

## أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. هبة بشير الطوخي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة بنها

heba.abdelfattah@fcom.bu.edu.eg

د. رانيا على عقيلي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة بنها

rania.okaliy@fcom.bu.edu.eg

### ملخص البحث

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار، بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2015 م حتى عام 2022 م، وتم قياس توزيعات الأرباح باستخدام مقياس نسبة توزيع الأرباح Dividend Payout Ratio والذي يعتمد في حسابه على قسمة توزيعات الأرباح لكل سهم على نصيب السهم، وتم قياس سيولة الأسهم الأسهم باستخدام معدل دوران السهم (Share Turnover Ratio)، كما تم قياس كفاءة قرارات الاستثمار من خلال الاعتماد على نموذجي Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011 .

وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: يوجد تأثير عكسي معنوي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم بطريقتي PCSE و Robust-OLS، كما يوجد تأثير طردي معنوي لتوزيعات الأرباح في السنة السابقة على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS، وكذلك يوجد تأثير عكسي معنوي لقيمة سيولة الأسهم في السنة السابقة على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم.

**الكلمات المفتاحية:** توزيعات الأرباح، سيولة الأسهم، كفاءة قرارات الاستثمار، فرط الاستثمار، نقص الاستثمار.

---

## The Impact of Dividends on Stock Liquidity and its Impact on the Efficiency of Investment Decisions - an Applied Study on Companies listed on the Egyptian Stock Exchange

### Abstract

**The study aimed to** analyze the impact of dividends on stock liquidity and its impact on the efficiency of investment decisions, by applying on companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from (2015 to 2022). Dividends were measured using the Dividend Payout Ratio, which is calculated by dividing the dividend distributions per share by earnings per share. The stock liquidity is measured by Share Turnover Ratio. Finally, the Efficiency of Investment Decisions was measured depending on two measures Chen et al. 2011 and Biddle et al. 2009.

**The study concluded that** there is a significant adverse impact of dividends on stock liquidity using PCSE and Robust-OLS methods. There is a significant positive impact of dividends in the previous year on the present value of investment decisions efficiency in its two indicators (Biddle et al. 2009 and Chen et al. 2011) according to the PCSE and Robust-OLS methods. There is also a significant adverse impact of the value of stock liquidity in the previous year on the current value of investment decisions efficiency in its two indicators (Biddle et al. 2009 and Chen et al. 2011), according to the PCSE and Robust-OLS methods. Finally, there is a significant impact of dividends on the investment decisions efficiency through stock liquidity.

**Keywords:** Dividends, Stock Liquidity, Efficiency of Investment Decisions, Over- investment, Under- investment.

## 1- الإطار العام للبحث

### 1-1 المقدمة وطبيعة المشكلة

تعتبر القرارات الاستثمارية الرأسمالية قرارات استراتيجية نظراً لأنها تتعلق بتحقيق أهداف الشركة في الأجل الطويل وتمر بالعديد من الخطوات الضرورية لتقييم البدائل المختلفة للقرار الاستثماري بالشكل الذي يعظم العائد المحقق عن هذا الاستثمار في ضوء المستوى المقبول من المخاطر، وتتصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة كلما كان مقدار الاستثمار الفعلي في سنة معينة مساوياً لحجم الاستثمار المتوقع في هذه السنة والذي يحدد في ضوء فرص النمو المتاحة للشركة (Chen et al., 2011)، إلا أن هذا الوضع نادر الحدوث في الواقع العملي وإنما عادة ما يكون هناك زيادة في الاستثمار *Overinvestment* أو نقص في الاستثمار *Underinvestment* عما هو متوقع، وهو ما يمثل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية *investment inefficiency*.

وتعتبر سيولة الأسهم من أهم العوامل التي تؤثر على تحسين كفاءة قرارات الاستثمار، حيث أن الشركات التي تزداد سيولة أسهمها قد تكون لديها قدرة في الحصول على التمويل سواء عن طريق قروض أو زيادة رأس المال، وفي ذات السياق أشارت بعض الدراسات (Amihud and Levi, 2022; Quah et al., 2021; Cheung et al., 2022; Vengesai and Kwenda, 2020) إيجابية بين سيولة الأسهم وكفاءة قرار الاستثمار، أما دراسة (Fang et al., 2014) أكدت أن العلاقة التي تربط بين سيولة الأسهم وكفاءة قرار الاستثمار علاقة سلبية.

يعتبر قرار توزيع الأرباح، من القرارات المالية الهامة لأي منشأة، حيث أن توزيع العائد للأسهم العادية يمثل الهدف المناسب للقرارات المالية في المنشأة والتي يترتب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، وعلى الرغم من أن دراسة تأثير توزيعات الأرباح على كفاءة قرار الاستثمار حظى باهتمام الباحثين، إلا أنه ما زال هناك جدل حول أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرار الاستثمار، حيث أشارت بعض الدراسات (Ardestani, et al., 2013; Arif and Akbar, 2013; Sanju et al., 2011; Mougoue, 2008; Bhaduri and Durai, 2006; Black et al., 2000) إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرار الاستثمار، وهناك دراسات أخرى (Deng et al., 2013; Irandoost et al., 2013) أشارت إلى عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرار الاستثمار في حين أشارت بعض الدراسات (Kangarlouei et al., 2012; Daniel et al., 2007) إلى وجود علاقة سلبية بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرار الاستثمار.

وقد توصلت بعض الدراسات (Ye et al., 2015; Pan et al., 2015; Banerjee, 2007) إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، في حين توصلت العديد من الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي بينهم منها دراسة (Jiang al et., 2017; Akhtar, 2018; Hu et al., 2020) وتوصلت بعض الدراسات (Lee and Yoon, 2017; Sawitri and Sulistyowati, 2018) إلى عدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم.

ونظراً لوجود تباين في نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت بأثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وأثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار وكذلك أثر سيولة الأسهم على كفاءة قرارات الاستثمار، بالإضافة إلى ندرة الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع في البيئة المصرية وبالتطبيق على الشركات المسجلة في البورصة المصرية - في حدود علم الباحثان - كما أن معظم الدراسات تمت في بيئات أجنبية.

**وفي ضوء ذلك يمكن صياغة مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات التالية:**

- ما أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم؟
- ما أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار؟
- ما أثر سيولة الاسهم على كفاءة قرارات الاستثمار؟
- ما أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم؟

## **1-2 أهداف البحث**

- في ضوء عرض طبيعة المشكلة والتساؤلات البحثية، يمكن عرض أهداف البحث كما يلي:
- دراسة أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم.
  - دراسة أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار.
  - دراسة أثر سيولة الأسهم على كفاءة قرارات الاستثمار.
  - دراسة أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم.

## **1-3 أهمية البحث**

تتبع أهمية البحث من تقديمه دليلاً تطبيقياً من البيئة المصرية عن أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار، كما أن نتائج هذا البحث قد تكون محل اهتمام أصحاب المصالح مثل مجالس الإدارة والمستثمرين، حيث أن التعرف على مسببات سيولة الأسهم وخاصة توزيعات الأرباح يمكن أن يوفر رؤية لاتخاذ القرارات من قبل مستخدمي التقارير المالية بصفة عامة والمستثمرين بصفة خاصة.

## 1-4 منهج البحث

اعتمد البحث على المنهج الاستقرائي في مراجعة الأدبيات المحاسبية المتعلقة بموضوع البحث للاستفادة منها في صياغة الإطار النظري للبحث، وكذلك اعتمد البحث على المنهج الاستنباطي للاستكشاف وتفسير أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار.

## 1-5 حدود البحث

يقتصر البحث على دراسة أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بمؤشر EGX100 خلال الفترة من 2015 حتى 2022، ويخرج عن نطاق هذا البحث الشركات المالية والبنوك لما لها من طبيعة خاصة نظراً لخضوعها لقواعد وإجراءات قانونية ونظامية وآليات حوكمة مختلفة.

## 1-6 خطة البحث

انطلاقاً من أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم استكمال البحث

على النحو التالي:

- 2- الإطار النظري المفاهيمي للدراسة.
- 3- الدراسات السابقة وتطور فروض البحث.
- 4- تصميم الدراسة التطبيقية وبناء نماذج الدراسة.
- 5- تحليل ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض.
- 6- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

## 2- الإطار النظري المفاهيمي للدراسة

يتناول الإطار النظري المفاهيمي لمتغيرات الدراسة والتي تشمل كلاً من توزيعات الأرباح، سيولة الأسهم، وكفاءة قرارات الاستثمار وذلك على النحو التالي:

## 2-1 ماهية توزيعات الأرباح Dividend Payout

يعد قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة التي تؤثر في قيمة الشركة، وترتب عليها تأثير في الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك الشركة كما تقوم سياسات توزيعات الأرباح بإعطاء إشارات للجمهور من المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضع الشركة وأدائها، ويندرج ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي وهو ما يجعل من هذه السياسة قبولاً عاماً ليس عند الشركة فقط ومديريها ولكن يتعدى ذلك إلى جمهور المستثمرين والمحللين الماليين، ولذلك قد وضعت العديد من المفاهيم لتوزيعات الأرباح، فتوزيعات الأرباح عرفت على أنها العوائد التي يحصل عليها المستثمرون نظير استثمار أموالهم في الشركة نتيجة

تحقيق الشركة أرباح؛ سواء كانت أرباح تم تحقيقها خلال الفترة المالية الحالية أو الأرباح المحتجزة والتي تم تحقيقها خلال الفترات المالية السابقة، لذلك كلما حققت الشركة أرباحًا كلما كانت هناك إمكانية إجراء توزيع لها على المستثمرين، وبالتالي يمكن القول أن توزيعات الأرباح هي عوائد جارية (عطية، 2020؛ 2018، Abu-Alkhair, A, الصاوي، 2016؛ 2013، Ali)

وقد عرفتها دراسة (ال طالع 2020) أنها مقدار التوزيعات السنوية والنصف سنوية والربع سنوية التي يتم توزيعها من قبل الشركة على المساهمين كأرباح وقد تحسب حصة السهم الواحد من مجموعة التوزيعات السنوية على الأسهم العادية ويعتبر حجم أو مقدار التوزيع من الأرباح سياسة من سياسات توزيعات الأرباح ويشتمل أيضا احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعرفتها دراسة (Faradisi and Ulpah, 2021) بأنها مبالغ تقدمها الشركات في شكل عوائد على رأس المال المستثمر ويمكن أن يتم في شكل توزيعات للأرباح نقدية في شكل إعادة شراء أسهم.

ويعد قرار توزيعات الأرباح على المساهمين أحد أهم القرارات التي يتخذها المديرون كل عام حيث يعكس توزيعات الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي لم يتم إعادة استثماره في الشركة في سنة معينة، ولكن يتم دفعه إلى المساهمين في شكل عوائد حالية، وتنقسم قرارات المديرين الماليين بالشركات إلى فئتين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، ويعد قرار توزيع الأرباح نوع من قرارات التمويل التي تؤثر على مقدار الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين مقابل المبلغ الذي يحتفظ به و يعاد استثماره (Baker,2009)

وتعتمد توزيعات الأرباح على سياسة توزيع الأرباح والتي تعد بمثابة الاستراتيجية التي تستخدمها الشركة في تحديد حجم ونمط التوزيعات على المساهمين حيث يضع مجلس إدارة الشركة بمساهمة الإدارة العليا سياسة توزيع أرباح الشركة على المساهمين وتعكس دراسة (Rampershad, 2019) سياسة توزيع الأرباح في ضوء صراعات الوكالة بين الإدارة والمستثمرين استجابة لتفضيلات المستثمرين (Salman,2019) وتستخدم سياسة توزيع الأرباح كمؤشر للتنبؤ بالأداء المستقبلي كما أن الشركات تميل إلى تنفيذ سياسات توزيع الأرباح لإعطاء إشارة متميزة لأفق الشركة بما في ذلك قدرتها على التوسع في الفترة المقبلة (Lilian et al.,2012; Chaudhary et al,2016).

ويوجد العديد من السياسات التي تتبعها الشركات عند توزيعها للأرباح، حيث تستخدم كل شركة الطريقة والسياسة التي تتلاءم مع ظروفها المالية وتطلعاتها المستقبلية للاستثمار، كما أشارت دراسة (Baker and Smith 2006) إلى أن هناك سياستان لتوزيع الأرباح وهما سياسة توزيع الأرباح الثابتة وسياسة توزيع الأرباح المتبقية، ففي سياسة توزيع الأرباح الثابتة يرغب المديرين في تحديد نمط محدد لتوزيعات الأرباح على مر السنين باستخدام نسبة مدفوعات مستهدفة طويلة الأجل، بينما سياسة توزيع

الأرباح المتبقية تسدد الشركة أولاً جميع نفقاتها وبعد ذلك تدفع الأرباح للمساهمين ويجب على الشركة التي ترغب في دفع توزيعات أرباح استخدام مزيج من كلا السياستين لزيادة ثروة المساهمين مع تحقيق صورة أفضل عن المركز المالي للشركة.

وقد ظهر في الفكر المحاسبي العديد من النظريات التي ناقشت توزيعات الأرباح والمفسرة لسياسات توزيعات الأرباح ومن أهم هذه النظريات:

- **نظرية الإشارة (Signaling Theory)** في عام 1956 حيث اشتقت فرضية الإشارة التي تطرحها Linter من مستوى عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، حيث أشار Linter إلى أن المديرين أكثر استعداداً لرفع مستويات توزيعات الأرباح بدلاً من تقليلها وبسبب أن انخفاض توزيعات الأرباح يرتبط بإشارات سلبية بينما تشير زيادة توزيعات الأرباح إلى أخبار إيجابية، ويمكن للمديرين تحديد مستوى توزيع الأرباح ونقل هذه المعلومات الداخلية إلى المستثمرين (Ji-ming et al., 2009)

- **نظرية الوكالة (Agency Theory)** تعد نظرية الوكالة واحدة من أكثر النظريات حيوية في سياسة توزيع الأرباح ويعد جوهر نظرية الوكالة هو تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، حيث يركز المستثمرين على التأكد من عدم إهدار أموالهم من قبل المديرين في مشاريع غير ناجحة ويمكن الحد من تضارب المصالح بين المديرين والمستثمرين عن طريق دفع توزيعات الأرباح للمساهمين (Al-Najjar and Hussainey, 2009).

- **نظرية عصفور في اليد (Bird in Hand)** تشير نظرية عصفور في اليد إلى أن توزيعات الأرباح ستكون مفضلة على مكاسب رأس المال لأن توزيعات الأرباح المدفوعة اليوم أكثر تأكيداً من مكاسب رأس المال المستقبلية وفي عام 1963 اقترح Gordon أنه بسبب عدم التأكد يفضل المستثمرين النقد المتاح بدلاً من مكاسب رأس المال في المستقبل حيث يسعى المستثمرين إلى الحصول على أسهم ذات توزيعات الأرباح المرتفعة ويرجع ذلك إلى حقيقة أن توزيعات الأرباح تتسم بالتأكد أو المخاطر الأقل (Issa, 2015).

- **نظرية السوق المثالية (Modigliani and Miller Theory)** في ظل ظروف السوق المثالية يكون اختيار الشركة لسياسة توزيع الأرباح ليس له أي تأثير على ثروة المساهمين لأن قيمة الشركة تعتمد على أرباحها واستراتيجية الاستثمار ليس على طريقة توزيع الأرباح. (Muriungia and Mwangib, 2020)

عندما تقرر الشركة توزيع الأرباح فإنها يجب أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة وهناك خمس أنماط من توزيعات

الأرباح (Farooq et al., 2018; Chen and Huang, 2020; Assadi and Kazemi, 2018 ; Marcel and Maria, 2018) هم التوزيعات النقدية وهي جزء يتم توزيعه في شكل نقدي على المساهمين من أرباح السنة الحالية أو من الاحتياطيات، وهذا التوزيع النقدي له تأثير سلبي على وضع السيولة واحتياطيات الشركة، وتوزيع الأرباح في صورة أسهم وتعرف بأنها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية ويتحدد نصيب كل مستثمر من التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة وتلجأ العديد من الشركات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلاً من دفع توزيعات نقدية، فهذا الإجراء يتطلب أن تمتلك الشركة احتياطيات وأرباح محتجزة بشكل كبير وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطيات في المستقبل كأن يكون لها فرص استثمارية جديدة ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هي انخفاض القيمة السوقية للسهم لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة وتخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، وتجزئة الأسهم وتعرف بأنها بدلاً آخر لتوزيع الأرباح النقدية فعند قيام الشركة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم الشركة من خلال تخفيض القيمة الإسمية للسهم، أي عملية تجزئة الأسهم من خلال زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم، ومعكوس الاشتقاق وتتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام الشركة بعملية تخفيض عدد أسهمها وهو كما يظهر من اسمها ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الإسمية للسهم وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للشركة ما عدا عدد الأسهم الذي ينخفض لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جداً ، وأخيراً إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة) وهي عملية إعادة شراء الشركة للأسهم العادية التي أصدرتها مما يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شرائه بإحدى الطرق فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتيح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد، وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية.

