

أثر تغير التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية: دراسة تطبيقية على الشركات
المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية
د. محمد سامي سلامه خلف¹

خلاصة البحث:

يهدف البحث إلى دراسة واختبار أثر تغير التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي وبعد عامين في الشركات غير المالية المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ومن خلال تحليل الدراسات السابقة تم اشتقاق فرضين رئيسيين، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضي الدراسة، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 10، وبالتطبيق على بيانات ٥٣ شركة من الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى سبع قطاعات مختلفة، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة أن التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) لا يرتبط ولا يؤثر على نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي أو بعد عامين مما يعني عدم صحة افتراضات نظرية الإشارة، وتتفق هذه النتائج مع افتراضات نظرية عدم ملائمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory)، حيث توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات لا تنقل معلومات ذات قيمة بشأن الأرباح المستقبلية للشركات المساهمة المصرية. كما توصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة معنوية سالبة بين معدل العائد على حقوق المساهمين ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات المساهمة المصرية، حيث أن الشركات ستجد صعوبة في تحقيق نمو في الأرباح إذا كانت بالفعل تحقق معدلات مرتفعة من الأرباح. أخيراً، توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة معنوية بين نمو الأرباح في العام الحالي ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي أو بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية.

الكلمات المفتاحية: تغير التوزيعات، نمو الأرباح المستقبلية.

¹ مدرس المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

E-mail: mohamed_sami@alexu.edu.eg

The impact of dividend changes on the future earnings growth: an applied Study on firms listed on the Egyptian stock exchange

Abstract

The research aims are to study and test the impact of dividend changes on the future earnings growth in the following year and after two years in non-financial firms listed on the Egyptian Stock Exchange. Through the literature review, two main hypotheses were derived, and we used Panel Regression to test the study hypotheses by relying on the EViews 10 statistical program, and by using data from 53 firms listed on the Egyptian Stock Exchange belonging to seven different sectors, and that during the period from 2007 to 2020. This study concluded that the dividend changes (whether decreasing or increasing) is not related to and does not on the future earnings growth in the following year or after two years, which means that the assumptions of the Signal Theory are incorrect, and these results are consistent with the assumptions of Dividend Irrelevance Theory, where the study concluded that dividends do not convey useful information about the future profits of Egyptian joint-stock companies. The study also found that there is a negative significant relationship between ROE and the future earnings growth in the following year in Egyptian joint-stock companies, as companies will find it difficult to achieve earnings growth if they are already achieving high rates of earnings. Finally, the study concluded that there is no significant relationship between the future earnings growth in the current year and the future earnings growth in the following year or after two years in the Egyptian joint-stock companies.

Keywords: dividend changes, future earnings growth.

١ - المقدمة:

تسعي المحاسبة إلى إمداد الأطراف المستفيدة بالمعلومات التي تلبي احتياجاتهم من خلال التقارير المالية المنشورة، ويعتبر المستثمرين أهم الفئات المستخدمة لمعلومات التقارير المالية، حيث يعتمد المستثمرين على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن الاستمرار في الشركة أو بيع الأسهم المملوكة وذلك بهدف أما تحقيق منافع إضافية أو تجنب مخاطر مستقبلية. ونتيجة لاهتمام العديد من المستثمرين بالأرباح النقدية الموزعة، وخاصة أولئك الذين يعتمدون عليها بشكل أساسي كمصدر من مصادر دخلهم، فقد أهتم العديد من الباحثين في مجال المحاسبة بدراسة المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح، ونتيجة لأهمية موضوع المحتوى المعلوماتي في الأدب المحاسبي تهدف الدراسة إلى تحليل أثر التغير في التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية وذلك لمساعدة مستخدمي المعلومات المحاسبية وبخاصة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحديد القيمة العادلة لاستثماراتهم.

تؤثر سياسة التوزيعات على قرارات المستثمرين الحاليين والمحتملين، ففي حين يفضل صغار المستثمرين الاستثمار في الأسهم التي تمنح توزيعات نقدية بصفة دورية، فإن هناك مستثمرين آخرين يفضلون إعادة استثمار الأرباح المحققة مما يسهم في زيادة أرباحهم الرأسمالية ممثلة في زيادة أسعار الأسهم. ويتوقع المستثمرين الحصول على عائد ملائم من استثماراتهم وفقاً لما يتم استثماره، حيث أن الهدف من قيام المستثمر بالاستثمار في إحدى الشركات هو الحصول على دخل وعائد من استثماره، وكلما زادت المخاطرة كلما زاد العائد المتوقع، والعائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم يمثل في التوزيعات ومكاسب رأس المال (زيادة أسعار الأسهم) (Nugroho, 2019). لذلك زاد الاهتمام بسياسة التوزيعات نتيجة تطور نظرية الوكالة وزيادة المخاوف المرتبطة بإساءة استخدام التدفق النقدي الحر المتبقي داخل الشركة نتيجة لعدم حصول المديرين على الحوافز الكافية لتعظيم الأرباح المالية للشركة (Vivian, 2006). وبناءً على هذا الافتراض، فإنه في ظل زيادة عدم تماثل المعلومات، فإن المديرين سيقومون بالإفصاح عن المعلومات الخاصة من خلال التوزيعات لنقل نظرة مستقبلية أفضل عن أداء الشركة (Huang et al., 2009).

ويعتمد المستثمرون بشكل مبدئي على التوزيعات النقدية كأساس لاتخاذ القرارات خاصة في ظل بيئة تتسم بندرة المعلومات ولا تسمح للمستثمرين ببناء توقعات سليمة عن أداء الشركة والأرباح المستقبلية (Chen and Koshoev, 2018). كما أن التغييرات في التوزيعات تؤدي دوراً مهماً

في مراجعة تنبؤات المستثمرين حول استمرارية الأرباح السابقة، حيث أن المديرين يجمعون عن زيادة (خفض) التوزيعات ما لم تستمر الزيادة (النقصان) في الأرباح (Koch and Sun, 2004)، وبالإضافة إلى ذلك فإن التوزيعات النقدية تسهم في الحد من مشاكل الوكالة والاستثمار الأكثر من اللازم، إلا أن ذلك يعتمد بشكل كبير على مستوى الحماية التي توفرها الدولة للمستثمرين، حيث أن التوزيعات تقلل من مشاكل الوكالة في الدول التي لديها حماية قوية للمستثمرين بالمقارنة بالدول التي لديها حماية أقل للمستثمرين (Chen and Koshoev, 2018)، حيث أنه قد تستخدم التوزيعات كأداة لمنع الممارسات الانتهازية من قبل مديري الشركات من خلال توزيع الفائض النقدي، مما يحد من قدرة المديرين عند تخصيص الموارد المالية في الأنشطة التي تحقق مصالحهم على حساب مصلحة المساهمين، لذلك يمكن اعتبار التوزيعات كأداة من أدوات حوكمة الشركات الداخلية التي تستخدم للحد من الممارسات الإدارية الانتهازية (Chowdhury et al., 2014).

كما أن زيادة التوزيعات تعطي إشارة عن كفاءة الإدارة في استغلال الموارد، لأن زيادة نسبة التوزيعات تجعل الشركات تعتمد على مصادر التمويل الخارجية مما يجعلها تختار المشاريع الاستثمارية بعناية كبيرة حتى تتمكن من تحقيق معدلات أرباح مرتفعة (Prasangi and Wijesinghe., 2016). كما أن هناك سبب آخر يجعل الشركات تقوم بزيادة التوزيعات النقدية وهو تخفيض أسعار أسهمها وجعلها في متناول جميع المستثمرين ليس فقط للمستثمرين الأفراد الأغنياء والمستثمرين المؤسسيين ولكن أيضًا للمستثمرين الأفراد ذوي الموارد المالية المحدودة (Chen and Koshoev, 2018). كما أن المحللين الماليين يقومون بمراجعة توقعاتهم للأرباح السنوية استجابة للتغيرات غير المتوقعة في التوزيعات (Carroll, 1995).

كانت ولا زالت قضية التوزيعات والدور الذي تلعبه في نمو أرباح الشركة المستقبلية موضع نقاش لعقود منذ أكثر من ٤٠ عامًا، حيث أن سياسة التوزيعات تعتمد على الأرباح المحققة والمتوقع تحقيقها في المستقبل، لذلك يجب على الشركات أن تأخذ في اعتبارها مستويات الأرباح عند تحديد سياسة التوزيعات (Nugroho, 2019). ويجب أن تكون الشركات منتبهة جدًا ليس فقط لمستوى أرباح الشركة ولكن أيضا إلى سياسة التوزيعات التي تتبعها، لأن التوزيعات هامة جدا بالنسبة للمستثمرين لاتخاذ قرار الاستثمار، كما أن التوزيعات تعطي مؤشر على مدى قدرة الشركة على تحقيق أرباح في المستقبل، كما أن القيمة السوقية للشركة تعتمد بشكل أكبر على الأرباح المستقبلية المتوقعة وليس على الأرباح الحالية، وبالتالي، فإذا كانت الأرباح تتكون من عناصر مستمرة وغير

مستمرة وأن التوزيعات تعتمد على الأرباح المستمرة، فإنه يمكن اعتبار التوزيعات بمثابة بديل عن الأرباح المستقبلية المتوقعة، لذلك فإن الشركات التي تتبع سياسة ثبات التوزيعات، يكون لدى مستثمريها سبب وجيه لتفسير التغيير في التوزيعات على أنه تغيير في أداء الإدارة بشأن الأرباح المستقبلية (Watts, 1973).

نتيجة لما سبق، تعتبر العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية من أكثر الموضوعات إثارة للجدل في الفترة الأخيرة في محاولة للتعرف على ما إذا كانت توزيعات الأرباح ترتبط بانخفاض نمو الأرباح المستقبلية أم بزيادة نمو الأرباح المستقبلية وهو ما يشار إليه بلغز التوزيعات. وتقوم الشركات بتوزيع جزء من الأرباح على المساهمين وتحتجز الجزء الباقي وتقوم الشركات بتوزيع الأرباح نقداً أو في شكل أسهم، ويجب على إدارة الشركة اختيار سياسة التوزيعات الملائمة التي تعظم من قيمة الشركة مع مراعاة أن سياسة التوزيعات تؤثر أيضاً على عائد المساهمين، وذلك من خلال المفاضلة ما بين التوزيعات النقدية أو احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها مما يعظم من المكاسب الرأسمالية بالنسبة للمساهمين والمتمثلة في زيادة أسعار الأسهم أو عدد الأسهم المملوكة في حالة توزيعات الأسهم.

