

تأثير التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات في البورصة المصرية¹

د. محمود فتحي شلقامي

أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

جمهورية مصر العربية

drmahmoudshalkmy@yahoo.com

ملخص البحث

اختبرت الدراسة تأثير التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية، وقد تم التطبيق شركات المؤشر (EGX 100) خلال الفترة (2008 - 2020)، وتوصلت الدراسة إلى تدعيم نظرية التزود في تحديد شكل التوزيعات، وذلك من خلال وجود تأثير لمكافأة الفرق بالزيادة او (النقص) على قرار اختيار شكل التوزيعات (توزيعات نقدية واعادة شراء الاسهم)، وكذلك فقد تم التوصل الي ان عملية الاستبدال قائمة على نظرية التزود، وذلك من خلال وجود تأثير لمكافأة الفرق على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية واعادة شراء الأسهم.

الكلمات الدالة

التزود، التوزيعات النقدية، اعادة شراء الاسهم، البورصة المصرية.

(1) المقدمة

تقدم نظرية التزود catering theory والتي قدمها بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004a)، إطارًا نظريًا جديدًا لسياسة التوزيعات من خلال التخفيف من قيود افتراضات عقلانية المستثمر rationality وكفاءة السوق market efficiency، حيث تفسر هذه النظرية قرار دفع التوزيعات بناءً على طلب المستثمر غير العقلاني irrational، وذلك لأنه إذا كان المستثمرون خلال عام معين متفائلين بشأن فرص نمو الشركات، فإنهم يفضلون الشركات التي لا تقوم بدفع التوزيعات non-payers، وتتأثر أسعار أسهم تلك الشركات بشكل إيجابي، من جهة أخرى فإذا كان المستثمرون متشائمين بشأن فرص النمو، فإنهم يفضلون الشركات تدفع التوزيعات payers كمالاً آمن، وفي هذه الحالة تتأثر أسعار الأسهم الخاصة بتلك الشركات بشكل إيجابي. ونتيجة لذلك يقوم المديرون بتزويد cater المستثمرون بالتوزيعات بمعنى دفع التوزيعات في حالة وجود طلب لدي مستثمرين، وعلى العكس في حالة عدم

¹ تم تقديم البحث في 2021/2/9، وتم قبوله للنشر في 2021/3/16.

وجود طلب يمتنع المديرون عن اجراء التوزيعات، ويقاس طلب المستثمرين على التوزيعات من خلال مكافأة التوزيعات dividend premium، والتي تتمثل في الفرق بين متوسط معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات التي دفعت التوزيعات والشركات التي لم تدفع (El Bannan, 2020; Takmaz, , Mandaci, & Durukan, 2020).

وحيث ان التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم تعد من اهم اشكال التوزيعات، وتوجد تفسيرات عديدة لسبب قيام الشركات بتوزيع الأموال على مساهمها في شكل توزيعات نقدية و/ أو إعادة شراء الأسهم (Grennan, 2019; Yang, Chou & Zhao, 2020; Feito-Ruiz, Renneboog & Vansteenkiste, 2020) في حين ذهب البعض الي تفسير الفرضية القائلة بأن المديرين ينظرون إلى التوزيعات وعمليات إعادة الشراء كبداية as substitutes. فقد توصل دي أنجيلو ودي أنجيلو وسكينر (DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 2000) الي أنه على الرغم من ان تكرار التوزيعات قد انخفض بمرور الوقت، إلا أنه لم يتم استبدالها بعمليات إعادة شراء الأسهم. وكذلك فقد توصل كلا من جاجاناثان وستيفنز ويسباخ (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000) الي أن الشركات تستخدم التوزيعات لصرف التدفقات النقدية المستمرة permanent cash flows وإعادة الشراء لصرف التدفقات النقدية المؤقتة temporary cash flows. وخلصوا إلى أن "عمليات إعادة الشراء لا يبدو أنها محل التوزيعات، بل يبدو أنها تؤدي الدور التكميلي لدفع التدفقات النقدية قصيرة الأجل، كما أن التوزيعات وإعادة الشراء تستخدم في مراحل مختلفة من دورة الأعمال business cycle من قبل أنواع مختلفة من الشركات types of firms. وعلي العكس من ذلك توصل جرولون ومايكلي (Grullon & Michaely, 2002) الي ان الشركات تظهر ميلاً أعلى لدفع النقود من خلال عمليات إعادة الشراء. كما أن الشركات قد استبدلت تدريجيًا عمليات إعادة الشراء بدلا من التوزيعات. وكذلك فقد توصل براون وليانغ وويسبنر (Brown, Liang, & Weisbenner, 2007) تدعيم عملية التحول من عمليات إعادة الشراء إلى التوزيعات، كما توصلت الدراسة الي ان ذلك يتم للاستجابة للتغيير في معدلات الضرائب. ومن ناحية اخري فقد تم دراسة أثر التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية، وذلك من خلال أفترض أن الشركات تلي طلب firms cater المستثمرين من خلال إعادة شراء الأسهم عندما يضع المستثمرون مكافأة على سعر أسهم الشركات التي تعيد شراء الأسهم repurchase premium، ودفع التوزيعات عندما يضع المستثمرون قيمة أعلى للشركات التي تدفع التوزيعات dividend premium. فقد قدمت الدراسة مكافأة الفرق the difference premium للتعبير عن التفضيل النسبي لعمليات إعادة الشراء على توزيعات الأرباح استنادا على نظرية التزود. وقد توصل كولتشانيا (Kulchania, 2013) الي وجود تأثير للتزود catering على عملية الاستبدال substitution بين عمليات إعادة الشراء والتوزيعات.

(2) مشكلة الدراسة

قد تم تحديد مشكلة الدراسة فيما يلي: ما هو أثر التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية، واعتمادا على ذلك فقد تم صياغة التساؤلات التالية:

(1-2) هل تؤثر مكافأة الفرق بالزيادة او (النقص) على قرار اختيار شكل التوزيعات (توزيعات نقدية وإعادة شراء الاسهم)؟

(2-2) هل تؤثر مكافأة الفرق على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية dividends واعادة شراء الاسهم؟

(3) أهمية وهدف الدراسة

تأتي أهمية هذه الدراسة من الموضوع الذي تم دراسته وهو التزود catering، من حيث ندرة الأبحاث العربية سواء بالنسبة للبورصة المصرية في تناول هذا الموضوع، وأيضا يمكن إيضاح أهمية موضوع الدراسة من خلال دراسته أثر التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية، توفر الدراسة المساعدة لكلا من الباحث والمستثمر وذلك فيما يتعلق بعملية اتخاذ القرارات المتعلقة بموضوع الدراسة، مما يساعد على إضافة المزيد من الدراسات التي تتناول موضوع التزود catering بالنسبة للبورصة المصرية.

