسة توزيع الأرباح واقية، حيث تم التوصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دوراً هاماً في الحد من مشكلة الوكالة في الشركات

الإماراتية، وبالتالي الحد من تكاليف الوكالة بشكل كبير، في حين، أن المديرين الماليين في الشركات الإماراتية يترددون في خفض الأرباح، وعادة تحديد سياستهم يكون على أساس توزيعات الأرباح الماضية. أظهرت نتائج الدراسة أيضا عند دراسة العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الإمارات العربية المتحدة، أن الضرائب غير مهمة، وأن أرباح الأسهم تلعب دوراً كبيراً في السيطرة على صراعات الوكالة. كما تبين أن استقرار الأرباح في المستقبل، وسعر الأسهم في السوق، بالإضافة إلى وجود السيولة الإضافية، تعتبر من العوامل الهامة لقرارات توزيع الأرباح في شركات الإمارات العربية المتحدة.

دراسة (Asif et.al. (2011 بعنوان:

"The Impact of Financial Leverage on Dividend Policy: Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange-Listed Companies"

هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح، والرافعة المالية من خلال استخدام عينة من الشركات الباكستانية المدرجة في بورصة كراتشي للفترة (2002 - 2008)، وقد بلغ عددها (403) شركة. وقد تم إجراء الدراسة من خلال النموذج الذي يربط أرباح الشركات الباكستانية لكل سهم في الوقت (t) مع نسبة ديون الشركة، وسياسة توزيع الأرباح، والتغيير في أرباح الشركات، وقد استخدمت هذه الدراسة بيانات الشركات المدرجة في سوق كراتشي المالي من خلال التقارير السنوية والقوائم المالية لهذه الشركات المنشورة على الموقع الإلكتروني لبنك الدولة في باكستان، وتم جمع البيانات أيضاً من خلال المقابلات الشخصية في كل من هيئة الأوراق المالية في باكستان، وبورصة إسلام آباد.

ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار العشوائي، ونموذج الأثر الثابت ومعامل الارتباط، ولقد تم استخدام التحليل الوصفي في تحليل بيانات الدراسة، وقد توصلت هذه الدراسة، إلى أن مستوى ديون الشركات (الرافعة)، وتوزيعات الأرباح المرتفعة بشكل كبير وعلى نطاق واسع، يؤثر على سياسة توزيعات الأرباح للشركات الباكستانية. من ناحية أخرى، توصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على توزيعات الأرباح، إضافة إلى أن الشركات ذات الديون المرتفعة توزع أرباح أقل، وأكدت النتائج أن التغيير في العوائد لا يؤثر بشكل كبير على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الباكستانية.

دراسة (2011) Utami & Inanga بعنوان:

" Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى قيام الشركات التي لديها حجم كبير من التدفقات النقدية الحرة بمراقبة تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى تحديد أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية في الشركات المدرجة في السوق المالي في اندونيسيا. كذلك هدفت الدراسة إلى معرفة الفرق في حجم تكاليف الوكالة بين الشركات التي توزع أرباحاً لمدة (5) سنوات وتلك التي لم توزع أرباحاً.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام منهج التحليل الوصفي، وتم جمع بيانات للشركات المدرجة في السوق المالي في اندونيسيا خلال الفترة (1994-2007)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الحرة وسياسة توزيعات الأرباح، ووجود علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية في الشركات الاندونيسية. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين معدلات النمو، وسياسة توزيع الأرباح، وتبين وجود علاقة ايجابية بين الرافعة

المالية، وسياسة توزيع الأرباح. كما توصلت الدراسة أيضاً، إلى وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة، وربحيتها، ودرجة الخطورة على سياسة توزيع الأرباح في هذه الشركات.

دراسة (2011) Thanatawee بعنوان:

"Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق تايلاند المالي خلال الفترة (2002-2008) في محاولة لتسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة. وعلى وجه الخصوص قامت هذه الدراسة باختبار فرضية التدفق النقدي الحر من خلال دراسة العلاقة بين هذه الفرضية وسياسة توزيع الأرباح لشركات تايلاند، بالاعتماد على المقارنة بين خصائص الشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح بشكل أكبر والشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح بشكل منخفض.

ولقد توصلت هذه الدراسة إلى الكثير من الدعم لنظريات التدفق النقدي الحر وفرضيات دورة الحياة، وعلى وجه التحديد، التدفق النقدي الحر والعائد على الملكية. ولقد تم التوصل إلى أن المتغيرات الرئيسة في هذه الدراسة، لها تأثير إيجابي على توزيعات الأرباح في الشركات التايلاندية. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية كبيرة بين الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح، كما أظهرت النتائج أيضاً، أن الشركات الأكبر حجماً والأكثر ربحية، إضافة إلى الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة، تميل إلى توزيع أرباح على المساهمين بشكل أكبر في الشركات المدرجة في سوق تايلاند المالي.

**"Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges:
The Case of GCC Countries"**

تهدف هذه الدراسة للتعرف على محددات سياسات توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي (الكويت، والسعودية، وعمان، وقطر، والبحرين)، حيث حظيت محددات سياسات توزيع الأرباح في هذه الأسواق الناشئة بالقليل من الاهتمام حسب هذه الدراسة. ولقد تم استخدام (Panel Data Analysis) أسلوب بيانات السلاسل الزمنية - المقطعية، لمجموعة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (1993-2003).

وتهدف هذه الدراسة أيضاً إلى محاولة التعرف على سلوك سياسات توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، حيث تم اختبار سبع فرضيات متعلقة بتكاليف الوكالة، ولقد تم استخدام سلسلة من النماذج العشوائية (Tobit)، واهتمت النماذج في هذه الدراسة في النظر إلى تأثير كل من: هيكل الملكية، والتدفق النقدي الحر، وحجم الشركة، وفرص النمو، وحجم الخطر، وربحية الشركة، على نسبة توزيع الأرباح.

ولقد أظهرت هذه الدراسة عدداً من النتائج، وكان من أهم هذه النتائج، أن سياسة توزيع الأرباح في الشركات (عينة الدراسة) ترتبط بشكل كبير ومباشر، بكل من هيكل الملكية، وحجم الشركة، والربحية لهذه الشركات، كما تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين سياسة توزيع الأرباح، والرافعة المالية. وقد أظهرت النتائج أن الشركات تقوم بتوزيع الأرباح، بهدف الحد من مشاكل الوكالة، والحفاظ على هيبة وتنافسية الشركات في السوق.

ونتيجة لوجود صراعات الوكالة، والتنافس بين الشركات من أجل الحفاظ على سمعة الشركة في السوق، فقد توصلت الدراسة، إلى أن الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، تقوم بتغيير سياسات توزيع الأرباح لديها بشكل مستمر، ولا تعتمد سياسة توزيع الأرباح كهدف طويل الأجل.

دراسة (2009) Hafeez & Attiya بعنوان:

"Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan: Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms"

تهدف هذه الدراسة إلى فحص ديناميكيات ومحددات سياسة توزيع الأرباح للشركات الباكستانية غير المالية المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة (2001 - 2006). وقد تم استخدام عينة مكونة من (320) شركة غير مالية باكستانية مدرجة في بورصة كراتشي لإجراء هذه الدراسة. ولقد قامت الدراسة، بتحديد الآليات المحتملة ومحددات توزيع الأرباح في الباكستان باستخدام نماذج أرباح خاصة بالأسواق الناشئة.

وقد أظهرت نتائج الدراسة، أن الشركات ذات الربحية الثابتة وغير المتذبذبة، تستطيع أن تتحمل أكبر التدفقات النقدية الحرة، وبالتالي دفع الأرباح يكون أكبر في هذه الشركات. تبين أيضاً، أن السيولة في السوق لها علاقة ايجابية على سياسة توزيع الأرباح. إضافة إلى أن الرافعة المالية والركود المالي لهما علاقة سلبية على سياسة توزيع الأرباح.

وأخيراً توصلت الدراسة، إلى أن القيمة السوقية، وحجم الشركة لهما تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح، وهي السياسة التي تبين بوضوح أن الشركات تفضل الاستثمار في الأصول بدلاً من توزيع الأرباح على مساهميها.

دراسة Huson (2009) بعنوان:

"Managerial Ownership Concentration and Agency Conflict Using Logistic Regression Approach: Evidence from Bursa Malaysia"

تهدف هذه الدراسة إلى الربط بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة، ولقد حاول الباحث في هذه الدراسة اختبار العلاقة بين مستوى هيكل الملكية ومشاكل الوكالة في الشركات المدرجة في السوق المالي في ماليزيا. ولتحقيق أهداف هذه الدراسة، تم استخدام عينة من الشركات الماليزية المدرجة في بورصة ماليزيا، وقد شملت هذه العينة على أكبر (100) شركة ماليزية، وتم استخدام حجم المخاطرة، والرافعة المالية، وسياسة توزيع الأرباح في هذه الشركات، وبينت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية بين مستوى المخاطرة، والملكية الإدارية في الشركات الماليزية، كما تبين أن سياسة التمويل بالدين تعتبر آلية من آليات التحكم في مشاكل الوكالة بشكل كبير في الملكية الإدارية. وقد توصلت هذه الدراسة أيضاً، إلى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر أداة ضبط بديلة للحد من تكاليف الوكالة ومشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين الخارجيين، إلا أن النتائج لم تظهر أثر مهم لسياسة توزيع الأرباح على الملكية الإدارية، كما توصلت هذه الدراسة، إلى أن الملكية الإدارية للشركة تعتبر أداة من أدوات الضبط الخارجية على الملكية الإدارية بحيث تؤثر بشكل سلبي، وبشكل عام فإن نتائج هذه الدراسة تؤكد بأن الملكية الإدارية تساهم في الحد والتخفيف من صراعات الوكالة والمشاكل التي تنشأ بين المساهمين والمديرين والتضارب في المصالح فيما بينهم في هذه الشركات الكبرى المدرجة في سوق ماليزيا المالي.

دراسة (2009) Syafaruddin alwi بعنوان:

"Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism: Indonesian Evidence"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على سياسة توزيع الأرباح وسياسة الدين، باعتبارهما آلية لحوكمة الشركات، وذلك للحد من الصراعات بين أغلبية وأقلية المساهمين، والحد من تكاليف الوكالة. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام عينة مكونة من (200) شركة صناعية مدرجة في سوق إندونيسيا المالي حتى عام (2006)، حيث تم تقسيم هذه العينة إلى مجموعتين، شركات عالية التركيز على هيكل الملكية، وشركات منخفضة التركيز على هيكل الملكية، واختبار فرضيات الدراسة، تم استخدام مؤشرين اثنين هما، المؤشر السوقي والمؤشر المحاسبي، ولقد اعتمدت الدراسة على أسلوب التحليل دراسة الحالة لمؤشر السوق، أما بالنسبة للمؤشر المحاسبي فقد تم استخدام أسلوب نموذج الارتباط المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى أنه يمكن استخدام سياسة توزيع الأرباح كألية لحوكمة الشركات لتخفيض تكاليف الوكالة والحد من الصراع بين أغلبية وأقلية المساهمين في الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي، على حد سواء، وقد استخدمت الدراسة النموذج التجميعي (Pooled Data Analysis) في جمع البيانات لاختبار الفرضيات، وتحقيق أهداف الدراسة. وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة الدين لا يمكن استخدامها كوسيلة للحد من تكاليف الوكالة والتخفيض منها، وأيضاً لا يمكن استخدامها للحد من التعارض والصراعات بين أقلية وأغلبية المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي في اندونيسيا.

وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الشركات التي يكون فيها مستوى هيكل الملكية عالٍ، يكون لها تأثير سلبي على أداء الشركات، بينما سياسة توزيع الأرباح في الشركات

التي يكون فيها مستوى هيكل الملكية منخفض، يكون لها تأثير إيجابي على أداء الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي.

دراسة (2009) Kouki بعنوان:

"Ownership Structure and Dividends Policy Evidence from the Tunisian Stock Market"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير هوية حملة الأسهم على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق تونس المالي، وتهدف أيضا هذه الدراسة لتوضيح نظرية الوكالة وأثرها على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في سوق تونس المالي. ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم استخدام عينة من الشركات المدرجة في سوق تونس المالي وتكونت هذه العينة من (29) شركة خلال فترة الدراسة (1995-2001)، وتضمنت عينة الدراسة (11) شركة صناعية، و(18) شركة مالية مدرجة في السوق المالي في تونس.

ولقد اعتمدت هذه الدراسة في جمع البيانات على التقارير السنوية التي يتم إعدادها من قبل جمعية البنوك التونسية، ومكتب بورصة تونس (سوق تونس المالي)، ولقد استخدمت الدراسة أسلوب المنهج الوصفي لتحليل هذه البيانات، ولقد أظهرت نتائج الدراسة، أن هيكل الملكية له أثر كبير وهام على سياسة توزيع الأرباح في الشركات التونسية، كما تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين ملكية المؤسسات وسياسة توزيع الأرباح لكل سهم، وأيضاً وجود علاقة سلبية بين ملكية الحكومة ومستوى الأرباح الموزعة على المساهمين في الشركات التونسية.

وقد توصلت الدراسة، إلى أن الشركات التي يكون فيها عدد كبير من حملة الأسهم، تكون توزيعات الأرباح فيها بشكل أكبر، كما أظهرت النتائج، وجود علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية الحرة وسياسة توزيع الأرباح، حيث كلما كان حجم التدفقات النقدية الحرة أعلى في الشركات

التونسية، فإن مستوى توزيع الأرباح يكون أكبر مقارنة بالشركات التي يكون فيها تدفقات نقدية منخفضة.

وأخيراً، توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها فرص استثمار عالية، تكون لديها لها رغبة كبيرة في توزيعات الأرباح، وبالمقابل فإن الشركات التي تكون نسبة الدين فيها مرتفعة، تنخفض فيها نسبة توزيع الأرباح.

دراسة بورسنى وعبد السلام (2005) بعنوان: "محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية : دليل من سوق الكويت للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح، إضافة إلى تحديد مدى انطباق نظرية التدفقات النقدية الفائضة (Free Cash Flow Over-investment) على السوق الكويتية، حيث لاقت نظرية التدفقات النقدية الفائضة قبولاً في السوق الأمريكي بوصفها أحد التفسيرات المحتملة لسياسة توزيع الأرباح. ودلت نتائج هذه الدراسة على وجود اختلاف كبير بين الشركات الموزعة للأرباح النقدية؛ من حيث الربح التشغيلي، والفرص الاستثمارية، وحجم الأصول والمديونية، وتميزت الشركات الموزعة للأرباح بربحية أعلى ونسبة سوقية إلى دفترية أعلى ومديونية أقل.

ولقد أشارت النتائج إلى أن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في نهاية السنة في الشركات الكويتية (عينة الدراسة)، هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية، على خلاف ما هو معمول به عالمياً. ولقد توصلت الدراسة أيضاً، إلى أن الشركات الموزعة للأرباح لديها فرص نمو أعلى وذلك على عكس توقعات نظرية التدفقات النقدية الفائضة. وأخيراً، أشارت نتائج الدراسة إشارة غير مباشرة إلى وجود مشكلة تكلفة الوكالة (Agency Cost Problem)، ولكن لم يتم إيجاد أي

دليل يؤكد وجود هذه المشكلة. وبالتالي، فقد استنتجت الدراسة أن مشكلة تكلفة الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة، ليس لها أي علاقة بسياسة توزيع الأرباح في السوق الكويتية خلال فترة الدراسة.

دراسة (Putu 2003) بعنوان:

"Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: an Agency Theory Perspective"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قوة التنبؤ للرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح للملكية الإدارية، وهدفت الدراسة أيضاً إلى التوسع في استخدام النموذج اللوغاريتمي لاختبار قوة التنبؤ لسياسة الرافعة المالية، وسياسة توزيع الأرباح لسياسة الملكية الإدارية في الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي. وفي هذه الدراسة تم التعديل على متغير ملكية الإدارة، وهو إضافة متغير (الموجودات المتداولة) لزيادة القدرة على التنبؤ بالاعتماد على نموذج الدراسة. وقد شملت فترة الدراسة (1993-2001)، وقد كانت تجادل سياسة الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على الملكية الإدارية.

وأظهرت النتائج أن هناك درجة عالية للتنبؤ بسياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية لاختبار الملكية الإدارية في الشركات. وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً انسجاماً بخصوص قوة القدرة على التنبؤ بشأن سياسة الرافعة المالية، وسياسة توزيع الأرباح للملكية الإدارية، كما توصلت الدراسة إلى أنه هناك علاقة سالبة بدرجة كبيرة بين السياستين. وقد كانت النتائج متسقة مع توقعات نظرية الوكالة، وبينت النتائج أيضاً أن هناك علاقة سلبية بين سياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية والملكية الإدارية مع ارتفاع حجم الشركة، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تبادل بين السياستين،

بحيث يمكن من خلالهما التنبؤ في الحد من صراعات تكاليف الوكالة، ومعالجة مشكلة الفصل والسيطرة في الإدارة في الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي.

دراسة (2008) Zunaidah & Zunaidah بعنوان:

"Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidence From Malaysian Listed Firms"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير سياسة توزيع الأرباح، وأنواع هيكل الملكية والحوكمة على قيمة الشركات المدرجة في السوق المالي في ماليزيا. ولقد استخدمت الدراسة عينة مكونة من (406) شركة مدرجة في سوق ماليزيا المالي (بورصة ماليزيا)، وتم استخدام أسلوب البيانات المقطعية (Cross Sectional Analysis) للفترة (2002-2005)، وقد تم جمع البيانات لهذه الشركات خلال فترة الدراسة. وتم التحقق من التأثير المباشر وغير المباشر لهيكل الملكية وحوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح على قيمة الشركات.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، كان من أهمها، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة خلال فترة الدراسة، وكانت هذه النتيجة منسجمة مع نظرية التدفقات النقدية الحرة، والتي تتنبأ بأن توزيعات الأرباح تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي فإنها تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة. كما أظهرت النتائج، أن سياسة توزيع الأرباح لها دور هام وكبير في الرقابة والتخفيف من تكاليف الوكالة في الشركات الماليزية.

وأخيراً، توصلت الدراسة، إلى أن حوكمة الشركات وهيكل الملكية وتوزيعات الأرباح، جميعها

تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي زيادة قيمة الشركات الاندونيسية.

"Dividends Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح في الأسواق النامية وكانت هذه الدراسة مقتصرة على سوق الهند، وقد تم اختيار عينة مكونة من (661) شركة غير مالية مدرجة في سوق بومباي المالي (الهند)، وقد اعتمدت الدراسة على نموذج (Rozeff, 1982) لتخفيض تكاليف الوكالة، وتم تطبيقه على الشركات (عينة الدراسة)، والذي يتنبأ بأن نسبة توزيعات الأرباح التي تكون مرغوبة في الشركات، هي النسبة التي تكون فيها تكاليف الوكالة والتكاليف الناتجة عن التمويل بالدين والتمويل الخارجي في الشركات أقل ما يمكن. وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها ارتباط كبير بتكاليف الوكالة، حيث أن توزيعات الأرباح لها أثر كبير ودور هام في التقليل من تكاليف الوكالة التي تنشأ في الشركات والتي تنتج عن تضارب المصالح بين المديرين والمالكين في هذه الشركات. وأخيراً فإن هذه الدراسة توصلت إلى أن الشركات في القطاع الخاص في الشركات المدرجة في سوق بومباي المالي تعمل على توزيع الأرباح بشكل كبير بحيث تؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة والتكاليف الناتجة عن التمويل بالدين والتمويل الخارجي بحيث تكون أقل ما يمكن في هذه الشركات خلال فترة الدراسة.

4.3 دراسات الدول المتقدمة

دراسة (2010) Byrd بعنوان:

"Financial Policies and The Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from The Oil Industry"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الخصائص المالية والملكية على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، لاختبار نظرية (Jensen, 1986) التدفقات الحرة لتكاليف الوكالة، من خلال تحديد مجموعة من الشركات، وخلال فترة زمنية محددة، وهدفت هذه الدراسة إلى تطوير مقياس لتقدير تكاليف الوكالة، واختبار فيما إذا كان ارتفاع الديون وارتفاع الأرباح النقدية ترتبط مع انخفاض تكاليف الوكالة لشركات النفط والغاز الأمريكية.

وهدفت هذه الدراسة أيضاً إلى التعرف فيما إذا كان هيكل ملكية الأسهم يؤثر على تكاليف الوكالة، بالاعتماد على مختلف المراقبين والمحللين، وقد تمت هذه الدراسة من خلال توظيف عينة من شركات النفط والغاز الأمريكية ذات التدفق النقدي الحر من عام (1979-1985)، وقد شملت العينة على (316) شركة نفط وغاز أمريكية مدرجة في السوق المالي.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة عكسية بين تكاليف الوكالة المقدرّة والرافعة المالية، بما يتفق مع آثار السيطرة على الديون، وقد أظهرت الدراسة أيضاً أن التمويل بالدين يرتبط مع سياسة توزيع الأرباح، وله ارتباط مباشر مع انخفاض تكاليف الوكالة. ومن نتائج هذه الدراسة أيضاً، الاتفاق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة التي تساهم بشكل خاص في حل صراعات الوكالة في الشركات التي تولد تدفقات نقدية عالية، ونجد أيضاً أن التمويل بالدين يعمل على التقليل من تكاليف الوكالة.

دراسة Zhang & Seven (2006) بعنوان:

"The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies"

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح في شركات الأمم المتحدة، وتهدف أيضاً إلى تقديم دليل ميداني على أثر هيكل الملكية على تكاليف الوكالة في هذه الشركات، ولتحقيق أهداف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من (323) شركة مدرجة في السوق المالي في الأمم المتحدة خلال الفترة (2004-2005)، ولقد تم اختيار هذه الشركات (عينة الدراسة) وفقاً لمعايير ووفقاً لأسس اختيار العينات بحيث جاءت تتوافق مع أهداف الدراسة.

ولقد اعتمدت الدراسة على أسلوب المنهج الوصفي في تحليل بيانات الدراسة التي تم جمعها خلال فترة الدراسة بالاعتماد على التقارير السنوية لهذه الشركات من موقع البورصة في الأمم المتحدة، ولقد تم استخدام نموذج تبعاً لدراسات سابقة، حيث تتم الاعتماد على تكاليف الوكالة كمتغير تابع مقاساً نسبة المصاريف التشغيلية للمبيعات، وتم الاعتماد على الرافعة المالية، وحجم الشركة، وأداء الشركة، كمتغيرات مستقلة لتحقيق أهداف الدراسة.