وعلى الرغم من أن Miller and Modigliani (1961) يشير إلى أنه في أسواق رأس المال المثالية، لا تتأثر ثروة الشركة أو أرباحها بقرارات توزيع الأرباح بشرط أن تكون سياستها الاستثمارية ثابتة. إلا أنه يصعب في الواقع العملي تحقيق شروط أسواق رأس المال الكفاء والتي من أهمها عدم وجود مشتري أو بائع للأوراق المالية كبير بما يكفي لكي تؤثر معاملاته على أسعار الأوراق المالية، وأن المعلومات متاحة لجميع المتعاملين وبدون تكلفة، كما أنه لا يوجد رسوم أو ضرائب على عملية بيع أو شراء الأوراق المالية، كما أنه لا توجد فروق ضريبية سواء بين الأرباح الموزعة وغير الموزعة أو بين التوزيعات والمكاسب الرأسمالية، كما تفترض تلك الأسواق أن المستثمرين يتبعون السلوك الرشيد عند اتخاذ قراراتهم حيث أنهم يفضلون دائماً زيادة ثروتهم ولا يهتمون بما إذا كانت هذه الزيادة تأخذ شكل مدفوعات نقدية أو زيادة في القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها. هذا فضلاً عن أنه في سوق الأوراق المالية المثالية يكون هناك حرية لانتقال رؤوس الأموال ولا توجد ضرائب أو تكاليف وكالة كما أنه يتم الإفصاح عن جميع المعلومات لجميع المستخدمين في نفس التوقيت، ونتيجة لذلك فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة وأرباحها المستقبلية، إلا أنه نتيجة لعدم توافر هذه الشروط في أسواق رأس المال

الحالية ونتيجة لزيادة عدم تماثل المعلومات فإن سياسة التوزيعات يمكن أن يكون لها تأثير على قيمة الشركة وأرباحها (Lee, 2010). وفي هذا الصدد فإن هناك وجهتي نظر متعارضتين بشأن العلاقة بين التغيير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية.

قديمًا كان الرأي السائد أن نسبة توزيعات الأرباح المرتفعة تؤثر سلبيًا على نمو الأرباح المستقبلية حيث أن التوزيعات المرتفعة تعني زيادة التدفقات النقدية الخارجة مما يقلل من فرص النمو المستقبلية للشركة، كما أن انخفاض التوزيعات وزيادة الأرباح المحتجزة يمكن استثماره في الأنشطة التشغيلية الحالية أو التوسع في فرص استثمارية جديدة مما يسهم في زيادة الأرباح المستقبلية (Prasangi and Wijesinghe., 2016). وعلى الرغم من أن الحصول على أرباح مستقبلية مرتفعة مقارنة بأرباح السنوات الحالية هو وضع مرغوب فيه بالنسبة للمديرين والمستثمرين على حد سواء، حيث تشير الأرباح المرتفعة إلى كفاءة المديرين، وزيادة العائد المستقبلي بالنسبة للمستثمرين في شكل توزيعات (Mohd and Zaharudin., 2019). فإنه لا يمكن تحقيق نمو مرتفع في الأرباح المستقبلية مع زيادة التوزيعات في نفس التوقيت، حيث أنه لتحقيق النمو في الأرباح المستقبلية يجب على الشركات تخفيض التوزيعات، لذلك فإن العلاقة العكسية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية تجعل من الصعب تحقيق مصالح كل من المديرين والمستثمرين. وبالتالي، فإن تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين سيستمر إلى أجل غير مسمى، حيث يرغب كلا الطرفين في اتخاذ قرار يناسب احتياجاتهم (Gordon, 1959).

وعلى النقيض مما سبق، ترى وجهة النظر الأخرى أن هناك علاقة ايجابية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، حيث يشير (Lintner (1956 إلى أن الشركات تزيد توزيعاتها فقط إذا توقعت الإدارة أن الأرباح ستزيد بشكل دائم، مما يعني أن الأرباح المتزايدة ستستمر. كما أن عديد من الباحثين يرون أن بعض المتعاملين في أسواق رأس المال يكون لديهم معلومات خاصة بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة بخلاف غيرهم من المتعاملين، لذلك فإن التوزيعات تنقل معلومات ذات قيمة بالنسبة للمستخدمين فيما يخص توقعات الشركات بالنسبة للأرباح المستقبلية (Chowdhury et al., 2014). هذا فضلاً عن أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة العوائد غير الطبيعية في أسعار الأسهم، حيث أن سوق الأوراق المالية يعتبر الزيادة في التوزيعات على أنها إشارة إيجابية فيما يتعلق بأرباح الشركة المستقبلية وبالتالي قيمة أسهم الشركة (Choi et al., 2011).

ومن هنا زاد اهتمام الباحثين باختبار فرضيات نظرية الإشارة للتوزيعات والتي تعتبر أحد الموضوعات الصعبة في المحاسبة السلوكية والأدب المالي، حيث تفترض أن تغييرات التوزيعات لها محتوى معلوماتي مرتبط بالأرباح المستقبلية وأن التوزيعات تستخدم كمؤشر للاداء المستقبلي للشركات (Hussainey and Aal-Eisa, 2009)، حيث تفترض نظرية الإشارة أن التوزيعات تعتبر بمثابة جهاز إشارات محتمل للأرباح، وأن المديرين لديهم معلومات خاصة حول الأرباح المستقبلية للشركة، لذلك زاد الاهتمام من قبل الدراسات الأكاديمية بتحليل العلاقة بين التغييرات في التوزيعات والتغيرات في الأرباح المستقبلية، وقد تناولت الأدبيات المحاسبية اختبار تلك الفرضية - القدرة التنبؤية للتغيرات في التوزيعات - باستخدام طريقتين، تقوم الطريقة الأولى بدراسة ما إذا كانت التغييرات في التوزيعات يمكن أن تتنبأ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم، أما الطريقة الثانية اهتمت بدراسة ما إذا كانت التغييرات في التوزيعات يمكن أن تتنبأ بالتغيرات المستقبلية في الأرباح المحاسبية (Al-Shattarat et al., 2018). وسيتم تحليل المحتوى المعلوماتي للتوزيعات من خلال تحليل العلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية وليس أسعار الأسهم وذلك لسببين (Chowdhury et al., 2014) وهما: أولاً: على الرغم من أن اسعار الأسهم في الأسواق المتقدمة تتغير بشكل مستقل تماماً عن بعضها البعض، فإن غالبية الأسهم في الأسواق الناشئة تميل إلى الارتفاع أو الانخفاض معاً في نفس التوقيت، وبالتالي تحتوي أسعار الأسهم الفردية على القليل من المعلومات الخاصة بالشركة. ثانياً: يعاني الكثير من المستثمرين في الأسواق الناشئة من نقص المعرفة والخبرة الكافية للتعامل في أسواق رأس المال، لذلك فإن أسعار الأسهم قد تعطى للمستثمرين إشارات خاطئة عن الشركات في تلك الأسواق. هذا فضلاً عن تناول العديد من الدراسات تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات وأسعار الأسهم في الأسواق الناشئة في حين أن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، وعلى حد علم الباحث تعتبر هذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي تناولت تلك العلاقة في مصر.

وقد تناولت عديد من الدراسات تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية إلا أن نتائج تلك الدراسات كانت متعارضة، فمن ناحية، وجد (Wats, 1973) أن هناك علاقة ايجابية بين التغييرات في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، إلا أن هذه العلاقة غير معنوية. فمن ناحية أخرى، فإن نتائج دراستي (Healy and Palepu (1988) and DeAngelo et al. (1996)) لا تدعم الفرضية القائلة بأن التغييرات في التوزيعات يمكن أن توفر معلومات حول

الأرباح المستقبلية، ويفسر DeAngelo et al. (1996) هذه النتائج بأن الإدارة تميل إلى زيادة التوزيعات بناءً على التوقعات المفرطة في التفاؤل حول الأرباح المستقبلية، وبالتالي فإن المحتوى المعلوماتي للتوزيعات لا يمكن الوثوق فيه، ويؤيد Benartzi et al. (1997) هذا الرأي أيضًا، حيث وجد أن الشركات التي تزيد من التوزيعات تحقق زيادات كبيرة في الأرباح في العام السابق وفي نفس العام الذي تم فيه زيادة التوزيعات، ولكن ليس في السنوات اللاحقة، كما أنه وجد أن الشركات التي تخفض توزيعاتها بسبب انخفاض أرباحها في العام السابق وفي نفس العام الذي تم فيه تخفيض التوزيعات غالبًا ما تحقق زيادة في الأرباح في العام التالي. وعلى النقيض مما سبق، فإن نتائج دراسة Nissim and Ziv (2001) توصلت إلى أدلة قوية تدعم الفرضية القائلة بأن التغييرات في التوزيعات توفر معلومات حول الأرباح المستقبلية، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التغيير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، كما توصلت الدراسة إلى أن هناك ارتباط إيجابي بين التوزيعات والأرباح المستقبلية (مقاسة بالأرباح العادية وغير العادية)، وتعتبر نتائج تلك الدراسة هامة جدًا حيث أنها أعادت احتمال وجود محتوى معلومات للتوزيعات بشأن الأرباح المستقبلية. ويتضح مما سبق أن هناك خلاف بين الدراسات السابقة بشأن مدى وجود محتوى معلوماتي للتوزيعات بشأن الأرباح المستقبلية، وأنه هذه القضية عادة مصدر للجدل والنقاش مرة أخرى.

٢ - مشكلة الدراسة:

يمثل تعظيم ثروة المساهمين الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه الشركات، وتعتبر سياسة التوزيعات النقدية أحد الأدوات الرئيسية لتحقيق هذا الهدف، فتوزيعات الأرباح النقدية تعتبر أحد العناصر الهامة في صنع القرار الاستثماري والمالي للشركة، كما أن لها صلة وثيقة بأداء الشركة وقيمتها. ويعد اختيار سياسة التوزيعات من القرارات المهمة التي تؤثر على الخطط الاستثمارية والتمويلية للشركات، ويختار مديرو الشركات سياسة التوزيعات بناءً على حجم الأرباح ومدى توافر السيولة النقدية واحتياجات التمويل وتوقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية، ونالت سياسة التوزيعات النقدية اهتمامًا كبيرًا في الأدبيات المحاسبية والتمويلية والاقتصادية، حيث تمثل التوزيعات النقدية أداة هامة يمكن من خلالها الحكم على مدى كفاءة الشركة في إدارة نشاطاتها، كما أنها تساعد في رسم صورة ذهنية جيدة عند تقييم المستثمرين لأداء الشركة ومستقبلها، وتشجعهم على القيام بالمزيد

من الاستثمارات فيها، مما ينعكس على أسعار أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية. كذلك، فإن التوزيعات النقدية تحمل محتوى معلوماتي يعطى دلالات عن توقعات إدارة الشركة لأرباحها المستقبلية، وبالتالي تؤثر على قيمتها السوقية، فضلاً عن أنها تساهم في التخفيف من حدة التعارض بين الإدارة وحملة الأسهم.

ونتيجة لما سبق فقد توالت جهود الأكاديميين والباحثين في العديد من الدراسات المحاسبية لتحليل ودراسة سياسة التوزيعات وعلاقتها بأداء الشركة والبنود المحاسبية الأخرى. وكانت أولى الدراسات التي تناولت تحليل أثر سياسة التوزيعات هي دراسة Miller and Modigliani (1961) وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على أسعار أسهم الشركة وأرباحها المستقبلية، ومنذ ذلك الحين وقد تناولت عديد من الدراسات تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية وأيدت نتائج العديد من الدراسات قديماً وحديثاً صحة رأى Miller and Modigliani (1961) حيث توصلت العديد من الدراسات إلى أن التغير في التوزيعات لا ينقل معلومات بشأن الأرباح المستقبلية، أو بمعنى آخر أن التوزيعات ليس لها قدرة تنبؤية بالأرباح المستقبلية (see, e.g., Healy and Palepu (1988), DeAngelo et al. (1996), Benartzi et al. (1997), Farsio et al. (2004), Hussainey and Aal-Eisa (2009), Chowdhury et al. (2014)).