واعتمادا على ما سبق، وأيضا اتساقا مع التساؤلات، حيث سيتم التركيز لتوفير إجابة لتلك التساؤلات، فإنه تم صياغة هدف الدراسة في التعرف على أثر التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية.

وفي سبيل تحقيق هدف الدراسة تم صياغة الأهداف الفرعية كما يلي:

(1-3) التعرف على تأثير مكافأة الفرق بالزيادة او (النقص) على قرار اختيار شكل التوزيعات (توزيعات نقدية واعادة شراء الاسهم).

(2-3) التعرف على تأثير مكافأة الفرق على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية dividends واعادة شراء الاسهم repurchase shares.

(4) الدراسات السابقة

اجتذبت سياسة التوزيعات قدرًا كبيرًا من الاهتمام في أدبيات علم التمويل. حيث تعد من أكثر المواضيع إثارة للجدل في أدب تمويل الشركات. وذلك على الرغم من أن أدبيات سياسة التوزيعات تحتوي على العديد من التفسيرات، ومن اهم التفسيرات نظرية الحياد للتوزيعات "dividend irrelevance theory" التي قدمها ميلر ومدكلياني (Miller & Modigliani, 1961)، حيث أوضحت الدراسة انه في ظل الأسواق كاملة الكفاءة perfectly efficient capital فان سياسة التوزيع payout policy تتسم بالحياد irrelevant، حيث لا يفضل المستثمر العقلاني (الرشيد) التوزيعات dividends على مكاسب رأس المال capital gains، لذلك ووفقا لتلك النظرية فأن مدفوعات الأرباح لا تؤثر على قيمة الشركة ولا توجد سياسة توزيع يتم تفضيلها على الأخرى). وذلك لأن ثروة المساهمين يتم تحديدها من خلال الدخل المتولد عن قرارات الاستثمار التي يتخذها المدبرون، وليس من خلال كيفية توزيع هذا الدخل.

وتعد "نظرية الإشارات" واحدة من أكثر التفسيرات التي تمت دراستها على نطاق واسع، وذلك لوجود عدم تماثل asymmetric في المعلومات حيث يكون لدى إدارة الشركة فهم أفضل للقيمة الحقيقية للشركة مقارنة بالمستثمرين الخارجيين، الذين لا يمكنهم الوصول إلا إلى المعلومات العامة. لذلك يستخدم المدبرون التوزيعات

لنقل معلوماتهم المتفوقة superior حول الوضع الحالي والأفاق المستقبلية لشركاتهم، وذلك وفقاً لكلا من (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985)، حيث انه إذا كان المديرون واثقون من الأداء المستقبلي لشركاتهم، فإنهم يوزعون المزيد من التوزيعات النقدية للمساهمين كإشارة موثوقة، وعلى العكس في حالة الشركات التي لها آفاق مستقبلية ليست جيدة، لا يمكن أن يقوم المديرون بتوزيع المزيد من التوزيعات النقدية للمساهمين. وبالتالي يفضل المستثمرون شراء أسهم الشركات التي تقوم بإجراء التوزيعات أكبر بأسعار أسهم أعلى. وكذلك يجب أن تواجه الشركات التي ليس لديها معلومات داخلية مواتية او الشركات التي لا تدفع التوزيعات ردود فعل سلبية على الأسعار، وعلى المستوي التطبيقي فقد ايدت نظرية الإشارة دراسات كلا من (Nissim & Ziv, 2001; Lie, 2005).

وفي وجود المعاملة الضريبية غير المتكافئة بين التوزيعات والأرباح الرأسمالية، قد طور كلا من (Brennan, 1970; Litzenger & Ramaswamy, 1979)، "نظرية tax preference"، التي تؤكد ان المستثمرين الذين يتلقون المعاملة الضريبية المواتية على الأرباح الرأسمالية قد تفضل الأسهم التي لا يوجد بها توزيعات أو توزيعاتها منخفضة. والسبب هو أنه إذا كانت ضريبة الدخل أكبر من معدل ضريبة الأرباح الرأسمالية، فإن ارتفاع التوزيعات سيزيد العبء الضريبي على المساهمين، لذلك في ظل هذه الحالة يجب على الشركات تجنب أو دفع الحد الأدنى من التوزيعات إذا كانت تريد تعظيم أسعار أسهمها. وهناك أيضاً نظرية tax clientele effect والتي تم اقتراحها بواسطة (Black and Scholes, 1974; Miller and Scholes, 1978)، والتي أوضحت أن لكل مستثمر حساباته الضمنية الخاصة في الاختيار بين التوزيعات المرتفعة أو المنخفضة واختيار سياسات التوزيع وفقاً لظروف الفئة الضريبية التي ينتمون إليها. ونظراً لوجود عدد كافٍ من الشركات لتقديم سياسات توزيع مختلفة، فإن المستثمرين سوف يستثمرون في الشركات التي لديها سياسات تناسب أوضاعهم الضريبية بشكل أفضل.

علاوة على ذلك تشير "نظرية transaction cost" تكلفة المعاملات" الخاصة بالتوزيعات إلى أنه بعد استخدام أموال داخلية رخيصة ويسهل الوصول إليها لدفع التوزيعات بدلاً من الاحتفاظ بمشاريع استثمارية محتملة، قد تضطر الشركات إلى جمع أموال خارجية إضافية لتلبية متطلباتها الاستثمارية. قد يكون هذا التمويل الخارجي مكلفاً، نظراً لوجود تكاليف مرتبطة بجمع الأموال الخارجية، مثل مدفوعات الفائدة interest payments وتكاليف الإدارة administration costs والنفقات القانونية legal expenses (Rozeff, 1982). بالإضافة الي تلك التفسيرات تم تطوير نظرية تكلفة الوكالة بواسطة كلا من (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Rozeff, 1982)، والتي تنبع من المشكلات المرتبطة بفصل الإدارة عن الملكية، واختلاف الأولويات بين الإدارة وحملة الأسهم. وتشير نظرية تكلفة الوكالة إلى أن الشركات ذات التدفقات النقدية المرتفعة يجب أن تدفع توزيعات أكبر، لأن دفع التوزيعات المرتفعة يقلل من حجم التدفقات النقدية الحرة الموجودة تحت سيطرة الإدارة، وبالتالي نحد من مشاكل الوكالة، وتغزض قيمة الشركة، وهذا ما أكدته دراسة (Easterbrook, 1984) حيث أظهرت ان التوزيعات تخفف من مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين من خلال تقليل الأموال المتاحة للمديرين.