وقد أظهرت نتائج الدراسة، وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في السوق المالي في الأمم المتحدة. وكذلك وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وتكاليف الوكالة في هذه الشركات.

كما تبين، وجود علاقة سلبية بين أداء الشركة، وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في السوق المالي في الأمم المتحدة.

وبشكل عام جاءت نتائج هذه الدراسة داعمة لفرضية تكاليف الوكالة ومتوافقة معها، في

الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2004-2005).

5.3 ملخص الدراسات السابقة:

جدول (1-3)

ملخص الدراسات السابقة

الرقم	السنة	الباحث	البلد	العينة	أهم النتائج
1	2012	Al Taleb Ghassan	الأردن	الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي (60) شركة	1. هناك علاقة سلبية للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الأرباح. 2. هناك علاقة موجبة بين التدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية. 3. هناك علاقة موجبة بين الربحية وسياسة توزيع الأرباح.
2	2009	زايد علي عبد الخالق المنزوع	الأردن	الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي	1. هناك أثر لحوكمة الشركات على ربحية الشركات المتمثل بمعدل العائد على الموجودات. 2. لا يوجد أثر لحوكمة الشركات على نسبة توزيع الأرباح.
3	2007	Husam Malkawi	الأردن	الشركات المدرجة في سوق عمان المالي (160) شركة	1. هناك تشقت كبير بالعلاقة بين الملكية، وعدد الأسهم وسياسة توزيع الأرباح بالأردن. 2. هناك علاقة عكسية بين تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية. 3. هناك علاقة موجبة بين وجود حكومة أو وكالاتها في هيكل الملكية للشركة (السيطرة على المساهمين) وسياسة توزيع الأرباح. 4. هناك علاقة موجبة بين كل من، حجم الشركة، وربحية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية. 5. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية.

<p>1. جاءت نتائج الدراسة بدعم الفرضية التي تعتبر أن سياسة توزيع الأرباح واقية حيث تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات.</p> <p>2. وجدت الدراسة أن الضرائب غير مهمة، وأن أرباح الأسهم التي قد تلعب دوراً كبيراً كذلك في السيطرة على صراعات الوكالة.</p> <p>3. وجدت الدراسة أن الأرباح في المستقبل، وسعر الأسهم في السوق، بالإضافة إلى وجود السيولة الإضافية، تعتبر من العوامل الهامة لقرارات توزيع أرباح في شركات الإمارات العربية المتحدة.</p>	<p>الشركات المدرجة في سوق المالي في دولة الإمارات</p>	<p>الإمارات</p>	<p>Abdelaziz et.al</p>	<p>2011</p>	<p>4</p>
<p>1. هناك علاقة ايجابية بين مستوى الديون في الشركات الباكستانية على سياسة توزيع الأرباح.</p> <p>2. هناك علاقة سالبة بين الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح مشيراً إلى أن الشركات ذات الديون المرتفعة توزع أرباح أقل.</p> <p>3. إن التغيير في العوائد لا يؤثر بشكل كبير على سياسة توزيع الأرباح في حالة الشركات الباكستانية.</p>	<p>الشركات الباكستانية المدرجة في بورصة كراتشي (403) شركة</p>	<p>الباكستان</p>	<p>Asif,et.al</p>	<p>2011</p>	<p>5</p>
<p>1. هناك علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الحرة وسياسة توزيعات الأرباح.</p> <p>2. هناك علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية في الشركات الاندونيسية.</p> <p>3. هناك علاقة سلبية لمعدلات النمو وسياسة توزيع الأرباح، وعلاقة ايجابية للرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح.</p> <p>4. هناك علاقة ايجابية للتدفقات النقدية على توزيعات الأرباح في الشركات التي وزعت أرباحاً لمدة 5 سنوات. بينما كان هناك أثراً سلبياً في الشركات التي وزعت أرباحاً لمدة تقل عن 5 سنوات. وأخيراً هناك أثر ايجابي للتدفقات النقدية على الرافعة المالية في كلا النوعين من الشركات.</p>	<p>الشركات المدرجة في السوق المالي في اندونيسيا</p>	<p>اندونيسيا</p>	<p>Utami & Inanga</p>	<p>2011</p>	<p>6</p>

<p>1. الدراسة تتسجم مع فرضيات التدفق النقدي الحر، حيث تم التوصل إلى أن المتغيرات الرئيسية في هذه الدراسة لها تأثيرات إيجابية على توزيعات الأرباح في الشركات التابيلاندية.</p> <p>2. هناك علاقة إيجابية كبيرة بين الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح.</p> <p>3. الشركات الأكبر حجماً وأكثر ربحية مع ارتفاع التدفقات النقدية الحرة والأرباح المدورة، تميل إلى دفع أرباح أعلى في الشركات المدرجة في سوق تابلاند المالي.</p>	<p>الشركات المدرجة في سوق تابلاند المالي</p>	<p>تابلاند</p>	<p>Yordying Thanatawee</p>	<p>2011</p>	<p>7</p>
<p>1. سياسة توزيع الأرباح في الشركات مرتبطة بشكل قوي ومباشر بملكية الحوكمة، حجم الشركة، الربحية للشركات أيضاً لها ارتباط مباشر وكبير مع سياسات توزيع الأرباح في هذه الشركات.</p> <p>2. هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سياسات توزيع الأرباح والرافعة المالية.</p> <p>3. الشركات تقوم بتوزيع الأرباح بهدف الحد من مشاكل الوكالة والحفاظ على سمعة الشركة في السوق.</p> <p>4. تعتمد سياسة توزيع الأرباح اعتماداً شديداً على ربحية الشركة. وهذا يشير إلى أن الشركات المدرجة في بورصات دول مثل التعاون الخليجي تعمل على تغيير سياسات توزيع الأرباح بشكل مستمر ولا تعتمد سياسة توزيع الأرباح كهدف طويل الأجل في هذه الشركات.</p>	<p>الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي (الكويت، السعودية، عمان، قطر، البحرين)</p>	<p>(الكويت، السعودية، عمان، قطر، البحرين)</p>	<p>Duha</p>	<p>2009</p>	<p>8</p>
<p>1. الأرباح تكون أكثر حساسية للأرباح الحالية أكثر من الأرباح السابقة، وقد أظهرت أيضاً إن الشركات المدرجة غير المالية ذات السرعة العالية للتكليف وانخفاض نسبة التوزيع المستهدف لإظهار عدم الاستقرار على تجانس توزيع الأرباح.</p> <p>2. الشركات ذات الأرباح الثابتة وغير المتذبذبة تستطيع أن تتحمل أكبر التدفقات النقدية الحرة، وبالتالي دفع الأرباح يكون أكبر في هذه الشركات.</p>	<p>الشركات المدرجة في بورصة كراتشي شركة (320)</p>	<p>الباكستان</p>	<p>Hafeez & Attiya</p>	<p>2009</p>	<p>9</p>

<p>3. السبولة في السوق لها علاقة ايجابية في سياسة توزيع الأرباح. إضافة إلى أن الرافعة المالية والركود المالي لهم علاقة سلبية على سياسة توزيع الأرباح.</p> <p>4. القيمة السوقية وحجم الشركة لهما تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح وهي السياسة التي تبين بوضوح أن الشركات تفضل الاستثمار في الأصول بدلاً من توزيع الأرباح على مساهميها.</p>					
<p>1. هناك علاقة ايجابية بين مستوى المخاطرة والملكية الإدارية في الشركات الماليزية، وترتبط سياسة التمويل بالدين التي تعتبر آلية من آليات التحكم مشاكل الوكالة بشكل كبير بمستوى الملكية الإدارية.</p> <p>2. تعتبر سياسة توزيع الأرباح أداة ضبط بديلة للحد من تكاليف الوكالة ومشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين الخارجيين، إلا أنه لم يظهر أثر مهم لسياسة توزيع الأرباح على الملكية الإدارية.</p>	<p>الشركات الماليزية المدرجة في بورصة ماليزيا ولقد شملت عينة الدراسة على أكبر (100) شركة</p>	<p>ماليزيا</p>	<p>Huson</p>	<p>2009</p>	<p>10</p>
<p>1. يمكن استخدام سياسة توزيع الأرباح كألية لحوكمة الشركات لتخفيض تكاليف الوكالة والحد من الصراع بين أغلبية وأقلية المساهمين في الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي، على حد سواء.</p> <p>2. سياسة الدين لا يمكن استخدامها كألية لحوكمة الشركات للحد من تكاليف الوكالة والتخفيض منها وأيضاً لا يمكن استخدامها للحد من التعارض والصراعات بين أقلية وأغلبية المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي في اندونيسيا.</p> <p>3. سياسة توزيع الأرباح التي تكون بهيكل ملكية مركزة عالي يكون لها تأثير سلبي على أداء الشركات، بينما سياسة توزيع الأرباح التي تكون بهيكل ملكية مركزة منخفض يكون لها تأثير ايجابي على أداء الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي.</p>	<p>الشركات المدرجة في السوق المالي في اندونيسيا وشملت العينة (200) خلال (2006)</p>	<p>اندونيسيا</p>	<p>Syafarudin alwi</p>	<p>2009</p>	<p>11</p>

<p>1. هيكل الملكية في الشركات التونسية له أثر كبير وهام في فهم سياسة توزيع الأرباح في الشركات التونسية.</p> <p>2. هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ملكية المؤسسات وتوزيعات الأرباح لكل سهم، وأيضاً هناك علاقة سلبية بين ملكية الحكومة ومستوى توزيع الأرباح الموزعة على المساهمين في الشركات التونسية.</p> <p>3. الشركات التي فيها ملكية حملة الأسهم بشكل كبير، فإن توزيعات الأرباح تكون فيها أكبر.</p> <p>4. علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية الحرة وسياسة توزيع الأرباح، حيث انه كلما كان النقد أكبر في الشركات التونسية كان مستوى توزيع الأرباح أكبر مقارنة بالشركات التي فيها التدفق النقدي منخفض.</p>	<p>الشركات المدرجة في سوق تونس المالي وتكونت هذه العينة من (29) شركة خلال فترة (1995- 2001)</p>	<p>تونس</p>	<p>Kouki</p>	<p>2009</p>	<p>12</p>
<p>1. العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في نهاية السنة في الشركات الكويتية هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية، على خلاف ما هو معمول به عالمياً.</p> <p>2. الشركات الموزعة للأرباح لديها فرص نمو أعلى وذلك على عكس توقع نظرية التدفقات النقدية الفائضة.</p> <p>3. مشكلة تكلفة الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الفائضة ليس لها أي علاقة بسياسات توزيع الأرباح في السوق الكويتية خلال فترة الدراسة.</p>	<p>الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي</p>	<p>الكويت</p>	<p>بورسلي وعبد السلام</p>	<p>2005</p>	<p>13</p>
<p>1. هناك درجة عالية للتنبؤ بسياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية لاختبار ملكية الإدارية للملكية الإدارية.</p> <p>2. هناك انسجام بخصوص قوة القدرة على التنبؤ بشأن سياسة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح للملكية الإدارية.</p> <p>3. هناك علاقة سالبة بدرجة كبيرة بين السياستين. النتائج كانت متسقة مع توقعات نظرية الوكالة.</p> <p>4. هناك علاقة سلبية بين سياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية على الملكية الإدارية مع ارتفاع حجم الشركة.</p>	<p>الشركات المدرجة في سوق اندونيسيا المالي</p>	<p>اندونيسيا</p>	<p>Putu et.al</p>	<p>2003</p>	<p>14</p>