وعلى الجانب الآخر، أكدت العديد من الدراسات عدم صحة هذا الرأي، حيث قامت باختبار فرضيات نظرية الإشارة للتوزيعات والتي تفترض أن تغييرات التوزيعات لها محتوى معلوماتي مرتبط بالأرباح المستقبلية وأن التوزيعات تعتبر بمثابة جهاز إشارة محتمل للأرباح، وكان الرأي الأقدم والمقبول على نطاق واسع قديماً أن التوزيعات ستؤدي في النهاية إلى انخفاض نمو الأرباح في المستقبل، وذلك نتيجة لأن التوزيعات تخفض من الأرباح المحتجزة وبالتالي فإن الموارد النقدية اللازمة لتمويل فرص النمو المستقبلية ستخفض مما يؤثر سلباً على الأرباح المستقبلية (Prasangi and Wijesinghe., 2016). إلا أنه في مطلع الألفية الحالية أكدت العديد من الأبحاث التجريبية في الولايات المتحدة وغيرها من الدول المتقدمة أن هناك علاقة إيجابية بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية (see, e.g., Nissim and Ziv (2001), Arnott and Asness (2003), Zhou and Ruland (2006), Vivian (2006), Al-Shattarat et al. (2018), Chen and Koshoev (2018), Nugroho (2019) and Willows et al. (2020)) ونتيجة لذلك يواجه المستثمرون الآن قراراً صعباً بشأن وجهة النظر التي يجب

اتباعها فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية المحتملة بعد الإعلان عن التوزيعات. ونتيجة لتضارب نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، مما يؤثر سلباً على المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن الأرباح المستقبلية بعد إعلان التوزيعات، ونظراً لأن الدراسات التي تناولت تلك العلاقة كانت في الولايات المتحدة وغيرها من الدول المتقدمة، هذا فضلاً عن عدم وجود دراسات سابقة تناولت تحليل تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية، فإن هذا البحث يسعى لسد هذه الفجوة البحثية من خلال التحقق من وجود واتجاه العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في مصر، وتتمثل مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل هناك علاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية؟ وما هو اتجاه تلك العلاقة في حال وجودها؟
- هل هناك علاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح في الأجل القصير؟

٣- هدف البحث:

منذ سنوات كان مصطلح المحتوى المعلوماتي للتوزيعات يستخدم بشكل متكرر في الأدبيات المحاسبية للدلالة على الفرضية التي تنص على أن التوزيعات تنقل معلومات حول الأرباح المستقبلية بما يمكن المتعاملين في سوق الأوراق المالية من توقع الأرباح المستقبلية بشكل أكثر دقة، وعلى الرغم من أن هذه الفرضية معترف بيها على نطاق واسع إلا أنه كان هناك القليل من الاختبارات التجريبية لهذه الفرضية، هذا فضلاً عن تضارب نتائج الدراسات التجريبية التي اختبرت تلك الفرضية وندرة أو عدم وجود دراسات اختبرت تلك الفرضية في الأسواق الناشئة، لذلك تهدف دراستنا إلى التحقق من مدى وجود محتوى معلوماتي للتوزيعات في سوق الأوراق المالية المصرية باعتبارها سوق مالي ناشئ، وذلك من خلال تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، وذلك للتحقق من وجود واتجاه العلاقة، وذلك للتحقق مما إذا كان المستثمرين يفسرون التغير في التوزيعات على أنه إشارة لتغير الأرباح المستقبلية أم لا.

٤ - أهمية البحث:

نظرًا لأن الأرباح تعتبر أحد أهم البنود المحاسبية التي يهتم المستثمرين بمتابعتها حتى يتمكنوا من تقييم استثماراتهم، فإن هذه الدراسة تستمد أهميتها في أنها تهدف إلى تحليل العلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية مما يساهم في زيادة المعرفة الأكاديمية ويساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة والتنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات وذلك من خلال توضيح أهم العوامل المؤثرة فيها. لذلك تتمثل أهمية البحث في بُعدين هما، الأهمية العلمية، والأهمية العملية. فبالنسبة للأهمية العلمية، تظهر أهمية البحث في كونه يقدم تحليلًا للبيئة المصرية التي لا يمكن تعميم نتائج البحوث في الدول الأخرى عليها، حيث قامت الدراسة باختبار فرضية نظرية الإشارة للتوزيعات في أحد الأسواق الناشئة وذلك بالتطبيق على أحدث بيانات للشركات المساهمة المصرية، مما يساهم في سد الفجوة الأكاديمية المرتبطة بالمحتوي المعلوماتي للتوزيعات في الأسواق الناشئة، حيث ركزت معظم الدراسات السابقة على تحليل سياسة التوزيعات في الأسواق المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية ومن هنا تستمد الدراسة أهميتها في أنها تقدم تحليل للعلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية للشركات في الأسواق الناشئة التي يكون فيها مستوى الإفصاح أقل وفرص عدم الكفاءة الإدارية أعلى، هذا فضلا عن صعوبة الحصول على المعلومات الداخلية في هذه الأسواق وافتقار المستثمرين لمهارات التنبؤ المالي، وهذا يجعل التوزيعات مهمة بالنسبة للمستثمرين في الأسواق الناشئة حيث أنه تعطى إشارة عن توقعات الإدارة بشأن الأرباح المستقبلية، كما أنه قد يعوض ممارسات الحوكمة السيئة السائدة بشكل عام في الأسواق الناشئة والتي تسمح للشركات بتخفيض حجم الإفصاح عن المعلومات الداخلية للمستثمرين الخارجيين.

أما فيما يتعلق بالأهمية العملية، فإن هذا البحث يستمد أهميته العملية من منفعه لكل من المستثمرين الحاليين والمحتملين، والمديرين، والمنظمين وغيرهم من أصحاب المصلحة في مصر، وغيرها من الدول النامية التي تتشابه بيئة الأعمال فيها مع بيئة الأعمال المصرية، وذلك من خلال التحليل الذي سيقدمه الباحث للتحقق من مدى صحة فرضية نظرية الإشارة للتوزيعات وعلاقتها بالأرباح المستقبلية في الشركات المساهمة المصرية، حيث أن فهم العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية يعتبر هام للعديد من الأطراف فبالنسبة للإدارة العليا تعتبر سياسة التوزيعات من القرارات الاستراتيجية الهامة التي تواجهها، وذلك لأنها تؤثر على كل من المساهمين والشركة، وعلى إدارة الشركة التوفيق بين تحقيق رغبات مساهميها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة

آخري، وذلك من خلال المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها لإعادة استثمارها، كما يهتم غالبية المستثمرين بالتوزيعات التي يحصلون عليها من استثمار أموالهم، حيث أن التوزيعات تعطي صورة إيجابية عن الشركة وعمليتها التشغيلية ومركزها المالي، اذا لا يتوافر لدى المستثمرين الوقت والفرص الكافية لمتابعة نشاط الشركة، ومن ثم فهم ينظرون إلى التوزيعات على أنها مؤشر عن مستوى نجاح الشركة ومعدل نمو أرباحها في المستقبل، لذلك تهتم الشركات بمقابلة توقعات المساهمين بشأن التوزيعات حتى تظهر بصورة أفضل، كما تعتبر نتائج دراستنا هامة بالنسبة للمستثمرين المحتملين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في أسواق رأس المال الناشئة مثل مصر، كما أنها تعد هامة للمنظمين في تحديد المتطلبات الأساسية للإفصاح الفعال للشركات في تلك الأسواق.

وتتمثل دوافع البحث في محاولة تضيق فجوة البحث المحاسبي في هذا المجال، وإيجاد دليل عملي تجريبي بشأن العلاقة بين التغير في التوزيعات وعلاقته بنمو الأرباح المستقبلية، في محاولة لمساعدة المديرين على اختيار سياسة التوزيع الملائمة، وكذلك مساعدة المستثمرين في فهم سياسة التوزيعات وتأثيراتها ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

٥ - حدود البحث:

يقوم هذا البحث بتحليل أثر التغير في سياسة التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية في الشركات غير المالية المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠٢٠، ومن ثم يخرج عن نطاق البحث باقي العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على نمو الأرباح المستقبلية مثل حجم الشركة ونوع الصناعة ومعدل نمو الشركة وغيرها من العوامل، وذلك نتيجة لتناولها من قبل عديد من الدراسات السابقة. كما يخرج عن نطاق البحث شركات القطاع المالي (البنوك وشركات التأمين والخدمات المالية)، وذلك نظرًا لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية وخضوعها لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة.

٦ - منهجية البحث:

يقوم منهج البحث على المنهج الاستقرائي التطبيقي، وذلك من خلال تقسيم منهج البحث إلى شقين إحداهما نظري والآخر تطبيقي على النحو التالي:

الشق النظري: يقوم الباحث فيه باستقراء الأدب المحاسبي فيما يتعلق بأثر التغير في سياسة التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية، بالإضافة إلى استعراض نتائج أهم الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقة تمهيداً لاشتقاق فرضي البحث.

الشق التطبيقي: يقوم الباحث فيه بعمل دراسة تطبيقية لاختبار فرضي البحث الذان تم التوصل إليها في الشق النظري، باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 10، وبالتطبيق على بيانات عينة من ٥٣ شركة من الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى سبع قطاعات مختلف، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠٢٠.

٧- خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لهدفه، سوف يستكمل البحث كالتالي :

- ٧-١- ماهية سياسة التوزيعات وأنواعها وأهم النظريات المحاسبية المرتبطة بموضوع البحث.
- ٧-٢- استقراء وعرض الدراسات السابقة التي تناولت التغير في سياسة التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية.
- ٧-٣- تحليل نتائج الدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث.
- ٧-٤- الدراسة التطبيقية.
- ٧-٥- النتائج والاستنتاجات والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

٧-١- ماهية سياسة التوزيعات وأنواعها وأهم النظريات المحاسبية المرتبطة بموضوع البحث:

٧-١-١- مفهوم سياسة التوزيعات:

يتم استخدام توزيعات الأرباح كوسيلة لتحويل الأموال الفائضة من الشركة إلى مساهميها، ويمكن أن تكون التوزيعات على شكل توزيعات نقدية أو توزيعات أسهم أو كليهما، وتتضمن التوزيعات النقدية تدفق الأموال من الشركة إلى المساهمين، وعلى العكس من ذلك، لا تؤثر توزيعات الأسهم على المستوى النقدي للشركة ولكنها ستؤثر على عدد أسهم الشركة، ويمكن للمساهمين الذين يرغبون في صرف توزيعات الأسهم الخاصة بهم القيام بذلك عن طريق بيع جزء من أسهمهم، مما سيقلل من نسبتهم في أسهم الشركة، وعلى الرغم من أن دفع التوزيعات ليس التزامًا على الشركة إلا أنه قد يؤثر على قيمة الشركة من خلال التأثير على سعر سهمها (Mohd and Zaharudin., 2019). وفي الحقيقة فإن توزيعات الأسهم لا تزيد من قيمة الشركة ولكنها مجرد إعادة ترتيب لحسابات حقوق الملكية، وعلى الرغم من ذلك فإنه إذا كان نمو الأرباح المستقبلية لا يعوض الانخفاض في الأرباح المحتجزة، فإنه في المستقبل لن يتم تقييد التوزيعات فقط بل سيكون هناك شك عند أي محاولة لتقسيم الأسهم في المستقبل (Huang et al., 2009).

