

## أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار دراسة قياسية للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ 100

### *Impact of dividend policy on investment decision An econometric study on listed companies in NASDAQ100*

محرز نور الدين

جامعة مساعدية محمد الشريف،  
سوق أهراس، الجزائر

مخبر LAREE

[Noureddine.mehrez@univ-soukahras.dz](mailto:Noureddine.mehrez@univ-soukahras.dz)

نوال غربي\*

جامعة محمد الصديق بن يحيى  
جيجل / الجزائر

مخبر إقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة

[Nawal.gharbi@univ-jijel.dz](mailto:Nawal.gharbi@univ-jijel.dz)

تاريخ الإرسال: 2021/09/21 تاريخ القبول: 2022/09/13 تاريخ النشر: 2022/09/30

#### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقرار الإستثمار بإعتبارهما من أهم القرارات المالية، ولتحقيق هذا الهدف تم بناء عينة تتكون من 55 شركة مدرجة في مؤشر NASDAQ100 خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2019، وذلك بالإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل، وبإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS. توصلت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي على قرار الإستثمار، بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي لجميع المتغيرات الضابطة على قرار الإستثمار لعينة الدراسة. الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، الربح الموزع للسهم DPS، قرار الإستثمار، مؤشر NASDAQ100، بيانات البائل

#### Abstract:

This study aims to know the nature of the relationship between dividend policy and the investment decision, which are regarded as the most important financial decisions. To achieve the objective of the study; a sample of 55

\* المؤلف المرسل.

corporations listed in NASDAQ100 were taken, depending on multiple linear regression model for the panel data, and using the OLS method.

The results of the study concluded that the dividend policy has a negative impact on the investment decision, in addition to significant effect of all the controlling variables on the investment decision of the studied companies.

**Keywords:** dividend policy, Dividend per share DPS, investment decision, NASDAQ100 index, panel data

## مقدمة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح إحدى القضايا الرئيسية في مجال تمويل الشركات، ففي تهمّ المستثمرين لأنها مصدر دخل لهم وتمنحهم نظرة حول أداء الشركة، فوضع هذه السياسة مهمة صعبة وحاسمة بالنسبة للمديرين، لأنه من خلالها يتم معرفة التدفق النقدي المتبقي للاستثمار والتدفق النقدي الموزع على المساهمين، إضافة إلى تأثيرها على أسهم الشركة إذ تعطي سياسة توزيع الأرباح المستقرة إشارة إيجابية للسوق، ويمكن أن تعكس عن أداء إيجابي للشركة.

يعد قرار الإستثمار كذلك من القرارات الهامة والإستراتيجية للشركة خاصة لتحقيق هدف النمو والبقاء، ويتأثر هذا القرار بالعديد من العوامل من أهمها سياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى تأثير عوامل مالية أخرى (الرفع المالي، حجم الشركة، السيولة)، فقرارات الإستثمار تهدف إلى تحديد الهيكل الأمثل للإستثمار داخل الشركة، بينما تهدف قرارات التوزيع إلى تحديد هيكل التوزيع الأمثل.

وقد تم دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقرار الإستثمار من قبل العديد من الباحثين، حيث توصلوا إلى نتائج مختلفة بين مؤيد ومعارض لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار، لذلك جاءت هذه الدراسة كمحاولة لتقديم حجة جديدة تدعم أحد الإنجاهين، من خلال إختيار عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 الذي ينشط في السوق المالي الأمريكي، والذي يعتبر من أهم وأشهر مؤشرات الأسواق المالية العالمية، حيث يتكون من أكبر 100 شركة غير مالية مدرجة في بورصة NASDAQ مرجحة على أساس القيمة السوقية، كما يعد المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجية الأمريكية.

## إشكالية الدراسة :

تحاول الدراسة الإجابة على الإشكالية التالية :

هل يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار في الشركات المدرجة في مؤشر

NASDAQ100 ؟.

## فرضيات الدراسة :

للإجابة على الإشكالية المطروحة تم وضع الفرضية الرئيسية التالية:

يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للربح الموزع للسهم DPS على قرار الإستثمار للشركات

المدرجة في مؤشر NASDAQ100 .

## أهداف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى معرفة :

■ كيف تؤثر التوزيعات النقدية على معدل نمو أصول الشركات المدرجة في مؤشر

NASDAQ100 ؟؛

■ أثر بعض العوامل المالية الأخرى (الرفع المالي، حجم الشركة والسيولة) على قرار

الإستثمار للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 :

■ أهمية سياسة توزيع الأرباح كقرار مالي إستراتيجي.