وقد قدمت دراسة بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004a) تفسيراً يستند الي نظرية جديدة catering theory التي تقدم تفسيراً جديداً لتفسير لماذا تدفع الشركات التوزيعات، حيث تفترض الدراسة أن طلب المستثمرين على دفع توزيعات الاسهم متغير مع الوقت time-varying مما يتسبب في تقلب الأسعار نسبياً للأسهم التي تدفع

التوزيعات والأسهم التي لم تدفع التوزيعات. وبالتالي يلبي cater to المديرين طلب المستثمرين على التوزيعات عن طريق دفع توزيعات الأسهم عندما يضع المستثمرون مكافأة premium لاسهم الشركات التي تدفع التوزيعات. علاوة على ذلك فقد توصلت دراسة بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004b) أن مكافأة التوزيعات dividend premium لها علاقة بالميل إلى دفع propensity to pay التوزيعات.

في حين أن نظرية التزود الأصلية original catering theory تتعلق بالتوزيعات (Baker & Wurgler, 2004a)، وقد توسع لي ولاي (Li & Lie, 2006) في تطبيق نظرية التزود لتمتد لتشمل الزيادات والانخفاضات في مستوى التوزيعات. وقد توصلت الدراسة أيضًا إلى أن أسواق رأس المال تكافئ المديرين على الاهتمام بمطلب المستثمرين للحصول على التوزيعات. وقد توصل براون وليانغ وويسبنر (Brown, Liang, & Weisbenner, 2007) تدعيم عملية التحول من عمليات إعادة الشراء إلى التوزيعات، كما توصلت الدراسة إلى أن ذلك يتم للاستجابة للتغيير في معدلات الضرائب. كما أن تطبيق نظرية التزود امتد ليشمل قرارات أخرى للشركة، حيث افترضت دراسة بيكر وجرينوود وورجلر (Baker, Greenwood & Wurgler, 2009) أن نظرية التزود لأسعار الأسهم الاسمية nominal share التي يحدد فيها المديرين سعر السهم استجابة للطلب على الأسهم في مستويات أسعار مختلفة. هذا يمكن أن يفسر اختيار عروض أسعار الإصدارات العامة الأولية IPO وتوقيت تجزئة الأسهم stock splits. وكذلك فقد تطرقت دراسة بولك وسابيانزا (Polk & Sapienza, 2009) إلى أن السوق قد يسعر الشركات بصورة غير عادلة misprice وفقًا لمستوى استثمارها، مما يجعل المديرين يحاولون تضخيم أسعار الأسهم من خلال قراراتهم الاستثمارية. كما تطرق كلا من أجيون وستاين (Aghion & Stein, 2008) إلى أن المديرين يختارون بين تعظيم نمو المبيعات maximizing sales growth وتحسين هوامش الربح improving profit margins اعتمادًا على ما هو رائج vogue في سوق الأسهم.

ومن ناحية أخرى فقد أوضحت دراسة جرونون ومايكلي (Grullon & Michaely, 2002) أن عمليات إعادة الشراء لم تصبح فقط شكلاً مهمًا للتوزيع payout للشركات الأمريكية، ولكن أيضًا أن الشركات تمول عمليات إعادة شراء الاسهم بأموال كانت ستستخدم لزيادة التوزيعات. كما أن الشركات الصغيرة لديها ميل أعلى لدفع النقود cash من خلال عمليات إعادة الشراء مما كانت عليه في الماضي وأن عمليات إعادة الشراء أصبحت الشكل المفضل لدفع التوزيعات. وعلى الرغم من أن الشركات الكبيرة لم تخفض التوزيعات بشكل عام، إلا أنها تظهر أيضًا ميلًا أعلى لدفع النقود من خلال عمليات إعادة الشراء. كما أن الشركات قد استبدلت تدريجيًا عمليات إعادة الشراء بدلا من التوزيعات.

وقد ظهرت أيضًا العديد من الدراسات التي تستخدم نظرية التزود لتفسير عمليات الاستبدال بين عمليات إعادة الشراء والتوزيعات، حيث اختبرت دراسة جيانغ وكيم ولي ويانج (Jiang, Kim, Lie & Yang, 2013)، أثر المكافآت premiums على قرارات الشركة المقابلة فقط، بمعنى تأثير مكافأة التوزيعات على قرار التوزيعات وتأثير مكافأة إعادة الشراء على قرار إعادة الشراء، ولكن امتد التحليل لدراسة تأثيرات المكافآت على القرارات البديلة (أي تأثير مكافأة التوزيعات على قرار إعادة الشراء وتأثير علاوة إعادة الشراء على قرار مكافأة التوزيعات). حيث قام الباحثين باستخدام سلوك التزود catering behavior كإطار جديد لاختبار فرضية استبدال التوزيعات dividend substitution hypothesis. تماشيًا مع فكرة أن المديرين يعتبرون التوزيعات وعمليات إعادة الشراء بمثابة آليات

بديلة للتوزيع payout mechanisms، وقد توصلت الدراسة الي أن مكافأة التوزيعات تؤثر سلبيًا على خيار إعادة الشراء، في حين أن مكافأة إعادة الشراء تؤثر سلبيًا على اختيار دفع التوزيعات. وكذلك أجريت دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013) التي كانت تهدف الي التحقق من امكانية استخدام التزود كحافز للتبديل بين إعادة شراء الأسهم ودفع التوزيعات. ولقد افترضت الدراسة أن الشركات تلي cater طلب المستثمرين من خلال إعادة شراء الأسهم عندما يضع المستثمرون مكافأة premium على سعر أسهم الشركات التي تعيد شراء الأسهم، ومن خلال دفع التوزيعات عندما يضع المستثمرون قيمة أعلى على الشركات التي تدفع التوزيعات. وبشكل عام فقد توصلت الدراسة الي أن التزود catering يلعب دورًا في الاستبدال substitution بين عمليات إعادة الشراء والتوزيعات. ولذلك تحاول الدراسة الحالية دراسة تأثير التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية.