وقد اكدت دراسة (Marcel and Maria, 2018) أن توزيعات الأرباح تتأثر بقيود التمويل، وخيارات الاستثمار، وحجم الشركة، وتوقعات المساهمين، والمتطلبات التنظيمية، والأرباح المحتجزة، وفرص الاستثمار، والسيولة، وأسعار الأسهم، وهيكل المساهمين، حيث أن توزيعات الأرباح لا تعكس الأداء المالي الحالي للشركة فحسب ولكنها تعد أيضاً مؤشراً للأداء المستقبلي للشركات ككل، وقد أشارت دراسة (Farooq et al., 2018) إلى أن نسب توزيعات الأرباح المرتفعة تؤدي إلى المزيد من نفعية



معلومات الأرباح المفصح عنها خاصة في البلدان ذات بيئة المعلومات الضعيفة نسبياً، كما أن الميل إلى زيادة دفع الأرباح لجذب المستثمرين يؤدي إلى زيادة في أسعار الأسهم.

ويوجد العديد من المقاييس التي تستخدم لقياس توزيعات الأرباح أهمها مقياس نسبة توزيع الأرباح Dividend Payout Ratio والذي يعتمد في حسابه على قسمة توزيعات الأرباح لكل سهم على نصيب السهم من الأرباح (Aladwan, 2019; Nyere and Wesson, 2019; Anazonwu et al. 2018 ,Lin et al., 2017; Chansarn and Chanasarn, 2016)

فكلما زادت نسبة توزيع الأرباح من عام إلى آخر كلما كان هناك انطباع جيد لدى المستثمرين في الأوراق المالية عن أداء الشركة ، وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم، كما يستطيع المستثمر أن يقدر من خلال هذه النسبة ما إذا كانت توزيعات الأرباح بالشركة مستقرة أو نسبتها طبيعية ( غالباً ما يتوفر ذلك في الشركات الكبيرة) أو إذا كانت الشركة تحتجز الأرباح وتعيد استثمارها لزيادة نموها وتعظيم ثروتها (غالباً ما يتوفر ذلك في الشركات الجديدة والناشئة )، والأسلوب الثاني العائد على الكوبون والذي يعتمد في حسابه على قسمة توزيعات الأرباح لكل سهم (سواء كان سهم عادي أو سهم ممتاز) على سعر السهم الحالي في السوق (Chansarn and Chansarn, 2016) وتتميز نسبة عائد الكوبون بمساهمتها في إمكانية إجراء المقارنات العادلة بين الشركات المختلفة لأنها تعطي فكرة عن العائد المتوقع عن الإستثمار في سهم معين مقارنة بعائد استثمار آخر بالتالي يساعد على اتخاذ قرارات الإستثمار في الأسهم ببيع الأسهم أو الاحتفاظ بها.

## 2-2 سيولة الأسهم

تُعد السيولة شريان الحياة لأسواق الأسهم، حيث أن لها آثار ملحوظة على التجار والمنظمات وبورصات الأوراق المالية وكذلك الشركات المسجلة (Kumar and Misra, 2015).

وتتعدد المفاهيم الخاصة بسيولة السهم، حيث عرفها (Aliken and Comerton–Forde, 2003) بأنها قابلية السهم للتحويل إلى نقدية بأقل تكلفة ممكنة، في حين عرفها كلاً من (Le and Gregoriu, 2020; Hachmeister, 2007; Naik and Reddy, 2021) العادية بالحجم والسرعة المناسبين مع تأثير ضئيل على السعر، وأشارت دراسة كلاً من (Ahmed and Ali, 2017 and Amihud et al., 2005) إلى أن سيولة الأسهم هي سرعة تحويل الأسهم إلى نقدية أو العكس، بينما عرفها (Panayides et al., 2013) بأنها تكلفة تداول أصل معين بالنسبة لقيمه العادلة، وأشار (Naik and Reddy (2021 إلى ضرورة توافر المشتريين والبائعين والراغبين والقادرين على تبادل كمية معينة من الأوراق المالية بالسعر المحدد دون أي تأخير زمني، أي أن سيولة الأسهم

تتطلب وجود بائعين ومشتريين لديهم القدرة على تبادل كمية معينة من الأسهم في أي وقت دون تأثير كبير على سعر السهم وبتكاليف منخفضة.

وأشارت دراسة (Nguyen (2017 إلى أن زيادة سيولة الأسهم تؤدي إلى تحسين كفاءة المعلومات، مما يؤدي إلى زيادة القيمة المضافة من الاستثمارات الرأسمالية الإضافية، علاوة على ذلك فإن ارتفاع سيولة الأسهم يقلل من تقلبات الأسهم Stock Volatility ويسمح للشركات المقيدة مالياً بإصدار أسهم، كما أكدت الدراسة إلى أن سيولة الأسهم تقلل من تكلفة ملكية الأسهم للمستثمرين الخارجيين وتقلل من تكلفة رأس المال للشركات، حيث توصلت الدراسة إلى أن أسهم الشركات المقيدة مالياً أقل سيولة بكثير من أسهم الشركات المماثلة ولكن غير المقيدة مالياً.

وقد أشارت دراسة (Vayanos and wang (2013 إلى وجود نوعين مختلفين من تكاليف عدم سيولة الأسهم وهما: تكاليف الاختيار العكسي Adverse selection costs الناتجة عن عدم تماثل المعلومات، وتكاليف المعاملات Transactions costs المرتبطة بالاحتفاظ بالمخزون، حيث يحتاج المستثمرون، إلى تعويض إضافي مقابل الاحتفاظ بمخزون أقل سيولة، سواء من حيث عوائد الأسهم أو المخاطر (Brennan et al., 2012, Acharya and Pedersen, 2005) كما أن زيادة سيولة المخزون التي تقلل من الاختيار العكسي وتكاليف المعاملات للمساهمين تقلل من تكلفة رأس مال الشركة (Acharya and Pedersen, 2005)، ويرغب المديرون في تعظيم قيمة الشركة ويجب عليهم اتباع سياسات مالية تعمل على تحسين سيولة أسهمهم (Amihud and Mendelson, 2012).

وتتسم سيولة الأسهم بخصائص متعددة الأبعاد، منها العمق depth والاتساع Breadth والمرونة resiliency والضيق tightness وقصر وقت التداول immediacy، لكن كل هذه الخصائص لم يجتمعوا في مقياس واحد (Kumar and Misra, 2015; Naik and Reddy (2021), Amihud et al., 2005; Quah (2021)، وتختلف درجة سيولة الأسهم حسب اختلاف درجة توافر خصائص السيولة المشار إليها، حيث أن ارتفاع سيولة الأسهم يمكن المستثمرين من إمكانية بيعها بسعر مرتفع.

يتضح من خلال الأدبيات التي تناولت سيولة الأسهم أنها ذات أهمية كبيرة للمستثمرين والشركات والمنظمات وغيرها، حيث أن سيولة الأسهم تعد عاملاً هاماً يعتمد عليه المستثمرون عند اتخاذ قرار الاستثمار (Naik and Reddy, 2021; Abdel Aziz, 2021).

مما سبق يتضح أن لسيولة الأسهم أهمية كبيرة في الأسواق المالية، حيث أنها تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وتقليل تكلفة حقوق الملكية وتساعد المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وكذلك زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية.

وقد تناولت العديد من الدراسات مقاييس مختلفة لسيولة الأسهم وذلك لتعدد أبعاد قياسها، ومن أهم هذه المقاييس: مقياس أميهود 2002، Amihud، ويطلق عليه مقياس ضعف السيولة Illiquid stock measure حيث يتم حساب نسبة ضعف سيولة الأسهم من خلال قسمة متوسط القيمة المطلقة للعوائد اليومية للأسهم على قيمة التداول في ذلك اليوم، فكلما زادت قيمة هذا المقياس، كلما انخفضت سيولة الأسهم (جميل، 2022؛ زغبيني وآخرون، 2018؛ Amihud, 2002؛ (Quah, 2021).

ومقياس مدى السعر النسبي (RBAS) Relative Bid- Ask Spread حيث يقيس الفرق بين أفضل طلب شراء وأفضل عرض بيع مقسوماً على متوسط سعر الطلب والعرض (Fang et al., 2009؛ جميل، 2022؛ علي، 2022)، فكلما كان متوسط الفروق النسبية لأسعار التداول اليومي للسهم كبير كلما انخفضت سيولة الأسهم، ومقياس حجم التداول Trade volume ويقاس بعدد الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة الزمنية المحددة، ووفقاً لهذا المقياس كلما زاد حجم التداول فهذا يعني ارتفاع السيولة (نصير، 2022؛ فودة، 2017؛ علي، 2022؛ جميل، 2022)، وكذلك مقياس معدل دوران الأسهم Share Turnover (ST)، حيث يوضح هذا المقياس عدد مرات تداول السهم ويحسب هذا المقياس عن طريق قسمة كمية الأسهم المتداولة على إجمالي كمية الأسهم المصدرة لكل شركة، ووفقاً لهذا المقياس، كلما زاد معدل دوران الأسهم، كلما دل ذلك على زيادة السيولة (نصير، 2022؛ Cheung et al., 2022، Marks and Chang, 2021)، ومقياس نسبة السيولة Liquidity ratio (LR) ويعرف باسم Amivest لسيولة الأسهم، ويعتمد على فكرة أن زيادة سيولة الأسهم يمكن أن تمتص قدراً كبيراً من حجم التداول دون تغيير كبير في السعر، ويحسب هذا المقياس عن طريق قسمة متوسط كمية التداول اليومي على القيمة المطلقة لعوائد الأسهم (Kumar and Misra, 2015; Amihud, 2002; Ahmed and Ali, 2017; (Acharya and Pederson, 2005; Hachmeister, 2007).

## 3-2 كفاءة قرارات الاستثمار Investment Decision Efficiency

تشير كفاءة قرارات الاستثمار إلى قيام الشركات بمشروعات ذات قيمة حالية صافية موجبة Wang et al. (2015). بينما الاستثمار يكون غير فعال ineffective عندما يكون هناك إما إفراط في الاستثمار overinvestment أو استثمار ناقص underinvestment، أي أن الاستثمار يتجاوز أو يقل عن القيمة المثلى Optimal value على التوالي (Bimo et al., 2022).

ومن الأسباب التي تؤدي إلى عدم تحقيق الشركات للمستوى الأمثل للاستثمار (الانهيار الأخلاقي للمديرين Moral Hazard والاختيار العكسي Adverse selection) واللذان ينتجان عن حدوث عدم تماثل المعلومات information asymmetry بين إدارة الشركة ومقدمي رأس المال إلى الشركة، مما يترتب عليه انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية (الصايغ وعبد المجيد، 2015؛ Biddle et al., 2009). وتتعدد مقاييس كفاءة الاستثمار فمنها مقياس (Richardson 2006; Biddle et al., 2009)، الذي يتم من خلاله قياس كفاءة الاستثمار على أنها إجمالي الاستثمارات في البحوث والتطوير والنفقات الرأسمالية ونفقات الاقتناء لشركات أخرى مطروحاً منها مبيعات الأصول، وقسمتها على إجمالي الأصول الخاصة بالشركة (الصايغ وعبد المجيد، 2015؛ عبدلي ودرحمون، 2020؛ فهمي، 2022؛ بلال، 2020؛ Biddle et al., 2009; Bimo et al., 2021؛ Chen et al., 2011) ومقياس (Chen et al., 2011) حيث يتم قياس كفاءة الاستثمار بقيمة الانحراف عن القيمة المتوقعة الذي يتم الحصول عليه من نموذج التنبؤ بالاستثمار، باعتباره دالة كل من فرض النمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات النشاط حيث أن العلاقة بين المبيعات ونمو المبيعات قد تختلف نتيجة التغير في نمو المبيعات (بلال، 2020؛ Huang, 2019؛ Chen et al., 2011)، وكذلك مقياس Tobin's Q، حيث يتم تقدير حجم الاستثمار المتوقع للشركة في العام القادم في ضوء نمو الشركة بالاعتماد على النسبة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Mark to book (MTB) كبديل عن قيمة Tobin's Q (Adelegan, 2009).

ومن أهم النظريات التي تقس كفاءة الاستثمار نظرية الوكالة ونظرية أصحاب المصالح، حيث تظهر نظرية الوكالة أن المديرين لديهم معلومات داخلية حول الربحية المتوقعة وتوقيت العائد من المشروعات الاستثمارية مقارنة بالمساهمين الخارجيين (Lamert, 2001)، وأوضحت هذه النظرية أنه من الأسباب الرئيسية لوجود انحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار سواء بالزيادة أو النقصان هي المشاكل الأخلاقية للمديرين والاختيار العكسي لهم (Ye et al., 2024).

ويعني الانهيار الأخلاقي للمديرين - الذي ينتج عن عدم تماثل المعلومات بعد حدوث المعاملة أن المديرين قد يميلون لتعظيم أرباحهم أحياناً إلى اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي قد لا تعود بأفضل المنافع على حملة الأسهم، أما الاختيار العكسي - الذي ينتج عن طريق عدم تماثل المعلومات قبل حدوث المعاملة - يشير إلى أن المديرين لديهم معلومات خاصة أكثر من المستثمرين عن مخططات الاستثمار والعوائد المحتملة مما يؤدي إلى نقص الاستثمار (الصايغ وعبد المجيد، 2015؛ Ye et al., 2024).

ومن نماذج الاختيار العكسي استغلال الإدارة لمعلوماتها الخاصة بإصدار أسهم بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، ثم المبالغة في استثمار الأموال الناتجة عن إصدار الأسهم، وإذا توقع المستثمرون ذلك نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة، سيقومون بتقييم الأسهم بأقل من قيمتها الحالية من خلال خصم على إصدار هذه الأسهم، وأدى ذلك لضياح استثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وبالتالي انخفاض الاستثمارات دون الحد الأمثل (فهمي، 2022، قنديل، 2018)، ولذلك ولتخفيض كل من آثار المشاكل الأخلاقية والاختيار العكسي للمديرين، نحتاج إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين وموفري التمويل للشركات، أي أن أي آلية تعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات من المتوقع أن تسهم في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية، لذلك تحاول الباحثان التعرف على ما إذا كانت كلاً من توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم تؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تخفيض الاستثمار الزائد أو المنخفض، حيث أن إذا كانت أي من الآليتين (توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم) تسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة ودعم حوكمة الشركات بما يقلل من قوة المديرين التنفيذيين ويُزيد من إمكانية رقابتهم ومتابعتهم.

وبالنسبة لنظرية أصحاب المصالح، فهي تركز على ضرورة أن تأخذ الشركة في الاعتبار مصالح واحتياجات أصحاب المصالح المختلفة بالشركة بالإضافة لمصالحها الاقتصادية الخاصة، وبدون دعم أصحاب المصالح للشركة تتوقف الشركة (فهمي، 2022)، كما أوضحت دراسة (Cook et al., 2019) أن اهتمام الشركات بمسئولياتها الاجتماعية استجابة لأصحاب المصالح المختلفة بالشركة يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب المصالح ويدعم من مراقبة سلوك الإدارة، بما يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار.

### 3- الدراسات السابقة وتطور فروض البحث

تهدف إلى تحليل لأهم الدراسات السابقة في مجال أثر توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم، وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار وذلك كمحاولة لتحديد الفجوة البحثية واشتقاق فروض البحث وذلك على النحو التالي:

#### 3-1 دراسات تناولت أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم

تناولت العديد من الدراسات تأثير توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، إلا أن نتائج هذه الدراسات قد تباينت من حيث طبيعة وقوة العلاقة بينهما، وقد توصلت العديد من تلك الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي بينهم منها دراسة (Jiang al et., 2017) حيث قامت باختبار تأثير توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية والتي تمثلت في 2473 شركة، وذلك خلال الفترة من عام

2000 حتى عام 2014، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، وقد يرجع سبب تلك النتيجة إلى أن توزيعات الأرباح قد تتصف في بعض الأحيان بأنها ذات محتوى إعلامي هام يؤثر بشكل إيجابي على قرارات المستثمرين، مما يدفعهم ذلك نحو شراء أسهم الشركة، وبالتالي إحداث توازن بين العرض والطلب، وبالتالي زيادة سيولة الأسهم.