<p>1. هناك علاقة إيجابية لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة خلال فترة الدراسة، وكانت هذه النتيجة منسجمة مع نظرية التدفقات النقدية الحرة والتي تتنبأ بأن توزيعات الأرباح تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي فإنها تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.</p> <p>2. سياسة توزيع الأرباح لها دور هام وكبير ففي الرقابة والتخفيف من تكاليف الوكالة في الشركات الماليزية، خلال سنوات الدراسة.</p> <p>3. حوكمة الشركات وهيكل الملكية وتوزيعات الأرباح تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة وبالتالي زيادة قيمة الشركات خلال فترة الدراسة.</p>	<p>الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا وعددها (403) شركة</p>	<p>ماليزيا</p>	<p>Zunaidah & Zunaidah</p>	<p>2008</p>	<p>15</p>
<p>1. سياسة توزيع الأرباح لها ارتباط كبير بتكاليف الوكالة، حيث أن توزيعات الأرباح لها أثر كبير ودور هام في التقليل من تكاليف الوكالة التي تنشأ في الشركات والتي تنتج عن تضارب المصالح بين المديرين والمالكين في هذه الشركات.</p> <p>2. الشركات في القطاع الخاص في الشركات المدرجة في سوق بومباي المالي تعمل على توزيع الأرباح بشكل كبير بحيث تؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة والتكاليف الناتجة عن التمويل بالدين والتمويل الخارجي بحيث تكون أقل ما يمكن في هذه الشركات خلال فترة الدراسة.</p>	<p>الشركات غير المالية المدرجة في سوق بومباي المالي (الهند) عددها (661) شركة</p>	<p>الهند</p>	<p>Ronny Manos</p>	<p>2002</p>	<p>16</p>
<p>1. هناك علاقة عكسية بين تكاليف الوكالة المقدره والرافعة المالية، بما يتفق مع آثار السيطرة على الديون. هذه النتائج لا تزال قائمة عبر مجموعة متنوعة من المواصفات النموذجية وأساليب تجميع البيانات.</p> <p>2. التمويل بالديون يرتبط مع سياسة توزيع الأرباح ولها ارتباط مباشر مع انخفاض تكاليف الوكالة.</p> <p>3. نتائج الدراسة تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة التي تساهم بشكل خاص في حل صراعات الوكالة في الشركات التي تولد تدفقات نقدية عالية. ونجد أيضاً أن تمويل الديون يعمل على التقليل من تكاليف الوكالة.</p>	<p>شركات الغاز والنفط المدرجة في السوق المالي في اميركا وعددها (316) شركة</p>	<p>اميركا</p>	<p>John Byrd</p>	<p>2010</p>	<p>17</p>

<p>1. هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية، وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في السوق المالي في الأمم المتحدة.</p>	<p>الشركات المدرجة في</p>				
<p>2. هناك علاقة سلبية بين حجم الشركة، وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في السوق المالي في الأمم المتحدة.</p>	<p>السوق المالية في الأمم المتحدة، وعدها (323)</p>	<p>الأمم المتحدة</p>	<p>Zhang & Seven</p>	<p>2006</p>	<p>18</p>
<p>3. هناك علاقة سلبية بين أداء الشركة، وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في السوق المالي في الأمم المتحدة.</p>					

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

6.3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

أن ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة، هو أنها تعد من وجهة نظر الباحث الدراسة الأولى من نوعها في المملكة الأردنية الهاشمية، التي وقع على عاتقها اختبار تأثير مستوى تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح، وذلك لكون سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم السياسات التمويلية في الشركات، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق المالي. كما يعد قرار توزيع الأرباح من القرارات الحيوية والهامة التي تتخذها الإدارة المالية في الشركات، وذلك لما له من أثر غير مباشر على المقرضين وأثر مباشر على المستثمرين الحاليين والمحتملين.

7.3 فرضيات الدراسة:

في ضوء مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة لتكاليف الوكالة، وتحقيقاً للأهداف المحددة

لِلدراسة تم وضع الفرضيات التالية:

1. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين التدفقات النقدية الحرة ونسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$.
2. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين درجة الرفع المالي ونسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$.
3. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين حجم الشركة ونسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$.
4. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين معدل النمو ونسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$.
5. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين الربحية ونسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفصل الرابع: منهجية الدراسة

1.4 مقدمة

2.4 مجتمع وعينة الدراسة

3.4 بيانات الدراسة وطرق جمعها

4.4 نموذج الدراسة

5.4 التعريف بمتغيرات الدراسة

6.4 أساليب تحليل البيانات

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1.4 مقدمة

يهدف هذا الفصل إلى عرض المنهجية المتبعة في هذه الدراسة لإستقصاء أثر مستوى تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وذلك بالتعريف بمجتمع الدراسة وعينتها وطرق جمع البيانات، إضافة إلى التعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها، وأهم الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات وتقدير معاملات الانحدار.

2.4 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من سنة (2004) إلى سنة (2009)، والبالغ عددها (272) شركة حتى نهاية سنة (2009). وقد تم اختيار العينة وفقاً للمعايير التالية:

1. استبعاد الشركات المالية والخدمية وشركات التأمين من عينة الدراسة، بسبب طبيعة النشاطات التي يتم ممارستها، والتي تنعكس على هيكل رأس المال لهذه الشركات.
2. استبعاد الشركات التي خضعت لعمليات اندماج مع شركات أخرى خلال فترة الدراسة.
3. استبعاد الشركات التي كانت بياناتها مفقودة أو غير متوفرة.
4. استثناء جميع الشركات التي تم تصفيتها أو إيقاف إدراجها في البورصة خلال فترة الدراسة.
5. استثناء جميع الشركات التي أدرجت بعد عام (2004).

وبتطبيق هذه المعايير تم استبعاد (20) شركة صناعية لعدم توفر بيانات كافية عنها خلال فترة الدراسة من سنة (2004) إلى سنة (2009)، وتزامنت هذه الفترة مع أهم التطورات والإصلاحات التي شهدتها الاقتصاد الأردني من إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال بالإضافة إلى تحرير التجارة وتوقيع شراكات مع الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة. وقد تم اختيار القطاع الصناعي من طرف الباحث، لكونه من أهم القطاعات المكونة للاقتصاد الأردني إذ يساهم بحوالي (25%) من الناتج المحلي الإجمالي بشكل مباشر، هذا بالإضافة إلى ارتباطه بالعديد من القطاعات الاقتصادية الأخرى. ويستوعب جزءاً من قوة العمل الأردنية، ويوفر فرص التأميل والتدريب لها. وعليه تكونت عينة الدراسة من (56) شركة، ويوضح الملحق (1) أسماء الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي التي شملتها الدراسة، وفقاً لما صدر عن الموقع الإلكتروني لبورصة عمان في تقاريرها السنوية.

3.4 بيانات الدراسة وطرق جمعها

اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب البيانات السلاسل الزمنية – المقطعية، وهو ما يعرف بـ (Panel Data Analysis)، إن هذا النوع من التحليل يحتوي على خصائص كل من البيانات المقطعية، والسلاسل الزمنية، ومن أهم ما يميز هذا النوع من البيانات عن غيرها كما يرى (Bruderl, 2005) أنها:

- تزيد حجم العينة من خلال زيادة عدد مشاهدات الدراسة.
- توفر أكبر كمية من المعلومات.
- تقلل من المشاكل التي من الممكن أن تواجه الباحثين في التحليل، ومن هذه المشاكل مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity)، بحيث تخفض الارتباط بين المتغيرات

المستقلة، وتكون العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات أقل وتُرفع درجات الحرية كذلك.

- تحسن من كفاءة المعاملات المقاسة مما يجعل التقديرات أكثر كفاءة.
 - تقدم المعلومات وفق ترتيب الأحداث.
 - تسمح للباحث بتحليل عدد من القضايا الاقتصادية الديناميكية التي لا يمكن تناولها باستخدام بيانات السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية.
- ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على الكتب والدراسات السابقة وقواعد البيانات العالمية، لبناء الأساس النظري وصياغة فرضياتها الرئيسية، إضافة إلى ذلك اعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية المنشورة في سوق عمان المالي (ASE) التي خلال فترة الدراسة من سنة (2004) إلى سنة (2009). والتي تم الحصول عليها من خلال التقارير السنوية (القوائم المالية) متمثلة بالميزانية العمومية، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، وتم الاستعانة أيضاً بدليل الشركات المساهمة العامة الصادر عن سوق عمان المالي (ASE).

4.4 نموذج الدراسة

بهدف اختبار أثر مستوى تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، اعتمد الباحث على النموذج المتبع في دراسة (and Inanga, 2011) (Utami)، ولقد تم صياغة النموذج بما يتوافق وأهداف الدراسة ممثلاً بالمعادلة التالية:

$$DIV = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 LEV + \beta_3 GROW + \beta_4 PRFT + \beta_5 SIZE + \varepsilon$$

حيث أن:

DIV: الأرباح الموزعة.

FCF: التدفقات النقدية الحرة.

LEV: الرفع المالي.

GROW: معدل النمو.

PRFT: الربحية.

SIZE: حجم الشركة.

5.4 التعريف بمتغيرات الدراسة

1.5.4 المتغير التابع:

• نسبة توزيعات الأرباح (DIV):

تشير إلى نسبة من الأرباح التي تُوزعها الشركة على المساهمين من صافي الأرباح، أو ما تبقى بعد طرح جميع التكاليف، على سبيل المثال (الاستهلاك، والفائدة، والضرائب) من إيرادات الشركة. وقد استخدمت معظم الدراسات السابقة التي تناولت أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح نسب توزيعات الأرباح (Manos, 2002).

2.5.4 المتغيرات المستقلة:

• التدفقات النقدية الحرة (FCF):

التدفقات النقدية الحرة هي التدفقات النقدية المتبقية التي يتم توزيعها على حملة الأسهم وأصحاب الديون بعد قيام الشركة بالاستثمار في الأصول الثابتة الضرورية ورأس المال العامل للمحافظة على استمرارية الأنشطة التشغيلية. وتوفر التدفقات النقدية الحرة للمحللين الماليين بشكل عام معلومات عن قدرة الشركة على النمو داخلياً وزيادة مرونتها المالية في الشركات (2002)

(Bergevin, 1986)، واعتمدت هذه الدراسة على الدراسات السابقة مثل (Jensen, 1986) في استخدام التدفقات النقدية الحرة كمؤشر لوجود تكاليف الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة والمساهمين في الشركات، فتوفر التدفقات النقدية الحرة قد يدفع بالإدارة إلى استخدامها لمصالحها الخاصة على حساب مصالح المساهمين، وهو ما يحمل الإدارة أعباء مالية إضافية تؤثر سلباً في القيمة السوقية للشركات، ونتيجة لذلك فإنه من المتوقع أن تؤثر التدفقات النقدية الحرة في سياسة توزيع الأرباح لأثرها المباشر على تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المالكين والإدارة، نتيجة لاستخدام الإدارة للتدفقات النقدية الحرة لتحقيق مصالحها على حساب المساهمين، وهو ما يحمل الشركة تكاليف إضافية لضبط سلوك الإدارة (Jensen & Meckling, 1976)، إضافة إلى ذلك، أشارت الدراسات السابقة إلى العديد من الطرق للتخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات مثل استخدام الدين وسياسة توزيع الأرباح، وذلك للتقليل من حجم التدفقات النقدية الحرة لدى الإدارة، وعليه فإنه من المتوقع أن تؤثر التدفقات النقدية الحرة إيجابياً على سياسة توزيع الأرباح، ويمكن استخدام القانون التالي لاحتساب التدفقات النقدية الحرة:

$$FCF = \frac{OCF - \Delta F \text{ Assets} - \Delta NWC}{T \text{ Assets}}$$

حيث أن:

FCF: التدفقات النقدية الحرة.