(5) فروض الدراسة

بالاعتماد على الدراسات السابقة وكذلك لتحقيق أهداف الدراسة، فانه يمكن عرض الصياغة التالية لفرضين الدراسة:

الفرض الأول: يوجد تأثير لمكافأة الفرق بالزيادة او(النقص) على قرار اختيار شكل التوزيعات (توزيعات نقدية واعادة شراء الاسهم).

الفرض الثاني: يوجد تأثير لمكافأة الفرق على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية dividends واعادة شراء الاسهم repurchase shares.

(6) حدود الدراسة

تم تطبيق الدراسة زمنيا خلال الفترة (2008 - 2020)، وكذلك اقتصر التطبيق على شركات المؤشر (EGX100)، وهو الاوسع نطاقاً كما انه المؤشر الذي يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات، وفي سبيل اختبار فرضين الدراسة فقد تم الاعتماد على نموذجين يحتوي كلا منهما على مجموعة من المتغيرات الرقابية، ويتربط على ذلك ان تقتصر النتائج على هذه المجموعة من المتغيرات.

(7) مجتمع الدراسة

وفي سبيل تحقيق أهداف الدراسة فقد أمكن تحديد المجتمع لهذه الدراسة بالشركات المدرجة في البورصة المصرية بالفترة (2008 - 2020)، كما تم التطبيق على عينة تتضمن شركات المؤشر (EGX 100)، وهو الاوسع نطاقاً كما انه المؤشر الذي يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات، وبالنسبة لمصدر الحصول على البيانات فقد تم الاعتماد على بيانات شركة (EGID Egypt) www.egidegypt.com.

(8) متغيرات الدراسة وأساليب قياسها

مكافأة الفرق Dif Premium_{t-1} وهي تتمثل في الفرق بين مكافأة إعادة الشراء ومكافأة التوزيعات خلال

السنة (t-1)، وتم قياس مكافأة إعادة الشراء بالفرق بين اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط $\left(\frac{\text{القيمة السوقية } M}{\text{القيمة الدفترية } B}\right)$

للشركات التي اجرت إعادة الشراء repurchasers والشركات التي لم تجرى إعادة الشراء non-repurchasers،

وتم قياس $\left(\frac{\text{القيمة السوقية } M}{\text{القيمة الدفترية } B}\right)$ وفقا لفاما وفرنش (Fama & French, 2001). وتم قياس مكافأة التوزيعات بالفرق

بين اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط $\left(\frac{\text{القيمة السوقية } M}{\text{القيمة الدفترية } B}\right)$ للشركات التي اجرت التوزيعات paying dividends

والتي لم تقوم بذلك وفقا لبيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004a). ويتضح من الجدول (1) مكافأة الفرق Difference Premium في البورصة المصرية خلال الفترة (2008 - 2020) كما يلي:

جدول 1: مكافأة الفرق Difference Premium في البورصة المصرية خلال الفترة (2008 - 2020)

السنة	مكافأة إعادة الشراء	مكافأة التوزيعات	مكافأة الفرق
2008	0.521	0.351	0.170
2009	0.547	0.521	0.026
2010	0.631	0.581	0.050
2011	0.314	0.241	0.073
2012	0.412	0.314	0.098
2013	0.574	0.521	0.053
2014	0.314	0.214	0.120
2015	0.456	0.325	0.131
2016	0.345	0.268	0.077
2017	0.346	0.269	0.077
2018	0.487	0.352	0.135
2019	0.543	0.223	0.320
2020	0.446	0.241	0.205
الانحراف المعياري	0.105	0.123	0.078
المتوسط الحسابي	0.456	0.340	0.0118

وتم الاستعانة بمتغير مكافأة الفرق Difference Premium كمتغير مستقل عند اختبار كلا من الفرض الأول والفرض الثاني، فالنسبة للفرض الأول تم استخدام متغير Dividend payer كمتغير تابع ومتغير مكافأة الفرق كمتغير مستقل ومن المرجح ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة سالبة negative وله دلالة معنوية significant، وكذلك تم استخدام متغير Repurchaser كمتغير تابع ومتغير مكافأة الفرق كمتغير مستقل، ومن

المرجح ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة موجبة positive وله دلالة معنوية significant، وفقا لنتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013). اما بالنسبة للفرض الثاني ومن المرجح ان تكون هناك علاقة معنوية significant وسالبة negative بين مكافأة الفرق وخطأ التوزيعات المتبقية. وفقا لنتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013).

Dividend payer وهو متغير وهمي dummy يأخذ قيمة الرقم (واحد) في حالة قيام الشركة بإجراء التوزيعات النقدية خلال سنة معينة، و يأخذ قيمة الرقم (صفر) في حالة عدم القيام بإجراء التوزيعات النقدية خلال سنة معينة. وقد تم الاستعانة بهذا المتغير لاختبار الفرض الأول حيث تم استخدام متغير Dividend payer كمتغير تابع ومتغير مكافأة الفرق كمتغير مستقل ومن المرجح ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة سالبة negative وله دلالة معنوية significant. وفقا لنتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013).

Repurchaser وهو متغير وهمي dummy يأخذ قيمة الرقم (واحد) في حالة قيام الشركة بإعادة شراء خلال سنة معينة، و يأخذ قيمة الرقم (صفر) في حالة عدم القيام بإعادة الشراء خلال سنة معينة. وقد تم الاستعانة بهذا المتغير لاختبار الفرض الأول حيث تم استخدام متغير Repurchaser كمتغير تابع ومتغير مكافأة الفرق كمتغير مستقل، ومن المرجح ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة موجبة positive وله دلالة معنوية significant، وفقا لنتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013).

خطأ التوزيعات المتبقية $Error_{i,t}$: وقد تم حساب هذا المتغير باستخدام نموذج لينتير (Lintner, 1956)، حيث تم اتباع أسلوب دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013) باستخدام هذا المتغير لتحديد ما إذا كان التزود يلعب دوراً في الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم، من خلال اختبار العلاقة بين هذا المتغير ومتغير مكافأة الفرق. وتم حساب هذا المتغير من خلال هذا الخطأ error والذي يمثل الفرق بين التوزيعات الفعلية والتوزيعات المتوقعة لشركة ما في خلال السنة (t-1)، والذي تم حسابه كما يلي:

$$Error_{i,t} = \left[\Delta DIV_{i,t} - (\beta_{i,1} + \beta_{i,2} \cdot EARN_{i,t} + \beta_{i,3} \cdot DIV_{i,t-1}) \right] / MV_{i,t-1} \quad (1)$$

حيث يمثل $\Delta DIV_{i,t}$ بالنسبة للشركة (i) التغير الفعلي في التوزيعات.