وكذلك دراسة (Akhtar, 2018) وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الباكستانية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في 100 شركة خلال الفترة من عام 2005 حتى عام 2015، وأشارت الدراسة إلى أن هذه النتيجة قد تتأثر بشكل كبير بفرص النمو المتاحة أمام الشركة، حيث أن زيادة فرص النمو قد تدفع الشركة في هذه الحالة إلى احتجاز الأرباح المحققة وإعادة استثمارها بدلاً من إجراء توزيع له، كما قامت دراسة . Hu et al (2020) بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية التي تتمثل في 4609 شركة والمدرجة بالبورصة، وذلك خلال الفترة من عام 1993 حتى عام 2013، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، كما أوضحت الدراسة أن هذا التأثير يرجع إلى اعتماد العديد من المستثمرين في اتخاذ قراراتهم على توزيعات الأرباح كمصدر للمعلومات، ونظراً لاعتبار توزيعات الأرباح خبر جيد من وجهة نظر بعض المستثمرين، أي كلما قامت الشركة بإجراء توزيعات أرباح كلما أدى ذلك إلى تحسين سيولة الأسهم.

وقد توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير سلبي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، فطبقاً لدراسة (Banerjee, 2007) التي تناولت هذا التأثير بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية والمتمثلة في 4195 شركة والمدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 1963 حتى عام 2003، وتوصلت إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وأن المستثمرين الذين يمتلكون أسهم ذات سيولة منخفضة هم أكثر حصولاً على توزيعات أرباح والعكس صحيح، كذلك تزداد سيولة الأسهم انخفاضاً بعد التوزيع الفعلي للأرباح، وقد دعمت هذه النتيجة دراسة (Griffin, 2010) بالتطبيق على عينة من الشركات في الأسواق الدولية بالتركيز على كل من كندا، وأستراليا، والمكسيك، والبرازيل، والأرجنتين، والصين، والمملكة المتحدة، وذلك خلال الفترة الزمنية من عام 1988 حتى عام 2006، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة بأن الشركات قد تقوم بزيادة التوزيعات بهدف تعويض المستثمرين عن الانخفاض في سيولة الأسهم والمخاطر المرتبطة بها والتي منها صعوبة بيع الأسهم بسهولة، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات.

كذلك فقد توصلت دراسة (Pan et al., 2015) إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 2003 حتى عام 2011 والتي تتمثل في 1275 شركة، كذلك أوضحت الدراسة أن الشركات في مرحلة النمو لن

تقوم بإجراء توزيعات أرباح بل سوف يتم استخدامها في عملية الاستثمار، إلا أنه في نفس الوقت كانت سيولة الأسهم مرتفعة، وذلك لزيادة الطلب على أسهم الشركة، وفي نفس السياق توصلت دراسة (Ye et al., 2015) إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من عام 1999 حتى عام 2012 وذلك بهدف اختبار وتحليل الفرضية التقليدية الخاصة بتوزيعات الأرباح وسيولة الأسهم والقائمة على أن زيادة توزيعات الأرباح سوف تؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم من خلال زيادة الطلب على أسهم الشركة، وفسرت الدراسة ذلك التأثير العكسي بأن سيولة الأسهم المرتفعة تعني وجود طلب متزايد على أسهم الشركة، مما يترتب عليه ارتفاع سعر السهم وتعزيز ثروة المساهمين.

وقد اختبرت دراسة (Thirumagal & Vasantha, 2018) تأثير توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وتأثير إعلان توزيعات الأرباح على سعر السهم وتوصلت إلى أن توزيعات الأرباح كان لها تأثير سلبي كبير على ثروة المساهمين لغالبية الصناعات كما أن هناك فرق كبير في سعر السهم قبل وبعد الإعلان عن توزيعات الأرباح، وقد أيد هذا الاتجاه دراسة (Ali Taher et al., 2023) بالتطبيق على عدد 311 شركة أمريكية غير مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام 2006 حتى عام 2017، كما أوضحت أن هذا التأثير غير متماثل في حالة ارتفاع وانخفاض مقدار التوزيعات، حيث أن توزيعات الأرباح المرتفعة تؤدي إلى انخفاض سيولة الأسهم ولكن بمقدار أقل من ارتفاع سيولة الأسهم الناتج عن انخفاض توزيعات الأرباح.

وبخلاف الدراسات السابقة فقد توصلت دراسة (Lee and Yoon, 2017) لنتيجة مخالفة عن الاتجاهات السابقة، حيث توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الكورية والتي تتمثل في 2173 شركة خلال الفترة من عام 1999 حتى عام 2015، وكذلك دراسة (Sawitri and Sulistyowati, 2018) التي قامت بالتطبيق على عينة من الشركات الإندونيسية والتي تتمثل في 251 شركة خلال الفترة من عام 2014 حتى عام 2016، حيث أشارت هذه الدراسة إلى أن طريقة قياس سيولة الأسهم من الممكن أن تؤثر على النتائج، وفي ضوء الاختبارات توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي علاقة بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم، وذلك عند قياس سيولة الأسهم طبقاً لمقياس (Amihud)، ولكن عند قياس سيولة الأسهم طبقاً لمقياس معدل الدوران توصلت إلى وجود تأثير عكسي قوي، وبناءً عليه فإن المحتوى الاعلامي ليس فقط هو المحدد في العلاقة بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم بل اختلاف المقاييس من الممكن أيضاً أن يؤثر على تلك العلاقة، كما انتقت نتائج دراسة (Sumardi et al., 2022) مع هذا الاتجاه من الدراسات عندما قامت بالتطبيق على عينة من الشركات الإندونيسية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في 31 شركة خلال الفترة من عام 2017

حتى عام 2021، وتم تفسير تلك النتيجة علي أن توزيعات الأرباح تُمثل أخبار جيدة وهامة للمستثمرين، وقد يرجع ذلك إلى حالة عدم التأكد حول إمكانية دفع الشركة توزيعات أرباح بصفة مستمرة، مما قد يدفع هؤلاء المستثمرين في البحث عن مصدر آخر للمعلومات بخلاف توزيعات الأرباح.

وقد يرجع هذا الاختلاف في النتائج إلى اختلاف المقاييس المستخدمة أو اختلاف بيئة التطبيق، واستناداً إلى التحليل السابق الذي يوضح نتائج الدراسات السابقة تجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم يمكن صياغة الفرض الأول على النحو التالي:

**"لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح وسيولة للأسهم"**

### 3-2 دراسات تناولت توزيعات الأرباح وعلاقتها بكفاءة قرارات الإستثمار

تعتبر توزيعات الأرباح أكثر أهمية بسبب تضارب المصالح المتزايدة بين المديرين والمستثمرين حيث أن زيادة تضارب المصالح ومشاكل الوكالة تؤدي إلى الإفراط في الإستثمار، وأحياناً نقص الإستثمار، ولا يهتم المستثمرون بمستويات توزيعات الأرباح فقط بل الأهم استقرارها بمرور الوقت لأن المستثمرون يبنون قرارهم الاستثماري على طرق توزيعات الأرباح، ويجب على الإدارة أن تدرك هذه الحقيقة حيث أن التغيرات غير المتوقعة في توزيعات الأرباح المدفوعة قد تنفر المستثمرين الحاليين والمحتملين (Erasmus, 2013)

وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة القرارات الاستثمارية، حيث قامت دراسة (Ramalingegowda et al., 2013) باختبار أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح وجودة التقارير المالية على القرارات الاستثمارية، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن توزيعات الأرباح بسوق رأس المال ذي الكفاءة يجب ألا تؤثر على قرارات الإستثمار، بينما بسوق رأس المال ضعيف الكفاءة هناك أثر لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية، حيث يمكن لقيود التمويل الخارجية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات أن تجبر الشركات على التخلي عن مشاريع إستثمارية ذات قيمة من أجل دفع توزيعات أرباح، كما أظهرت النتائج أن جودة التقارير المالية تؤدي إلى التخفيف من الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح على القرارات الإستثمارية، ومن أبرز التوصيات التي توصلت إليها الدراسة أن جودة التقارير المالية تساهم في التخفيف من حدة الصراع بين إستثمارات الشركات وقرارات توزيعات الأرباح وبالتالي تقليل احتمال تخلي الشركات عن مشاريع إستثمارية ذات قيمة من أجل دفع الأرباح.

في حين ان دراسة "Chan. et al., 2016" هدفت إلى اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الإستثمار للشركات المدرجة في سوق الصين للأوراق المالية خلال الفترة من (2001-2013) وذلك بعدما أصدرت اللجنة التنظيمية الصينية للأوراق المالية China Securities Regularity Commission (SRC) في عام 2006 القرارات المالية المتعلقة



بتوزيع 20% من صافي الأرباح (Net Profit) كتوزيعات أرباح "Dividends" خلال 3 سنوات متواصلة قبل قرارات إعادة التمويل وأوجدت الدراسة أن توزيعات الأرباح قادرة على تطوير كفاءة قرارات الاستثمار، بالإضافة إلى قدرة سياسة توزيع الأرباح على تخفيف الاستثمار المفرط، علاوة على ذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية لأثر توزيعات الأرباح على الاستثمار المفرط بعدما تم رفع نسبة توزيعات الأرباح الإلزامية إلى 30% في عام 2008 بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيع الأرباح والاستثمار المفرط للشركات التي تقوم بممارسة إعادة التمويل، وكانت أكثر دلالة إحصائية خلال عام 2006.

في نفس السياق هدفت دراسة (الغزاوي، 2019) إلى اختبار أثر توزيعات الأرباح على كفاءة الاستثمار في بورصة عمان، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج رياضي لقياس كفاءة الاستثمار وتحديد حالي الاستثمار المفرط والاستثمار الضعيف، بالإضافة إلى استخدام نماذج رياضية لقياس أثر توزيعات الأرباح على كفاءة الاستثمار، وفحص أثر توزيعات الأرباح على حالي الاستثمار المفرط والاستثمار الضعيف، وتم تطبيق نماذج الدراسة على عينة مكونة من (42) شركة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2006-2017، وبالاعتماد على نتائج تحليل الانحدار المتعدد (Multiple regression) خلصت الدراسة إلى إمكانية استخدام النموذج الرياضي لتحديد كفاءة الاستثمار في الشركات الأردنية المدرجة، بالإضافة إلى قدرة نموذج كفاءة الاستثمار على تحديد القيم المتبقية (residual values) وذلك لقياس أثر سياسة توزيعات الأرباح على كفاءة الاستثمار، علاوة على ذلك توصلت الدراسة إلى قدرة النموذج على تحديد حالي الاستثمار المفرط وضعف الاستثمار، وكذلك توصلت إلى وجود أثر سلبي لسياسة توزيعات الأرباح على كفاءة الاستثمار بالإضافة إلى وجود أثر سلبي لسياسة توزيع الأرباح على الاستثمار الضعيف، وكذلك وجود أثر سلبي دال إحصائياً على الاستثمار المفرط، وفي نفس السياق أكدت دراسة (Pathak & Das Gupta, 2022) أن الشركات التي يتيح لها فرص استثمارية عالية تفضل أن تمول تلك الاستثمارات من الأرباح كتمويل ذاتي بدلاً من الاقتراض لتجنب تكلفة التمويل الخارجي، خاصة إذا كانت هذه المنشآت في بداية عمرها وصغيرة الحجم وتعاني من ضعف قدراتها على الاقتراض، حيث أن قرار توزيعات الأرباح مشروط بالتمويل النقدي والفرص الاستثمارية، ولذلك يفسر المستثمرون الزيادة في توزيعات الأرباح على أنها مؤشر على نقص فرص الاستثمار بما يعطي إشارة سلبية للمستثمرين، وذلك لأن خيارات الاستثمار تعد فرصة للتطوير.

واستناداً إلى التحليل السابق الذي يوضح نتائج الدراسات السابقة تجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الاستثمار يمكن صياغة الفرض الثاني على النحو التالي:

"لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الاستثمار"

### 3-3 دراسات تناولت سيولة الأسهم وعلاقتها بكفاءة قرارات الاستثمار

فحصت دراسة (Quah et al., 2021) العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار للشركات المدرجة في البورصة الأمريكية والتي تعاني من القيود المالية ومشاكل عدم تماثل المعلومات، وتوصلت الدراسة إلى أن تأثير السيولة المرتفعة للأسهم على التخفيف من مشاكل الاستثمار يكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تعاني من المزيد من القيود المالية ومشاكل عدم تماثل المعلومات وكذلك توصلت إلى أن تأثير السيولة المرتفعة للأسهم على كفاءة الاستثمار مفيد للشركات التي تعتمد على تمويل خارجي بدرجة عالية.

وترى دراسة (Amihud and Levi (2022) أن إحدى القنوات التي يؤثر بها سوق الأوراق المالية على الاستثمار والإنتاج هي سيولة السهم، وحيث أن عدم السيولة يزيد العائد المتوقع المطلوب من قبل المستثمرين ومن ثم يرفع تكلفة رأس المال الذي يستخدمه المديرون في تقييم المشاريع الاستثمارية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار.

وتوصلت دراسة (Cheung et al. (2022) إلى أن تعزيز سيولة الأسهم يؤدي إلى استثمار أكثر كفاءة ويكون التأثير أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تعاني من نقص الاستثمار مقارنة بالشركات ذات الاستثمار المفرط وذلك بالتطبيق على مجموعة من الشركات بالصين.

وفي نفس السياق وثقت دراسة (Kang et al. (2017) أن كفاءة الاستثمار تساهم في تحسين سيولة الأسهم، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كفاءة الاستثمار وسيولة الأسهم، بالإضافة إلى أن سيولة الأسهم تتحسن بشكل أوضح بالنسبة للشركات التي تعاني من قيود مالية حيث فسر ذلك بأن كفاءة الاستثمار تقلل من مخاطر الشركات والذي بدوره يؤثر على سلوك صانع السوق وبالتالي يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم، وقد فسرت هذه الدراسة تأثير كفاءة الاستثمار على سيولة الأسهم وليس العكس.

فقد هدفت دراسة (Fang et al. (2014) إلى اختبار ما إذا كانت سيولة الأسهم تعزز أو تعوق الاستثمار في مجال البحوث والتطوير بالشركة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام 1993 حتى عام 2005، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين سيولة الأسهم والاستثمارات طويلة الأجل في مجال البحوث والتطوير، حيث أن ارتفاع سيولة الأسهم قد يؤدي إلى تخفيض نفقات البحوث والتطوير داخل الشركة ومن ثم زيادة تطبيق ممارسات إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية وذلك رغبة من المديرين في الحفاظ على أسعار الأسهم مرتفعة خوفاً من السيطرة (الاستحواد العدواني) بالشكل الذي يجعلهم يُقبلون على تخفيض الاستثمار في المشروعات طويلة الأجل لزيادة الأرباح الحالية، أي أن سيولة الأسهم تؤثر على كفاءة الاستثمار من خلال تأثيرها المتفاوت على إدارة الأرباح.

وتناولت دراسة (Vengesai and Kwenda (2020) العلاقة بين سلوك الاستثمار وسيولة الأسهم في الشركات الإفريقية لعدد (815) شركة غير مالية مدرجة، وتم تمثيل سيولة الأسهم من خلال حجم التداول في سوق الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى أن السيولة في سوق الأوراق المالية مرتبطة بمتوسط مستويات الاستثمار الأعلى في الشركات الإفريقية، كما توصلت إلى أن تأثير سيولة الأسهم على الاستثمار غير متجانس بسبب القيود المالية وفرص النمو، حيث توجد علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم والاستثمار.

وحيث أن السيولة المالية هي شريان الحياة لأي وحدة اقتصادية، لأنها تشجع المستثمرين والسلطات التنظيمية على التجارة والاستثمار، وكذلك سوق الأوراق المالية، وتعد سيولة الأسهم هي أهم أنواع السيولة المالية لما لها العديد من العلاقات مع مجموعة متعددة من المتغيرات أهمها علاقة سيولة الأسهم مع كفاءة الاستثمار.