## منهج الدراسة :

لإعداد الدراسة تم الإعتماد على المنهج الوصفي لمعالجة إشكالية الدراسة، واختبار

صحة الفرضية، باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، وذلك بالاعتماد على كل من

برنامج *Eviews 12* وبرنامج *Gretl* والأساليب الإحصائية الوصفية المتمثلة في الإحصاء

الوصفي، ومصفوفة الارتباط لمعرفة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

## الدراسات السابقة:

تم الإعتماد على مجموعة من الدراسات السابقة التي تخدم هدف الدراسة الحالية

وتتمثل هذه الدراسات فيما يلي :

■ دراسة (Irandoost, Hassanzadeh, & Salteh, 2013) بعنوان *The effect of*

*dividend policy on stock price volatility and investment decisions*

أعدت هذه الدراسة على 65 شركة مدرجة في بورصة طهران للفترة (2007 - 2012)، بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، توصلت الدراسة أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار.

- دراسة (Ardestani , Rasid , Basiruddin , & Mehri , 2013) بعنوان *Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malysia* : تمت الدراسة على 62 شركة صناعية مدرجة في بورصة ماليزيا للفترة (2006 – 2009)، بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، إذ أثبتت الدراسة وجود أثر إيجابي بين الفرص الإستثمارية وتوزيعات الأرباح .
- دراسة (زلوم والشعار، 2015) بعنوان " أثر توزيعات الأرباح على القرار الإستثماري في ضوء جودة التقارير المالية ": تكونت عينة الدراسة من 72 شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2002 – 2012)، وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، بينت الدراسة وجود تأثير سلبي لسياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار.
- دراسة (Lashgari & Moghaddam, 2015) بعنوان *Effects of Dividend Policy on Investment Decisions* : أجريت الدراسة على عينة تتكون من 152 شركة مدرجة في بورصة طهران وذلك للفترة (2009 – 2014)، بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، وكانت نتيجة الدراسة وجود تأثير سلبي لسياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار.

## 1. الإطار النظري للدراسة:

إن تفسير وتحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقرار الإستثمار يقودنا إلى دراسة M&M (1961) اللذان إقترحا حيادية سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، فحسب M&M (1961) سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على قيمة الشركة، فقيمة الشركة تتحدد بكفاءة قرار الإستثمار وقدرة الشركة على تحقيق الأرباح (هندي، 1999، صفحة 690)، إذ تفترض دراسة M&M (1961) أنه في سوق رأس المال الكفاء الشركات لديها سياسة توزيع مستقلة عن الإستثمار (Livorika, Hetemi , Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 391)، وهو ما أطلق عليه Fama & Miller (1972) مبدأ الفصل بمعنى أنه يجب أن لا تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قرارات الإستثمار (Ramalingegowda, Wang, & Yu,

(2, p. 2012). هذه الفرضية كانت محل جدل من قبل النظريات المالية السابقة، وهو ما أدى بالباحثين إلى محاولة البحث عن مدى صحتها، فقد توصلت بعض الدراسات الحديثة إلى احتمال وجود ارتباط بين كل من سياسة توزيع الأرباح وقرار الإستثمار في أسواق رأس المال غير الكفاءة (Elston, 1996, p. 267)، إذ من الممكن نشوء تعارض بين سياسة توزيع الأرباح والإستثمار لأن كلاهما يتنافس على الأموال الداخلية للشركة التي قد تكون غير كافية لتمويل المشاريع الإستثمارية. (Partington, 1985, p. 535) إذ تشير دراسة (Ramalingegowda & al (2012) أنه في سوق رأس المال غير الكفاء يمكن لقيود التمويل الخارجي التي تنجم عن عدم تناسق المعلومات أن تجبر الشركات على التنازل على مشاريع إستثمارية قيّمة مقابل إجراء التوزيعات، بمعنى يمكن لسياسة توزيع الأرباح أن تؤثر على قرار الإستثمار (Ramalingegowda, Wang, & Yu, 2012, p. 1). فعلى عكس إفتراضات (M&M (1961) إقتراح (Miller & Rock (1985) أن المديرين يعرفون أكثر من المستثمرين الخارجيين عن الحالة الحقيقية للأرباح الحالية للشركة (Miller & Rock, 1985, p. 1031)، وهو نفس الإفتراض الذي إقترحه (Bhattacharya (1979) الذي أشار إلى أن المستثمرين الخارجيين لديهم معلومات غير كاملة فيما يخص أرباح الشركة، كما إقتراح أن التوزيعات النقدية تخضع لمعدلات ضريبة أعلى من الأرباح الرأسمالية، وفي ظل هذين الإفتراضين فإن التوزيعات تعمل كإشارة للتدفقات النقدية المتوقعة للشركات في ظل عدم تكافؤ المعلومات (Bhattacharya, 1979, p. 259)، فعندما تعلن الشركة عن تغيرات في سياسة توزيع الأرباح فهي تنقل المعلومات إلى السوق، ويجب على المستثمرين الذين يتلقون هذه المعلومات أن يقرروا مدى مصداقيتها بالنظر إلى أن المديرين سيحاولون تقديم الشركة بطريقة إيجابية لأن الإدارة لديها حق الوصول إلى معلومات غير متاحة للمستثمرين الخارجيين، فحسب نظرية الوكالة يتطلع المساهمون إلى مراقبة سلوكيات المديرين بعدة طرق، إذ يقترح (Jensen (1986) أن الطريقة المثلى لتحقيق ذلك هو تقليل مقدار النقد الذي يكون تحت تصرفهم (Firer, Gilbert, & Maytham, 2008, p. 5). فنظرية الوكالة تختلف عن إفتراضات نظرية M&M وتقتراح أنه لا يمكن إعتبار سياسة الإستثمار الخاصة بالشركة مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، وعلى وجه الخصوص قد يؤدي عدم توزيع الأرباح إلى عدم الكفاءة في الإستثمارات (La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000, p. 3)، وهذا ما تفسره فرضية التدفقات النقدية الحرة التي تقترح أن التوزيعات