OCF: التدفقات النقدية التشغيلية.

$\Delta F \text{ Assets}$: التغير في الأصول الثابتة.

ΔNWC : التغير في رأس المال العامل.

T Assets: مجموع الأصول.

• نسبة الرفع المالي (LEV):

يرى (Jensen, 1986) أن الدين وسياسة توزيع الأرباح من الممكن أن يشكلتا بدائل لبعضهما البعض في الحد من تكاليف الوكالة، وعليه فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بينهما سلبية حيث يرى (Baskin, 1989) أن ارتفاع حجم الدين سيقلل من الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، وهو ما يؤدي إلى توفير النقدية المتاحة لتوزيع الأرباح على المساهمين، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين الدين وسياسة توزيع الأرباح علاقة طردية.

وتقيس نسبة الرفع المالي، العلاقة بين رأس المال المساهم به من قبل الدائنين، ورأس مال المساهم به من قبل المساهمين (حملة الأسهم). وتظهر أيضاً مدى امكانية استخدام حقوق المساهمين للوفاء بالتزامات الشركة تجاه الدائنين في حالة التصفية (Jensen et.al, 1992). ومن خلال الدراسات السابقة مثل (Utami & Inanga, 2011)، فقد تم استخدام نسبة الرفع المالي باستخدام القانون التالي:

$$LEV = \frac{Debt}{Equity}$$

حيث أن:

LEV: الرافعة المالية.

Debt: نسبة الدين.

Equity: نسبة الملكية.

• معدل النمو (GROW RATE):

تعكس فرص النمو الزيادة المتوقعة في الأصول غير الملموسة للشركة الناتجة عن المهارات الإدارية، والشهرة، والكفاءة، وتعتبر هذه الأصول ذات قيم متقلبة وغير ثابتة، حيث أنها تنخفض بشكل سريع ومباشر في حالات الإفلاس والأزمات المالية، وهذا يؤدي إلى تخفيض قدرة الشركة من اعتمادها على مصادر التمويل الخارجي، وبالتالي يتم اللجوء إلى مصادر التمويل الداخلي واستخدام أسهم رأس المال في التمويل (Rajan & Zingales, 1995)، علاوة على ذلك، فإن مستوى تكاليف الوكالة يكون مرتفع في الشركات ذات النمو المرتفع، لأن لديها المرونة الزائدة في اختيار استثماراتها المستقبلية وبالتالي زيادة ثروتها، ونتيجة لذلك فإن المقرضين يعملوا على زيادة نسبة الخطورة والفائدة على الدين مما يؤدي إلى زيادة تكاليفه، وحسب نظرية التبادل (Trade off theory) فإنه هناك علاقة سلبية بين فرص النمو والرافعة المالية (Titman & Wessels, 1988). ونتيجة لذلك، فإن زيادة فرص النمو تؤدي إلى انخفاض حجم السيولة النقدية المتاحة لتوزيعات الأرباح على المساهمين، وعليه فإنه من المتوقع أن تؤثر فرص النمو سلباً على سياسة توزيع الأرباح.

ومن جهة أخرى يرى كل من (Myers & Majluf, 1984)، أن الشركات ذات النمو المرتفع يكون لديها فرص استثمارية كبيرة جداً، ويكون لديها مشاريع استثمارية مستقبلية بحاجة إلى المزيد من الأموال، ونظراً لحجم هذه المشاريع فإنه لا يمكن لهذه الشركات بالاعتماد على مصادر التمويل الداخلي فقط، مما يؤدي إلى اللجوء لمصادر التمويل الخارجي. وحسب نظرية التدرج في التمويل (Pecking Order Theory) فإنه هناك علاقة ايجابية بين الرافعة المالية وفرص النمو، ونتيجة لذلك فإنه من المتوقع أن زيادة فرص النمو سيزيد من حجم السيولة المتاحة لتوزيعات

الأرباح على المساهمين في هذه الشركات، وعليه فإنه من المتوقع أن تؤثر فرص النمو ايجابياً على سياسة توزيع الأرباح. وقد اعتمدت هذه الدراسة على معدل النمو في المبيعات، كمقياس لمعدل النمو للشركة (Manos, 2002). ويمكن استخدام القانون التالي لإيجاد معدل النمو في الشركات الصناعية الأردنية:

$$GROW = \frac{T \text{ Assets} + MVE - TE}{T \text{ Assets}}$$

حيث أن :

GROW: معدل النمو.

T Assets: مجموع الأصول.

MVE: القيمة السوقية للملكية.

TE: مجموع الملكية (القيمة الدفترية).

• الربحية (PRFT):

إن الشركات بشكل عام تفضل استخدام سياسة الدين لاعتبارات ضريبية، والشركات الربحية بشكل خاص تعمل على زيادة استخدام سياسة الدين من أجل زيادة نسبة الرفع المالي لديها، مما يؤدي إلى زيادة المنفعة الضريبية (الدرع الضريبي). إضافة إلى الميزة الضريبية للدين فإن تكاليف الإفلاس، وتكاليف الوكالة، تشجع الشركات الربحية على الاعتماد على الدين في هيكل رأس المال بشكل كبير، وذلك كون أن هذه الشركات لها القدرة على الالتزام في سداد ديونها ومواجهتها على الوجه الأمثل دون إلحاق أي ضرر بها، وعلاوة على ذلك، فإن مديري هذه الشركات يكون لديهم فوائض نقدية كبيرة، يتم استخدامها في مشاريع ذات ربحية قليلة وغير مجدية اقتصادياً، وغالباً ما

يتم استخدامها أيضاً لتحقيق المصالح الشخصية على حساب مصالح المساهمين (Modigliani and Miller, 1963).

ونتيجة لذلك، فإنه هناك علاقة ايجابية بين الرافعة المالية وربحية الشركات، حيث أن الشركات الربحية ترغب في زيادة الطلب على الدين (الرفع المالي)، ومصادر التمويل الخارجي من أجل الاستفادة من الميزة الضريبية للدين (الدرع الضريبي)، وبالتالي تقليل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، وهذا بدوره يزيد من السيولة المتاحة لدى الشركات لتوزيع الأرباح على المساهمين، وبما أن الدين وسياسة توزيع الأرباح يمكن اعتبارهما بدائل لبعضهما البعض، فإن هذا يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الربحية (Meckling, Jensen & 1976) و (Jensen, 1986).

وقد اعتمدت الدراسة على ربحية الشركة، كمؤشر لوجود تكاليف الوكالة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم قياسها بنسبة صافي الربح إلى حقوق المساهمين في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وبالاعتماد على الدراسات السابقة مثل (Varouj et.al. 2003)، تم استخدام القانون التالي لقياس الربحية:

$$PRFT = \frac{NP}{SE}$$

حيث أن:

PRFT: الربحية.

NP: صافي الربح.

SE: الملكية.

• حجم الشركة (SIZE):

وهو عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة ويحمل حجم الشركة دلالات كبيرة ترتبط بالكفاءة والمنافسة والتركيز واقتصاديات الحجم، إذ إن الشركات ذات الحجم الكبير تتميز غالباً بارتفاع كفاءتها وتنافسيتها وتركزها في السوق، رغم ذلك، فإنه توجد بعض العيوب التي تشوب الشركات الكبيرة، من أهمها عدم قدرتها على السيطرة على تكاليفها بشكل كفؤ كما هو الحال في الشركات صغيرة الحجم. وتكمن الفكرة الرئيسة من إتباع اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، في كون الشركات الصغيرة هي أكثر خضوعاً لنقائص سوق رأس المال نتيجة لارتفاع الفرق في التكلفة بين مصادر التمويل الداخلي والخارجي، والذي تسببه ارتفاع تكاليف المعلومات غير المتماثلة وتكاليف الوكالة. ولقد تم استخدام هذا المعيار في دراسة (Gilchrist & Himmelberg, 1995 وأيضاً في دراسة (Erickson & Whited, 2000).

إضافة إلى ذلك فإن احتمالية إفلاس الشركات كبيرة الحجم أقل مما هي عليه في الشركات صغيرة الحجم، حيث أن الشركات كبيرة الحجم لها القدرة على تحمل الدين والالتزام به، وهو ما يؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل بالدين، وبالتالي التقليل من اعتماد الشركة على التمويل الداخلي، مما يؤدي إلى زيادة النقد المتاح للتوزيع، وعليه فمن المتوقع أن يؤثر حجم الشركة ايجابياً على سياسة توزيع الأرباح، وتبعاً لنظرية الوكالة فإن هذا يؤدي إلى التخفيض من تكاليف الوكالة للشركة (Titman & Wessels, 1988).

6.4 أساليب تحليل البيانات

لتحقيق أهداف استخدمت الدراسة العديد من طرق التحليل القياسي التي تتلاءم وبيانات الدراسة، فقد تم استخدام ما يعرف بـ (Panel Data) وهي عبارة عن سلاسل زمنية لبيانات مقطعية (Time Series of Cross Sectional Data)، يتميز أسلوب (Panel Data Analysis) عن أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis)، كونه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effects) عند تقديره لمعادلات الانحدار، أما أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis)، فيمكن تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary least squares)، والذي لا يعتبر فعالاً في تقدير معاملات النموذج، إذا كان هناك تأثير للعوامل الفردية وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effect). ويمكن تقدير (Panel Data)، إما بأسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model)، والذي يمكن تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، أو أسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model)، والذي يتم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العامة (Generalized Least Squares). ويمكن الاختلاف بين أسلوب الأثر الثابت والأثر العشوائي في مسألة ما إذا كانت العوامل الفردية وعامل الزمن مرتبطة بالمتغيرات المستقلة أم لا.

ويرى (Gujarati, 2003) أن أسلوب الأثر الثابت (Random Effect Model) يفترض ثبات تأثير العوامل الفردية، وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effects)، وارتباطها مع المتغيرات المستقلة، بينما أسلوب الأثر العشوائي يفترض عشوائية ظهورها وعدم ارتباطها بالمتغيرات المستقلة للنموذج، وعليه فإن وجود هذا الارتباط يجعل من أسلوب الأثر

العشوائي غير كفؤ في تقدير معاملات الدراسة، والعكس بالنسبة للأثر الثابت. ومن أجل تحديد أسلوب التحليل الأمثل لبيانات الدراسة، استخدمت الدراسة العديد من طرق الفحص Diagnostic Tests) مثل (F-Test)، لقياس صلاحية النموذج بشكل عام، و (T-Test) لقياس الأهمية الإحصائية لمعاملات التقدير لمتغيرات الدراسة.