وبالنسبة للعلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار كانت الدراسات السابقة معظمها ذات نتائج متضاربة حيث أكدت دراسات (Amihud and Levi, 2022; Quah et al., 2021; Cheung et al., 2022; Vengesai and Kwenda, 2020) أن هناك علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار، أما دراسة (Fang et al. (2014) أكدت أن العلاقة التي تربط بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار علاقة سلبية وجاء هذا التباين في دراسة (Kang et al. (2017). واستناداً إلى التحليل السابق الذي يوضح ويبرز تباين نتائج الدراسات السابقة تجاه العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار يمكن صياغة الفرض الثالث على النحو التالي:

"لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين سيولة الأسهم وكفاءة قرارات الاستثمار"

### 3-4 أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم

في ضوء نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بدراسة أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم والتي تؤكد معظمها على أنه كلما زاد معدل توزيع الأرباح كلما انخفضت عمليات التداول على السهم بما يقلل من سيولته وتم تفسير تلك النتيجة بأن الشركات قد تقوم بزيادة التوزيعات بهدف تعويض المستثمرين عن الانخفاض في سيولة الأسهم والمخاطر المرتبطة بها والتي منها صعوبة بيع الأسهم بسهولة بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات، بالإضافة إلى نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بدراسة العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة قرارات الاستثمار والتي تؤكد أن تأثير سيولة الأسهم على الاستثمار غير متجانس بسبب القيود المالية وفرص النمو، كما أن سيولة الأسهم تؤثر على كفاءة الاستثمار من خلال تأثيرها المتفاوت على

إدارة الأرباح، فإنه تتوقع الباحثان أن تؤثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الرابع للبحث على النحو التالي:

"لايوجد تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم"

#### 4- تصميم الدراسة التطبيقية وبناء نماذج الدراسة

يتمثل الهدف العام للدراسة التطبيقية في قياس أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار، وذلك لعينة من شركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، ولتحقيق ذلك يمكن عرض منهجية الدراسة التطبيقية والنماذج الكمية التي تعبر عن فروض البحث، من خلال تناول النقاط التالية:

#### 4-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، وذلك خلال الفترة من عام 2015 وحتى عام 2022، إلا أنه قد تم إستبعاد بعض الشركات التي لم تتوفر لها البيانات المطلوبة لقياس متغيرات الدراسة، كما تم إستبعاد الشركات المتعلقة بقطاع البنوك والمؤسسات المالية بخلاف البنوك طبقاً لما ورد بالدراسات السابقة، وذلك لإختلاف طبيعتها عن باقي القطاعات، وبالتالي يصبح حجم عينة الدراسة 70 شركة مقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، خلال الفترة من عام 2015 وحتى عام 2022، بما يمثل 530 مشاهدة، ويوضح الجدول التالي رقم (1) بيان بعدد شركات العينة وكذلك عدد المشاهدات موزعة على القطاعات المختلفة خلال فترة الدراسة وفقاً للمعيار الدولي لتصنيف القطاعات Global Industry Classification Standard.

جدول 1: الإحصاءات الخاصة بعينة الدراسة

GICS Sector	Year								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total
Consumer Discretionary	12	12	8	12	12	7	10	12	85
Consumer Staples	9	9	9	9	9	9	9	9	72
Health Care	5	5	5	5	5	5	5	4	39
Industrials	13	14	14	12	13	13	13	14	106
Materials	18	18	14	18	17	17	16	15	133
Real Estate	12	12	12	12	12	12	11	12	95
Total	69	70	62	68	68	63	64	66	530

#### 4-2 طرق قياس متغيرات الدراسة

بعد استعراض الدراسات السابقة والمقاييس الأكثر شيوعاً المستخدمة في تلك الدراسات، تم قياس متغيرات الدراسة كما في الجدول رقم (2) التالي:

## جدول 2: يوضح كيفية قياس متغيرات الدراسة

القياس	المتغير
تم قياس كفاءة قرارات الإستثمار من خلال الإعتماد على نموذجي Chen et al. و Biddle et al. 2009 حيث أنهم من أفضل النماذج المستخدمة تماشياً مع العديد من الدراسات (شحاته وآخرون، 2021؛ الصايغ وعبد المجيد، 2015؛ عبدلي ودرحمون، 2020؛ فهمي، 2022؛ بلال، 2020؛ Chen et al., 2022؛ Huang, 2019; Biddle et al., 2009; Bimo et al., 2022) وذلك من خلال مقارنة الإستثمار الفعلي للشركة في سنة معينة مع المستوى الأمثل للإستثمار المتوقع لنفس الشركة، وبالتالي عند إنحراف الإستثمار الفعلي للشركة عن المستوى المتوقع للإستثمار سواء هذا الإنحراف بالزيادة (فرط الإستثمار) أو بالنقص (قصور الإستثمار) يعتبر الإستثمار غير كفاء.	
EFF2	
• نموذج Biddle et al. 2009 ياخذ نموذج Biddle et al. 2009 الشكل التالي:	
$Investment_{it} = \alpha + \beta_1 Sales Growth_{it-1} + \varepsilon_{it}$	
EFF3	
• نموذج Chen et al. 2011 ياخذ نموذج Chen et al. 2011 الشكل التالي:	كفاءة قرارات الأستثمار
$Investment_{it} = \alpha + \beta_1 Sales Growth_{it-1} + \beta_2 NEG_{it-1} + \beta_3 Sales Growth_{it-1} * NEG_{it-1} + \varepsilon_{it}$	
حيث أن: $Investment_{it}$ : (الإستثمار الفعلي)، ويشير إلى إجمالي إستثمارات الأصول طويلة الأجل في العام الحالي للشركة مقسومة على إجمالي الأصول للشركة في السنة. $Sales Growth_{it-1}$ : (الإستثمار المتوقع)، ويشير إلى معدل النمو في المبيعات (الإيرادات) في الشركة للعام السابق، والذي يتم قياسه كالتالي (إيرادات العام الحالي - إيرادات العام السابق) ÷ إيرادات العام السابق. $NEG_{it-1}$ : متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة ما إذا كان معدل نمو الإيرادات قيمة سالبة ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك. $\varepsilon_{it}$ : يشير إلى الخطأ المعياري، فإذا كانت قيمة هذا الخطأ موجبة يدل ذلك على فرط الإستثمار، وإذا كانت سالبة دل ذلك على نقص الإستثمار. وكلما انخفضت قيم الخطأ، كلما دل ذلك على كفاءة الإستثمار. وقد تم تقدير كل من معادلة Biddle et al. 2009 ومعادلة Chen et al. 2011 في كل قطاع في كل سنة (Cross-Sectional by Sector and Year)، وتم حساب مؤشر عدم الكفاءة بالقيمة المطلقة لبواقي نماذج الانحدار في كل معادلة، وكلما زادت تلك القيمة المطلقة دل ذلك على زيادة مستوى عدم كفاءة الإستثمار. ولتبسيط شرح وتفسير النتائج تم ضرب قيمة عدم الكفاءة $\times -1$ ، بحيث يعبر هذا المعكوس عن كفاءة الإستثمار.	
تم قياس سيولة الأسهم باستخدام معدل دوران السهم (Share Turnover Ratio) اتساقاً مع دراسات (نصير، 2022؛ Cheung et al., 2022, Marks and Chang, 2021)	سيولة الأسهم (TURN2)
$\frac{\text{حجم التداول علي السهم خلال السنة}}{\text{متوسط عدد الأسهم المصدرة خلال السنة}}$	
$\frac{\text{التوزيعات النقدية السنوية للسهم}}{\text{سعر السهم}}$	معدل توزيعات الأرباح (D)
وذلك اتساقاً مع (Lin; Anazonwu et al., 2018; Nyere and Wesson, 2019; Aladwan, 2019; Chansarn and Chanasarn, 2016)	
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	حجم الشركة (Size)
$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$	الرافعة المالية (Lev)

ربحية الشركة (ROA)	صافي الربح قبل البنود غير العادية إجمالي الأصول في الساقية
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO)	التدفقات النقدية التشغيلية إجمالي الأصول
نسبة التدفق النقدي الحر (FCF)	التدفقات النقدية الحرة إجمالي الأصول
متوسط عائد السهم سنوياً (Ret_mean)	إجمالي العوائد الشهرية للأسهم 12
ربحية السهم (EPS)	نصيب السهم من الأرباح المحققة صافي الربح القابل للتوزيع عدد الأسهم المصدرة

#### 4-3 نماذج الدراسة التطبيقية

في إطار العرض السابق لمتغيرات الدراسة واستناداً لفروض البحث يمكن صياغة نماذج الدراسة لاختبار تلك الفروض كما يلي:

**نموذج اختبار الفرض الأول:** هو نموذج لاختبار أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم في ضوء العوامل الرقابية

• يتم قياس تأثير توزيعات الأرباح على سيولة الاسهم من خلال النموذج التالي:

$$TURN2_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_k \sum_{n=2}^k Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن TURN تعبر عن سيولة الأسهم،  $D_{it}$  تعبر عن معدل توزيعات الأرباح، Controls تعبر عن المتغيرات الرقابية.

**نموذج اختبار الفرض الثاني:** هو نموذج لاختبار أثر توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار في ضوء العوامل الرقابية

• يتم قياس تأثير توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال النموذج التالي:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it-1} + \beta_k \sum_{n=2}^k Controls_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن EFF هي عبارة عن كفاءة قرارات الاستثمار ويتم اختبار النموذج مرة بمؤشر Bidle et al. 2009، ومرة أخرى بمؤشر Chen et al. 2011، و D هي معدل توزيعات الأرباح.

**نموذج اختبار الفرض الثالث:** هو نموذج لاختبار أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار في ضوء العوامل الرقابية

• يتم قياس تأثير سيولة الأسهم على كفاءة قرارات الإستثمار من خلال النموذج التالي:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 TURN2_{it-1} + \beta_k \sum_{n=2}^k Controls_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن EFF هي عبارة عن كفاءة قرارات الاستثمار ويتم اختبار النموذج مرة بمؤشر Biddle et al. 2009، ومرة أخرى بمؤشر Chen et al. 2011.

**نماذج اختبار الفرض الرابع:** هو نموذج لاختبار تأثير توزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم

يتم اختبار هذه العلاقة من خلال نماذج الانحدار (Baron Kenny, 1986) والتي تتم من خلال إجراء ثلاث انحدارات كما يلي:

**المعادلة الأولى (التأثير الكلي):** انحدار المتغير التابع على المتغير المستقل، كما يلي:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it-1} + \beta_k \sum_{n=2}^k Controls_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن EFF هي عبارة عن كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009، وبمؤشر Chen et al. 2011.

**المعادلة الثانية:** انحدار المتغير الوسيط على المتغير المستقل، كما يلي

$$TURN2_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_k \sum_{n=2}^k Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

**المعادلة الثالثة (التأثير المباشر):** انحدار المتغير التابع على كل من المتغير المستقل والمتغير الوسيط معاً، كما يلي

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it-1} + \beta_1 TURN2_{it-1} + \beta_k \sum_{n=3}^k Controls_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن EFF هي عبارة عن كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009، وبمؤشر Chen et al. 2011.

## 5- تحليل ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

يهدف هذا الجزء إلى تحليل بيانات الشركات بعينة الدراسة واختبار مدى صحة فروض ونماذج الدراسة وذلك للظاهرة موضوع الدراسة وهي قياس التأثير المباشر لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وكفاءة قرارات الاستثمار وكذلك التأثير غير المباشرة لتوزيعات الأرباح على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم، وذلك من خلال الأساليب الإحصائية التالية:

### 5-1 الإحصاء الوصفي

يمثل الإحصاء الوصفي أهمية بالغة لما لها من دور هام في الفهم المتعمق للظاهرة محل الدراسة والأبعاد المرتبطة بها وكذلك رصد القيم التي قد تكون غير منطقية في المجال ولها تفسيرات مختلفة ويمكن عرض نتائج الإحصاء الوصفي في الجدول التالي رقم (3):

جدول 3: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	N	Min	p25	Mean	Median	p75	Max	SD
EFF2	521	0	-0.044	-.03	-.021	-.01	-.21	.028
EFF2_over	231	0	-0.045	-.032	-.022	-.009	-.21	.032
EFF2_under	290	-.001	-0.043	-.028	-.02	-.01	-.121	.024
EFF3	522	0	-0.038	-.027	-.02	-.008	-.165	.027
EFF3_over	246	0	-0.040	-.03	-.018	-.009	-.165	.031
EFF3_under	276	0	-0.034	-.025	-.02	-.008	-.117	.023
TURN2	504	.002	0.054	.641	.242	.783	5.073	.969
D	530	0	0.000	.033	.003	.054	.218	.05
Size	530	16.821	19.712	21.017	20.885	22.047	25.817	1.786
T Assets	530	.02	0.364	6.871	1.175	3.756	163	17.188
Lev	530	0	0.063	.228	.193	.331	.786	.19
ROA	518	-.227	0.004	.039	.037	.079	.253	.075
CFO TA	519	-.198	-0.008	.044	.032	.089	.33	.094
Ret mean	507	-.118	-0.006	.039	.029	.081	.289	.07
FCF TA	516	-.341	-0.048	.006	.003	.05	.302	.098
EPS	530	-9.91	0.010	1.564	.25	1.27	39.3	5.949

يعرض الجدول السابق الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة ويلاحظ ما يلي:

- يبلغ متوسط كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشرين Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011 لعينة الدراسة 3% و 2.7%، علي التوالي، ولذلك يتضح أنه لدى مفردات العينة في المتوسط عدم كفاءة في القرارات الاستثمارية ناتج عن قيام إدارة الشركة بالاستثمار بالزيادة عن مستوى الاستثمار الأمثل وهو ما يسمى بزيادة (فرط) الاستثمار، أو عند قيام إدارة الشركة بالإحجام عن تنفيذ مشروعات استثمارية أقل من مستوى الاستثمار الأمثل وهو ما يسمى بنقص (عجز) الاستثمار، في حدود 3% من إجمالي الأصول.



ويلاحظ إرتفاع الإنحراف المعياري لمتغير كفاءة قرارات الأستثمار بمؤشرين Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011 حيث بلغ 0.28 و 0.27. علي التوالي، مما يدل على أنه هناك تفاوت كبير في مستوى الكفاءة الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية، وتبلغ أدني قيمة للكفاءة الاستثمارية بمؤشرين Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011 صفر% وصفر%، علي التوالي، وهو ما يُوضح وجود كفاءة استثمارية لبعض مفردات العينة في المتوسط. بينما تبلغ أعلى قيمة للكفاءة الاستثمارية بمؤشرين Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011 21% و 16.5%، علي التوالي، أي أن أقصى قيمة لعدم كفاءة الاستثمار تعادل حوالي 21 %، 16.5 % من إجمالي الأصول.

- يبلغ متوسط إفراط الاستثمار (Over-investment) في الشركات عينة الدراسة حوالي 3.2% و 3% وفقاً لمؤشري Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، علي التوالي، مما يعني أن حوالي 3.2% و 3% كنسبة من حجم الأصول تم اهدارها في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، بمعنى أن حوالي 3.2% و 3% من حجم الأصول تم انفاقها بالزيادة عن مستوي الاستثمار الأمثل.

- يبلغ متوسط عجز الاستثمار (Under-investment) في الشركات عينة الدراسة حوالي 2.8% و 2.5% وفقاً لمؤشري Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، علي التوالي، حيث لم يتم استثمار حوالي 2.8% و 2.5% كنسبة من إجمالي الأصول في الوقت الذي كان يجب فيه استثمارها، بمعنى أن حوالي 2.8% و 2.5% من حجم الأصول لم يتم استثمارها في حين كان يجب استثمارها للوصول إلي مستوي الاستثمار الأمثل.

- بلغت قيمة الانحراف المعياري لمتغير معدل دوران السهم (TURN2) 969. وهي تمثل نسبة مرتفعة مما يعني وجود تفاوت كبير في معدل دوران الأسهم بين شركات العينة، وهذا ما يؤكد التباعد بين أدنى وأعلى قيمة لمعدل دوران السهم والتي بلغت 0.002 و 5.073، علي التوالي، وعليه فإن الأسهم موضع التداول بالسوق المصري تتفاوت في سيولتها حيث توجد أسهم ضعيفة السيولة ذات معدل دوران منخفض يقترب للصفر بسبب طول فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم، كما توجد أسهم مرتفعة السيولة ذات معدل دوران مرتفع بسبب قصر فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم، ويلاحظ ارتفاع قيمة المتوسط الحسابي (641.) عن قيمة الوسيط (242.)، مما يشير إلي أن بعض الأسهم يتم التداول عليها بشكل مفرط وغير رشيد، وهو ما قد يعكس احتمالية وجود مضاربين في السوق المصري.