تخفف من مشكلة استثمار المديرين عن طريق تقليص التدفقات النقدية الحرة المتاحة لهم، وبالتالي فإن فرضية التدفق النقدي الحر تقترح أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير حقيقي على قرار الإستثمار والتدفقات النقدية، وهو ما يتنافى مع نظرية حيادية التوزيعات (Lashgari & Moghaddam, 2015, p. 415). إذ تعبر تكاليف الوكالة عن تكاليف الصراع الموجودة بين المساهمين ومجلس الإدارة وهو ما يتعارض تماما مع إفتراض M&M (1961) اللذان يفترضان أن مجلس الإدارة هو الممثل المثالي للمساهمين، وأنه لا يوجد تضارب للمصالح بين الطرفين، وهو ما أشارت إليه دراسة Jensen (1986) الذي إقترح وجود تعارض كبير بين المساهمين والمديرين حول سياسة توزيع الأرباح خاصة عندما تولد الشركة تدفق نقدي حر كبير (Jensen, 1986, p. 2)، كما أشارت دراسة Jensen & Meckling (1979) أن توزيع الأرباح يقلل من التدفق النقدي الحر، وهو ما يقلل من تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين (Tahir, Rizwan Ullah, & Mahmood, 2015, p. 312).

## 2. الدراسة القياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الاستثمار للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ 100 خلال الفترة 2010-2019:

### 1.2. مجتمع وعينة الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة 100 شركة مدرجة في مؤشر NASDAQ 100 الأمريكي، الذي يرمز له بالرمز NDX وهو يعبر عن أكبر 100 شركة غير مالية مدرجة في بورصة NASDAQ، وقد تم الحصول على المعلومات من التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في المؤشر، وبناء عليه تم وضع الشروط التالية لإختيار عينة الدراسة:

- أن لا تكون الشركة قد قامت بعملية الإندماج مع شركة أخرى، وكذلك لم يتم الإستحواذ عليها خلال فترة الدراسة؛
- أن تكون السنة المالية من بداية 01/01/N إلى غاية 12/31/N؛
- أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية المطلوبة خلال فترة الدراسة.

وعليه وبعد عملية الفرز والتصفية تم استبعاد 37 شركة كانت نهاية السنة المالية مخالفة لـ 12/31 N، و7 شركات أسست بعد سنوات من بداية فترة الدراسة، وشركة واحدة لعدم الحصول على المعلومات المطلوبة، وبالتالي تشمل عينة الدراسة 55 شركة

أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار: دراسة قياسية للشركات المدرجة... ص ص: 09 - 26

مدرجة في مؤشر NASDAQ100 الأمريكي للفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2019، ولحساب قرار الاستثمار تم استخدام بيانات سنة 2009.

## 2.2. متغيرات الدراسة:

يبين الجدول رقم 01 متغيرات الدراسة حيث تم إختيار كل متغير وطريقة قياسه بناء على الدراسات السابقة .