إضافة إلى ما سبق، تم استخدام (Lagrange Multiplier Test) (LM) لتحليل الأفضلية بين كل من (Panel Data Analysis) و (Pooled Data Analysis)، على أساس قبول أو رفض فرضية العدم في أن التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي صفر، فرفض فرضية العدم يجعل من أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis) من خلال (Ordinary Least Squares)، غير ملائم وغير فعال لتقدير معاملات الدراسة، في حين استخدمت الدراسة، (Hausman Test) للاختبار بين (Fixed Effect Model) و (Random Effect Model) على أساس فرضية العدم (بأن جميع معاملات التقدير من خلال الأثر العشوائي لها نفس الكفاءة، كذلك التي تم تقديرها من خلال الأثر الثابت). إن رفض فرضية العدم يجعل من معاملات التقدير عن طريق الأثر العشوائي أكثر دقة، وهذا لا يعني أن معاملات التقدير الناتجة عن نموذج الأثر الثابت غير فعالة (Gujarati, 2003). وعلى اعتبار أن الانحدار المشترك يقوم على جملة من الفرضيات، أولها التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة فقد تم تطبيق اختبار (Shapiro-Wilk) على البواقي (Residuals)، وقد تم الاعتماد على مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المختلفة، وكذلك على اختبار (Variance Inflation Factor: VIF) لمعاينة الفرضية الثانية للانحدار المشترك، وهي التعددية الخطية (Multicollinearity)³، كما تم

³ (Gujarati, 2003) يرى أن VIF يجب أن يكون أقل من 10 لغادي وجود مشكلة التعددية الخطية (Multicollinearity) VIF أي، عليه فإن انخفاض VIF يدل على اختفاء مشكلة (Multicollinearity) ويزيد مستوى الدقة في التفسير.

الاعتماد على (Breuch-Pagan)، بهدف الكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroscedasticity)، التي قد تتضمنها البيانات (على أساس اختبار فرضية العدم) بأن تباين البواقي (Residuals) متجانس، ولقبول فرضية العدم يجب أن لا يكون لقيمة (Chi) أي دلالة إحصائية.

وبهدف تقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) في الدراسة الحالية، تم الاعتماد على اختبار (Variance Inflation Factor: VIF)، الذي يبين الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وكقاعدة عامة إذا كان $VIF > 10$ ، فهذا يشير إلى وجود ارتباط متعدد (Gujarati, 2003). ودلت نتائج اختبار (VIF) لكل متغيرات الدراسة الموضحة في الجدول رقم (1.4) على غياب مشكلة (Multicollinearity) في الدراسة الحالية، حيث كان متوسط VIF في نموذج الدراسة أقل من 10.

الجدول رقم (1.4)

نتائج اختبار (VIF)

	Min VIF	Max VIF
Model	1.09	1.7

بالإضافة إلى اختبار مشكلة (Multicollinearity)، فقد تم اختبار صحة افتراضات أخرى للانحدار مثل: مشكلة عدم تجانس التباين γ ، وتتبع أهمية هذه الافتراضات من حقيقة أن عدم تلبية البيانات لهذه الافتراضات، قد يؤدي إلى تقديرات خاطئة عن المعاملات والأخطاء المعيارية وذلك قد يجعل من (F-test)، وقيمة (t-statistic) غير صالحة. واستخدمت الدراسة

عدة اختبارات للتأكد من أن البيانات تستوفي افتراضات الانحدار، ومن هذه الاختبارات المستخدمة اختبار (Breuch-Pagan)؛ للكشف عن مشكلة (Heteroskedasticity)؛ ويستند هذا الاختبار على استخدام المربعات الصغرى الإعتيادية (OLS) لانحدار البواقي (الأخطاء) تحت الفرضية العدمية بأن تباين الخطأ متجانس:

وبما أن اختبار (Heteroskedasticity)؛ أكثر حساسية لفرضية التوزيع الطبيعي؛ قام الباحث أولاً باختبار التوزيع الطبيعي باستخدام (Shapiro-Wilk)؛ الذي يختبر الفرضية العدمية بأن البواقي (الأخطاء) موزعة طبيعياً. حيث قدم اختبار (Shapiro-Wilk)؛ نتائج معاكسة للفرضية العدمية بأن البواقي موزعة طبيعياً؛ وبما أن أسلوب الدراسة المتبع هو (Panel Data Analysis)؛ وكون عدد ملاحظات الدراسة يفوق بكثير (35) ملاحظة؛ فإنه قد لا يكون من الضروري اختبار فرضية التوزيع الطبيعي:

الفصل الخامس: تحليل البيانات، ومناقشة النتائج

1.5 مقدمة

2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

3.5 نتائج تحليل الانحدار المشترك

4.5 ملخص نتائج اختبار الفرضيات

© Arabic Digital Library - Hermok University

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

1.5 مقدمة

يعرض هذا الفصل نتائج تقدير معادلات الانحدار باستخدام (Panel Data Analysis)، الذي يمكن تقديره باستخدام أسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model).

وكما ورد سابقاً، تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر مستوى تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، في ضوء بعض المتغيرات التي هي: نسبة توزيعات الأرباح (DIV)، والتدفقات النقدية الحرة (FCF)، ونسبة الرفع المالي (LEV)، ومعدل النمو (GROW)، والربحية (PRFT)، وحجم الشركة (SIZE).

2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يتطرق هذا الجزء من الفصل إلى أهم الإحصاءات الوصفية التي تضم المتوسطات الحسابية، والانحرافات المعيارية، وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة. يوضح الجدول رقم (1.5) الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات نموذج الدراسة، ومن خلاله يتبين أن:

الجدول رقم (1.5)

نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات نموذج الدراسة

Observations (n) = 336

Variables	Mean	Std.Div	Min	Max
DIV	0.202	0.205	0.04	1.5
LEV	0.793	1.000	0.09	0.8
FCF	0.007	0.177	-0.91	1.7
GROW	1.582	1.016	-1.6	6
PRFT	0.053	0.414	-1.5	5.4
SIZE	16.506	1.338	13.76	20.6

حيث: (DIV) نسبة توزيعات الأرباح، (LEV) نسبة الرفع المالي، (FCF) التدفقات النقدية الحرة، (GROW) معدل النمو، (PRFT) الربحية، (SIZE) حجم الشركة.

- يبين الجدول رقم (1.5) أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح (DIV)، بلغ حوالي (0.2)، وبانحراف معياري قدره (0.2)، ولقد تراوحت هذه النسبة بين (0.04) كحد أدنى، و(1.5) كحد أقصى، وهذا يشير إلى أن هناك تفاوت كبير في توزيعات أرباح الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة)، ويمكن تفسير ذلك بأن مبلغ، ونوع الأرباح الموزعة على المساهمين يختلف من سنة إلى أخرى، ومن شركة إلى أخرى اعتماداً على الوضع المالي لها.

- يبين الجدول أعلاه أن متوسط نسبة الرفع المالي (LEV)، بلغ حوالي (0.79)، وبانحراف معياري قدره (1.0)، ولقد تراوحت هذه النسبة بين (0.09) كحد أدنى، و(0.8) كحد أقصى، وهذا يشير إلى التفاوت الكبير والملاحظ في نسبة الرفع المالي بين الشركات

الصناعية الأردنية (عينة الدراسة)، نتيجة لاختلاف حجم الأصول لهذه الشركات، وكذلك

اختلاف حجم الخصوم المتداولة بين هذه الشركات.

- يبين الجدول أن متوسط نسبة التدفقات النقدية الحرة (FCF) للشركات الصناعية الأردنية، بلغ حوالي (0.007)، وانحراف معياري قدره (0.18) تقريباً، ولقد تراوحت هذه النسبة بين (-0.91) كحد أدنى، و(1.7) كحد أقصى، ويمكن تفسير ذلك باختلاف الأرباح التشغيلية التي تم الحصول عليها من نشاط الشركات الصناعية، وكذلك اختلاف حجم الموجودات من شركة إلى أخرى.
- يبين الجدول أن متوسط معدل نمو المبيعات (GROW)، بلغ (1.58)، وانحراف معياري قدره (1.00)، ولقد تراوحت هذه القيمة بين (-1.6) كحد أدنى، و(6.00) كحد أقصى، ويمكن تفسير ذلك باختلاف فرص النمو، واختلاف حجم الموجودات بين الشركات.
- يبين الجدول أن متوسط معدل الربحية (PRFT) للشركات الصناعية الأردنية، بلغ حوالي (0.05)، وانحراف معياري قدره (0.4) تقريباً، ولقد تراوحت هذه النسبة بين (-1.5) كحد أدنى، و(5.4) كحد أقصى، ويمكن تفسير ذلك باختلاف الأرباح التي تحققها الشركات الصناعية الأردنية وكذلك الاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح.
- يبين الجدول أن متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة)، بلغ حوالي (16.5)، وانحراف معياري قدره حوالي (1.33)، ولقد تراوحت هذه النسبة بين (13.76) كحد أدنى، و(20.6) كحد أقصى، والاختلاف الكبير في الحجم من شركة إلى أخرى هو نتيجة اختلاف حجم الموجودات بين هذه الشركات.

3.5 نتائج تحليل الانحدار المشترك

يستعرض هذا الجزء نتائج تحليل الانحدار المشترك لنموذج الدراسة، وذلك باستخدام نموذج الأمر الثابت (Fixed Effect Model)، ونموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model)، وهي النماذج القياسية التي يمكن بها تحليل البيانات من نوع (Panel data)، وقد استخدمت الدراسة كلاً من اختبار (Hausman)، واختبار (Lagrange Multiplier: LM) لاختيار النموذج الأفضل لتحليل النتائج. وقد أظهرت نتائج اختبار فرضيات النموذج، أن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity)، حيث دلت النتائج أن متوسط (VIF)، بلغ (1.4) وهو أقل من (10)، وهذا يدل على أن جميع متغيرات الدراسة لا تعاني من هذه المشكلة.

ويظهر الجدول رقم (3.5) نتائج تحليل نموذج الدراسة، والذي يهدف لاختبار أثر مستوى تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2004-2009)، وقد بينت نتائج اختبار (Hausman Test) و (Lagrange Multiplier) أن أسلوب الأثر العشوائي أفضل من الأثر الثابت في تقدير معادلة الانحدار ولتحقيق أهداف الدراسة، وإذا لم يكن لاختبار (Hausman Test) أية دلالة إحصائية، في حين كان اختبار (Lagrange Multiplier) ذا دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01)، مما يؤكد أن تحليل البيانات السلاسل الزمنية - المقطعية أفضل في الحصول على نتائج ومعاملات الانحدار كفه يمكن اعتمادها في التحليل ومناقشة فرضيات الدراسة.

الجدول رقم (2.5)

نتائج تحليل نموذج الدراسة

Variables	Model: DIV	
	Panel data	
	FEM	REM
CONST	-7.964 (0.004)*	-4.458 (0.000)*
FCF	-0.284 (0.408)	-0.674 (0.021)**
LEV	-0.100 (0.162)	-0.097 (0.146)
SIZE	0.396 (0.012)**	0.184 (0.009)*
PRFT	0.380 (0.000)*	0.354 (0.000)*
GROW	0.146 (0.042)**	0.181 (0.004)*
R ²	0.406	0.382
F-statistic	11.35 (0.000)*	73.74 (0.000)*
Observations(n)	128	128

Hausman test	Chi ² statistic = 9.24 Prob(Chi ²) = (0.0997)***
LM test	chi2(1) = 36.78 Prob > chi2 = (0.000)*

***، **، * معنوي إحصائياً عند مستوى 1%، 5% و 10%.

من خلال الجدول رقم (6.5) وبالاتماد على نموذج الأثر العشوائي يمكننا ملاحظة ما

يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) بين التدفقات النقدية الحرة (FCF)، ونسبة توزيعات الأرباح (DIV). وهذا يشير إلى أن الشركات الأردنية ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة، تميل إلى دفع أرباح أقل، وهذا يتعارض مع نظرية التدفق النقدي الحر. حيث أن المديرين يقوموا بتوزيع الأرباح، بغرض تخفيض تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وبالتالي من المتوقع أن تكون هناك علاقة موجبة بين التدفقات النقدية الحرة، والأرباح الموزعة، والعلاقة السلبية تدل على وجود مشكلة وكالة. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة Utami & Inanga (2011)، في حين تتعارض مع نتائج دراسة (2011) Thanatawee .