- تبلغ أدني قيمة وقيمة P25 لمتغير توزيعات الأرباح (D) صفر وصفر، علي الترتيب، مما يشير إلي ان المشاهدات التي يتضمنها الرُبع الأول لمتغير توزيعات الأرباح جميعها تساوي صفر، أي أن حوالي 25% من مشاهدات العينة تعكس عدم توزيع أرباح نقدية للمستثمرين، بينما تبلغ أعلى قيمة 218،

وبالتالي يستنتج أن توزيعات الأرباح غير متجانسة في مشاهدات عينة الدراسة، كما أن الظاهرة قد تكون غير متماثلة في السوق المصري؛ وهذا ما يؤكد الارتفاع الملحوظ في الانحراف المعياري (0.05) في العينة ككل عن المتوسط (0.033).

• يبلغ متوسط حجم الشركات (Size) 21.017 بعد أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول ويلاحظ إنخفاض الانحراف المعياري في العينة ككل 1.786 وبلغت أدنى وأعلى قيمة علي الترتيب 16.821 و 25.817 والسبب في ذلك هو أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وذلك لتقليل الفروق لنفس نسب الفروق الحقيقية بين المشاهدات المختلفة وبالتالي الحفاظ على خصائص البيانات كما هي، فتظل أكبر شركة حجماً طبقاً لإجمالي الأصول كما هي وتظل أصغر شركة حجماً طبقاً لإجمالي الأصول كما هي، وفي حالة عدم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (T\_Assets) نجد تشتت كبير 17.188 مليار جنيه في قيم إجمالي الأصول مقارنةً بالمتوسط 6.871 مليار جنيه، وهو ما يعكسه المدى الكبير بين أدنى قيمة 0.02 مليار جنيه وأعلى قيمة 0.163 مليار جنيه، ونظراً للتفاوت الكبير في إجمالي أصول شركات العينة تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الأصول لقياس حجم الشركات، وذلك لتقليل الفروق بين القيم مع الحفاظ على الترتيب كما هو بالعينة.

• تبلغ أدنى وأعلى قيمة لمتغير الرافعة المالية (Lev) صفر و 0.786، علي التوالي، مما يُشير إلي أن بعض الشركات المدرجة في البورصة المصرية تعتمد علي التمويل الذاتي؛ أي لا تعتمد علي الديون في تمويل أصولها وأنشطتها حيث يكون اعتماد هيكل رأس مالها بالكامل علي حقوق الملكية، كما أن البعض الآخر من الشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة تعتمد علي الديون بنسبة تصل إلي 78.6% في تمويل أصولها وهيكل رأس مالها، وعلي الرغم من التفاوت الكبير بين الشركات من حيث اعتمادهم علي الديون في تمويل هيكل رأس المال وارتفاع الانحراف المعياري 0.19، إلا أن متوسط اعتماد شركات العينة علي الديون يساوي 22.8% خلال فترة الدراسة، وهي نسبة ملائمة لتجنب مخاطر الائتمان المتعلقة بارتفاع نسب المديونية.

• يبلغ متوسط معدل العائد علي الأصول (ROA) 0.039، وهو ما يشير الي أنه في المتوسط تحقق شركات العينة عوائد علي أصولها بنسبة تبلغ 3.9% تقريباً أي أن كل جنيه تستثمره الشركات في أصولها يحقق في المتوسط 0.039 جنيه، ويلاحظ ارتفاع الانحراف المعياري للعينة ككل 0.075. عن المتوسط مما يشير الي عدم تجانس الشركات في معدل العائد علي الأصول الذي تحققه، كما يلاحظ ان أدنى قيمة سالبة (-0.227)، مما يشير إلي أن بعض الشركات في البيئة المصرية تعاني من معدل عائد سالب علي أصولها يصل الي -22.7% حيث لا تستطيع إدارة أصولها ومواردها بشكل كفاء لتوليد صافي أرباح موجبة، بينما تُشير أعلى قيمة (0.253) الي تحقيق بعض الشركات في البيئة

المصرية معدل عائد موجب علي أصولها يصل الي %25.3 حيث تقوم باستغلال مواردها بشكل أمثل لتحقيق أعلى ربحية.

• تبلغ أدني قيمة وقيمة P25 لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO\_TA) -1.198 و -0.008، على التوالي، مما يشير إلي أن المشاهدات التي يتضمنها الرُبُيع الأول لمتغير نسبة التدفقات النقدية التشغيلية جميعها سالبة، أي أن حوالي 25% من مشاهدات العينة تعكس عدم القدرة على توليد تدفقات نقدية من أنشطتها الأساسية تكفي لتغطية النفقة المستهلكة في الأنشطة والعمليات التشغيلية وبالتالي تحقق صافي تدفق نقدي سالب من التشغيل، بينما تشير أعلى قيمة 0.33. اي استطاعة بعض الشركات المصرية تحقيق صافي تدفق نقدي موجب من التشغيل، كما يؤكد الانحراف المعياري الكبير 0.094. على وجود تباينات كبيرة بين الشركات المصرية في قدرتها علي تحقيق تدفقات نقدية من أنشطتها التشغيلية الأساسية، وعلي الرغم من التباين الملحوظ في مدي قدرة الشركات على توليد تدفقات نقدية ذاتياً، إلا أن متوسط نسبة التدفقات النقدية التشغيلية في البيئة المصرية موجب ويساوي 0.044..

• يبلغ المتوسط لمتغير متوسط العائد السنوي للسهم (Ret\_mean) 0.039، وهو ما يشير الي أنه في المتوسط تحقق الأسهم المتداولة في السوق المصري عوائد سنوية موجبة بنسبة تبلغ %3.9 تقريباً، وذلك علي الرغم من وجود اختلافات حادة بين العوائد السنوية للأسهم في السوق المصري كما يوضح ارتفاع الانحراف المعياري في العينة ككل 0.07. عن المتوسط حيث أتسع المدي بين أدني قيمة (-) 0.118. وأعلي قيمة (0.289). وهذا ما يوضح وجود أسهم تحقق عوائد سالبة سنوياً وأسهم تحقق عوائد موجبة سنوياً وبالتالي يستنتج أن الظاهرة قد تكون غير متماثلة في السوق المصري.

• يبلغ متوسط نسبة التدفق النقدي الحر (FCFF\_TA) في الشركات 0.006، ويلاحظ إرتفاع الانحراف المعياري في العينة ككل 0.098. وبالتالي يستنتج أن التدفق النقدي الحر غير متجانس في مشاهدات عينة الدراسة وأن الظاهرة قد تكون غير متماثلة في السوق المصري؛ وهذا ما يؤكد أنه أتسع المدي بين أدني قيمة -0.341 و أعلى قيمة 0.302، مما يشير إلي أن بعض شركات عينة الدراسة تعاني من عجز في النقدية مما يجعلها تلجأ إلي بيع استثماراتها أو الإقتراض حتى يمكنها الاستمرار في مزاوله أنشطتها وفقاً للمستويات المخططة، وكذلك تحقق بعض الشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة فوائض نقدية موجبة بعد الوفاء بجميع التزاماتها النقدية المخطط لها ومما يُمكنها من استخدام الفوائض النقدية الموجبة في التوسع وانتهاز الفرص الإستثمارية.

• يبلغ المتوسط لمتغير ربحية السهم (EPS) للشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة 1.564 أي انه في المتوسط تكون ربحية السهم 1.564 جنيه لكل سهم، ويلاحظ إرتفاع الانحراف المعياري في العينة

ككل 5.949 عن المتوسط وبالتالي يستنتج أن ربحية السهم غير متجانسة في عينة الدراسة وأن الظاهرة قد تكون غير متماثلة في السوق المصري مما يعني ان هناك اختلاف حاد في ربحية الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية ويلاحظ ذلك من خلال إتساع المدى بين أدنى قيمة -9.91- والتي تعكس وجود أسهم ذات ربحية سلبية وأعلى قيمة 39.3 والتي تعكس وجود أسهم ذات ربحية موجبة.

وتأسيساً على ما سبق، يتضح أن كل متغيرات الدراسة قد تكون مشتتة وغير متماثلة في السوق المصري، ففي بيئة الأعمال المصرية يلاحظ وجود شركات تتبنى سياسة إحتجاز الأرباح لتمويل فرص النمو والتوسع المستقبلية في مقابل شركات تتبنى سياسة توزيع الأرباح المحققة، وشركات ذاتية التمويل في مقابل شركات شديدة الإقتراض، وشركات تعاني من خسائر كما يوضحها معدل العائد السالب علي الأصول في مقابل شركات تحقق أرباح كما يوضحها معدل العائد الموجب علي الأصول، وشركات لديها فوائض وإحتياطيات نقدية من التدفق النقدي التشغيلي والحر في مقابل شركات تعاني من عجز في التدفقات النقدية التشغيلية والحررة، كما يلاحظ وجود أسهم متدهورة السيولة في مقابل أسهم مرتفعة السيولة، وأسهم ذات ربحية سلبية في مقابل أسهم ذات ربحية موجبة، وأخيراً أسهم ذات عوائد سنوية سالبة في مقابل أسهم ذات عوائد سنوية موجبة، وهذا ما يؤكد كبر قيم الإنحراف المعياري عن المتوسط لجميع متغيرات الدراسة، ويساعد هذا التباين في دراسة الظاهرة بشكل جيد.

## 5-2 اختبار استقرارية البيانات الاطارية Panel Data Stationarity

للقوف على مدى استقرار السلاسل الزمنية للبيانات الاطارية panel data للمتغيرات المستخدمة بالدراسة وحتى يمكن تقادى الحصول على انحدار زائف spurious regression نتيجة الاعتماد على سلسلة/سلاسل زمنية غير مستقرة للبيانات الاطارية، تم التحقق من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بتطبيق اختبارات جذر الوحدة لسكون البيانات الإطارية، Panel Unit Root Tests، ووفقاً لهذا الإختبار يجب ان يكون مستوي المعنوية (P-value) أقل من 5% حتى يتم قبول الفرض البديل القائل بأن المتغيرات مستقرة في صورتها الاصلية. ويمثل الجدول التالي رقم (4) نتائج اختبار Fisher-type unit-root test، وذلك على النحو التالي:

### جدول 4: اختبار استقرارية البيانات الإطارية (Fisher-Type Unit-Root Test)

Variables	Statistics	Probability
EFF2	14.0033***	0.0000
EFF3	20.4181***	0.0000
TURN2	18.1887***	0.0000
D	7.9345***	0.0000
Size	3.2454***	0.0006

Lev	15.0321***	0.0000
ROA	9.8856***	0.0000
CFO TA	23.7623***	0.0000
Ret mean	12.6569***	0.0000
EPS	12.7777***	0.0000
***معنوي عند مستوي 1%، **معنوي عند مستوي 5%، *معنوي عند مستوي 10%.		

من الجدول السابق يتضح أن كل متغيرات الدراسة مستقرة في صورتها الأصلية وذلك عند مستوى معنوية 1%، لذا يمكن اجراء اختبارات الفروض الإحصائية باستخدام أسلوب الإنحدار بدون حدوث مشكلة الإنحدار الزائف.

### 3-5 إختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة

توضح مصفوفة إرتباط بيرسون مدى قوة العلاقة بين متغيرات الدراسة واتجاهها من خلال معامل الارتباط، بالإضافة لمدي معنوية الارتباط بين متغيرات الدراسة من خلال مستوى المعنوية، ويوضح الجدول التالي رقم (5) نتائج تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة.

#### جدول 5: مصفوفة الارتباط

Variables	EFF2	EFF3	TURN2	D	Size	Lev	ROA	CFO_TA	Ret_mean	FCF_TA	EPS
EFF2	1.000										
EFF3	0.786***	1.000									
TURN2	0.027	-0.010	1.000								
D	-0.005	-0.005	-0.201***	1.000							
Size	0.063	0.035	-0.231***	0.071*	1.000						
Lev	-0.071*	-0.094**	0.052	-0.211***	0.215***	1.000					
ROA	-0.072*	-0.020	-0.153***	0.281***	-0.071*	-0.269***	1.000				
CFO_TA	-0.091**	-0.084*	-0.136***	0.220***	-0.078*	-0.269***	0.397***	1.000			
Ret_mean	-0.069	-0.036	0.087*	0.100**	0.010	-0.122***	0.300***	0.153***	1.000		
FCF_TA	0.054	0.019	-0.109**	0.229***	-0.012	-0.335***	0.357***	0.882***	0.135***	1.000	
EPS	-0.080*	-0.015	-0.135***	0.257***	0.118***	-0.079*	0.451***	0.266***	0.159***	0.207***	1.000
*** $p < 0.01$ , ** $p < 0.05$ , * $p < 0.1$											

يتضح من مصفوفة الارتباط ما يلي:

- وجود علاقة إرتباط عكسية معنوية بين توزيعات الأرباح (D) وسيولة الأسهم (TURN2)، مما يدل علي أنه كلما زاد معدل توزيع الأرباح، كلما زادت جاذبية السهم لحامله وبالتالي زادت فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي تقل الأوامر السوقية ببيع السهم، وهو ما يشير إلى قلة معدل دوران السهم وبالتالي تتخفف عمليات التداول عليه بما يقلل من سيولته.

- وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين معدل العائد علي الاصول (ROA) وسيولة الأسهم (TURN2)، مما يدل علي أنه كلما زادت ربحية الشركة، كلما زادت فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي يقل معدل دوران السهم وبالتالي تتخفف سيولته.
- وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO\_TA) وسيولة الأسهم (TURN2)، فكلما زادت قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية من أنشطتها الأساسية ترتب على ذلك جذب السهم لحامله وبالتالي قد تزداد فترة الاحتفاظ به من قبل المستثمرين، مما يترتب عليه انخفاض في سيولة السهم.
- وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين متوسط العائد السنوي للسهم (Ret\_mean) وسيولته (TURN2)، فكلما زاد متوسط العائد السنوي للسهم، زادت مقدار الجاذبية التي يتمتع بها السهم لدى فئات المستثمرين المختلفة بسوق المال المصري، وبالتالي يصدر المستثمرون أوامر سوقية بشراء السهم بما يدعم مقدار ما يتمتع به السهم من سيولة بسبب ارتفاع معدل تداوله ودورانه بالسوق.
- وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين توزيعات الأرباح (D) مع حجم الشركة (Size)، ومع معدل العائد على الأصول (ROA)، ومع نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO\_TA)، ومع متوسط العائد السنوي للسهم (Ret\_mean)، ومع نسبة التدفق النقدي الحر (FCF\_TA)، ومع ربحية السهم (EPS)، بينما توجد علاقة ارتباط عكسية معنوية بين سياسة توزيع الأرباح (D) والرافعة المالية (LEV).
- وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين الكفاءة الاستثمارية بمؤشر (Chen et al. (2011) مع الرافعة المالية (Lev)، ومع نسبة التدفق النقدي التشغيلي (CFO\_TA)، بينما لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين الكفاءة الاستثمارية بمؤشر (Chen et al. (2011) مع حجم الشركة (Size)، ومع معدل العائد على الاصول (ROA)، ومع متوسط العائد السنوي للسهم (Ret\_mean)، ومع نسبة التدفق النقدي الحر (FCF\_TA)، ومع ربحية السهم (EPS).
- وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين الكفاءة الاستثمارية بمؤشر (Biddle et al. (2009) مع الرافعة المالية (Lev)، ومع معدل العائد علي الاصول (ROA)، ومع نسبة التدفق النقدي التشغيلي (CFO\_TA)، ومع ربحية السهم (EPS)، بينما لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين الكفاءة الاستثمارية بمؤشر (Biddle et al. (2009) مع حجم الشركة (Size)، ومع متوسط العائد السنوي للسهم (Ret\_mean)، ومع نسبة التدفق النقدي الحر (FCF\_TA).