الجدول 01: متغيرات الدراسة

الدراسات السابقة	طريقة القياس	رمز المتغير	إسم المتغير	نوع المتغير
(Tahir, Rizwan Ullah, & Mahmood, 2015)	$\text{Total asset growth} = \frac{(TA_t - TA_{t-1})}{TA_{t-1}}$	INV	قرار الإستثمار	المتغير التابع
(قدام و ترفاس، 2019) (زلوم و الشعار ، 2015) (Lashgari & Moghaddam, 2015)	$\frac{\text{Cash Dividend}}{\sum \text{Shares}}$	DPS	سياسة توزيع الأرباح	المتغير المستقل
(قدام و ترفاس، 2019) (Tahir, Rizwan Ullah, & Mahmood, 2015) (Irandoost, Hassanzadeh, & Salteh, 2013) (Ardestani , Rasid , Basiruddin , & Mehri , 2013)	$\frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total Assets}}$	LEV	الرفع المالي	المتغيرات الضابطة
(Lashgari & Moghaddam, 2015) (Tahir, Rizwan Ullah, & Mahmood, 2015)	Ln (Total assets)	SIZE	حجم الشركة	
(Bogna, 2015)	$\frac{\text{Total curent assets}}{\text{Total curent liability}}$	LIQ	السيولة	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على الدراسات السابقة

### 3.2. نموذج الدراسة:

تعتمد الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لإختبار فرضية الدراسة ومعرفة الأثر بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ويهدف تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقرار الإستثمار للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 للفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2019 تم تطبيق نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وفق المعادلة التالية:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it-1} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$\beta_0$  : الحد الثابت ؛

$\beta_i$  : معاملات الإنحدار للمتغيرات المستقلة ؛

$INV_{it}$  : يمثل قرار الإستثمار للشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$  ؛

$DPS_{it-1}$  : يمثل الربح الموزع للسهم الواحد للشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t-1$  ؛

$LEV_{it}$  : يمثل الرفع المالي للشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$  ؛

$SIZE_{it}$  : يمثل حجم الشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$  ؛

$LIQ_{it}$  : يمثل نسبة السيولة للشركة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$  ؛

$\varepsilon_{it}$  : يمثل حد الخطأ العشوائي.

### 4.2. الإحصاء الوصفي لمتغيرات للدراسة:

يعتمد الإحصاء الوصفي على الأساليب الإحصائية الوصفية ممثلة في المتوسط الحسابي، الوسيط، والانحراف المعياري بأخذ أعلى وأدنى قيمة، كما يبينه الجدول رقم 2.

الجدول 02 : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	Mean	Median	Std.Dev	Max	Min	Observation
INV	0.2072	0.0991	0.4486	5.8850	-0.6059	550
DPS	0.4283	0.0000	0.9134	7.7700	0.0000	550
LEV	0.5670	0.5621	0.2912	1.8037	0.0722	550
SIZE	9.1363	8.9763	1.4622	12.4814	5.5972	550
LIQ	2.3654	1.8416	1.8484	12.9156	0.1668	550

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews

يتضح من الجدول رقم 2 أن المتوسط الحسابي لقرار الإستثمار قدر بـ 0.2072 وهذا يعني أن معدل نمو إجمالي الأصول في المتوسط يساوي 20.72 % وهي نسبة جيّدة وتعبّر عن فرص إستثمارية معتبرة بالرغم من وجود تفاوت كبير في قرار الإستثمار لعينة الدراسة، كما أن المتوسط للتوزيعات النقدية يساوي 0.4283 وهذا يعني أن الشركات تقوم بدفع توزيعات نقدية تقارب 0.5 دولار للسهم الواحد في المتوسط وهي نسبة منخفضة جداً ويرجع السبب إلى وجود تفاوت كبير جداً لعينة الدراسة فيما يخص التوزيعات وهو ما يثبتته الإنحراف المعياري الذي قدر بـ 0.9134 والذي يمكن تفسيره بأن عدد من الشركات محل الدراسة لا تقوم بالتوزيعات نهائياً، كما أن نسبة الرفع المالي كانت في المتوسط 56.70 % ومتوسط نسبة السيولة قدر بـ 2.3654 وهي نسبة جيدة.

## 5.2. مصفوفة الارتباط ومعامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة:

تهدف مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة إلى التأكد من عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة.

الجدول 03: مصفوفة الارتباط ومعامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة

Variable	INV	DPS	LEV	SIZE	LIQ	VIF
INV	1.0000	-0.1250	-0.1243	-0.0237	0.1222	-
DPS		1.0000	0.1079	0.3763	-0.0653	1.197
LEV			1.0000	0.1475	-0.5829	1.508
SIZE				1.0000	-0.2760	1.280
LIQ					1.0000	1.596

\*\*\* عند مستوى المعنوية 1 % عند مستوى المعنوية 5 % عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews 12 وبرنامج Gretl

يتضح من الجدول رقم 03 أن كل قيم المتغيرات داخل المصفوفة أقل من 0.9 (العمارو غيا ، 2018 ، صفحة 399)، وأن أكبر قيمة لمعامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة هي 0.5829 وهو ما يثبت عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة، ولتدعيم نتائج الدراسة تم حساب معامل تضخم التباين بالإعتماد على برنامج Gretl حيث كانت جميع قيم VIF أقل من 5 (زلوم والشعار ، 2015 ، صفحة 41)، وهذا

يعني عدم وجود إرتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة وهو ما أثبتته مصفوفة الإرتباط.