ويمثل $EARN_{i,t}$ captures earnings في السنة t.

ويمثل $MV_{i,t-1}$ القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة i في السنة t-1.

وقد تم تقدير معاملات β لكل شركة على حدة

وتم الاستعانة بمتغير $Error_{i,t}$ كمتغير تابع عند اختبار الفرض الثاني ومن المرجح ان تكون مكافأة الفرق معنوية significant في تفسير خطأ التوزيعات المتبقية. وفقا لنتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013).

Rep Yield_{t-1} وهو repurchase yield عائد عمليات إعادة الشراء ويساوي $\frac{\text{مبلغ إعادة الشراء السنوي}}{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}}$ خلال السنة (t-1)، وتم الاستعانة به لاختبار الفرض الثاني، وذلك باستخدام متغير خطأ التوزيعات المتبقية $\text{residual dividend error}$ كمتغير تابع ومتغير عائد إعادة الشراء repurchase yield كمتغير مستقل، ان معامل coefficient عائد إعادة الشراء repurchase yield ذو قيمة سالبة negative وله دلالة معنوية significant ، وفقا لنتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013; Grullon & Michaely, 2002).

وتم الاستعانة بمجموعة من المتغيرات الرقابية control variables ، والتي لها تأثير على سياسة قرارات التوزيعات $\text{payout policy decisions}$ ، وكذلك اللازمة لاختبار فرضين الدراسة وتتمثل تلك المتغيرات فيما يلي:

div yield_{t-1} وهو عائد التوزيعات وتم قياسه بأنه يساوي $\frac{\text{التوزيعات السنوية}}{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}}$ خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام متغير عائد التوزيعات كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة (Kulchania, 2013).

Debt_{t-1} وهو الدين Debt وتم قياسه بواسطة حساب $\frac{\text{الديون طويلة الاجل}}{\text{القيمة الدفترية للاصول}}$ خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام متغير الدين كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة كلا من (Hovakimian, Opler & Titman, 2001).

Cash_{t-1} وهي النقدية Cash وتم قياسه بواسطة حساب $\frac{\text{النقدية Cash}}{\text{القيمة الدفترية للاصول}}$ خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام متغير النقدية كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة كلا من (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000; Kulchania, 2013).

FCF_{t-1} هو التدفق النقدي الحر. والذي يعرف بأنه إجمالي الدخل التشغيلي (OIBDP) مطروحاً منه (مجموع الاهلاك depreciation ، والمدفوعات الضريبية tax payments ، ومصروفات الفائدة interest expenses ، والتوزيعات dividends)، مقسوماً على القيمة الدفترية للأصول خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام هذا المتغير كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة (Kulchania, 2013).

Std. Dev. FCF_{t-1} هو الانحراف المعياري للتدفق النقدي الحر FCF_{t-1} ، المحسوب على مدى السنوات الثلاث الماضية خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام هذا المتغير كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة (Kulchania, 2013).

ROA_{t-1} هو العائد على الأصول، وتم قياسه بواسطة حساب الدخل التشغيلي (OIBDP) مقسوماً على القيمة الدفترية للأصول خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام هذا المتغير كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة (Grullon & Michaely, 2002; Kulchania, 2013).

Std. Dev. ROA_{t-1} هو الانحراف المعياري للعائد على الأصول ROA_{t-1} ، المحسوب على مدى السنوات الثلاث الماضية خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام هذا المتغير كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة (Grullon & Michaely, 2002; Kulchania, 2013).

$\% \text{RANK}_{t-1}$ وهو حجم الشركة وتم قياسه وفقا لأسلوب كلا من فاما وفرنش (Fama & French, 2001)، وذلك باستخدام طريقة الترتيب rank percent وفقا للنسبة المئوية، وذلك بحساب النسبة المئوية المتعلقة بالشركات التي لها نفس القيمة السوقية لراس المال او اقل خلال السنة (t-1)، (شلقامي، 2018).

Log MVE_{t-1} هو اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة MV خلال السنة (t-1)، وقد تم استخدام هذا المتغير كمتغير رقبالي وذلك باتباع دراسة (Kulchania, 2013).

M/B_{t-1} وتم قياسه بواسطة حساب $(\frac{\text{القيمة السوقية } M}{\text{القيمة الدفترية } B})$ خلال السنة (t-1) وفقا لفاما وفرنش (Fama & French, 2001)، وقد تم استخدام هذا المتغير كمتغير رقبالي وذلك باتباع دراسة (Jiang et al. 2013; Kulchania, 2013).

باتباع اسلوب دراسة هوبرج و برابالا (Hoberg & Prabhala, 2009)، في حساب مقاييس الخطر risk measures، حيث اكدت تلك الدراسة علي انه قد يكون من الضروري حساب المخاطر عند اختبار نظريات التزود. حيث تم تعريف Sys Risk_{t-1} المخاطر المنتظمة على أنها الانحراف المعياري للقيمة المتوقعة من انحدار نموذج CAPM خلال السنة (t-1)، بينما تم تعريف Idi Risk_{t-1} المخاطر الخاصة على انها الانحراف المعياري للبقايا standard deviation of residuals خلال السنة (t-1) من انحدار نموذج CAPM. (Kuo, Philip & Zhang, 2013).

(9) اختبار أثر مكافأة الفرق بالزيادة او (النقص) على قرار اختيار شكل التوزيعات (توزيعات نقدية واعادة شراء الاسهم).