## 4-5 إختبار الفروض ونماذج الدراسة

يتم إختبار فروض ونماذج الدراسة من خلال طريقة المربعات الصغرى، وطريقة التأثيرات الثابتة والعشوائية للتأكيد على صحة النتائج والتي تراعي أي مشكلات قياسية قد تواجه طريقة المربعات الصغرى، ومن ثم إمكانية اعتماد النتائج وتعميمها والاستفادة منها على مستوى الإدارة والمستثمرين والجهات المنظمة للسوق المالي:

## 1-4-5 إختبار نماذج تأثير توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم بطريقتي المربعات الصغري (OLS) والتأثيرات الثابتة والعشوائية (PCSE)

تم إستخدام طريقة (PCSE) Panel Corrected Standard Error وطريقة Robust-OLS لعلاج أي مشاكل قياس مُحتملة وذلك كما في الجدول رقم (6) التالي:

## جدول 6: نتائج نماذج تأثير توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم

Variable	TURN2	
	Robust-OLS	PCSE
D	-2.9130***	-2.3082***
Size	-0.0687***	-0.1773***
Lev	-0.7388***	-0.1899
ROA	-2.0511***	-2.5309***
CFO_TA	-1.0206**	-0.5755
Ret_mean	1.8728***	2.9032***
_cons	2.3650***	4.5445***
N	481	481
R2	0.12	0.30
R2_a	0.11	
F	8.63	
chi2		69.78
p	0.000	0.000
mean VIF	1.21	
Firm Dummies	NO	NO
Year Dummies	NO	NO
*** $p < 0.01$ , ** $p < 0.05$ , * $p < 0.1$		

وفى ضوء ما سبق يمكن صياغة نموذج الإنحدار لأثر توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم فى ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$\text{TURN2}_{i,t} = 2.365 - 2.9130 D_{i,t} - 0.0687 \text{SIZE}_{i,t} - 0.7388 \text{LEV}_{i,t} - 2.0511 \text{ROA}_{i,t} - 1.0206 \text{CFO\_TA}_{i,t}$$

تشير نتائج الجدول السابق الي:

- القدرة التفسيرية R2 للنموذج 30% و 12% بطريقة PCSE و Robust-OLS، على التوالي. ويمكن قبول جميع النماذج المفسرة لسيولة الأسهم حيث أن مستوى معنوية كل نموذج أقل من 5%.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لتوزيعات الأرباح (D) على سيولة الأسهم بطريقتي PCSE و Robust-OLS، مما يشير إلي أنه كلما زاد معدل توزيع الأرباح، كلما زادت جاذبية السهم لحامله وبالتبعية زادت فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي يقل العرض على السهم، وهو ما يشير إلى قلة معدل دوران السهم ولذلك تتخفف عمليات التداول عليه بما يقلل من سيولته.
- يوجد تأثير عكسي معنوي للرافعة المالية (Lev) على سيولة الأسهم بطريقة Robust-OLS، فكما ازدادت درجة الرفع المالي بهيكل تمويل الشركة، كلما ازدادت مخاطر التخلف عن السداد المحيطة بها بالشكل الذي قد يتسبب في عزوف المستثمرين عن الإقبال على تداول أسهم الشركة، وهو ما قد يؤثر سلباً على مقدار ما تتمتع به أسهمها من سيولة، بينما لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية (Lev) على سيولة الأسهم بطريقة PCSE.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لمعدل العائد علي الاصول (ROA) على سيولة الأسهم بطريقتي PCSE و Robust-OLS، مما يشير إلي أنه كلما زادت ربحية الشركة، كلما زادت فترة إحتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي يقل معدل دوران السهم وبالتبعية تتخفف سيولته.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO\_TA) على سيولة الأسهم بطريقة Robust-OLS، مما يشير إلي أنه كلما زادت قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية صافية من أنشطتها الأساسية، كلما زادت فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي يقل معدل دوران السهم وبالتبعية تتخفف سيولته بما يقلل مقدار ما تتمتع به الأسهم من سيولة، بينما لا يوجد تأثير معنوي لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO\_TA) على سيولة الأسهم بطريقة PCSE.
- يوجد تأثير طردي معنوي لمتوسط العائد السنوي للسهم (Ret\_mean) على سيولته بطريقتي PCSE و Robust-OLS، مما يشير إلي أنه كلما زاد متوسط العائد السنوي للسهم، ازدادت مقدار الجاذبية التي يتمتع بها السهم لدى فئات المستثمرين المختلفة بسوق المال المصري، وبالتالي يصدر المستثمرون أوامر سوقية بشراء السهم بما يدعم مقدار ما يتمتع به السهم من سيولة بسبب ارتفاع معدل تداوله ودورانه بالسوق.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لحجم الشركة (Size) على سيولة الأسهم بطريقتي PCSE و Robust-OLS، مما يشير إلي أنه كلما زاد حجم الشركة، كلما زادت فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي يقل معدل دوران السهم وبالتبعية تتخفف سيولته.



• ومما سبق نجد ان نتائج نماذج سيولة الأسهم متشابهة من حيث نوع التأثير واتجاه التأثير، ولكن قد تختلف في أهمية التأثير.

#### 5-4-2 اختبار نماذج تأثير توزيعات الأرباح علي كفاءة قرارات الاستثمار بطريقتي المربعات الصغري (OLS) والتأثيرات الثابتة والعشوائية (PCSE)

تم استخدام طريقة Panel Corrected Standard Error (PCSE) وطريقة Robust-OLS

لعلاج أي مشاكل قياس مُحتملة وذلك كما في الجدول رقم (7) التالي:

#### جدول 7: نتائج نماذج تأثير توزيعات الأرباح علي الكفاءة الاستثمارية بمؤشرها

Variable	EFF2		EFF3	
	Robust-OLS	PCSE	Robust-OLS	PCSE
L1. D	0.0541*	0.0566*	0.0538*	0.0532*
L1. Size	0.0035	0.0018	-0.0013	-0.0042
L1. Lev	0.0085	0.0296*	0.0038	0.0149
L1. CFO_TA	-0.1619*	-0.1619***	-0.1191*	-0.1090**
L1. FCF_TA	0.1962**	0.1989***	0.1483**	0.1468***
L1. EPS	-0.0006	-0.0008**	-0.0002	-0.0003
L1. EFF2	-0.1221**	-0.042		
L1. EFF3			-0.1635***	-0.0882
_cons	-0.107	-0.0857	-0.0033	0.0368
N	412	412	411	411
r2	0.38	0.56	0.32	0.50
r2_a	0.24		0.16	
F	4.64		3.34	
chi2		1516.70		2576.65
P	0.000	0.000	0.002	0.000
mean VIF	2.449		2.358	
Firm Dummies	YES	YES	YES	YES
Year Dummies	NO	NO	NO	NO

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نماذج الإنحدار لأثر توزيعات الأرباح علي كفاءة قرارات الاستثمار في ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$EFF2_{i,t} = -0.107 + 0.0541 D_{i,t} + 0.0035 SIZE_{i,t} + 0.0038 LEV_{i,t} - 0.1619 CFO\_TA_{i,t} + 0.1962 FCF\_TA_{i,t} - 0.0006 EPS_{i,t} - 0.1221 EFF2_{t-1}$$

$$EFF3_{i,t} = -0.0033 + 0.0538 D_{i,t} - 0.0013 SIZE_{i,t} + 0.0085 LEV_{i,t} - 0.1191 CFO\_TA_{i,t} + 0.1483 FCF\_TA_{i,t} - 0.0002 EPS_{i,t} - 0.1635 EFF3_{t-1}$$

تشير نتائج الجدول السابق الي:

- القدرة التفسيرية R2 لنماذج كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر **Biddle et al. 2009** 56% و 38% بطريقة PCSE و Robust-OLS، على التوالي، ويمكن قبول جميع النماذج المُفسرة لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر **Biddle et al. 2009** حيث أن قيمة  $Prob > F$  أقل من 5% وقيمة  $Prob > Chi2$  أقل من 5%.
- القدرة التفسيرية R2 لنماذج كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر **Chen et al. 2011** 50% و 32% بطريقة PCSE و Robust-OLS، على التوالي، ويمكن قبول جميع النماذج المُفسرة لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر **Chen et al. 2011** حيث أن قيمة  $Prob > F$  أقل من 5% وقيمة  $Prob > Chi2$  أقل من 5%.
- يوجد تأثير طردي معنوي لتوزيعات الأرباح في السنة السابقة (L1. D) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره **Biddle et al. 2009** و **Chen et al. 2011**، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS، ففي ظل انخفاض كفاءة سوق المال المصري يُفضل توزيع أي نقدية متاحة على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها لتقليل فرص المديرين في إساءة استغلالها. ومن ثم تؤدي التوزيعات للحد من فرط الاستثمار، حيث أن تراكم النقدية قد يدفع المديرين للقيام بإدارة الأرباح من خلال الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، وبالتالي فإن قرار توزيع الأرباح المحققة على المساهمين بهدف تقليل النقدية المتاحة تحت تصرف المديرين الانتهازين من شأنه دعم وتعزيز الكفاءة الاستثمارية.
- يوجد تأثير طردي معنوي لقيمة الرافعة المالية في السنة السابقة (L1. Lev) على القيمة الحالية للكفاءة الاستثمارية بمؤشر **Biddle et al. 2009**، وذلك وفقاً لطريقة PCSE، مما يشير الي ان زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى تعزيز الكفاءة الاستثمارية، حيث أن الشركات التي تعتمد على الديون تُفرض علي قراراتها الاستثمارية رقابة فعالة من قبل مانحي القروض وهذا يعتبر متطلب من متطلبات الجهات المانحة للدين لكي يثق الدائنين في قدرة الشركة على سداد مديونيتهم مستقبلاً، وبالتالي تحد متطلبات الرقابة الفعالة من مرونة الإدارة في إساءة استخدام الأموال المُقترضة في استثمارات غير جيدة، ومن ثم تضمن استثمار الأموال المُقترضة في مشروعات مربحة تزيد من الكفاءة الاستثمارية للشركة.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية في السنة السابقة (L1. CFO\_TA) على القيمة الحالية للكفاءة الاستثمارية بمؤشرها **Biddle et al. 2009** و **Chen et al. 2011**، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS.

- يوجد تأثير طردي معنوي لنسبة التدفق النقدي الحر في السنة السابقة (L1. FCF\_TA) على القيمة الحالية للكفاءة الاستثمارية بمؤشرها Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لربحية السهم في السنة السابقة (L1. EPS) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009، وذلك وفقاً لطريقة PCSE.
- ومما سبق نجد ان نتائج نماذج كفاءة قرارات الاستثمار متشابهة من حيث نوع التأثير واتجاه التأثير.

### 5-4-3 اختبار نماذج تأثير سيولة الأسهم على كفاءة قرارات الاستثمار بطريقتي المربعات الصغرى (OLS) والتأثيرات الثابتة والعشوائية (PCSE)

تم استخدام طريقة Panel Corrected Standard Error (PCSE) وطريقة Robust-OLS لعلاج أي مشاكل قياس مُحتملة وذلك كما في الجدول رقم (8) التالي:

جدول 8: نتائج نماذج تأثير سيولة الأسهم علي الكفاءة الاستثمارية بمؤشرها

Variable	EFF2		EFF3	
	Robust-OLS	PCSE	Robust-OLS	PCSE
L1. TURN2	-0.0060***	-0.0055***	-0.0043**	-0.0030**
L1. Size	0.0044	0.0017	-0.0003	-0.0012
L1. Lev	0.0053	0.0309*	0.0044	0.0259
L1. CFO_TA	-0.1800*	-0.1541***	-0.1352*	-0.1047***
L1. FCF_TA	0.2086**	0.1873***	0.1641**	0.1447***
L1. EPS	-0.0006	-0.0008***	-0.0002	-0.0004
L1. EFF2	-0.1196**	-0.0437		
L1. EFF3			-0.1547***	-0.0778
_cons	-0.1162	-0.081	-0.0188	-0.0227
N	393	393	392	392
r2	0.40	0.58	0.34	0.52
r2_a	0.26		0.19	
F	5.76		3.87	
chi2		821.21		265000
P	0.000	0.000	0.001	0.000
mean VIF	2.439		2.354	
Firm Dummies	YES	YES	YES	YES
Year Dummies	NO	NO	NO	NO

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نماذج الانحدار لأثر سيولة الأسهم علي كفاءة قرارات الاستثمار في ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{EFF2}_{i,t} = & - 0.1162 - 0.0060 \text{TURN2}_{i,t} + 0.0044 \text{SIZE}_{i,t} + 0.0053 \text{LEV}_{i,t} - 0.1800 \\ \text{CFO\_TA}_{i,t} + & 0.2086 \text{FCF\_TA}_{i,t} - 0.0006 \text{EPS}_{i,t} - 0.1196 \text{EFF2}_{t-1} \text{EFF3}_{i,t} = \\ -0.0188 - & 0.0043 \text{TURN2}_{i,t} - 0.0012 \text{SIZE}_{i,t} + 0.0044 \text{LEV}_{i,t} - 0.1352 \text{CFO\_TA}_{i,t} \\ + 0.1641 & \text{FCF\_TA}_{i,t} - 0.0002 \text{EPS}_{i,t} - 0.1547 \text{EFF3}_{t-1} \end{aligned}$$

تشير نتائج الجدول السابق الي:

- القدرة التفسيرية R2 لنماذج كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009 و 58% و 40% بطريقة PCSE و Robust-OLS، علي التوالي، ويمكن قبول جميع النماذج المُفسرة لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009 حيث أن قيمة Prob>F أقل من 5% وقيمة Prob > Chi2 أقل من 5%.
- القدرة التفسيرية R2 لنماذج كفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Chen et al. 2011 و 52% و 34% بطريقة PCSE و Robust-OLS، علي التوالي، ويمكن قبول جميع النماذج المُفسرة لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Chen et al. 2011 حيث أن قيمة Prob>F أقل من 5% وقيمة Prob > Chi2 أقل من 5%.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لقيمة سيولة الأسهم في السنة السابقة (L1. TURN2) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS، الأمر الذي يمكن تفسيره بأن الشركات التي تزداد سيولة أسهمها قد تكون لديها قدرة في الحصول على التمويل سواء عن طريق قروض أو زيادة رأس المال، ومع هذه القدرة على جذب التمويل، فإنه يتم استثماره بشكل غير أمثل.
- يوجد تأثير طردي معنوي لقيمة الرافعة المالية في السنة السابقة (L1. Lev) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009، وذلك وفقاً لطريقة PCSE، مما يشير إلي أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى تعزيز الكفاءة الاستثمارية، حيث أن الشركات التي تعتمد على الديون تُقرض علي قراراتها الاستثمارية رقابة فعالة من قبل مانحي القروض وهذا يعتبر متطلب من متطلبات الجهات المانحة للدين لكي يثق الدائنين في قدرة الشركة على سداد مديونيتهم مستقبلاً، وبالتالي تحد متطلبات الرقابة الفعالة من مرونة الإدارة في إساءة استخدام الأموال المُقترضة في استثمارات غير جيدة، ومن ثم تضمن استثمار الأموال المُقترضة في مشروعات مربحة تزيد من الكفاءة الاستثمارية للشركة.

- يوجد تأثير عكسي معنوي لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية في السنة السابقة (L1. CFO\_TA) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS.
- يوجد تأثير طردي معنوي لنسبة التدفق النقدي الحر في السنة السابقة (L1. FCF\_TA) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لربحية السهم في السنة السابقة (L1. EPS) على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشر Biddle et al. 2009، وذلك وفقاً لطريقة PCSE.
- يوجد تأثير عكسي معنوي لكفاءة قرارات الاستثمار في السنة السابقة على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقة Robust-OLS.
- ومما سبق نجد أن نتائج نماذج كفاءة قرارات الاستثمار متشابهة من حيث نوع التأثير واتجاه التأثير، ولكن قد تختلف في أهمية التأثير.

## 5-5 اختبار نماذج الوساطة

سيتم اختبار وجود الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح كمتغير مستقل وكفاءة قرارات الاستثمار كمتغير تابع من خلال طريقة بارون-كيني (Baron-Kenny)، وطريقة توليد العينات المتكررة (Bootstrapping) للتأكيد على صحة النتائج وإمكانية تعميمها والاستفادة منها على مستوى الإدارة والمستثمرين والجهات المنظمة للسوق المالي:

### 5-5-1 طريقة بارون-كيني (Baron-Kenny)

تقوم طريقة بارون-كيني (Baron-Kenny) أساساً على تحليل الانحدار المتعدد، وهي طريقة كثيرة الاستعمال في العلوم الاجتماعية، واختبار وجود علاقة وسيطة يشترط بارون-كيني Baron-Kenny ضرورة اتباع ثلاث معادلات، ويجب إجراء كل معادلة على حده، كما يلي:

المعادلة الأولى: انحدار المتغير التابع على المتغير المستقل؛ أي تأثير المتغير المستقل على التابع.