## 6.2. إختيار النموذج الملائم للدراسة:

يتم الإختيار بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل ( نموذج الإنحدار التجميعي PM ، نموذج الأثار الثابتة FEM ، نموذج الأثار العشوائي REM) بهدف إختيار النموذج الملائم.

### أ. إختبار *Breusch Pagan* (1979):

يعتمد هذا الإختبار على الفرضيتين التاليتين:

- الفرضية الصفرية  $H_0$  : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم ؛
- الفرضية البديلة  $H_1$  : نموذج الأثار العشوائية هو الملائم.

و لإختبار الفرضيتين تم الإعتماد على برنامج Gretl وأسفر على النتائج التالية:

$$\text{LM} = 29.0851 \text{ with p-value} = \text{prob}(\text{chi-square}(1) > 29.0851) = 0.0000$$

أثبتت نتائج إختبار *Breusch Pagan* أن  $P\text{-value} = 0.000$  وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  التي تنص أن نموذج الأثار العشوائية هو النموذج الملائم للدراسة.

### ب. إختبار فيشر المقيد:

يقوم إختبار فيشر المقيد على الفرضية الصفرية والفرضية البديلة كمايلي:

- الفرضية الصفرية  $H_0$  : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم ؛
- الفرضية البديلة  $H_1$  : نموذج الأثار الثابتة هو الملائم.

تم الإعتماد على برنامج Gretl لإجراء الإختبار وكانت نتائج التالى:

$$F(54, 436) = 2.48899 \text{ with p-value} = 0.0000$$

ثبتت نتائج إختبار فيشر المقيد أن القيمة الإحتمالية تساوي  $P\text{-value} = 0.0000$  وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  التي تفترض أن نموذج الأثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

### ج. إختبار هوسمان: HAUSMAN (1978)

يرتكز إختبار هوسمان على فرضيتين كمايلي:

- الفرضية الصفرية  $H_0$  : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم ؛

- الفرضية البديلة  $H_1$  : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

لإجراء هذا الإختبار تم الإعتماد على برنامج Gretl وكانت النتيجة كمايلي:

$$H = 9.77008 \text{ with p-value} = \text{prob} (\text{chi-square}(4) > 9.77008) = 0.0444$$

أظهرت نتائج إختبار هوسمان أن القيمة الإحتمالية تساوي  $p\text{-value}=0.0000$  وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  التي تفترض أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

### 7.2. إختبار نموذج الآثار الثابتة :

يوضح الجدول رقم 4 نتائج نموذج الآثار الثابتة، بإستخدام 495 مشاهدة لـ 55 شركة مدرجة في مؤشر NASDAQ 100 لسلسلة زمنية قدرت بـ 10 سنوات، وقد تم تقدير المتغير المستقل للدراسة DPS بفترة زمنية (t-1) لتوقع أثر نصيب السهم الواحد من التوزيعات على قرار الإستثمار وذلك بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS).

الجدول 04 : نتائج نموذج الآثار الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
Const	-0.1740	0.1799	-0.9674	0.3338
DPS (-1)	-0.0238**	0.0102	-2.3378	0.0198
LEV	-0.2182*	0.0472	-4.6226	0.0000
SIZE	0.0501*	0.0186	2.6817	0.0076
LIQ	0.0221**	0.0096	2.2979	0.0220
R-squared	0.4325			
Durbin-	1.9354			
F-Statistic	5.7312		0.0000	

\*\*\* عند مستوى المعنوية 1% \*\* عند مستوى المعنوية 5% \* عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews 12

#### أ. إختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يهدف إختبار المعنوية الكلية للنموذج يتم إستخدام إختبار فيشر، فبالنظر إلى أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر تساوي  $\text{Prob} = 0.0000$  وهي أقل من 5%، وبالتالي

نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  التي تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وبالتالي فإن نموذج الدراسة ذو معنوية كلية (بخيت وفتح الله ، 2007 ، الصفحات 168-169).

#### ب. اختبار جودة النموذج:

بناء على نتائج الجدول رقم 04 فإن نموذج الدراسة يتمتع بجودة لأن قيمة معامل التحديد تساوي 43,25% ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة التي أخذ بها النموذج تفسر ما نسبته 43.25 % من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (طعمة وخنوش ، 2009 ، صفحة 332).