يختلف مفهوم توزيعات الأرباح عن سياسة التوزيعات، حيث توزيعات الأرباح تمثل الجزء الذي سيتم توزيعه من الأرباح التي حققتها الشركة خلال الفترة المالية الماضية، والتي يستحقها المساهمون، أما سياسة التوزيعات فهي تشير إلى النهج التي تتبعه الشركة من حيث توزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل الشركة، أما سياسة التوزيعات المثلى فهي تعظم القيمة السوقية لثروة المساهمين وذلك من خلال تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين ونمو الأرباح في المستقبل (قربيل، ٢٠١٨). وفي تعريف أدق، لمفهوم التوزيعات وسياسة التوزيعات، عرفت دراسة الصاوي (٢٠١٦) توزيعات الأرباح على أنها العوائد التي يتلقها المساهمون على استثماراتهم في أسهم الشركة، بينما سياسة التوزيعات فهي اتخاذ الإدارة قرار المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها لإعادة استثمارها، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك السياسة التي تحقق الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية بما يعظم قيمة المنشأة وثروة المساهمين.

ويخلص الباحث مما سبق، إلى أن سياسة التوزيعات تعنى اختيار الأسلوب المناسب للتصرف في الأرباح المحققة سواء بتوزيعها على المساهمين مما يزيد من السيولة النقدية لديهم أو احتجازها لإعادة استثمارها مما يزيد من القيم الدفترية والسوقية للأسهم المملوكة للمساهمين، لذلك فإنه من الأهمية بمكان اختيار سياسة التوزيعات المثلى التي تحقق التوازن بين التوزيعات النقدية الحالية ونمو الأرباح المستقبلية حتى تستطيع الشركة تلبية توقعات التوزيعات والأرباح المستقبلية.

٧-١-٢ - سياسات توزيع الأرباح وأشكالها ودوافعها:

هناك العديد من سياسات التوزيعات التي يمكن للشركات اتباعها من أهمها:

أولاً: سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح: وتتميز هذه السياسة بالاستمرارية إلا أنه يعاب عليها أنها متقلبة من فترة إلى أخرى تبعاً لحجم الأرباح.

ثانياً: سياسة التوزيعات النقدية المنتظمة: وتتميز هذه السياسة بثبات حجم التوزيعات من سنة لأخرى، ويعاب عليها عدم ارتباطها بالأرباح المحققة.

ثالثاً: سياسة توزيع الأرباح المتبقية: وتتبع الشركات هذه السياسة عندما تقوم بتمويل استثماراتها من الأرباح المحتجزة وتوزيع ما يتبقى من الأرباح وتتميز هذه السياسة باهتمامها بتعظيم الأرباح الرأسمالية ويعاب عليها تقلبها وعدم استمرارية التوزيعات.

رابعاً: سياسة التوزيعات الثابتة سنوياً والتوزيعات الإضافية في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحاً مرتفعة: وتتميز هذه السياسة بوجود عائد منتظم للمساهمين كما أنها تجنب إعطاء المساهمين انطباعاتاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة.

وتأخذ التوزيعات أشكالاً مختلفة أشهرها وأكثرها شيوعاً واستخداماً التوزيعات النقدية، كما أنها قد تأخذ أشكالاً أخرى كإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية أو تجزئة الأسهم، كما أنه يمكن الجمع بين بعض تلك الأشكال.

أبرزت الدراسات المحاسبية العديد من الدوافع التي تحفز الشركات على القيام بتوزيعات نقدية لجزء من أرباحها المتحققة في مقابل احتجازها للتمويل الذاتي، وتتضمن أهم تلك الدوافع ما يلي (حسين، ٢٠٢٠):

١. تمثل التوزيعات النقدية انعكاساً لصحة الحالة المالية للشركة، كما تساعد على تدعيم وتعظيم القيمة الاقتصادية للشركة.

٢. تستخدم التوزيعات النقدية كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح الشركة وأدائها، وبالتالي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم الشركة.
٣. تسمح التوزيعات النقدية بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهم الشركة وعدم بيعها أو التصرف فيها، وكذلك تحفزهم على الاكتتاب عندما تقرر الشركة زيادة رأس المال.
٤. تزيد التوزيعات النقدية من ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية.
٥. تساعد التوزيعات النقدية في التخفيف من مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة، كما تسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للشركة.
٦. تسهل التوزيعات النقدية من رقابة سوق الأوراق المالية لأنشطة وأداء الشركة.

٧-١-٣- النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات:

هناك العديد من النظريات المحاسبية التي تحاول تفسير سياسة التوزيعات وعلاقتها بنمو الأرباح المستقبلية، ويمكن تلخيص أهم تلك النظريات على النحو التالي:

أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory):

وكانت أولى الدراسات التي تناولت تحليل أثر سياسة التوزيعات هي دراسة Miller and Modigliani (1961) وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم في ظل افتراض سوق الأوراق المالية الكفاء وأن أرباح الشركة واستثماراتها هي المحدد الأساسي. حيث أنه في سوق الأوراق المالية المثالية يكون هناك حرية لانتقال رؤوس الأموال ولا توجد ضرائب أو تكاليف وكالة كما أنه يتم الإفصاح عن جميع المعلومات لجميع المستخدمين في نفس التوقيت، ونتيجة لذلك فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة، إلا أنه نتيجة لعدم توافر هذه الشروط في أسواق رأس المال الحالية ونتيجة لزيادة عدم تماثل المعلومات فإن سياسة التوزيعات يمكن أن يكون لها تأثير على قيمة الشركة وأرباحها (Lee, 2010). كما أنه في جميع الأحوال فإن زيادة التوزيعات تعنى انخفاض الأرباح المحتجزة ومن ثم انخفاض القيمة الحالية للأسهم حيث يجب تحويل جزء من الأرباح للمستثمرين حتى تتمكن الشركات من جذب رأس المال الخارجي وزيادة الاستثمار، لذلك فإن سياسة التوزيعات تؤثر بصورة غير مباشرة على

أسعار الأسهم والأرباح المستقبلية، هذا فضلاً عن صعوبة توافر فرضيات السوق الكفاء والسلوك الرشيد للمستثمرين في الواقع العملي. ونتيجة لذلك حاول العديد من الباحثين توضيح أهمية التوزيعات من خلال ربطها بقيمة الشركة معتمدين على العديد من النظريات المحاسبية مثل نظرية الوكالة ونظرية الإشارة لمحاولة فهم سلوك التوزيعات وعلاقتها بأسعار الأسهم والأرباح المستقبلية في ظل افتراض صعوبة وجود سوق الأوراق المالية الكفاء بشكل كامل (Al-Shattarat et al. 2018).

ثانياً: نظرية أولويات التمويل (Pecking Order Theory):

يفضل الاعتماد على التمويل الداخلي لتمويل المشروعات بالمقارنة بالتمويل الخارجي نظراً لانخفاض تكلفته وشروطه، إلا أن زيادة التوزيعات تقلل من الأموال الداخلية المتاحة للاستثمار، مما يجبر الشركات على التضحية بمشروعات ذات صافي قيمة عالية موجبة أو تضطر إلى تمويل تلك المشاريع بتكاليف أعلى، وقد يؤدي أي منهما إلى انخفاض الأرباح المستقبلية (Al-Shattarat et al. 2018). وتتوقع نظرية أولويات التمويل وجود علاقة سلبية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية، ويبنى هذا التوقع على افتراض عدم وجود ما يكفي من الأرباح المحتجزة لتمويل أي فرص نمو مستقبلية محتملة (Willows et al., 2020)، لذلك فإن الانخفاض في التوزيعات يعتبر مؤشر على زيادة الأرباح في المستقبل، حيث أنه من المنطقي أن تقوم الشركات ذات معدلات النمو المرتفع والتوزيعات المنخفضة باحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح لإعادة استثماره مما يزيد من الأرباح المستقبلية (Nugroho, 2019). ونتيجة لما سبق فإن الشركات ذات معدلات النمو والربحية المرتفعة تفضل الاحتفاظ بالموارد النقدية لتمويل فرص الاستثمار المستقبلية (Myers, 1984).

ثالثاً: نظرية عصفور في اليد (Bird-in-the-Hand Theory):

تفترض تلك النظرية أنه نتيجة لعدم التأكد المرتبط بزيادة القيمة السوقية لسهم الشركة بسبب احتجاز الأرباح، فإن المستثمرين يفضلون التوزيعات النقدية الأقل مخاطرة مقارنة بالأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها مستقبلاً (حسين، ٢٠٢٠).

رابعاً: نظرية تأثيرات عملاء الضريبة (Tax Clientele Effects Theory):

تفترض تلك النظرية أنه في ظل مواجهة المستثمرين لمعالجات ضريبية مختلفة للتوزيعات النقدية مقابل الأرباح الرأسمالية، والتي قد ينتج عنها أن يصبح صافي التوزيعات النقدية بعد خصم الضريبة أقل من الأرباح الرأسمالية، فإن المستثمرين غالباً ما يفضلون أو يجذبون تجاه الشركات التي تحتجز الجزء الأكبر من أرباحها لإعادة استثمارها (حسين، ٢٠٢٠).