المعادلة الثانية: انحدار المتغير الوسيط على المتغير المستقل .

المعادلة الثالثة: انحدار المتغير التابع على كل من المتغير المستقل والمتغير الوسيط معاً.

وبعد إجراء الثلاث معادلات، يجب توافر عدة شروط لوجود العلاقة الوسيطة:

1. يجب أن يكون هناك أثر معنوي للمتغير المستقل على المتغير التابع في المعادلة الأولى (الأثر الكلي أو العلاقة الأصلية بدون وسيط).

2. يجب أن يكون هناك أثر معنوي للمتغير المستقل على المتغير الوسيط في المعادلة الثانية.
3. يجب أن يكون هناك أثر معنوي للمتغير الوسيط على المتغير التابع في المعادلة الثالثة وذلك اثناء وجود المتغير المستقل في المعادلة الثالثة كمتغير رقابي. والسبب في اضافة المتغير المستقل في المعادلة الثالثة بجانب المتغير الوسيط، هو لأن الانحدار المتعدد يحسب قيمة المتغير الوسيط (أي معامل الانحدار) عند الأخذ بعين الاعتبار المتغير المستقل، أي عند تثبيته إحصائياً.

فإذا تحققت هذه الشروط فإن الأثر المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع يجب أن يتغير في المعادلة الثالثة - أي عند أدرج المتغيرين المستقل والوسيط معاً كمتغيرات مستقلة- عما كان عليه في المعادلة الأولى - أي العلاقة الاصلية المباشرة بدون وسيط-، وتحدث الوساطة الكاملة إذا انعدم الأثر المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع وذلك عندما يتم التحكم في المتغير الوسيط وضبطه في المعادلة الثالثة.

يستعرض الجدول التالي رقم (9) نتائج المعادلة الثالثة أي أثر المتغيرين المستقل والوسيط معاً على المتغير التابع، أما فيما يخص نتائج المعادلتين الأولى والثانية فقد تم عرضهم سابقاً.

#### جدول 9: اختبار تأثير توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم علي كفاءة القرارات الاستثمارية بمؤشرها

Variable	EFF2		EFF3	
	Robust-OLS	PCSE	Robust-OLS	PCSE
L1. TURN2	-0.0056**	-0.0057***	-0.0039*	-0.0031*
L1. D	0.0531*	0.0554	0.0584*	0.0612*
L1. Size	0.0042	0.0029	-0.0004	-0.0025
L1. Lev	0.0075	0.0237	0.0076	0.02
L1. CFO_TA	-0.1768*	-0.1821***	-0.1311*	-0.1254***
L1. FCF_TA	0.2066**	0.2156***	0.1617**	0.1658***
L1. EPS	-0.0006*	-0.0009***	-0.0002	-0.0003
L1. EFF2	-0.1196**	-0.0503		
L1. EFF3			-0.1496***	-0.0804
_cons	-0.12	-0.11	-0.02	0.00
N	393	393	392	392
r2	0.40	0.59	0.34	0.53
r2_a	0.26		0.19	
F	5.3		3.71	
chi2		1335		2670
P	0.000	0.000	0.000	0.000
mean VIF	2.31		2.237	
Firm Dummies	YES	YES	YES	YES
Year Dummies	NO	NO	NO	NO

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

وفى ضوء ما سبق يمكن صياغة نماذج الانحدار لأثر توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم علي كفاءة قرارات الاستثمار فى ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$EFF2_{i,t} = -0.12 - 0.0056 TURN2_{i,t} + 0.0531 D_{i,t} + 0.0042 SIZE_{i,t} + 0.0075 LEV_{i,t} - 0.1768 CFO\_TA_{i,t} + 0.2066 FCF\_TA_{i,t} - 0.0006 EPS_{i,t} - 0.1196 EFF2_{t-1}$$

$$EFF3_{i,t} = -0.02 - 0.0039 TURN2_{i,t} + 0.0584 D_{i,t} - 0.0004 SIZE_{i,t} + 0.0076 LEV_{i,t} - 0.1311 CFO\_TA_{i,t} + 0.1617 FCF\_TA_{i,t} - 0.0002 EPS_{i,t} - 0.1496 EFF3_{t-1}$$

من الجدول السابق يتضح:

• القدرة التفسيرية R2 لنماذج الكفاءة الأستثمارية بمؤشرها 2009 Biddle et al. و 2011 Chen et al. تساوي 40% و 34%، على التوالي بطريقة Robust-OLS. بينما القدرة التفسيرية R2 للنماذج بطريقة PCSE تساوي 59% و 53%، على التوالي. ويمكن قبول جميع نماذج كفاءة قرارات الاستثمار ككل حيث أن قيمة Prob > F أقل من 5% وقيمة Prob > Chi2 أقل من 5%.

ويُمكن إعداد الجدول التالي رقم (10) لتلخيص نتائج نماذج الانحدار السابقة من أجل التحقق من مدى توافر شروط طريقة بارون-كيني.

### جدول 10: ملخص نتائج الثلاث معادلات لطريقة بارون-كيني (Baron-Kenny)

المعادلة	المسار	Robust-OLS	PCSE	التأثير
الأولى	EFF2 ← L1.D	0.0541*	0.0566*	معنوي طردي
	EFF3 ← L1.D	0.0538*	0.0532*	
الثانية	TURN2 ← D	-2.9130***	-2.3082***	معنوي عكسي
الثالث	EFF2 ← L1.TURN2	-0.0060***	-0.0055***	معنوي عكسي
	EFF3 ← L1.TURN2	-0.0043**	-0.0030**	

أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة بارون-كيني تحقق الثلاثة شروط للعلاقة الوسيطة حيث يتبين من الجدول السابق ما يلي:

- 1- توضح نتائج المعادلة الأولى وجود تأثير معنوي للمتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) علي المتغير التابع (الكفاءة الأستثمارية) بمؤشرها.
- 2- توضح نتائج المعادلة الثانية وجود تأثير معنوي للمتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) علي المتغير الوسيط (سيولة الأسهم).
- 3- توضح نتائج المعادلة الثالثة وجود تأثير معنوي للمتغير الوسيط (سيولة الأسهم) علي المتغير التابع (الكفاءة الأستثمارية) بمؤشرها، وذلك عند تضمين توزيعات الأرباح في المعادلة الثالثة.

ومما سبق يتضح استيفاء الشروط الثلاثة لاختبار وجود العلاقة الوسيطة بطريقة بارون-كيني، وبالتالي نستنتج أن سيولة الأسهم تلعب دوراً وسيطاً في العلاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الإستثمار، وللتحقق من نوع الوساطة يجب علينا مقارنة معنوية معامل الانحدار للمتغير المستقل في المعادلتين الأولى والثالثة، فإذا كان معامل الإنحدار معنوي في المعادلتين فهذا يعني توسط سيولة السهم بوساطة جزئية، وتتحقق الوساطة الكلية لسيولة الأسهم إذا انعدمت معنوية معامل الإنحدار للمتغير المستقل (توزيع الأرباح) في المعادلة الثالثة.

ويُمكن إعداد الجدول التالي رقم (11) لمقارنة الدلالة الإحصائية (المعنوية) لتأثير المتغير المستقل علي التابع في حالة العلاقة الأصلية المباشرة بدون وسيط وفي حالة ادراج المتغيرين المستقل والوسيط معاً كمتغيرات مستقلة في نفس نموذج الأنحدار.

### جدول 11: مقارنة الدلالات الإحصائية لمعامل إنحدار المتغير المستقل علي التابع في المعادلتين الأولى والثالثة لطريقة بارون-كيني

نوع الوساطة	معنوية واتجاه معامل انحدار توزيعات الأرباح علي كفاءة قرارات الاستثمار		النموذج
	(المعادلة الثالثة) ادراج المتغير الوسيط في الانحدار	(المعادلة الأولى) العلاقة المباشرة الأصلية	
جزئية	معنوي وموجب	معنوي وموجب	Robust- Biddle et al. 2009 OLS
كلية	غير معنوي	معنوي وموجب	PCSE Biddle et al. 2009
جزئية	معنوي وموجب	معنوي وموجب	Robust- Chen et al. 2011 OLS
جزئية	معنوي وموجب	معنوي وموجب	PCSE Chen et al. 2011

من الجدول السابق يتضح ما يلي:

- وفقاً لنتائج طريقيتي Robust-OLS و PCSE لاختبارات نموذج Chen et al. 2011 كمؤشر لكفاءة قرارات الإستثمار، يوجد دور وسيط لمتغير سيولة الاسهم، حيث أن قيم تأثيرات توزيعات الأرباح علي كفاءة قرارات الإستثمار تكون موجبة ومعنوية، سواء في النماذج التي تتضمن وجود سيولة الأسهم أو عدم وجودها، بما يؤكد الوساطة الجزئية لمتغير سيولة الأسهم.
- وفقاً لنتائج طريقة PCSE لاختبارات نموذج Biddle et al. 2009 كمؤشر لكفاءة قرارات الإستثمار، يوجد دور وسيط لمتغير سيولة الاسهم، حيث أن قيمة تأثير توزيعات الأرباح علي كفاءة قرارات الإستثمار تكون موجبة ومعنوية في المعادلة الأولى التي تتضمن عدم ادراج المتغير الوسيط في الإنحدار، بينما في حالة ادراج المتغير الوسيط في الإنحدار مع سائر المتغيرات المستقلة يفقد المتغير المستقل (توزيعات الأرباح) تأثيره المعنوي، وهذا يعزز فكرة وجود وساطة كلية لمتغير سيولة الأسهم.



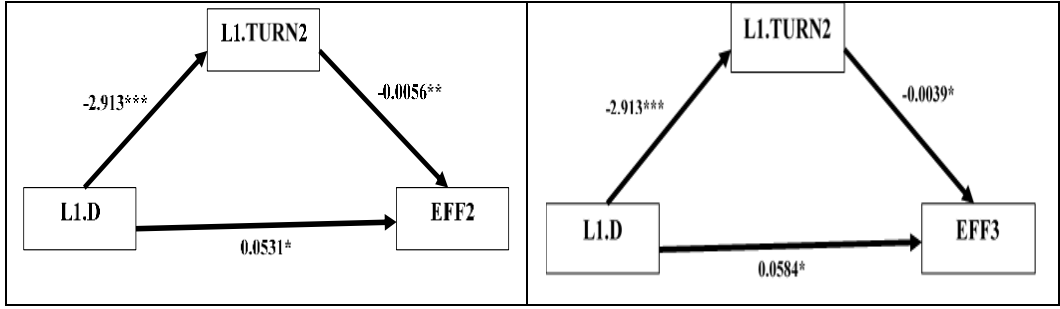
## 5-5-2 طريقة المعاينة المتكررة

تم استخدام طريقة توليد العينات المتكررة (Bootstrapping) كأحد الأساليب الإحصائية التي يمكن استخدامها في مجال الاستدلال الإحصائي، ويستند هذا الأسلوب على فكرة المعاينة مع الإرجاع أو الإحلال لتقدير دلالة التأثيرات غير المباشرة، حيث تتيح لنا توليد عدة عينات عشوائية من العينة الأصلية، مع استخدام بيانات هذه العينة لتقدير معالم معينة للنموذج، ولا تتطلب هذه الطريقة التوزيع الطبيعي على تقديرات معالم النموذج، بل تعتمد على توزيع العينة المسحوبة، وتعد هذه الطريقة من أساليب إعادة المعاينة لأنها طريقة تكرارية تهدف إلى معالجة دقة التقديرات في العينات، حيث تقوم على مبدأ إيجاد تقديرات غير متحيزة من مجموعة من التقديرات المتحيزة، وذلك لتوليد مجموعة كبيرة من العينات المسحوبة من العينة بشكل عشوائي من بيانات العينة نفسها مع الإرجاع وبحجم العينة الأصلي، وذلك لاختبار الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح كمتغير مستقل وكفاءة قرارات الإستثمار كمتغير تابع. ولقد تم سحب 1000 عينة من العينة الأصلية وفيما يلي نتائج توليد العينات المتكررة:

## جدول 12: نتائج البوتستراپ

Model	Original sample	Sample mean	Bootstrapp Standard Error	Z statistics	P values
L1.D → L1.TURN2→ EFF2	0.0163	0.0191	0.0097	1.9600	0.0500
L1.D → L1.TURN2→ EFF3	0.0114	0.0151	0.0091	1.6500	0.0980

من نتائج الجدول السابق نجد أن نتائج البوتستراپنج تتفق مع نتائج الإنحدار المتعدد بطريقة بارون- كيني مما يؤكد الدور الوسيط لسيولة الاسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح والكفاءة الإستثمارية، حيث أن قيمة P-value أقل من 10%، كما أن قيمة معاملات Original sample و Sample mean لهم نفس الاتجاه، ويمكن توضيح نتائج اختبار الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الاستثمار بطريقة توليد العينات المتكررة من خلال الأشكال التالية:



شكل 1: أشكال توضيحية لنتائج اختبار الدور الوسيط لسيولة الأسهم علي العلاقة بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشرين Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011 بطريقة توليد العينات المتكررة (Bootstrapping)

مما سبق يثبت صحة الفرض البديل الرابع الذى ينص على أنه "يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم".  
ويخلص الجدول التالى رقم (13) نتائج اختبار فروض الدراسة وفقاً للأساليب الإحصائية المستخدمة.

### جدول 13: نتائج اختبار فروض الدراسة

نتيجة اختبار الفرض	العلاقة	الفرض
قبول الفرض البديل	عكسية معنوية	الفرض الأول: لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم.
قبول الفرض البديل	طردية معنوية	الفرض الثانى: لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح وكفاءة قرارات الاستثمار.
قبول الفرض البديل	عكسية معنوية	الفرض الثالث: لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين سيولة الأسهم وكفاءة قرارات الاستثمار.
قبول الفرض البديل	معنوية	الفرض الرابع: لا يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم .

## 6- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

### 1-6 النتائج

تتمثل أهم نتائج الدراسة التى يمكن استخلاصها من الدراسة النظرية والتطبيقية وتحليل الدراسات السابقة ذات الصلة فيما يلى:

- يوجد تأثير عكسي معنوي لتوزيعات الأرباح (D) على سيولة الأسهم بطريقتي PCSE و Robust OLS، مما يشير إلي أنه كلما زاد معدل توزيع الأرباح، كلما زادت جاذبية السهم لحامله وبالتبعية زادت

- فترة احتفاظ المستثمرين بالسهم وبالتالي يقل العرض على السهم، وهو ما يشير إلى قلة معدل دوران السهم ولذلك تتخفض عمليات التداول عليه بما يقلل من سيولته.
- يوجد تأثير طردي معنوي لتوزيعات الأرباح في السنة السابقة على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS، ففي ظل انخفاض كفاءة سوق المال المصري يُفضل توزيع أي نقدية متاحة على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها لتقليل فرص المديرين في إساءة استغلالها.
  - يوجد تأثير عكسي معنوي لقيمة سيولة الأسهم في السنة السابقة على القيمة الحالية لكفاءة قرارات الاستثمار بمؤشره Biddle et al. 2009 و Chen et al. 2011، وذلك وفقاً لطريقتي PCSE و Robust-OLS، الأمر الذي يمكن تفسيره بأن الشركات التي تزداد سيولة أسهمها قد تكون لديها قدرة في الحصول على التمويل سواء عن طريق قروض أو زيادة رأس المال، ومع هذه القدرة على جذب التمويل، فإنه يتم استثماره بشكل غير أمثل.
  - يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيعات الأرباح على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال سيولة الأسهم.

## 6-2 التوصيات

- في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، توصي الباحثتان بما يلي:
- على إدارة الشركات ضرورة تقييم قراراتهم المتعلقة بتوزيعات الأرباح لما لها من دور هام في التأثير على سيولة الأسهم.
  - ضرورة التقييم الجيد للمشاريع الإستثمارية لتفادي حالة زيادة الإستثمار والناجمة عن قبول مشاريع إستثمارية لا تحقق العائد الأمثل.
  - تجنب عدم تضييع الفرص الإستثمارية التي يفوق عائدها تكلفتها بالتوجه إلى استخدام الأرباح المحتجزة في التمويل في حالة صعوبة الحصول على التمويل الخارجي.