#### ج. اختبار معنوية المعالم:

يتم اختبار معنوية المعالم عن طريق اختبار (t) ، وبناء على نتائج الجدول رقم 04 فإن جميع المعالم المقدرة للنموذج لا تساوي الصفر  $\beta_i \neq 0$  وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  ، وهذا يعني أن جميع المتغيرات المستقلة للدراسة ذات تأثير معنوي على المتغير التابع (عناني ، 2009 ، صفحة 184).

#### د. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: (Autocorrelation)

إن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء يعني وجود علاقة ارتباط بين القيمة الحالية والقيمة السابقة للمتغير العشوائي (جلاطو ، 2009 ، صفحة 103) ، ويهدف اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه تم إجراء اختبار Wooldridge الذي يعتمد على الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية  $H_0$ : لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء ؛

الفرضية البديلة  $H_1$ : يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

تم الاعتماد على برنامج Gretl لإجراء هذا الاختبار وكانت النتائج كالتالي:

**Test statistic: F(1, 54) = 25.179 with p-value = P(F(1, 54) > 25.179) = 0.0000**

أثبتت نتائج اختبار Wooldridge أنّ القيمة الإحصائية تساوي P-value = 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5 % ، وبالتالي فإنه يتم رفض الفرضية الصفرية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  التي تنص على وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

هـ. إختبار عدم ثبات التباين: (*Heteroskedasticity*)

بغرض إختبار عدم وجود ثبات في تباين حدود الخطأ تم إستخدام إحصائية Wald، وفق الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية  $H_0$  : وجود ثبات في التباين للأخطاء ؛

الفرضية البديلة  $H_1$  : عدم وجود ثبات للتباين في الأخطاء.

تم إجراء هذا الإختبار عن طريق برنامج Gretl وتم الحصول على النتائج التالية:

$$\text{Chi-square}(55) = 5.50014e+006, \text{ with p-value} = 0$$

تشير نتائج إحصائية Wald إلى أن القيمة الإحتمالية تساوي  $P\text{-value} = 0$  وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  التي تنص على عدم ثبات في تباين الأخطاء.

### 3. مناقشة نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح:

أثبتت نتائج إختبارات نموذج الآثار الثابتة وجود إرتباط ذاتي للأخطاء بالإضافة إلى وجود عدم ثبات في تباين الأخطاء، وبالتالي تم تطبيق طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لبيانات (PCSE) Panel-Corrected Standard Errors (Nathaniel و N.Katz، 1995، صفحة 638)، وقد تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول رقم 5.

الجدول 05: نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
Const	-0.1740	0.2883	-0.6035	0.5464
DPS (-1)	-0.0238 **	0.0105	-2.2592	0.0244
LEV	-0.2182 ***	0.0515	-4.2301	0.0000
SIZE	0.0501 *	0.0303	1.6528	0.0991
LIQ	0.0221**	0.0084	2.6164	0.0092
R-squared	0.4325			
F-Statistic	5.7312			Prob= 0.0000

\*\*\* عند مستوى المعنوية 1% \*\* عند مستوى المعنوية 5% \* عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews 12

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية والتي يمكن مناقشتها كمايلي:

يتمتع نموذج الدراسة بمعنوية كلية بالنظر إلى القيمة الإحصائية لإحصائية فيشر التي تساوي  $Prob = 0.0000$  وهي أقل من 5 %، كما أن المتغيرات المستقلة للدراسة (نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية للفترة t-1، الرفع المالي، حجم الشركة والسيولة) تفسر ما نسبته 43,25 % من التغيرات التي تحصل في معدل نمو إجمالي الأصول للشركات محل الدراسة.

وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية للفترة t-1 على قرار الإستثمار للشركات محل الدراسة، وبالتالي يتم إثبات فرضية الدراسة التي تنص على " وجود تأثير سلبي للربح الموزع للسهم DPS على قرار الاستثمار للشركات المدرجة في مؤشر "NASDAQ100"، وهذا يعني أن زيادة نصيب السهم الواحد من التوزيعات بالنسبة للشركات محل الدراسة يؤدي إلى إنخفاض في إستثماراتها بينما إنخفاض نصيب السهم الواحد من التوزيعات يؤدي إلى زيادة في إستثمارات الشركات، وبالتالي فالشركات تكون أمام خيارين الأول إما زيادة التوزيعات لمحاولة إرضاء المساهمين وجلب المستثمرين بالرغم من أن ذلك قد يقيد إستثماراتها ويجعلها تضيع فرص إستثمارية مجدية، أما الخيار الثاني فهو تخفيض أو عدم دفع التوزيعات مقابل الزيادة في مشاريعها الإستثمارية وهو خيار صعب للغاية فالمساهمين لا يرضون التخلي عن التوزيعات بسهولة إذ يعتبرونها مصدر دخل ثابت وآمن وقد يفضلون الحصول على التوزيعات على القيام بإستثمارات قد تكون غير مجدية، كما أن قيام الشركة بتخفيض التوزيعات يمكن أن يفهم من قبل المستثمرين في السوق على أنه إشارة سلبية وأن الشركة ليست في وضعية مالية مريحة، تدعم هذه النتيجة نظرية الوكالة التي تقوم على وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار، كما تدعم هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Ramalingegowda, Wang, & Yu, 2012) ودراسة (Lashgari & Moghaddam, 2015) وكذلك دراسة (زوم و الشعار، 2015).

وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1 % للرفع المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على قرار الإستثمار معبرا عنه بالتغير في إجمالي الأصول للشركات محل الدراسة، وهذا يعني أن زيادة الديون في هيكل خصوم الشركات يؤدي إلى إنخفاض في إستثماراتها، هذه النتيجة تتنافى مع نظرية M&M(1963) التي تفترض أن إستخدام القروض في ظل وجود الضريبة يؤثر إيجابيا على قيمة وإستثمارات

الشركة من خلال المزايا الضريبية التي يحققها هذا المصدر بإعتبار أن فوائد القروض تخصم من النتيجة قبل الضريبة، ما يعني تحقيق وفورات ضريبية قد تؤثر إيجابيا على مردودية المساهمين، إلا أن إستخدام الديون بصفة كبيرة ومفرطة يمكن أن يؤثر سلبيا على مردودية المساهمين وكذلك على القيمة السوقية للأسهم وقد يؤدي إلى ظهور مخاطر عدم السداد ومخاطر الإفلاس بالإضافة إلى ظهور تكاليف الإفلاس والوكالة وهو ما يزيل ميزة الوفر الضريبي التي تحققها الديون وهو ما تفسره نظرية الوكالة خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة التي قد تؤدي إلى نقص في الإستثمار أو في حوافز الإستثمار، فالشركات عالية الإستدانة تواجه إلتزامات ديون كبيرة وتكون لها قدرة محدودة على الإقتراض وبالتالي تكون تحت ضغط مالي كبير وهو ما ينعكس على إستثمارات الشركة بالإنخفاض، هذه النتيجة تعكس ما توصلت إليه دراسة (Tahir, Rizwan Ullah, & Mahmood, 2015) ودراسة (Lashgari & Moghaddam, 2015).

وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 10 % لحجم الشركة على قرار الإستثمار للشركات محل الدراسة، وهذه النتيجة تتوافق مع النظرية المالية فزيادة حجم الشركة يعبر عن زيادة حتمية في أصول الشركة ويعبر عن وجود فرص للنمو ومشاريع إستثمارية في المستقبل، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Lashgari & Moghaddam, 2015).

وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1 % لمتغير السيولة على قرار الإستثمار للشركات محل الدراسة. ويمكن تفسير ذلك أن وضع السيولة في الشركات مريح ويدعم قرار الإستثمار وأن الشركات لاتعاني من مشكل السيولة لأن السيولة تجسد رغبة الشركة في تجنب الإفلاس من خلال تجنب خطر السيولة، فالسيولة العالية للشركات تدل على أن الشركات لها القدرة على الإستثمار، هذه النتيجة تدعم دراسة (Hidayat, Wahyudi, & Muharam, 2018).

#### 4. النتائج والتوصيات:

##### 1.4. النتائج :

حاولت الدراسة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 بالإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البنل لفترة زمنية تمتد لـ 10 سنوات، وقد حاولت الدراسة تقديم نتائج تدعم بعض الدراسات السابقة من خلال إثبات الأثر السلبي لسياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار باعتبار أن توزيع الأرباح يقلل من الأموال الداخلية المتاحة للإستثمار، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم للفترة (t-1) وقرار الإستثمار عند مستوى المعنوية 5 % للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 ؛
- يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية بين الرفع المالي وقرار الإستثمار عند مستوى المعنوية 1 % للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 ؛
- يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين حجم الشركة وقرار الإستثمار عند مستوى المعنوية 10 % للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 ؛
- يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وقرار الإستثمار عند مستوى المعنوية 1 % للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 .