- عدم وجود أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي (LEV) ونسبة توزيع الأرباح (DIV)، وهي نتيجة تتوافق مع نتائج دراسة (2006) Amidu & Abor، وعليه فإن الدين، وسياسة توزيع الأرباح قد لا يشكلان بدائل لبعضهما البعض لمعالجة مشكلة الوكالة، إضافة إلى ذلك أنه الشركات تكون محدودة الحصول على التمويل بالدين.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين حجم الشركات الصناعية الأردنية (SIZE) ونسبة توزيع الأرباح (DIV). وهذا يعني أن الشركات الكبيرة تميل إلى زيادة توزيعات الأرباح بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، ويمكن تفسير ذلك من خلال فرضيات التدفقات النقدية الحرة ودورة حياة الشركة. والتي تفترض بأنه، بالمقارنة مع الشركات الأصغر حجماً، تميل الشركات الكبيرة إلى أن تكون لديها تدفقات نقدية حرة مرتفعة، وبالتالي احتمالية أكبر لدفع أرباح أكثر، ومن هنا نجد أنه هناك علاقة موجبة بين حجم الشركة ونسبة توزيع الأرباح، وهي نتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة كلاً من Fama and French (2001) و Fodio و (2009)، و Redding (1997).

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين معدل النمو (GROW) ونسبة توزيع الأرباح (DIV)، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تحقق فرص نمو أكثر تميل لتوزيع أرباح أكثر من أجل تأسيس سمعة جيدة بغرض جذب المساهمين للحصول على رأس المال الخارجي، وهي نتيجة تتوافق مع النتائج المتوصل إليها في دراسة Myers and Bacon, (2004)، وتتعارض مع النتائج المتوصل إليها في دراسة Utami and Inanga, (2011).

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين الربحية (PRFT) ونسبة توزيع الأرباح (DIV)، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تحقق أرباح مرتفعة تقوم بدفع أرباح أكثر، وقد وجدت العديد من الدراسات السابقة نفس العلاقة مثل: (Baker and powell, 2000; kowalewski, 2009).

4.5 ملخص نتائج اختبار الفرضيات

- نصت الفرضية الأولى على أنه توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وبالاعتماد على نتائج تحليل النموذج، فقد تبين أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة، تميل إلى دفع أرباح أقل، والعلاقة السلبية تدل على وجود مشكلة الوكالة، وبالتالي تم رفض الفرضية الأولى.

- بينت نتائج التحليل عدم وجود أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة توزيع الأرباح، وبالتالي تم رفض الفرضية الثانية التي نصت على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

- نصت الفرضية الثالثة على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة ونسبة توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وقد دلت نتائج تحليل النموذج على أن الشركات الكبيرة تميل إلى زيادة توزيعات الأرباح بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، وقد وجدت علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند المستوى (0.01) بين حجم الشركة ونسبة توزيعات الأرباح، وبالتالي تم قبول الفرضية الثالثة.

- نصت الفرضية الرابعة على أنه توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة النمو ونسبة توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وقد بينت النتائج بأن الشركات التي تحقق فرص نمو أكثر تميل لتوزيع أرباح أكثر من أجل تأسيس سمعة جيدة بغرض جذب المساهمين للحصول على رأس المال الخارجي، وبالتالي تم قبول الفرضية الرابعة عند مستوى الدلالة (0.01).

- بينت نتائج التحليل أيضاً وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين الربحية ونسبة توزيع الأرباح، إذ أن الشركات التي تحقق أرباح مرتفعة تقوم بدفع أرباح أكثر، وبناءً عليه، فقد تم قبول الفرضية الخامسة التي نصت على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الربحية ونسبة توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

الفصل السادس: ملخص أهم النتائج، والتوصيات

1.6 مقدمة

2.6 ملخص أهم النتائج

3.6 التوصيات

4.6 محددات الدراسة

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الفصل السادس

ملخص النتائج، والتوصيات

1.6 مقدمة

بعد تحليل البيانات التي تم الحصول عليها حول الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) في الفصل السابق يأتي هذا الفصل، ليقدم أهم النتائج التي التوصل إليها، بناءً على نتائج تحليل نموذج الدراسة، هذا إضافة إلى عرض بعض التوصيات التي نرى أنها تفيد بعض الأطراف المعنية.

2.6 ملخص أهم النتائج

يمكن تلخيص أهم النتائج بالنقاط التالية:

1. هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) بين التدفقات النقدية الحرة (FCF)، ونسبة توزيعات الأرباح (DIV). وهذا يشير إلى أن الشركات الأردنية ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة، تميل إلى دفع أرباح أقل، وهذا يتعارض مع نظرية التدفق النقدي الحر. حيث أن المديرين يقوموا بتوزيع الأرباح على المساهمين، بهدف تخفيض تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وبالتالي من المتوقع أن تكون هناك علاقة موجبة بين التدفقات النقدية الحرة والأرباح الموزعة والعلاقة السلبية تدل على وجود مشكلة وكالة.

2. عدم وجود أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي (LEV)، ونسبة توزيع الأرباح (DIV).

3. هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين حجم الشركات الصناعية الأردنية (SIZE)، ونسبة توزيع الأرباح (DIV). وهذا يعني أن الشركات كبيرة الحجم، تميل إلى زيادة توزيعات الأرباح بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، ويمكن تفسير ذلك من خلال

فرضيات التدفقات النقدية الحرة ودورة حياة الشركة. والتي تفترض بأنه، بالمقارنة مع الشركات الأصغر حجماً، تميل الشركات الكبيرة إلى أن تكون لديها تدفقات نقدية حرة مرتفعة، وبالتالي احتمالية أكبر لدفع أرباح أكثر، ومنه فإنه هناك علاقة موجبة بين حجم الشركة، ونسبة توزيع الأرباح.

4. هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين معدل النمو (GROW)، ونسبة توزيع الأرباح (DIV)، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تحقق فرص نمو أكثر، تميل لتوزيع أرباح أكثر من أجل تأسيس سمعة جيدة بغرض جذب المساهمين للحصول على رأس المال الخارجي.

5. هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.01) بين الربحية (PRFT) ونسبة توزيع الأرباح (DIV)، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تحقق أرباح مرتفعة تقوم بدفع أرباح أكثر.

3.6 التوصيات:

1. تحتاج إدارات الشركات الصناعية الأردنية إلى زيادة نسبة توزيعات الأرباح كإجراء وقائي لتخفيض التدفقات النقدية الحرة، ومن ثم منع ظهور مشكلة الوكالة.
2. يمكن إجراء المزيد من البحوث باستخدام مؤشرات مختلفة لقياس مستوى تكاليف الوكالة.
3. تحتاج الشركات الصناعية الأردنية إلى فرض رقابة أكثر على سلوك المديرين، بحيث إذا ما حققت الشركة فائض في التدفقات النقدية الحرة، ولم تتوفر أي فرص استثمارية مربحة، فإن الإدارة

تميل إلى سوء استخدام الفائض المتوفر، وهذا يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة، تخصيص غير فعال للموارد، واستثمار غير مجدي.

4. وأخيراً، يمكن إجراء المزيد من البحوث والدراسات لتوسيع نطاق الدراسة الحالية كي تشمل القطاعات المتبقية (الخدمات، والبنوك، والتأمين). والذي من شأنه أن يجعل نتائج هذه الدراسة أكثر فعالية، كما من شأنه أن يمنح الفرق الموجود بين هيكل رأس مال الشركات المالية والشركات غير المالية.

4.6 محددات الدراسة

في ختام هذه الدراسة ندرج بعض الصعوبات التي واجهها الباحث خلال انجاز الدراسة، والتي من شأنها أن تحد من إمكانية تعميم النتائج المتوصل إليها. وتمثلت هذه المحددات فيما يلي:

1. اقتصار الدراسة على عينة من (56) شركة من القطاع الصناعي دون القطاعات الأخرى، نظراً لاختلاف الظروف والقوانين التي يخضع لها هذا القطاع مقارنة بالقطاعات الأخرى.
2. مقاييس غير متناسقة لتكاليف الوكالة، مما يحد من إمكانية تعميم النتائج.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

1. التميمي، عباس. 2008م. "أثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحوكمة في الشركات المملوكة للدولة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات العراقية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في فلسفة المحاسبة، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد.
2. التميمي، ارشيد. 2010 م. " الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، عمان، الأردن
3. الجبوري، نصيف. 1999م. "مفاهيم نظرية الوكالة وانعكاساتها على نظم قياس الأداء والحوافز في بعض الشركات المساهمة العراقية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في فلسفة المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
4. الحناوي، محمد، والعبد، جلال. 2006 م. "الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الإسكندرية، الدار الجامعية.
5. الشماع، خليل. 1992 م. "الإدارة المالية" ط4. مطبعة الخلود، بغداد.
6. الشيرازي، عباس. 1990 م. "تظيرة المحاسبة"، ذات السلاسل للطباعة والنشر، الكويت، 104-105.
7. الزعبي، بشير. 2000 م. "تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، العدد 2، جامعة الأردنية، عمان.
8. العامري، محمد إبراهيم. 2009 م. "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، أثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
9. العراقي، عراقي. 1990 م. "المحاسبة عن التدفقات النقدية طبقاً للمعايير الأمريكية، دراسة اختبارية لمناسبتها للشركات المساهمة الكويتية"، الإدارة العامة، العدد 65، ص.ص (151-169).
10. العلي، عادل. 2009 م. "اقتصاديات المالية العامة"، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق.
11. المنزوع، زايد. 2009 م. " حومة الشركات وأثرها على سياسة توزيع الأرباح: دراسة تطبيقية ففي الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، رسالة جامعية، الأردن، جامعة آل البيت.

12. الميداني، أيمن، 1999 م. "الإدارة التمويلية في الشركات المساهمة"، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن.
13. النعيمي، عدنان، والساقي، سعدون، وسلام، أسامة، والشقيري، موسى. 2007 م. "الإدارة المالية: النظرية والتطبيق". دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
14. الهواري، سيد. 1985 م. "الإدارة المالية لاتخاذ القرارات"، القاهرة، دار الجيل للطباعة.
15. الهواري، سيد. 1986 م. "الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل طويل الأجل" ط1، مكتبة عين شمس، القاهرة.
16. بورسلي، أماني، وعبد السلام، فايز. 2005 م. "محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية" دليل من سوق الكويت للأوراق المالية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد (2)، العدد (2).
17. حماد، طارق. 2008 م. "حوكمة الشركات"، الدار الجامعية، القاهرة، ص 69.
18. حنفي، عبد الغفار. 2007 م. "أساسيات الإدارة المالية"، الإسكندرية، دار الجامعات الجديدة للنشر.
19. حنفي، عبد الغفار. 2000 م. "أساسيات التمويل والإدارة المالية" ط 1، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
20. عبد الرحيم، عاطف جابر، (2008)، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
21. قريشي يوسف، 2005 م. "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، ص 105.
22. مسير، رباب وهاب، 2009. "دور المعلومات المحاسبية في تقويم الأداء الاستراتيجي في ظل مفاهيم نظرية الوكالة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
23. نور، عبد الناصر، 2003 م. "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، ومدى تأثيرها بربحية الشركة، وحجمها ودرجة مخاطرتها غير النظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العراقية والأردنية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 17، العدد 1، صص 41-67.
24. زرقون، محمد (2010)، "أثر الائتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات لاقتصادية المعسرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي في الجزائر"، مجلة الباحث، عدد (8)، جامعة ورقلة - الجزائر.
25. هندي، منير، إبراهيم، 2008 م. "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، الطبعة الثانية، ص، 218.