تم اختبار تأثير مكافأة الفرق على قرار اختيار شكل التوزيعات (إعادة شراء الأسهم أو دفع التوزيعات) على مستوى الشركة firm-level decision، باستخدام نموذج الانحدار اللوجستي وهو ما يتناسب مع متغيرات الدراسة حيث ان المتغير التابع تم التعبير عنه بمتغير وهمي ثنائي، بمعنى ان يكون له قيمتين مانعتين مثل كلا من المتغير (Dividend payer) Repurchaser حيث يأخذ المتغير قيمة الواحد الصحيح في حالة إعادة الشراء (دفع التوزيعات)، ويأخذ قيمة الصفر في عدم القيام بذلك، وهو الأسلوب المتبع في العديد من الدراسات السابقة (Baker & Wurgler, 2004a; Hoberg & Prabhala, 2009; Kulchania, 2013)، ولاختبار تأثير مكافأة الفرق على قرار اختيار شكل التوزيعات (إعادة شراء الأسهم أو دفع التوزيعات) على مستوى الشركة تم صياغة النموذجين التاليين:

$$\text{Pr}(\text{Repurchaser}^{it} = 1)$$

$$= \text{Logit}(b_0 + b_1 \% \text{RANK}_{t-1} + b_2 \text{Rep Yield}_{t-1} + b_3 \text{div yield}_{t-1} + b_4 \text{Debt}_{t-1} + b_5 \text{Cash}_{t-1} + b_6 \text{FCF}_{t-1} + b_7 \text{Std. Dev. FCF}_{t-1} + b_8 \text{ROA}_{t-1} + b_9 \frac{M}{B}_{t-1} + b_{10} \text{Idi Risk}_{t-1} + b_{11} \text{Sys Risk}_{t-1} + b_{12} \text{Dif Premium}_{t-1} + u_{it}) \quad (2)$$

Pr(Dividend payer $it = 1$)

$$= \text{Logit}(b_0 + b_1 \% \text{RANK}_{t-1} + b_2 \text{Rep Yield}_{t-1} + b_3 \text{div yield}_{t-1} + b_4 \text{Debt}_{t-1} + b_5 \text{Cash}_{t-1} + b_6 \text{FCF}_{t-1} + b_7 \text{Std. Dev. FCF}_{t-1} + b_8 \text{ROA}_{t-1} + b_9 \frac{M}{B}_{t-1} + b_{10} \text{Idi Risk}_{t-1} + b_{11} \text{Sys Risk}_{t-1} + b_{12} \text{Dif Premium}_{t-1} + u_{it}) \quad (3)$$

(1-9) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

تم الحصول على الإحصاءات الوصفية للمتغيرات كما تظهر من الجدول (2) كالتالي:

جدول 2: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
			المتغيرات التابعة
0.397	0.0257	0.0381	Repurchaser
0.383	0.0341	0.0315	Dividend payer
			المتغير المستقل
0.372	0.0302	0.0357	Dif Premium_{t-1}
			المتغيرات الرقابية
0.364	0.0381	0.0346	Rep Yield_{t-1}
0.335	0.0392	0.0379	div yield_{t-1}
0.047	0.0071	0.0086	Debt_{t-1}
0.147	0.871	0.1851	Cash_{t-1}
0.074	0.0571	0.0042	FCF_{t-1}
0.083	0.0746	0.0051	Std. Dev. FCF_{t-1}
0.284	1.4253	1.5217	ROA_{t-1}
0.024	0.0045	0.0014	% RANK_{t-1}
0.213	1.3780	1.8120	$\frac{M}{B}_{t-1}$
0.081	0.0074	0.0086	Sys Risk_{t-1}
0.067	0.0427	0.0521	Idi Risk_{t-1}

(2-9) نتائج اختبار النموذج

يمكن عرض نتائج الانحدار اللوجستي من خلال الجدول (3) كالتالي:

جدول 3: نتائج الانحدار اللوجستي

Repurchaser		Dividend payer		
P. Value	المعاملات	P. Value	المعاملات	
0.002	0.421	0.001	1.251-	Dif Premium _{t-1}
0.001	23.145	0.002	1.512-	Rep Yield _{t-1}
0.002	0.175-	0.001	15.214	div yield _{t-1}
0.001	0.167-	0.003	0.345-	Debt _{t-1}
0.002	0.652	0.001	0.024-	Cash _{t-1}
0.001	0.428-	0.001	3.517	FCF _{t-1}
0.003	0.817-	0.004	11.418-	Std. Dev. FCF _{t-1}
0.000	3.492	0.000	2.182	ROA _{t-1}
0.001	0.007	0.000	0.017	% RANK _{t-1}
0.000	0.057-	0.002	0.0271-	M/B _{t-1}
0.001	5.248	0.003	21.247-	Sys Risk _{t-1}
0.001	5.471-	0.001	18.120-	Idi Risk _{t-1}
	1.342-		1.203-	Constant
	0.720		0.740	Pseudo R ²
	18.724		18.425	LR-stat.
	0.002		0.001	χ^2 _{0.05}

تم تقدير معاملات الانحدار اللوجستي لكلا من المتغيرين التابعين Repurchaser، Dividend payer، من خلال المعادلتين (3)، (2)، وباستخدام Maximum Likelihood (طريقة الامكان الأعظم)، وكذلك استخدام تلك الطريقة في اختبار كفاية نموذج الانحدار اللوجستي وجودته للنموذج LR statistic، والذي يتبع توزيع χ^2 ، وقد جاءت نتائج الاختبار لكل نموذج لوجيت معنوية عند مستوي 0,05، حيث بلغت قيمة χ^2 بالنسبة للنموذج الذي به المتغير التابع هو Dividend payer (0.001)، كما بلغت قيمة χ^2 بالنسبة للنموذج الذي به المتغير التابع هو Repurchaser (0.002).

تحديد ملائمة النموذج: وقد تم اختبار قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير وكذلك التنبؤ بمتغير النموذج التابع باستخدام Pseudo R²، وقد تبين قدرة النموذج علي التفسير والتنبؤ حيث بلغت قيمة معامل

Pseudo R² بالنسبة للنموذج الذي به المتغير التابع هو Dividend payer (0.74)، وبالنسبة للنموذج الذي به المتغير التابع هو Repurchaser (0.72).

– ولقد أوضحت نتائج الاختبار التي تظهر أسفل العمود الخاص بالمتغير Dividend payer بالجدول (3) ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة سالبة negative وله دلالة معنوية significant، مما يوحي بأن الشركات أكثر احتمالاً لدفع التوزيعات عندما يكون مكافأة الفرق سالبة (أي أن مكافأة التوزيعات أكبر من مكافأة إعادة الشراء). وقد تم أجري انحدارًا لوجستيًا مشابهًا لقرار إعادة شراء الأسهم كما يظهر أسفل العمود الخاص بالمتغير Repurchaser بالجدول (3)، ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة موجبة positive وله دلالة معنوية significant، مما يشير إلى أنه من المرجح أن تقوم الشركات بإعادة شراء الأسهم عندما يكون مكافأة الفرق موجبة (أي أن مكافأة إعادة الشراء أكبر من مكافأة التوزيعات).