##### 2.4. التوصيات :

- بناء على النتائج المتوصل إليها تم وضع التوصيات التالية:
- ضرورة إعطاء أهمية لسياسة توزيع الأرباح كقرار مالي إستراتيجي، ومحاولة إيجاد هيكل التوزيع الأمثل الذي يرضي المساهمين عن طريق دفع التوزيعات والإدارة من خلال احتجاز الأرباح لتمويل الفرص الإستثمارية بهدف تعظيم قيمة الشركة في السوق المالي؛
  - تعطي سياسة توزيع الأرباح المستقرة إشارة إيجابية للسوق المالي عن أداء الشركة، وبالنظر إلى نتائج الدراسة التي أثبتت وجود أثر سلبي بين التوزيعات النقدية وقرار الإستثمار يمكن تفسير سياسة التوزيع المستقرة على أنها إشارة لإنخفاض في إستثمارات الشركة؛

## 5. قائمة المصادر والمراجع:

### أولا/ باللغة العربية:

1. جمال قدام، وجمال الدين ترفاس. (أوث، 2019). اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA. مجلة البشائر الإقتصادية، 05(02)، 46-61.
2. جيلالي جلاطو. (2009). الإحصاء التطبيقي مع تمارين ومسائل محلولة (الإصدار الطبعة الثانية). الجزائر: دار الخلدونية للنشر والتوزيع.
3. حسن ياسين طعمة، وإيمان حسين خنوش. (2009). طرق الإحصاء الوصفي (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
4. حسين علي بخيت، وسحر فتح الله . (2007). الإقتصاد القياسي. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
5. رضوان العمار، ودانيا إبراهيم غيا . (2018). أثر القرار التمويلي في الربحية " دراسة تطبيقية على شركات صناعة النسيج في سورية ". مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية، 40(05)، 387-405.
6. محمد عبد السميع عناني . (2009). التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الإقتصادية. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
7. منير إبراهيم هندي. (1999). الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - (الإصدار الطبعة الرابعة). الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
8. نضال عمر زلوم، وإسحاق محمود الشعار. (2015). أثر توزيعات الأرباح على القرار الإستثماري في ضوء جودة التقارير المالية. المجلة الأردنية للعلوم الإقتصادية، 02(01)، 33-50.

### ثانيا/ باللغة الأجنبية:

9. Alslehat, Z., & Altahtahtamouni, F. (2014). The Causal Relationship between Financial Decisions and Their Impact on Financial Performance. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 04(02), 72-80.
10. Ardestani, H., Rasid, S., Basiruddin, R., & Mehri, M. (2013). Dividend Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 03(01), 123-126.
11. What to do (and not to do) (1995). Jonathan N. Katz و Beck Nathaniel. *American Political science*. With Time-Series Cross-Section Data. *Review*, 89(03)، 634 - 647.

12. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information , Dividend Policy ,and " The Bird in the Hand " Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(01), 259-270.
13. Bogna, K.-J. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473-477.
14. Elston, J. A. (1996). Dividend Policy and Investment : Theory and Evidence from US Panal Data. *Managerial and Decision Economics*, 17(3), 267-275.
15. Firer, C., Gilbert, E., & Maytham, A. (2008). Dividend policy in South Africa. *Investment Analysts Journal*(68), 1-20.
16. Hidayat , R., Wahyudi , S., & Muharam, H. (2018). Sensitivity of Liquidity, Investment Decision , and Financial Constaints. *Indonesian Capital Market Review*, 10, 37-48.
17. Irandoost, R., Hassanzadeh, R., & Salteh, H. (2013). The effect of dividend policy on stock price volatility and investment decisions. *Journal of Natural and Social Sciences*, 02(03), 51-59.
18. Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow ,Corporate Finance ,and Takeovers. *American Economic Review*, 76(02), 1-14.
19. La porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(01), 1-33.
20. Lashgari, Z., & Moghaddam, R. R. (2015). Effects of Dividend Policy on Investement Decisions. *Journal of Applied Environemental and Biological Sciences*, 5(11), 415-420.
21. Livorika, B., Hetemi , A., Shala, A., Hoti, A., & Asllanaj, R. (2014). Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stok Companies in Kosovo. *Procedia Economics and Finance*(14), 387-396.
22. Miller , M., & Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, XL(4), 1031-1051.
23. Partington, G. (1985). Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financing Policies :Emperical Evidence. *Journal of Buisness Finance & Accounting*, 12(4), 531-542.
24. Ramalingegowda, S., Wang, C.-S., & Yu, Y. (2012). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions. *Electronic Copy available at : <http://ssrn.com/abstrac=2195739>*, 1-50.
25. Tahir, S. H., Rizwan Ullah, M., & Mahmood, S. (2015). Banks Dividend Policy and Investement Decision as Determinants of Financing Dicision:Evidence from Pakistan. *Americal Journal of Industrial and Business Management*(05), 311-323.