26. هوشيار، معروف. 2003. الإستثمارات والأسواق المالية. دار الصفاء للنشر والتوزيع. الأردن - عمان. ص: 303-305.

المراجع الأجنبية:

1. Abdelaziz Chazi, Narjess Boubakri, Fernando Zanella. (2011), "Corporate dividend policy in practice: Evidence from an emerging market with a tax-free environment", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19, pp. 245-259.
2. Agrawal, A. and C. R. Knoeber. (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, pp.377-397.
3. Aivazian, Varouj, Laurence Booth, and Sean Cleary, (2003). "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend policies From U.S Firms?", *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3, pp. 371-387.
4. Al-Kuwari, Duha. 2009. "Determinants of the Dividends of the Policy in Emerging Stock Exchange: The Case of GCC Countries ", Vol (2), No.2, PP38-63, *Global & Finance Journal*.
5. Altaleb, ghassan, "Measurement of impact of agency costs level of firms on dividends and leverage policy: An empirical study". 2012. Vol 3, No.10.
6. Amidu M. and Abor J. (2006). "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", *The Journal of Risk Finance* Vol. 7, pp.136-145.
7. Asif, Assia, Waqas Rasool, and Yasir Kamall, (2011). "Impact of financial leverage on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed Companies", *African Journal of Business Management*, Vol. 5, No. 4, pp. 1312-1324.
8. Baker.Kent. H. Saudi's, Dutta. Gandhi. D, (2007). "The perception of dividend by Canadian managers: new evidence", *International Journal of Managerial Finance* vol.3.
9. Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Theory. *Financial Management*, 18, 26-35.
10. Bergevin, P.M. (2002). *Financial Statement Analysis: An Integrated Approach*. New Jersey: Prentice Hall, Inc.

11. Brigham, Eugene; and Ehrhardt Michael, 2005. "Financial Management Theory & Practice" 12th. Mike Roche publisher.
12. Bruderl, Josef, (2005). Panel Data Analysis. University of Manchester. p. (2).
13. Byrd, John (2010). "Financial Policies and the Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from the Oil Industry", *International Review of Accounting, Banking and Finance*, Vol. 2, No. 2, pp. 23-50.
14. Christie, A. and Zimmerman. J, (1994). "Efficient & Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contents. *The Accounting Review*. 69. PP (539-566).
15. Deangelo, Harry, Linda Deangelo, and René M. Stulz, (2004). "Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity", *Financial Economics Working Paper*, No.10.
16. Eilton, Edwin & Gruber, Martin, 1995. "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", John Wiley and sons, Inc., New York.
17. Eisenhardt, K.M, 1989. " Agency Theory: An Assessment and review" *The academy of management review*", 14, (1), pp.33-37.
18. Ekanayake, S, 2004. "Agency theory, National cultures and management control systems", *the journal of American Academic of business*, March, pp, 49-54.
19. Erickson, T, & Whited, T. (2000). Measurement Error and the relationship between investment and q. *Journal of Political Economy*, 108, 1027-1057.
20. Fama, E, F, & K.R. French, 2001, " Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics of Lower Propensity to Pay ". *Journal of Financial Economics*, Vol.6, P.P (3-44).
21. Fleming, G., R. Heaney and R. Mc Cosker, (2005). "Agency Costs and Ownership Structure in Australia", *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 13, pp. 29-52.
22. Gerald R, Jensen, Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1992. pp. 247-263.
23. Gilchrist, S, & Himmelberg, C. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of Monetary Economics*, 36, 541-572.

24. Gujarati, Damoder. No.2, "Essential of Econometrics, (2003), 4th Edition, P. (254).
25. Gul, F, A, and J, Tsui.2001. "A Tests of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing". *Journal of Accounting and Economics* 24:219-237.
26. Hafeez Ahmed, Attiya Javid, (2009). "Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan " Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, VOL. 25, PP. 149-171.
27. Harris, Milton, and Artur Raviv, 1990. "Capital Structure and the Informational Role of Debt" *Journal of Finance* Vol. 45, pp. 321-349.
28. Higgins, Robert, 2001. "Analysis for Financial Management", 6th edition, McGraw – Hill, America.
29. Holder, M., F. Langrehr, and J. Hexter, (1998). "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management* 27, pp.73-82.
30. Husam-Aldin Nizar Al-Malkawi, (2007). "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model", *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol. 23, No. 2, pp. 44-70.
31. Huson, A.L. (2009). "Managerial Ownership Concentration & Agency Conflicts Using Logistic Regression Approach: Evidence from Bursa Malaysia". *Journal of Managemen Research*. No (11).
32. Jensen, C. Michael (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 72, No. 02, pp. 323-329.
33. Jensen, C. Michael, 1994. Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory *Journal of Applied Corporate Finance* 72, pp. 40 – 45.
34. Jensen, C. Michael, and William, H.Meckling. (1976). " Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 03, No. 04, pp. 305-360.
35. Jensen, M., D. Solberg, and T. Zorn, 1994. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, pp.247-261.

36. Jensen. C. Michael, 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 72 (02): 323-329.
37. Jensen. C. Michael, And William, H.Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 03 (04): 305-360.
38. Kissan, J. & Richardson, J. Vernon, (2002). "Free Cash Flow, Agency Costs, and Affordability Method of Advertizing Budgeting". Publisher American Marketing Association. No (66). PP.(94-107).
39. Kouki, Mondher, 2009. "Ownership Structure and Dividends Policy: Evidence from the Tunisian Stock Exchange", Vol (25), No (21), P.P (42-53), *European Journal of Scientific Research*.
40. Lee S. Redding, (1997). "Firm Size and Dividend Payouts", *Journal of Finsncial Intermediation*, Vol.6, pp. 224-248.
41. Manos, R.; (2002). "Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms", Institute for Development Policy and Management, University of Manchester.
42. Mathieu, J., (1997). Agency Theory Framework. www.babson.edu. [Online]. Available: (<http://www.babson.edu/entrep/fer/papers96/shane/shane3.htm>).
43. McMenamin, J. 1999. *Financial Management, an Introduction*, First Published. 494.
44. Miller. M.H & Modigliani. F, (1961). "Dividends Policy, Growth & Evaluation of Shares, *Review of Economics & Statistics*, Oct1961.
45. Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). "Corporate Income and Taxes of the Cost of Capital: A Correction *American Economics Review*, 53. P.P (433-443).
46. 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".
47. Myers, S. C, 2000. "Outside Equitiy ", *Journal of Finance*, 55, P.P (1005-1037).
48. Nehkili, Mehdi, Siala, &, Wali Afifa, and Chebbi Dhikra, (2008). "Free Cash Flow, Governance and Financial Policy of French Firms", etrieves January.5, from SSRN WeB.
49. Paul Brockman, EmreUnlu, (2009). "Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, pp. 276-299.

50. Pratt, J.W., and R.J. Zeckhauser, 1985, *Principals and agents: the structure of business* (Boston, Harvard Business School Press).
51. Putu Anom Mahadwartha, (2003). "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: an Agency Theory Perspective", Publish on *Journal Economic and Business Indonesia*, Vol. 18, No.3, pp. 1-20.
52. Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
53. Redding, L., 1997. "Firm Size and Dividend Payouts", *Journal of Financial Intermediation* 6, pp.224-248.
54. Rhodes Heather, 2012. *Asymmetric Information in the Market for IPOs*. Midwest Finance Association. Annual Meetings Paper. The University of Alabama. USA.
55. Ross, & Stephen, 2002. "Essential of Corporate Finance", U.S.A. McGraw-Hill Higher Education.
56. Rozeff, M., 1982. "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* Vol. 5, pp. 249-259.
57. Sheeba, kapil, 2011. *Financial Management*. Dorling Kindersley, Navi Mumbai, India.
58. Stewart C. Myers, 2001. "Capital Structure." *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): page98.
59. Syafaruddin alwi, (2009). "Dividend and Debt policy as Corporate Governance Mechanism: Indonesian Evidence", *journal pengurusan*, Vol. 29, pp. 111-127.
60. Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
61. Utami Siti Rahmi, And Inanga .L. Eno, 2011. Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 33, 07-24.
62. Wang George Yungchih, 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *J. Service Science & Management*. 3, 408-418.
63. Watts, Ross L. Zimmerman, L. Jerold 1986. "Positive accounting theory Prentice-Hall".

64. Williams, J, 1988, " Perquisites, Risk, and Capital Policy Structure ", Journal of Finance Vol, 42, PP. 29-49.
65. Yordying Thanatawee, (2011). "Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand", International Journal of Financial Research, Vol. 2, No. 2, pp. 52-60.
66. Zhang and Steven Li, 2006, " The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies", International Graduate School of Business.
67. Zhang and Steven Li, 2006. " The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies" International Graduate School of Business University of South Australia Adelaide.
68. Zunaidah Sulong, and Fauzias Mat Nor, (2008) Dividends, ownership structure and board governance on firm value: empirical evidence from Malaysian listed firms. Malaysian Accounting Review, 7 (2). pp. 55-94.

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (1): أسماء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان (عينة الدراسة)

الرقم	اسم الشركة
1	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
2	العربية لصناعة وتجارة الورق
3	الألبان الأردنية
4	العامة للتعدين
5	العربية لصناعة الألمنيوم / آلز
6	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
7	المتصدرة للأعمال والمشاريع
8	الوطنية لصناعة الصلب
9	دار الدواء للتنمية والاستثمار
10	مصانع الأجواخ الأردنية
11	مصانع الخزف الأردنية
12	مصانع الورق والكرتون الأردنية
13	مناجم الفوسفات الأردنية
14	الأردنية لصناعة الأنابيب
15	الدباغة الأردنية
16	المركز العربي للصناعات الدوائية
17	الجنوب لصناعة الفلاتر
18	الصناعات الكيماوية الأردنية
19	العالمية للصناعات الكيماوية

الاستثمارات العامة	20
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	21
الصناعات والكهربت الأردنية / جيمكو	22
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	23
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	24
السلفوكيماويات الأردنية	25
مصانع الأسمنت الأردنية	26
البوتاس العربية	27
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	28
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	29
الإقبال للأستثمار	30
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	31
الوطنية لصناعة الكلورين	32
الموارد الصناعية الأردنية	33
الكابلات الأردنية الحديثة	34
الصناعات الهندسية العربية	35
الزبي لصناعة الأنيسة الجاهزة	36
الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	37
حديد الأردن	38
العربية للصناعات الكهربائية	39
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية والمستلزمات الطبية	40
مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	41

الدولية للصناعات الخزفية	42
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	43
الوطنية للدواجن	44
المتكاملة للمشاريع المتعددة	45
الوطنية لصناعة الألومنيوم	46
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	47
دار الغذاء	48
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والإلكترونية والمعدات الثقيلة	49
العربية لصناعة المواسير المعدنية	50
الإقبال للطباعة والتغليف	51
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	52
الاتحاد للصناعات المتطورة	53
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	54
الدولية لصناعات السيليكا	55
شركة الترافرتين	56