(10) اختبار أثر التزود على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم

تم دراسة قرار استبدال عمليات إعادة الشراء على مستوى الشركة firm-level بالتوزيعات، لتحديد ما إذا كان التزود يلعب دورًا في هذا الاستبدال. حيث تم اجراء تحليل الانحدار لخطأ التوزيعات المتبقية على خصائص الشركة لاكتشاف أسباب انحراف الشركات عن سلوك دفع توزيعات الأسهم المتوقع، وقد تم اختبار أثر التزود على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم بالنموذج التالي:

$$\begin{aligned} & Error_{i,t} \\ & = \alpha + \beta_1 \text{Rep Yield}_{t-1} + \beta_2 \text{Dif Premium}_{t-1} + \beta_3 \text{Debt}_{t-1} + \beta_4 \text{ROA}_{t-1} + \beta_5 \text{Std. Dev.ROA}_{t-1} \\ & + \beta_6 \text{Log MVE}_{t-1} + \beta_7 \% \text{RANK}_{t-1} + \beta_8 \text{Sys Risk}_{t-1} + \beta_9 \text{Idi Risk}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4)$$

(1-10) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

تم الحصول على الإحصاءات الوصفية للمتغيرات كما تظهر من الجدول (4) كالتالي:

جدول 4: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
0.037	0.0025	0.0038	المتغير التابع $Error_{i,t}$
0.372	0.0302	0.0357	المتغير المستقل Dif Premium _{<i>t-1</i>}
0.364	0.0381	0.0346	المتغيرات الرقابية Rep Yield _{<i>t-1</i>}
0.047	0.0071	0.0086	Debt _{<i>t-1</i>}
0.284	1.4253	1.5217	ROA _{<i>t-1</i>}
0.074	0.0061	0.0054	Std. Dev.ROA _{<i>t-1</i>}
0.069	0.0065	0.0072	Log MVE _{<i>t-1</i>}
0.024	0.0045	0.0014	% RANK _{<i>t-1</i>}
0.081	0.0074	0.0086	Sys Risk _{<i>t-1</i>}
0.067	0.0427	0.0521	Idi Risk _{<i>t-1</i>}

(2-10) نتائج اختبار النموذج

يعرض الجدول (5) ما تم التوصل اليه من نتائج معامل التحديد كالتالي:

جدول 5: معامل التحديد للنموذج

قيمة R	قيمة R تربيع	قيمة R المعدلة	خطأ التقدير
0.921	0.850	0.860	0.044

استنادا للجدول (5) تفسر المتغيرات $Dif Premium_{t-1}$, $Debt_{t-1}$, ROA_{t-1} , $Std. Dev.ROA_{t-1}$, $Rep Yield_{t-1}$, $Log MVE_{t-1}$, $\% RANK_{t-1}$, $Sys Risk_{t-1}$, $Idi Risk_{t-1}$ من التغيرات بالمتغير خطأ التوزيعات المتبقية residual dividend error.

جدول 6: اختبار معنوية المعاملات

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	
0.003	0.001		Constant
0.002	0.014-	0.023-	Rep Yield _{t-1}
0.001	0.004-	0.056-	Dif Premium _{t-1}
0.004	0.002-	0.173-	Debt _{t-1}
0.001	0.004-	0.149-	ROA _{t-1}
0.001	0.001-	0.061-	Std. Dev.ROA _{t-1}
0.002	0.003	0.024	Log MVE _{t-1}
0.003	0.001	0.042	% RANK _{t-1}
0.002	0.104-	0.031-	Sys Risk _{t-1}
0.001	0.016-	0.044-	Idi Risk _{t-1}

يتبين من الجدول (6) ان متغير خطأ الأرباح المتبقية residual dividend error مرتبطاً سلباً بعائد إعادة الشراء repurchase yield. وذو دلالة معنوية عند مستوى المعنوية 5%، حيث يظهر بالجدول (6) ان قيمة P. Value (0.002)، وكذلك يتضح ان معامل علاوة الفروق سالب وذو دلالة معنوية. عند مستوى المعنوية 5%، حيث يظهر بالجدول (6) ان قيمة P. Value (0.001)، مما يدل على أن التوزيعات الفعلية أقل من التوزيعات المتوقعة عندما يكون علاوة الفروق موجبة، وذلك يدعم ان عملية الاستبدال قائمة على التزود catering-based substitution.

وتدعم تلك النتائج فرضية الاستبدال لكلا من جرولون ومايكلي (Grullon & Michaely, 2002)، حيث أنه إذا كانت الشركات تقوم باستبدال الأموال لاستخدامها في توزيعات الأرباح النقدية بإعادة الشراء، فسيكون خطأ الأرباح المتبقية residual dividend error مرتبطاً سلباً بعائد إعادة الشراء repurchase yield. وإذا كان التزود catering يلعب دوراً في هذا الاستبدال، فيجب أن يكون مكافأة الفرق معنوية significant في تفسير خطأ الأرباح المتبقية (Kulchania, 2013).

(3-10) اختبار معنوية الانحدار

وبإجراء تحليل ANOVA بهدف اختبار معنوية الانحدار، فقد تم الحصول على النتائج التي تظهر بالجدول (7) كالتالي:

جدول 7: نتائج تحليل ANOVA

قيمة F	قيمة Sig
85.714	0.000

يمكن القول من خلال الجدول (7) ان الانحدار معنوي حيث تظهر القيمة (0.000) وهي ادني من مستوي المعنوية %5، مما يشير الي صحة اختبار معنوية الاختبار.