خامساً: نظرية الوكالة (Agency Theory):

تفترض هذه النظرية أن توزيعات الأرباح تقوم بدور مهم في عملية مراقبة أداء المديرين، حيث تسهم التوزيعات النقدية في الحد من مشاكل الوكالة والاستثمار الأكثر من اللازم، إلا أن ذلك يعتمد بشكل كبير على مستوى الحماية التي توفره الدولة للمستثمرين، حيث أن التوزيعات تقلل من مشاكل الوكالة في الدول التي لديها حماية قوية للمستثمرين بالمقارنة بالدول التي لديها حماية أقل للمستثمرين (Chen and Koshoev, 2018). ويفضل الاعتماد على التمويل الداخلي لتمويل المشروعات بالمقارنة بالتمويل الخارجي نظراً لانخفاض تكلفته وشروطه، إلا أن زيادة التوزيعات تقلل من الأموال الداخلية المتاحة للاستثمار، مما يجبر الشركات على التضحية بمشروعات ذات صافي قيمة عالية موجبة أو تضطر إلى تمويل تلك المشاريع بتكاليف أعلى، وقد يؤدي أي منهما إلى انخفاض في الأرباح المستقبلية، وعلى النقيض، فإنه وفقاً لنظرية الوكالة فإن المديرين قد يقومون بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة لخدمة مصالحهم الشخصية، ومن ثم فإن زيادة المدفوعات (التوزيعات) يمكن أن يخفف من تكاليف الوكالة المحتملة، كما أنه يزيد من فاعلية الرقابة من قبل أسواق رأس المال على الشركات، لأن الشركات التي لديها زيادة في التوزيعات غالباً ما تلجأ إلى أسواق رأس المال بشكل متكرر لتلبية احتياجاتها من التمويل، وفي كلتا الحالتين فإن هذا سيؤثر إيجابياً على الأرباح المستقبلية (Al-Shattarat et al. 2018)، حيث يفترض أن تخفف التوزيعات النقدية من تكاليف الوكالة والحد من الاستثمار المفرط مما يسهم في إيجاد بيئة ملائمة لنمو الأرباح المستقبلية (Zhou and Ruland, 2006). ونتيجة لما سبق فإن البعض يرى أن نسبة توزيعات الأرباح تؤثر إيجابياً على نمو الأرباح المستقبلية حيث أن زيادة التوزيعات يؤدي إلى زيادة الثقة في الإدارة كما أنه تحد من التوقعات السلبية بشأن أداء الشركة وتخفف من مشاكل الوكالة، هذا فضلاً عن أن زيادة التوزيعات تعطى مؤشر عن كفاءة

الإدارة في استغلال الموارد المتاحة وخاصة مصادر التمويل الخارجية (Prasangi and Wijesinghe., 2016).

سادسًا: نظرية الإشارة (Signaling Theory):

فوفقًا لهذه النظرية فإن إدارة المشروعات التي لديها أخبارًا جيدة تحاول أن تفصح عن هذه المعلومات حتى تميز نفسها عن المشروعات التي لديها أخبارًا سيئة (أبو العلا، ٢٠١٨)، حيث تفترض نظرية الإشارة أن التوزيعات تعتبر بمثابة جهاز إشارة محتمل للأرباح، حيث يمتلك المديرين معلومات خاصة حول الأرباح المستقبلية للشركة، لذلك زاد الاهتمام من قبل الدراسات الأكاديمية بتحليل العلاقة بين التغييرات في التوزيعات والتغيرات في الأرباح المستقبلية والتي تعتبر من القضايا الهامة المرتبطة بتمويل الشركات، وقد تناولت الأدبيات المحاسبية اختبار تلك الفرضية - القدرة التنبؤية للتغيرات في التوزيعات - باستخدام طريقتين، تقوم الطريقة الأولى بدراسة ما إذا كانت التغييرات في التوزيعات يمكن أن تتنبأ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم، أما الطريقة الثانية اهتمت بدراسة ما إذا كانت التغييرات في التوزيعات يمكن أن تتنبأ بالتغيرات المستقبلية في الأرباح المحاسبية (Al-Shattarat et al., 2018). وإذا ثبت صحة فرضية نظرية الإشارة وتم تأكيد القدرة التنبؤية للتغيرات في التوزيعات إحصائيًا، فإن ذلك يعنى أن المديرين يمكن أن يستخدموا التوزيعات للإشارة إلى توقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية، ومن هنا تتضح أهمية هذه الدراسة في أنها تسعى إلى التحقق من مدى صحة فرضية نظرية الإشارة في ظل الأسواق الناشئة.

ومن الناحية النظرية فإن قرار التوزيعات بالنسبة إلى الاستثمارات لا يؤثر على قيمة أسهم الشركة، ومع ذلك، فمن المسلم به أن اعلانات التوزيعات لها محتوى معلوماتي، حيث يمكن للمديرين استخدام التوزيعات كأداة لنقل المعلومات للمستثمرين حول توقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية للشركة، وهناك وجهتي نظر تفسر المحتوى المعلوماتي للتوزيعات وهما وجهة النظر الكلاسيكية ووجهة نظر التوزيعات الفائضة، وتشير وجهة النظر الكلاسيكية للتوزيعات إلى أن الشركات تختار دفع توزيعات ثابتة بما يتماشى مع توقعاتها للأرباح على المدى الطويل وتفضل جعلها ثابتة ومستمرة وتقوم بتغييرها فقط عند حدوث تغييرات كبيرة في توقعاتها للأرباح المستقبلية على المدى الطويل، وبالتالي فإن الزيادة (النقص) في مستوى التوزيعات سيوصل محتوى معلوماتي إيجابي (سلبي) حول الأرباح المستقبلية للشركة، أما وجهة النظر الثانية الخاصة بالتوزيعات

الفائضة فهي تشير إلى أن الزيادة (النقص) في التوزيعات تعكس فقط نقص (وفرة) الاستثمارات المربحة، ووفقاً لهذا الرأي، فإن زيادة (نقص) التوزيعات سيوصل محتوى معلومات سلبي (إيجابي) حول الأرباح المستقبلية للشركة، وذلك على عكس الفرضية الكلاسيكية، وتتوافق معظم الأدلة التجريبية مع وجهة النظر الكلاسيكية حيث يتفاعل السوق بشكل عام إيجابياً (سلبياً) مع إعلانات زيادة (نقص) التوزيعات التي تفصح عنها الشركات (Adjaoud, 1984). ومن ناحية أخرى، وفقاً لنظرية الإشارة فإن زيادة التوزيعات يتبعه ارتفاع في أسعار الأسهم، والعكس صحيح، وهذا يشير إلى أن المستثمرين يفضلون زيادة التوزيعات على زيادة المكاسب الرأسمالية، هذا بالإضافة إلى أن زيادة التوزيعات يجعل المستثمرين يتوقعون زيادة العوائد المستقبلية، كما أن انخفاض التوزيعات أو زيادتها عن المستوى الطبيعي يشير إلى أن الشركة ستعاني من مشاكل مستقبلية (Nugroho, 2019). حيث أثبتت العديد من الأدلة التجريبية أن هناك ارتباط إيجابي بين تغيير التوزيعات وعوائد الأسهم خلال أيام الإعلان عن التوزيعات، حيث تؤثر التوزيعات على عوائد الأسهم من خلال ما تنقله من معلومات حول الأرباح المستقبلية للشركة (Nissim and Ziv, 2001).

٧-٢ - استقرار وعرض الدراسات السابقة التي تناولت أثر التغيير في سياسة التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية:

إن إصلاح القطاع المالي وتطوير أسواق رأس المال يمثل حجر الزاوية في السياسات الاقتصادية في العديد من الاقتصادات النامية، حيث أن أسواق رأس المال المتطورة تسهم في جذب المستثمرين الدوليين وتعبئة المدخرات المحلية وزيادة السيولة مما يسهم في تحقيق النمو الاقتصادي المنشود، وبصرف النظر عما إذا كانت التوزيعات تمثل مصدر عائد للمستثمرين، فإن زيادة قدرة الشركات على دفع التوزيعات تعزز الثقة في أسواق رأس المال ولدى المستثمرين، وبالتالي فمن المهم لدى المستثمرين وواضعي السياسات الاقتصادية فهم سلوك سياسة التوزيعات للشركات، مما يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين. ويحتاج المستثمرين في الأسواق المالية إلى فهم العوامل والمحددات التي تحفز المديرين على دفع التوزيعات، ومن منظور التنمية الاقتصادية في الدول النامية نحتاج إلى فهم العوامل التي تدفع الشركات لإعادة القيمة للمستثمرين، حيث يعد إنشاء أسواق رأس المال والحفاظ على ثقة المستثمرين عناصر متكاملة للسياسات

الاقتصادية الناجحة، كما تعد القدرة على تحويل الأموال الفائضة إلى الفرص الاستثمارية المنتجة أمراً حيوياً لتعزيز النمو الاقتصادي (Al-Shattarat et al., 2018). إن تحليل العلاقة بين التغيير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية تعتبر مهمة ليس فقط بالنسبة للمديرين الذين يقومون بوضع تلك السياسات ولكنها مهمة أيضاً بالنسبة للمستثمرين والاقتصاديين حتى يتمكنون من تقييم أداء الشركات في أسواق رأس المال.

تؤثر سياسة التوزيعات على توقعات المساهمين، والنقد المتوفر، وطريقة التمويل، والهيكل المالي، واستمرارية الشركة، لذلك فإن فهم سياسة التوزيعات وتأثيرها على الوضع المالي للشركة وأنشطتها قصيرة وطويلة الأجل ستؤدي إلى تحسين فعالية وكفاءة سياسة التوزيعات (Parsian et al., 2013). إلا أن سياسة التوزيعات تختلف من شركة إلى أخرى نتيجة اختلاف ظروف الشركة والاستراتيجيات التي تتبناها، فبعض الشركات تقوم بتوزيع جزء من الأرباح سنوياً بنسب مختلفة، وعلى النقيض فإن بعض الشركات لا تدفع توزيعات نهائياً وتفضل احتجاز كل الأرباح وإعادة استثمارها (Nugroho, 2019). وترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى تأثيرها على المساهمين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة، بالإضافة إلى تأثيرها على هيكل رأس مال الشركة وطريقة تمويل الشركة لاستثماراتها سواء من الموارد الذاتية أو من الأموال المقترضة، وكذلك تأثيرها على التدفقات النقدية للشركة وسيولتها ومعدل النمو المستقبلي، وتكلفة مصادر الأموال (الصاوي، ٢٠١٦). حتى بافتراض عدم وجود دليل بأن التوزيعات تعطي إشارة عن زيادة الأرباح المستقبلية فإن هناك احتمال أن يستنتج المستثمرين بشكل منطقي أو غير منطقي أن تغييرات التوزيعات تستخدم دائماً من قبل المديرين كأداة للإشارة عن زيادة الأرباح المستقبلية مما يجعلهم يتفاعلون بشكل إيجابي (سلبي) مع الزيادات (النقصان) في التوزيعات بدون التفكير بأن المديرين يمكن أن يقوموا بتغيير التوزيعات لأسباب أخرى (Al-Shattarat et al. 2018).