## 6-3 التوجهات البحثية المستقبلية

- في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، يمكن تحديد أهم التوجهات البحثية المستقبلية كما يلي:
- أثر القدرة الإدارية على جودة المراجعة وانعكاس ذلك على كفاءة قرارات الإستثمار.
  - العلاقة بين توزيعات الأرباح وجودة التقارير المالية وأثر ذلك على كفاءة قرارات الإستثمار.
  - أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة قرارات الإستثمار.
  - أثر تغطية المحللين الماليين وسيولة الأسهم على كفاءة قرارات الإستثمار.

## المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

آل طالع، حسن أحمد طالع والسيد، ابتهاج سعيد الحسين (2020)، "أثر توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي ودور سياسات التوزيع الربع سنوية والنصف سنوية في ذلك: دراسة تطبيقية"، مجلة جامعة شقراء، ع14، ص ص 43-67، مسترجع من: <http://search.mandumah.com/record/1101976>.

الصاوي، عفت أبوبكر محمد (2016)، " أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي- دراسة تطبيقية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني- المجلد الثالث والخمسون، ص ص 93-142.

الغزاوي، دانية (2019)، "اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكفاءة الاستثمار: دليل من بورصة عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك.

بلال، السيد حسن سالم (2020)، "أثر تغطية المحللين الماليين للشركات علي كفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد الثاني، العدد الأول، ص ص 788 - 845.

جميل، رباب حمدي (2022)، "أثر تغطية المحللين الماليين على سيولة الاسهم في ضوء سياسة التحفظ المحاسبي \_ دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد الثاني، العدد الرابع، ص ص 462-547.

زغبى، زينة نبيل، حامد، محمود راضي وصبح، محمود محمد عبد الهادي (2018)، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على سيولة السهم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، ص ص 261-284، مسترجع من: <http://search.mandumah.com/record/1066393>.

شحاته، شحاته السيد، الصيرفي، أسماء أحمد ويوسف، دعاء أحمد محمود (2021)، "التدفقات النقدية التشغيلية كمتغير معدل للعلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس، ص ص 1-46.

الصايغ، عماد سعد محمد وعبدالمجيد، حميده محمد (2015)، "قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الأول المجلد الخامس، ص ص 1-49.

عبدلي، يمينة أحمد و درحمن، هلال (2020)، "أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، *مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال*، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، المجلد السادس، العدد الثالث، ص ص 97-109.

عطية، متولي السيد متولي (2020)، "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية" *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الثالث، المجلد الرابع، ص ص 11-71.

على، عرفات حمدي عبد النعيم (2022)، "أثر كفاءة الشركات وتقلبات الأرباح على العلاقة بين سيولة الأسهم وتكلفة الملكية-بالتطبيق على الشركات المدرجة بالسوق السعودي"، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الثالث، المجلد السادس، ص ص 201-256.

فهمي، أحمد محمد شوقي محمد (2022)، "أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في ظل التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الأول، المجلد السادس، ص ص 1-52.

فوده، السيد احمد محمود (2017)، "العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثاني، المجلد الرابع، ص ص 262-340.

قنديل، ياسر سعيد سعد (2018)، "تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، المجلد الخامس، ص ص 350-414.

نصير، عبد الناصر عبد اللطيف (2022)، "أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية"، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الثاني، المجلد السادس، ص ص 137-196.

## ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- AbdelAziz, A. (2021). The Impact of Stock Liquidity and Country-Wide Factors on Depository Receipts Return and Volatility: Implications from the UK (**Doctoral dissertation**, Cardiff Metropolitan University).
- Abu-Alkhair, A. (2018). The Dividends Behavior of the Jordanian Companies Listed in Amman Stock Exchange: Four Essays (Doctoral dissertation, Yarmouk University).
- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. **Journal of financial Economics**, 77(2), pp. 375-410.
- Adelegan, O. (2009). Capital market development and investment efficiency in Nigeria. *Savings and Development*, pp.113-132.
- Ahmed, A., & Ali, S. (2017). Boardroom gender diversity and stock liquidity: Evidence from Australia. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 13(2), pp.148-165.
- Aitken, M., & Comerton-Forde, C. (2003). How should liquidity be measured?. **Pacific-Basin Finance Journal**, 11(1), pp.45-59.
- Akhtar, K. (2018). Impact of Stock liquidity on dividend payouts (Doctoral dissertation, CAPITAL UNIVERSITY).
- Aladwan, M. (2019). Accrual based and real earning management association with dividends policy “the case of Jordan.”. **Italian Journal of Pure and Applied Mathematics**, 41, pp.691-707.
- Ali Taher, F. N., & Al-Shboul, M. (2023). Dividend policy, its asymmetric behavior and stock liquidity. *Journal of Economic Studies*, 50(3), pp.578-600.
- Ali, I. (2013). Dividend payment behavior of European listed firms: Three essays (Doctoral dissertation, Université de Grenoble).

- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. **Journal of Applied Accounting Research**, 10(1), pp. 4-19.
- Amihud, Y., & Levi, S. (2022). The effect of stock liquidity on the firm's investment and production. **Review of Financial Studies**, forthcoming.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2012). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. **Journal of Applied Corporate Finance**, 24(1), pp.17-32.
- Amihud, Y., (2002), "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects", **Journal of Financial Markets**, 5(1): pp.31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L. H. (2005). Liquidity and asset prices. **Foundations and Trends in Finance**, 1(4), pp.269-364.
- Anazonwu, H. O., Egbunike, F. C., & Echekeba, F. N. (2018). Agency cost and dividend payout: A study of selected listed manufacturing firms in Nigeria. **Indonesian Journal of Management and Business Economics**, 1(1), pp. 42-51.
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., & Mehri, R. B. M. (2013). Dividend payout policy, investment opportunity set and corporate financing in the industrial products sector of Malaysia. **Journal of applied finance and banking**, 3(1), pp.123-136.
- Arif, A., & Akbar, F. (2013). Determinants of dividend policy: a sectoral analysis from Pakistan. *International Journal of Business and Behavioral Sciences*, 3(9), pp.16-33.
- Assadi, G. H., & Kazemi, K. (2018). The relationship between dividend payments and stock price cash risk in the companies listed on the Tehran Stock Exchange. **Financial management perspective**, 8(22), pp.9-28.
- Baker, H. K. (Ed.). (2009). **Dividends and dividend policy** (Vol. 1). John Wiley & Sons.

- Baker, H. K., & Smith, D. M. (2006). In search of a residual dividend.
- Banerjee, S., Gatchev, V. A. & Spindt, P. A. (2007). "Stock market liquidity and firm dividend policy". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 42 (2), pp. 369- 397.
- Baron, R. M., & Kenny, D.A.(1986).The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. **Personality & Social Psychology**, 51(6), pp. 1173 -1182.
- Bhaduri, S. N., & Durai, S. R. S. (2006). Empirical relationship between the dividend and investment decision: do emerging market firms behave differently?. **Applied Financial Economics Letters**, 2(3), pp.155-158.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. **Journal of accounting and economics**, 48(2-3), pp.112-131.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 20(2), pp.371-384.
- Black, E. L., Legoria, J., & Sellers, K. F. (2000). Capital investment effects of dividend imputation. **Journal of the American Taxation Association**, 22(2), pp.40-59.
- Brennan, M. J., Chordia, T., Subrahmanyam, A., & Tong, Q. (2012). Sell-order liquidity and the cross-section of expected stock returns. **Journal of Financial Economics**, 105(3), pp.523-541.
- Chan, R., Song, B., & Fan, L. (2016), "Dividend policy and investment efficiency the changes of the mandatory". Hong Kong Baptist university.
- Chansarn, S., & Chansarn, T. (2016). Earnings Management and Dividend Policy of Small and Medium Enterprises in Thailand. **International journal of business and society**, 17(2), pp. 307- 328.



- Chaudhary, G. M., Hashmi, S. H., & Younis, A. (2016). Does Dividend announcement generate market signal? Evidence from Pakistan. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 6(1), pp. 65-72.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, 17(2), pp. 259- 271.
- Chen, Z., Gao, K., & Huang, W. (2020). Stock liquidity and excess leverage. *Finance Research Letters*, 32, 101178.
- Cheung, W. M., Im, H. J., & Selvam, S. (2022). Stock liquidity and investment efficiency: Evidence from two quasi-natural experiments in China. Available at **SSRN 3966116**.
- Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D., & Sanchez, J. M. (2019). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. **Journal of Business Finance & Accounting**, 46(3-4), pp. 494-537.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2007, September). Dividends, investment, and financial flexibility. In AFA 2009 San Francisco meetings paper.
- Deng, L., Li, S., Liao, M., & Wu, W. (2013). Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 27, pp. 112-124.
- Erasmus, P. (2013). The influence of dividend yield and dividend stability on share returns: Implications for dividend policy formulation. **Journal of Economic and Financial Sciences**, 6(1), pp. 13-31.
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. **Journal of financial Economics**, 94(1), pp. 150-169.
- Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. (2014). Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?. **The Journal of finance**, 69(5), pp. 2085-2125.

- Faradisi, A., & Ulpah, M. (2021, May). "Informational effect of stock liquidity on dividend payouts: evidence from Indonesia, 2008– 2017. In Asia– Pacific research in social sciences and humanities universities **Indonesia conference** (APRISH 2019) (pp. 658– 665). Atlantis Press.
- Farooq, O., Shehata, N. and Nathan, S. (2018), Dividend Policy and Informativeness of Reported Earnings: Evidence from the MENA Region, **International Review of Finance**, Vol.18(1), pp.113–121.
- Griffin, C. H. (2010). Liquidity and dividend policy: international evidence. **International Business Research**, 3(3), pp. 3– 9
- Hachmeister, A. (2007). Research Design. Informed Traders as Liquidity Providers: Evidence from the German Equity Market, pp. 65–84.
- Hu, Y., Huang, W., & Chen, Z. (2020). Stock liquidity, agency cost, and dividend payouts. **Applied Economics Letters**, 27(4), pp.335–339.
- Huang, Y. (2019). Government intervention and corporate investment efficiency: Evidence from China. **Journal of Service Science and Management**, 12(03), pp. 267– 276.
- Irandoost, R., Hassanzadeh, R. B., & Salteh, H. M. (2013). The effect of dividend policy on stock price volatility and investment decisions. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 2(3 (s)), pp. 51–59.
- Issa, A. (2015). The determinants of dividend policy: Evidence from Malaysian firms. **Research Journal of Finance and Accounting**, 6.
- Jiang, F., Ma, Y., & Shi, B. (2017). "Stock liquidity and dividend payouts". **Journal of Corporate Finance**, 42, pp. 295– 314.
- Ji-ming, L., & Zhao-hua, W. (2009, August). An empirical study of the relationship between corporate dividend policy and financial performance of Chinese listed companies. In 2009 ISECS **International Colloquium on Computing, Communication, Control, and Management** (Vol. 1, pp. 190–193). IEEE.

- Kang, M., Wang, W., & Eom, C. (2017). Corporate investment and stock liquidity: Evidence on the price impact of trade. **Review of Financial Economics**, 33(1), pp. 1-11.
- Kangarlouei, S. J., Motavassel, M., Azizi, A. & Farahani, M. S. (2012). “The investigation of the relationship between dividend policies, cash- flow uncertainty, contributed capital mix and investment opportunities: the case of emerging markets (Tehran Stock Exchange)”. **International Journal of Business and Social Science**, 3(2), pp. 172- 181.
- Kumar, G., & Misra, A. K. (2015). Closer view at the stock market liquidity: A literature review. **Asian Journal of Finance and accounting**, 7(2), pp. 35-57.
- Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting. **Journal of accounting and economics**, 32(1-3), pp. 3-87.
- Le, H., & Gregoriou, A. (2020). How do you capture liquidity? A review of the literature on low-frequency stock liquidity. **Journal of Economic Surveys**, 34(5), pp. 1170-1186.
- Lee, J. H., & Yoon, B. (2017). Stock market liquidity and dividend policy in Korean corporations. *Journal of Applied Business Research*, 33(4), pp. 731- 740.
- Lilian, N., Wen, H., Nataliya, Z. and Zhang, B. (2012), “Do dividends signal earnings manipulation?”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 40 No. 3, pp. 267-286.
- Lin, T. J., Chen, Y. P., & Tsai, H. F. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters**, 20, pp. 1-12.
- Marcel, C. & Maria-Gorretti, E. (2018). Dividend Policy and Performance of Selected Quoted Firms in Nigeria. **Journal of Management Research and Analysis**, 4(1), pp. 142-157.

- Marks, J. M., & Shang, C. (2021). Does stock liquidity affect corporate debt maturity structure?. **Quarterly Journal of Finance**, 11(01), pp. 1-53.
- Mougoue, M. (2008). An empirical re-examination of the dividend-investment relation. *Quantitative Finance*, 8(5), pp. 533-546.
- Muriungi, A., & Mwangi, M. (2020). Dividend theory and empirical evidence: a theoretical perspective, **Journal of Accounting Finance and Auditing Studies**, 6(3), pp. 120-134.
- Naik, P., & Reddy, Y. V. (2021). Stock market liquidity: A literature review. **Sage Open**, 11(1), pp. 1-15.
- Nguyen, H. T. H. (2017). Stock Market Liquidity: Financially Constrained Firms and Share Repurchase. **Accounting and Finance Research**, 6(4), pp. 130-154.
- Nyere, L., & Wesson, N. (2019). Factors influencing dividend payout decisions: Evidence from South Africa. **South African Journal of Business Management**, 50(1), pp. 1-16.
- Pan, R., Shi, J., & Zhu, Q. (2015, February). "Dividend policy, corporate governance and stock liquidity. In corporate governance and stock liquidity (February 26, 2015). Asian finance association (Asian FA) 2015 conference paper.
- Panayides, P. M., Lambertides, N., & Cullinane, K. (2013). Liquidity risk premium and asset pricing in US water transportation. **Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review**, 52, pp. 3-15.
- Pathak, R., & Gupta, R. D. (2022). The stability of dividends and its predictability: a cross-country analysis. *International Journal of Managerial Finance*, 18 (2), pp. 261-285.

- Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. **Accounting & Finance**, 61, pp. 2109–2150.
- Ramalingegowda, S., Wang, C. S., & Yu, Y. (2013). The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. **The accounting review**, 88(3), pp. 1007–1039.
- Rampershad, A., (2019). “The association between dividends and accruals quality”, **Australian Accounting Review**, 29 (1), pp. 20– 35.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11, pp. 159–189.
- Salman, A. (2019). Determinants of dividend policy. **Investment management and financial innovations**, (16, Iss. 1), pp. 167–177.
- Sanju, P. S., Nirmala, P. S., & Ramachandran, M. (2011). Are dividend and investment decisions separable?. *Applied financial economics*, 21(20), pp. 1515–1524.
- Sawitri, A. N., & Sulistyowati, C. (2018). Stock liquidity and dividend policy. *KnE Social Sciences*.
- Sumardi, U., Zukhri, N., & Priyati, R. Y. (2022). Analysis of the Effect of Stock Split and Dividend Policy on the Stock Liquidity of Go Public Companies. **Wiga: Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi**, 12(2), pp. 118–124.
- Thirumagal, P. G., & Vasantha, S. (2018). A research paper on impact of dividend payout on shareholders wealth in Indian industries. **International Journal of Pure and Applied Mathematics**, 118(5), pp. 65–97.
- Vayanos, D., & Wang, J. (2013). Market liquidity—theory and empirical evidence. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1289–1361). Elsevier.

- Vengesai, E., & Kwenda, F. (2020). Firm Investment Behaviour and Stock Market Liquidity: Evidence from African Listed Firms. **African Journal of Business & Economic Research**, 15(1), pp. 163- 182.
- Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2015). Financial reporting quality, free cash flow, and investment efficiency. In SHS Web of Conferences (Vol. 17, pp. 1-10). EDP Sciences.
- Ye, N., Ye, Y., & Chen, Z. (2024). Evaluation and Power Grid Investment Efficiency under High Quality Development. **Procedia Computer Science**, 243, pp. 43-50.
- Ye, Z., Zhang, Z., & Tang, S. (2015). Stock dividends policy and liquidity of ex ante announcement: The liquidity hypothesis retest. **China Finance Review International**, 5(3), 258-276.