(11) الخلاصة والدراسات المستقبلية

اختبرت الدراسة العلاقة بين التزود وقرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية، وقد تم التطبيق شركات المؤشر (EGX 100) خلال الفترة (2008 - 2020)، وقد توصلت نتائج الدراسة الي أن قرار إعادة شراء الأسهم أو دفع أرباح الأسهم يعتمد على مكافأة الفرق، حيث تبين وجود تأثير لمكافأة الفرق بالزيادة أو (النقص) على قرار اختيار شكل التوزيعات (توزيعات نقدية واعادة شراء الاسهم)، حيث جاءت نتائج نموذج الانحدار الذي به متغير Dividend payer كمتغير تابع ومتغير مكافأة الفرق كمتغير مستقل ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة سالبة negative وله دلالة معنوية significant، مما يظهر أن الشركات تكون أكثر احتمالاً لدفع التوزيعات عندما يكون مكافأة الفرق سالبة (أي أن مكافأة التوزيعات أكبر من مكافأة إعادة الشراء). كما جاءت نتائج نموذج الانحدار الذي به متغير Repurchaser كمتغير تابع ومتغير مكافأة الفرق كمتغير مستقل ان معامل coefficient مكافأة الفرق ذو قيمة موجبة positive وله دلالة معنوية significant، مما يشير إلى أنه من المرجح أن تقوم الشركات بإعادة شراء الأسهم عندما يكون مكافأة الفرق موجبة (أي أن مكافأة إعادة الشراء أكبر من مكافأة التوزيعات). وتتفق تلك النتائج مع نتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013)، وكذلك تتسق تلك النتائج مع نتائج دراسة جيانج وكيم ولي ويانج (Jiang, Kim, Lie & Yang, 2013) والتي توصلت الي أن الشركات من المحتمل أن تعيد شراء الأسهم بصورة أكثر (أقل) عندما تكون مكافأة إعادة الشراء مرتفعة (منخفضة).

كما توصلت الدراسة الي وجود تأثير للتزود على قرار الاستبدال بين كلا من التوزيعات النقدية واعادة شراء الاسهم. حيث توصلت نتائج نموذج الانحدار الذي به متغير خطأ التوزيعات المتبقية residual dividend error كمتغير تابع ومتغير عائد إعادة الشراء repurchase yield كمتغير مستقل، ان معامل coefficient عائد إعادة الشراء repurchase yield ذو قيمة سالبة negative وله دلالة معنوية significant، كما أظهرت النتائج مكافأة الفرق معنوية significant في تفسير خطأ التوزيعات المتبقية. وتتفق تلك النتائج مع نتائج دراسة كولتشانيا (Kulchania, 2013)، وكذلك دعم فرضية الاستبدال لكلا من جرولون ومايكي (Grullon & Michaely, 2002).

وفي إطار هذه الدراسة يمكن عرض مجموعة من التوصيات للدراسات المستقبلية:

- اجراء دراسات حول المنظور السلوكي behavioral perspective لسياسة التوزيعات وذلك على مستوي البورصة المصرية، وكذلك البورصات العربية.
- اجراء دراسات حول أثر التزود Catering على سياسة التوزيعات، وذلك باستخدام فترات زمنية مختلفة، وكذلك تشمل عدد من البورصات العالمية المختلفة.
- اجراء دراسات حول أثر التزود على مشكلة الوكالة agency problem.

– اجراء دراسات حول تأثير الميل العاطفي للمستثمر Investor Sentiment على دوافع التزود Catering Incentives في البورصة المصرية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

شلقامي، محمود (2018). أثر دوافع التزود على التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*. 48(4)، 523-553.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Aghion, P., & Stein, J. (2008). Growth vs. margins: destabilizing consequences of giving the stock market what it wants. *Journal of Finance*, 63(3), 1025–1058.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends, *Journal of Finance*, 59, 1125-65.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives, *Journal of Financial Economics*, 73 (2), 271-88.
- Baker, M., Greenwood, R. & Wurgler, J. (2009). Catering through nominal share prices. *Journal of Finance*, 64(6), 2559–2590.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the ‘bird in the hand’ fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259–270.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yields and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*. 1(1),1–22.
- Brennan, M. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417-427.
- Brown, J.; Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). Executive financial incentives and payout policy: firm responses to 2003 dividend tax cut. *Journal of Finance*, 62(4), 1935–1965.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L., & Skinner, D. (2000). Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 309–354.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74 (4), 650-659.

- El Bannan, M. (2020). Does catering behavior persist? Evidence on dividend sentiment in emerging financial markets. *International Review of Economics and Finance*, 69 (c), 350–373.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–44.
- Feito-Ruiz, I.; Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2020). Elective stock and scrip dividends. *Journal of Corporate Finance*, 64, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101660>.
- Grennan, J. (2019). Dividend payments as a response to peer influence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 549-570.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684.
- Hoberg, G., & Prabhala, N. (2009). Disappearing dividends, catering, and risk. *Review of Financial Studies*, 22(1), 79–116.
- Hovakimian, A.; Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt–equity choice, an analysis of issuing firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.
- Jagannathan, M.; Stephens, C., & Weisbach, M. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355–384.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jiang, Z., Kim, K., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*, 21(C), 36–50.
- Kahle, K. (2002). When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235–261.
- Kulchania, M. (2013). Catering driven substitution in corporate payouts. *Journal of Corporate Finance*, 21 (C), 180–195.

- Kuo, J., Philip, D. & Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon?. *Journal of Banking & Finance*, 37 (9), 3499–3514.
- Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives, *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 293-308.
- Lintner, J. (1956) Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46, 97–113.
- Litzenberger, R. & Ramaswamy, K. (1979). The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Miller, M., & Scholes, M., (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6 (4), 333-64.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, 56 (6), 2111–2133.
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The stock market and investment: a test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22(1),187-217.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Takmaz, S.; Mandaci, P. & Durukan, M. (2020). The impact of catering incentives on the dividend policy: evidence from Turkish firms. *Managerial Finance*, <https://doi.org/10.1108/MF-04-2020-0215>
- Yang, B.; Chou, H., & Zhao, G. (2020). Innovation or dividend payout: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 68, 180-203.

The effect of catering on substitution decisions between repurchases and dividends in the Egyptian exchange

Dr. Mahmoud Fathy shallkamy

Abstract

This study examines The Effect of catering on the decisions of substitution between repurchases and dividends in the Egyptian exchange, using data from (EGX 100) index, for the period of (2008-2020), The results show a significant impact of difference premium on payout choice (repurchase shares or pay dividends), and There is significant relationship between catering and the decisions of substitution between repurchases and dividends.

Keywords

Catering, Repurchases, Dividends, Egyptian Exchange.

التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

شلقامي، محمود فتحي (2021). تأثير التزود على قرارات الاستبدال ما بين عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات في البورصة المصرية. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 58(4)، 183 – 202.