يعد اتخاذ القرار بشأن توزيع جزء من الأرباح أحد أهم القرارات التي تواجهها الشركات، حيث تؤثر سياسة التوزيعات على سعر السهم ونمو الأرباح المستقبلية وأخيراً تقييم المستثمرين لحقوق الملكية، وتعتمد نسبة توزيعات على الكثير من العناصر مثل: فرص الاستثمار، الربحية، ضريبة الدخل، الالتزام بالقوانين والسيولة (Parsian et al., 2013). لذلك تعتبر سياسة التوزيعات أحد أهم القرارات المالية التي تتخذها الشركات، ومن ثم فإن فهم كيفية تقييم أسواق رأس المال للتوزيعات يعد أمراً أساسياً لنظريات تسعير الأصول وتخصيص المحافظ الرأسمالية وهيكل رأس المال

والميزانيات الرأسمالية وتكلفة رأس المال والاقتصاد العام، لا سيما فيما يتعلق بأثار السياسة الضريبية، وعلى الرغم من البحث المكثف، لا يزال يصعب على المحاسبون الماليون فهم كيفية تقييم أسواق رأس المال للتوزيعات أو كيف يتم تحديد سياسة التوزيعات لشركة معينة حتى في الشركات التي تتصف بخصائص متشابهة جداً، مثل العمر والأرباح ومستوى السيولة، يظهر بشكل كبير أن هناك اختلافات في سياسات التوزيعات المتبعة (Michaely et al., 2018). وقد تستخدم التوزيعات كأداة لمنع الممارسات الانتهازية من قبل مديري الشركات حيث أن توزيع الفائض النقدي يحد من قدرة المديرين عند تخصيص الموارد المالية في الأنشطة التي تحقق مصالحهم على حساب مصلحة المساهمين، لذلك فإن التوزيعات قد تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة من خلال الحد من الاستثمار الأكثر من اللازم، فلذلك يمكن اعتبار التوزيعات كأداة من أدوات حوكمة الشركات الداخلية التي تستخدم للحد من الممارسات الإدارية الانتهازية (Chowdhury et al., 2014).

وكانت وجهة النظر السائد قديماً والتي أسسها (Miller and Modigliani (1961 أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة الشركة في سوق رأس المال الكفاء. كما يشير Benartzi et al. (1997) إلى أن تغييرات التوزيعات والأرباح تسبقها تغييرات في الأرباح في نفس الاتجاه، ولكن لا يوجد دليلاً على أن هذه التغييرات في التوزيعات تتبعها تغييرات أرباح لاحقة في نفس الاتجاه، ويضيف (Chan et al. (2018 أنه يتم تمهيد التوزيعات بالنسبة للأرباح حيث تمتنع الشركات عن زيادة التوزيعات استجابة لزيادات الأرباح المؤقتة، وبالتالي تتجنب غضب المستثمرين الذين لن يستجيبوا بشكل إيجابي لانخفاض التوزيعات، لذلك لا تقوم الشركات بزيادة التوزيعات إلا استجابةً للزيادة الدائمة في الأرباح وليس الزيادة الحالية في الأرباح وذلك لتجنب خفض التوزيعات لاحقاً إذا لم تكن الزيادة في الأرباح دائمة، كما تقوم العديد من الشركات بتمهيد التوزيعات وجعلها ثابتة حتى تتجنب ردود الفعل السلبية من المساهمين. وفي نفس السياق، يرى (Lee (2010 أنه في سوق الأوراق المالية المثالية يكون هناك حرية لانتقال رؤوس الأموال ولا توجد ضرائب أو تكاليف وكالة كما أنه يتم الإفصاح عن جميع المعلومات لجميع المستخدمين في نفس التوقيت، ونتيجة لذلك فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة، إلا أنه نتيجة لعدم توافر هذه الشروط في أسواق رأس المال الحالية ونتيجة لزيادة عدم تماثل المعلومات فإن سياسة التوزيعات يمكن أن يكون لها تأثير على قيمة الشركة. حيث اشارت العديد من الدراسات أن نسبة التوزيعات قد يكون لها دور في توقع الأرباح المستقبلية على المدى القصير، حيث أنه وفقاً لنظرية الإشارة

فإن المديرين يمكن أن يستخدموا التوزيعات للإشارة إلى توقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية (Vivian, 2006). وهناك **وجهتي نظر متعارضتين** بشأن العلاقة بين التغيير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، فبناءً على نظريات التمويل فإنه يتوقع وجود علاقة سلبية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية، ويبنى هذا التوقع على افتراض عدم وجود ما يكفي من الأرباح المحتجزة لتمويل أي فرص نمو مستقبلية محتملة (Willows et al., 2020)، ونظرًا لأن التوزيعات تقلل من الأموال الداخلية المتاحة للاستثمار، فإن العديد من المستثمرين يتوقعون انخفاض الأرباح المستقبلية عند زيادة التوزيعات (Zhou and Ruland, 2006)، وقد أيدت بعض الدراسات السابقة تلك النتائج حيث توصلت إلى أن زيادة التوزيعات تؤثر سلبًا على نمو الأرباح المستقبلية (Myers, 1984; Gul, 1999).

وعلى النقيض مما سبق، فإن العديد من الأبحاث التي تم إجراؤها في أسواق مالية مختلفة خلال السنوات الأخيرة تثبت عكس هذا الاعتقاد (Willows et al., 2020)، حيث تشير بعض النتائج التجريبية أن الشركات ذات التوزيعات المرتفعة عادة ما تحقق معدلات نمو مرتفعة في الأرباح المستقبلية (Zhou and Ruland, 2006)، حيث وجد (Healy and Palepu, 1988) أن هناك علاقة إيجابية بين التوزيعات والتغيرات اللاحقة في الأرباح وأن هذا دليل على أن المستثمرين يعاملون التغيرات غير الطبيعية في التوزيعات على أنها إشارة على وجود توقعات لدى المديرين بتغيير الأرباح المستقبلية، كما توصلت العديد من الدراسات الحديثة إلى أن هناك ارتباط إيجابي بين نسب التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية (Arnett and Asness, 2003), Ap (Gwilym et al., 2006) and Zhou and Ruland, (2006)) حيث يفترض أن تخفض التوزيعات النقدية من تكاليف الوكالة والحد من الاستثمار المفرط مما يساهم في إيجاد بيئة ملائمة لنمو الأرباح المستقبلية (Zhou and Ruland, 2006). كما أن زيادة نسبة توزيعات الأرباح تؤثر إيجابيًا على نمو الأرباح المستقبلية حيث أن زيادة التوزيعات يؤدي إلى زيادة الثقة في الإدارة كما أنها تحد من التوقعات السلبية بشأن أداء الشركة وتخفض من مشاكل الوكالة، هذا فضلاً عن أن زيادة التوزيعات تعطي مؤشر عن كفاءة الإدارة في استغلال الموارد المتاحة وخاصة مصادر التمويل الخارجية (Prasangi and Wijesinghe., 2016). كما تشير نماذج الإشارة للتوزيعات أن المديرين يفصحون عن معلوماتهم الخاصة حول أداء الشركة المستقبلي من خلال سياسة التوزيعات، ومن ثم فإن سياسة التوزيعات يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة إذا كان لها محتوى

معلوماتي في السوق بشأن الأرباح المستقبلية للشركة (Carroll, 1995)، حيث تقوم وجهة النظر القائلة بأن هناك علاقة إيجابية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية على افتراض أن المديرين لديهم معلومات خاص تجعلهم يدفعون توزيعات أكثر عندما يكونون متفائلين بشأن الأرباح المستقبلية، ويقومون بتخفيض التوزيعات عندما يكونون متشائمين بشأن الأرباح المستقبلية (ap Gwilym et al., 2006).

ويتضح مما سبق أنه لا يوجد تأثير متوقع لتغير التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية وأن اتجاه وقوة العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية يختلف باختلاف بيئة وظروف أسواق رأس المال المختلفة. ونتيجة لما سبق فقد تناولت عديد من الدراسات السابقة تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، وسنتناول فيما يلي أهم تلك الدراسات. حيث تناولت عديد من الدراسات العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بالتطبيق على مجموعة من الدول ((Chen and Koshoev (2018) and Gwilym et al. (2006) ap))، حيث هدفت دراسة ap Gwilym et al. (2006) تحليل العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في ١١ دولة من الدول المشتركة في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وهم: فرنسا وألمانيا واليونان وإيطاليا واليابان وهولندا والبرتغال وإسبانيا وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة وذلك خلال الفترة ١٩٦٥-٢٠٠٤. وتشير نتائج الدراسة إلى أنه على الرغم من اختلاف اتجاه وقوة العلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية في الدول المختلفة، إلا أن الاتجاه العام يشير إلى أن انخفاض التوزيعات وزيادة الأرباح المحتجزة لا يؤدي إلى نمو الأرباح المستقبلية على الرغم من أنه يسهم في زيادة التوزيعات المستقبلية، كما وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الدول ذات معدلات التوزيعات المرتفعة. وفي نفس السياق هدفت دراسة (Chen and Koshoev (2018) تحليل أثر تسجيل الشركة في أسواق المال الأمريكية وسياسية التوزيعات على زيادة العوائد غير الطبيعية ونمو الأرباح (كمقاييس بديلة لقيمة الشركة) في شركات دول النمرور الآسيوية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠١ شركة منها ٧٣ من هونج كونج و١٢ من سنغافورة و١٠ من كوريا الجنوبية و٦ من تايوان وذلك خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٣. وتشير نتائج الدراسة إلى أن التوزيعات ترتبط إيجابياً بالعوائد غير الطبيعية ونمو الأرباح المستقبلية، حيث أن المستثمرين الأجانب يقللون من قيمة الشركات التي تقلل التوزيعات ويعتبرون أسهمهم محفوفة بالمخاطر، حيث أن المستثمرين الأجانب يكونون أكثر حرصاً عند

الاستثمار في الشركات التي تنتمي لدول معينة، إلا أن زيادة التوزيعات تغير من تصوراتهم وتنقل لهم إشارات تفاؤل، حيث أنهم يكونون أكثر إقبالا على شراء الأسهم التي تحمل إشارات إيجابية مزدوجة (أي زيادة التوزيعات مع زيادة فرص الاستثمار)، وتوضح النتائج اختلاف سياسة التوزيعات في الشركات قبل وبعد التسجيل في سوق الأوراق المالية الأمريكية، حيث كانت تعتمد الشركات على مصادر التمويل الداخلية من خلال تخفيض التوزيعات قبل التسجيل في سوق الأوراق المالية الأمريكية في حين أنها قامت بزيادة التوزيعات بعد التسجيل في سوق الأوراق المالية الأمريكية وذلك لأن المستثمرين الأمريكيين يفضلون الشركات التي تقوم بتوزيع جزء كبير من أرباحها نقداً مما يتيح لهم الفرصة لإعادة استثماره مرة أخرى وفقاً لتفضيلاتهم الشخصية.

ومن ناحية أخرى، فقد تناولت عديد من الدراسات تحليل العلاقة بين التغيير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في بعض الدول منفردة وخاصة في الولايات المتحدة، وعلى الرغم من تناول عديد من الدراسات المحتوى المعلوماتي للتوزيعات في الولايات المتحدة والعديد من الأسواق المتقدمة الأخرى، إلا أنه حتى في حالة السوق الأمريكية، وبعد عقود من البحث، لا يزال هناك جدلاً قوياً بشأن قدرة التوزيعات على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات. حيث أيدت عديد من الدراسات رأى (Miller and Modigliani (1961 أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة الشركة وأرباحها، حيث توصل (Benartzi et al. (1997 إلى أنه على الرغم من وجود علاقة إيجابية معنوية بين الأرباح الماضية والتغيير في سياسة التوزيعات، إلا أن الدراسة لم تجد أي دليل على أن التغيير في سياسة التوزيعات له محتوى معلوماتي بشأن الأرباح المستقبلية للشركة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠٢٥ شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٧٩-١٩٩١. كما هدفت دراسة (DeAngelo et al. (1996 تحليل المحتوى المعلومات لقرارات التوزيعات للشركات الأمريكية التي تتخفف أرباحها السنوية بعد تسع سنوات متتالية أو أكثر من النمو. وتوصلت الدراسة إلى أن التغييرات في التوزيعات لا توفر معلومات حول الأرباح المستقبلية وأن المديرين يميلون إلى زيادة التوزيعات بناءً على التوقعات المفرطة في التفاؤل حول الأرباح المستقبلية، وبالتالي فإن المحتوى المعلوماتي للتوزيعات لا يمكن الوثوق فيه. وبالتطبيق على القطاع المالي، تناولت دراسة (Farsio et al. (2004 تحليل القدرة التنبؤية للتوزيعات في التنبؤ بالأرباح المستقبلية وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر S&P 500 والذي يضم أسهم أكبر ٥٠٠ شركة مالية أمريكية من بنوك ومؤسسات مالية وذلك خلال الفترة ١٩٨٨-٢٠٠٢. وتوصلت الدراسة

إلى أن التوزيعات ليس لها قوة تفسيرية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، حيث تشير النتائج التجريبية إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية على المدى الطويل، وتوضح هذه النتائج إلى أنه من الخطأ أن يقوم المديرين الماليين والمستثمرين باتخاذ القرارات الاستثمارية بناءً على تحليل العلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية على المدى القصير. ومؤخرًا، هدفت دراسة (Michaely et al., 2018) إلى التحقق من فرضية الإشارة للتوزيعات في سوق الأوراق المالية الأمريكية بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٩٠٢ مشاهدة خلال الفترة ١٩٦٥-٢٠١٣. وتوصلت الدراسة إلى أن التوزيعات تعطي إشارة لأرباح مستقبلية أكثر أمانًا وليس بالضرورة أن تكون أعلى من الأرباح الحالية، حيث وجدت الدراسة أن التقلبات في الأرباح المستقبلية تكون أقل في الشركات التي أعلنت عن توزيعات.

وعلى النقيض مما سبق، فقد توصلت عديد من الدراسات إلى صحة فرضيات نظرية الإشارة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى أن هناك علاقة إيجابية بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، وتتعارض هذه النتائج مع وجهة النظر التي كانت سائدة في الماضي بأن زيادة الأرباح المحتجزة وإعادة استثمارها يسهم في زيادة نمو الأرباح المستقبلية، وتتفق مع الرأي القائل بأن المديرين لديهم معلومات خاصة تجعلهم يقومون بزيادة التوزيعات عند توقع نمو الأرباح المستقبلية، هذا فضلًا عن أن زيادة التوزيعات يجعل المديرين يختارون المشاريع الاستثمارية بعناية نظرًا لانخفاض الموارد المالية المتاحة ورغبتهم في الحفاظ على نفس مستوى التوزيعات السابقة. وفيما يلي عرض لأهم نتائج تلك الدراسات، وكانت أولى تلك الدراسات هي دراسة (Watts (1973 التي قامت بتحليل ما إذا كانت التوزيعات الحالية والسابقة تحسن من القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية بشكل أفضل عما إذا تم الاعتماد على الأرباح الحالية والسابقة فقط، وذلك للتحقق مما إذا كانت التوزيعات تنقل معلومات إضافية عن معلومات الأرباح وذلك بالتطبيق على عينة من ٣٠١ شركة أمريكية خلال الفترة ١٩٤٦-١٩٦٧. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التغيرات غير المتوقعة للتوزيعات والتغيرات في الأرباح المستقبلية. وفي نفس السياق، هدفت دراسة (Carroll (1995 تحليل أثر سياسة التوزيعات على نمو وتباين الأرباح المستقبلية في الشركات الأمريكية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٨٥٧ خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨٤. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التغيرات في التوزيعات والأرباح المستقبلية، حيث وجدت الدراسة أن تغيرات توزيعات الأرباح مفيدة

للتنبؤ بالأرباح المستقبلية لمدة خمسة أرباح، كما توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية غير معنوية بين التغيرات في التوزيعات وتباين الأرباح المستقبلية. ومن ناحية أخرى، هدفت دراسة Kao and Wu (1994) تحليل العلاقة بين التوزيعات واستمرارية الأرباح في المستقبل باستخدام أسلوب إحصائي يتجنب مشكلات التقدير الناتجة عن ثبات التوزيعات وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٢٩٥ شركة أمريكية خلال الفترة ١٩٦٥-١٩٨٦. وتوصلت الدراسة إلى صحة فرضية نظرية الإشارة للتوزيعات، حيث وجدت الدراسة أن التوزيعات تنقل إشارات إيجابية بشأن توقعات المديرين للأرباح المستقبلية.

وفي نفس السياق وفي مطلع الألفية، هدفت دراسة Nissim and Ziv (2001) تحليل العلاقة بين تغيير التوزيعات والأرباح المستقبلية في الشركات الأمريكية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠٠٦٦٦ مشاهدة خلال الفترة ١٩٦٤-١٩٩٧. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين تغيير التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في العامين التاليين، وتدعم هذه النتائج فرضية المحتوى المعلوماتي للتوزيعات والتي تنص على أن تغيير التوزيعات ينقل معلومات حول الأرباح في السنوات اللاحقة. كما هدفت دراسة Arnott and Asness (2003) الى تحليل العلاقة بين نسبة التوزيعات ومعدل نمو الأرباح في سوق الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة من ١٩٤٦-٢٠٠١. وأوضحت النتائج ان هناك علاقة إيجابية بين نسبة التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية. ومن ناحية أخرى، هدفت دراسة Hanlon et al., (2006) على تحليل أثر التوزيعات على العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المستقبلية، وذلك من خلال تحليل العلاقة بين عوائد الأسهم في العام الحالي والأرباح المستقبلية للشركات التي وزعت جزء من أرباحها في العام الحالي مقارنة بالشركات التي لم توزع جزء من أرباحها، وذلك بالتطبيق على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٤. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركة التي تقوم بتوزيع جزء من أرباحها تزداد قوة العلاقة الإيجابية بين عوائد الأسهم الحالية والأرباح المستقبلية للشركة مما يعنى أنه كلما زاد الارتباط بين العوائد الحالية والأرباح المستقبلية، زادت منفعة المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية التي تتقها التوزيعات.

وفي نفس السياق وعلى المستوى الفيدرالي الأمريكي، هدفت دراسة Wann and Long (2009) تحليل العلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية على المستوى الاقتصاد الكلي بالتطبيق على البيانات الفيدرالية الأمريكية خلال الفترة ١٩٥٦-٢٠٠٤. وتشير نتائج الدراسة إلى أن زيادة

التوزيعات الإجمالية على مستوى الاقتصاد الكلي تشير إلى نمو الأرباح المستقبلية لمدة ثلاث سنوات، وأن السيولة الإجمالية الزائدة تلعب دورًا مهمًا في قوة هذه العلاقة. وتدعم هذه النتائج الاقتراح القائل بأن التوزيعات تحتوي على معلومات حول الأرباح المستقبلية. ومن ناحية أخرى، هدفت دراسة Charitou et al., (2010) تحليل ما إذا كانت تغيير سياسة التوزيعات ينقل معلومات إضافية حول الأرباح المستقبلية للشركات الأمريكية وأثر استمرارية التوزيعات والأرباح في السنوات السابقة على تلك العلاقة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٨٧٣ مشاهدة خلال الفترة ١٩٨٦-٢٠٠٥، حيث قامت الدراسة بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين من الشركات تضمنت المجموعة الأولى الشركات التي لديها سبع سنوات على الأقل من الأرباح والتوزيعات الإيجابية قبل أول انخفاض في أرباحها السنوية، أما المجموعة الثانية فتضمنت الشركات التي لديها ثلاث سنوات على الأكثر من الأرباح والتوزيعات الإيجابية قبل أول انخفاض في أرباحها السنوية. وتوصلت الدراسة إلى أنه بشكل عام فإن سياسة التوزيعات لها محتوى معلوماتي حول الأرباح المستقبلية للشركات وذلك مع عدم الأخذ في الاعتبار التوزيعات والأرباح السابقة، كما توصلت الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للتوزيعات يكون أكبر في شركات المجموعة الأولى مما يعنى أن التغييرات في سياسة التوزيعات تعزز قدرة الأرباح الحالية على التنبؤ بالأرباح المستقبلية كلما كانت التوزيعات والأرباح الماضية مستمرة لمدة أطول.

وفي المملكة المتحدة، لا يختلف الوضع عن الولايات المتحدة، حيث أنه لا يزال هناك جدلاً قوياً بشأن قدرة التوزيعات على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات. حيث أنه بالتطبيق على بيانات قديمة نسبياً تناولت دراسة Vivian (2006) تحليل العلاقة بين نسبة المدفوعات والأرباح المستقبلية في المملكة المتحدة وذلك بالتطبيق على ٢٠ صناعة في المملكة المتحدة خلال الفترة من ١٩٦٦-٢٠٠٢. وتوصلت الدراسة إلى أنه هناك علاقة إيجابية معنوية بين نسبة المدفوعات ونمو الأرباح المستقبلية، وذلك على عكس ما كان متوقعاً أن الصناعات التي لديها نسب مدفوعات مرتفعة - بالنسبة إلى متوسط السلاسل الزمنية للصناعة - يكون لديها نمو منخفض في الأرباح المستقبلية. إلا أنه على عكس تلك النتائج وبالتطبيق على بيانات حديثة نسبياً، هدفت دراسة Hussainey and Aal-Eisa (2009) إلى تحليل العلاقة بين الإفصاح الاختياري والتوزيعات وبين الأرباح المستقبلية للشركات التي تعاني من استمرار انخفاض أرباحها، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات في المملكة المتحدة خلال الفترة من ٢٠٠٠-٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة

التوزيعات لا ينقل معلومات ذات قيمة بشأن الأرباح المستقبلية للشركات التي تعاني من استمرارية الانخفاض في أرباحها، في حين وجدت الدراسة أن زيادة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الإيجابية في التقارير المالية يعد مؤشرًا عن زيادة الأرباح المستقبلية للشركات التي تعاني من استمرارية الانخفاض في أرباحها.

وفي كندا، هدفت دراسة (Adjaoud (1984) تحليل المحتوى المعلوماتي للتوزيعات وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٤٣٩ مشاهدة خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٧٩. وتشير نتائج الدراسة إلى أن السوق يتفاعل بشكل كبير مع أي تغييرات في التوزيعات وأن السوق يميز بين زيادة التوزيعات أكثر من انخفاض التوزيعات، وتتفق هذه النتائج مع فرضية المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، وتشير النتائج أيضًا إلى أن المحتوى المعلوماتي للتوزيعات يتأثر بحجم الشركة وحجم تغيير التوزيعات والمعلومات السابقة.

وفي نيوزيلندا، هدفت دراسة (Anderson (2009) تحليل ما إذا كان يمكن تحديد المحتوى المعلوماتي للتوزيعات والأرباح بشكل منفصل من خلال استخدام نماذج الاحتكاك Friction models، حيث أنه في الغالب يتم الإفصاح عن التوزيعات والأرباح في نفس التوقيت، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٩٤٨ مشاهدة خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٩. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير لكل من معلومات الأرباح والتوزيعات بشكل منفصل في التنبؤ بالعوائد غير المتوقعة المستقبلية، مما يعني أن كل من معلومات الأرباح والتوزيعات تعتبر مفيدة بالنسبة لمستخدمي التقارير المالية في اتخاذ القرارات والتنبؤ بالأرباح المستقبلية.

وفي هولندا، هدفت دراسة (Nicolaas (2019) تحليل العلاقة بين نسبة التوزيعات ومعدل النمو في الأرباح المستقبلية في الشركات الهولندية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٠ شركة خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين نسبة التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، إلا أن هذه العلاقة كانت غير قوية.

وبالتطبيق على الصين أحد أهم الأسواق الناشئة، هدفت دراسة (Chowdhury et al. (2014) تحليل أثر التوزيعات على الأرباح المستقبلية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٩٩٥٩ مشاهدة خلال الفترة ١٩٩٣-٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى زيادة التوزيعات يتبعها زيادة في الأرباح في السنتين التاليتين، في حين لم تجد الدراسة علاقة بين انخفاض التوزيعات والأرباح المستقبلية للشركات الصينية، ومن ثم لا يمكن قبول فرضية الإشارة للتوزيعات في سوق الأوراق المالية

الصينية، حيث أن الدراسة توصلت إلى أن التوزيعات لا تقدم إشارة صحيحة حول الأداء المستقبلي للشركات في الصين. وعلى عكس نتائج الدراسة السابقة، هدفت دراسة (Tao et al., 2016) إلى اختبار المحتوى المعلوماتي للتوزيعات وعلاقتها بالأرباح المستقبلية للشركات في الأسواق الناشئة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٣٣٤ اعلان للتوزيعات في الصين باعتبارها أهم الأسواق الناشئة وذلك خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٣. وتوصلت الدراسة على أنه على الرغم من اتباع الصين لسياسة توزيعات شبة الزامية، حيث تلزم الشركات بتوزيع نسب محددة من التوزيعات لمدة ثلاث سنوات قبل قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة، وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية للشركات الصينية.

وفي تايوان، تناولت دراسة (Huang et al., 2009) تحليل العلاقة بين التوزيعات الإجمالية (التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم) ونمو الأرباح المستقبلية وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠٠٥. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين توزيعات الأرباح المزدوجة ونمو الأرباح المستقبلية، ويكون هذا الارتباط اقل بالنسبة للشركات كبيرة الحجم ذات الربحية المرتفعة، حيث يقوم المديرين باختيار سياسة التوزيع المناسبة من خلال اختيار الميزج الأمثل من التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم بما يسهم في نمو الأرباح المستقبلية.

وفي كوريا، هدفت دراسة (Choi et al., 2011) التحقق من مدى وجود محتوى معلوماتي للتوزيعات في الشركات الكورية خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن التغييرات السلبية فقط في التوزيعات يمكن أن تتنبأ بالتغيرات في ربحية الشركة في السنة التالية، كما وجدت الدراسة إلى هناك علاقة إيجابية معنوية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية للشركات غير المملوكة من قبل الحكومة مما يعنى أن المحتوى المعلوماتي للتوزيعات قد يتأثر بخصائص الشركة ومستوى حوكمة الشركات فيها.

وفي سنغافورة، هدفت دراسة (Lee (2010 إلى تحليل المحتوى المعلوماتي للتوزيعات في سنغافورة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك محتوى معلوماتي للتوزيعات ذات دلالة إحصائية، حيث وجدت الدراسة هناك علاقة إيجابية معنوية بين التغييرات في التوزيعات والأرباح المستقبلية.

وفي ماليزيا، هدفت دراسة (Mohd and Zaharudin (2019 تحليل أثر التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من أكثر من ١٠٠٠ شركة خلال الفترة

من ١٩٨٠-٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى المديرين يستخدمون التوزيعات كأداة للإشارة إلى معلوماتهم الخاصة الإيجابية حول التوقعات المستقبلية للشركات، حيث وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، كما وجدت الدراسة أن من أهم العوامل التي تسهم في زيادة نمو الأرباح هي صغر حجم الشركات ووجود رقابة فعالة من الدائنين ووجود فرص استثمارية مربحة وزيادة الاستثمار في الأصول الثابتة.

وفي اندونيسيا، هدفت دراسة (Nugroho (2019) تحليل العلاقة بين التوزيعات والأرباح المستقبلية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠٧ شركة خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠١٦. وتوضح نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين توزيعات الأرباح المرتفعة ونمو الأرباح المستقبلية، وهذا على عكس وجهة النظر القائلة بأن العلاقة سلبية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية، وتساعد نتائج هذه الدراسة المستثمرين في التفكير في اختيار الشركات التي لديها توزيعات مرتفعة عند اختيار الشركات للاستثمار.

وفي سريلانكا، هدفت دراسة (Prasangi and Wijesinghe., (2016) تحليل العلاقة بين نسبة التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الأجل القصير والمتوسط - سنة وثلاث سنوات - وذلك بالتطبيق على عينة من ٤٠ شركة مسجلة في بورصة كولومبو خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين نسبة التوزيعات ونمو الأرباح في السنة التالية، في حين وجدت الدراسة علاقة إيجابية غير معنوية بين نسبة التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في السنة الثالثة.

وبالتطبيق على الدول العربية، تناولت دراسة (Parsian et al., (2013) تحليل العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في إيران وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠٢ شركة خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٠. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، وبعبارة أخرى، توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات تعد أحد أهم المدخلات في عملية التنبؤ بنمو الأرباح المستقبلية للشركات المدرجة في بورصة طهران. وحديثاً هدفت دراسة (Rashidi and Ebrahimi (2021) تحليل العلاقة بين بين خبرة وكفاءة المديرين وسياسة التوزيعات والأرباح المستقبلية في الأسواق الناشئة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٢٠ شركة إيرانية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن المديرين ذوي الخبرة والكفاءة العالية يقومون باتباع سياسة تمهيد التوزيعات بما يتوافق مع الأرباح المستقبلية للشركة، حيث يقوم هؤلاء المديرين بنقل

معلومات إلى المستثمرين عن الأرباح المستقبلية في شكل توزيعات، ويعكس ذلك مهارتهم في التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة.

وفى الأردن، تناولت دراسة (Al-Shattarat et al. (2018) تحليل العلاقة بين إعلانات توزيعات والأرباح المستقبلية للشركات الأردنية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين إعلانات التوزيعات وربحية الشركات في سنة الإعلان والسنة التالية لها، في حين توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بينهما في السنة الثانية التالية لسنة الإعلان، وتوضح تلك النتائج صحة فرضية نظرية الإشارة للتوزيعات في الأجل القصير في سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث توضح تلك النتائج أن إعلانات التوزيعات لديها محتوى معلوماتي مفيد في التنبؤ بالأرباح المستقبلية على المدى القصير (سنة الإعلان والسنة التالية لها)، كما توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التغييرات في التوزيعات والتغييرات في معدل العائد على الأصول في السنة الأولى.

وبالتطبيق على الدول الأفريقية، هدفت دراسة (Vermeulen and Smit (2011) تحليل العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الدول النامية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٢٦٦٩ مشاهدة في جنوب أفريقيا خلال الفترة ١٩٧٣-٢٠٠٩. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة التوزيعات تسبق نمو أكبر في الأرباح المستقبلية. ومؤخرًا تناولت دراسة (Willows et al. (2020) تحليل العلاقة بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الأسواق الناشئة وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة في جنوب أفريقيا وباستخدام بيانات أكثر حداثة خلال الفترة ١٩٨٨-٢٠١٤. وتشير نتائج تحليل الانحدار إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، حيث ينظر المستثمرون إلى قرارات توزيع الأرباح على أنها مؤشر لنمو قيمة الشركة في المستقبل لذلك فيجب على الإدارة أن تهتم بدراسة تأثير قرارات توزيع الأرباح.

٧-٣- تحليل نتائج الدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث:

يخلص الباحث من تحليل الدراسات السابقة سواء التي تمت على مجموعة من الدول أو التي تمت في بعض الدول منفردة إلى أنه لا يوجد تأثير متوقع لتغير التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية وأن وجود واتجاه العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية يختلف باختلاف بيئة وظروف أسواق رأس المال المختلفة، حيث انقسمت الدراسات إلى مجموعتين:

المجموعة الأولى: ترى أنه لا توجد علاقة بين التغير في التوزيعات ونمو لأرباح المستقبلية وكان (Miller and Modigliani 1961) هو أول من توصل إلى أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة الشركة وأرباحها في سوق رأس المال الكفاء، وقد أيدت العديد من النتائج التجريبية في العديد من الدول ذلك الرأي، ففي الولايات المتحدة توصل (Benartzi et al. 1997) إلى أن تغييرات التوزيعات والأرباح تسبقها تغييرات في الأرباح في نفس الاتجاه، ولكن لا يوجد دليلاً على أن هذه التغييرات في التوزيعات تتبعها تغييرات أرباح لاحقة في نفس الاتجاه. كما توصل Farsio et al. (2004) إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات والأرباح المستقبلية على المدى الطويل. وحديثاً توصل (Michaely et al., 2018) إلى أن التوزيعات تعطى إشارة إلى أرباح مستقبلية أكثر أماناً وليس بالضرورة أن تكون أعلى من الأرباح الحالية، حيث وجدت الدراسة أن التقلبات في الأرباح المستقبلية تكون أقل في الشركات التي أعلنت عن توزيعات. وفي المملكة المتحدة، توصلت دراسة (Hussainey and Aal-Eisa 2009) إلى أن زيادة التوزيعات لا ينقل معلومات ذات قيمة بشأن الأرباح المستقبلية للشركات التي تعاني من استمرارية انخفاض في أرباحها، في حين وجدت الدراسة أن زيادة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الإيجابية في التقارير المالية يعد مؤشراً عن زيادة الأرباح المستقبلية للشركات التي تعاني من استمرارية انخفاض في أرباحها. وفي الصين أحد أهم الأسواق الناشئة، توصلت دراسة (Chowdhury et al. 2014) إلى أن زيادة التوزيعات يتبعها زيادة في الأرباح في السنتين التاليتين، في حين لم تجد الدراسة علاقة بين انخفاض التوزيعات والأرباح المستقبلية للشركات الصينية، ومن ثم لا يمكن قبول فرضية الإشارة للتوزيعات في سوق الأوراق المالية الصينية، حيث أن الدراسة توصلت إلى أن التوزيعات لا تقدم إشارة صحيحة حول الأداء المستقبلي للشركات في الصين.

المجموعة الثانية: ترى صحة افتراضات نظرية الإشارة والتي تقوم على افتراض أن المديرين يستخدمون التوزيعات للإشارة إلى توقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية. وهناك **وجهتي نظر متعارضتين** بشأن العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، فبناءً على نظريات التمويل فإنه يتوقع وجود علاقة سلبية بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، ويبنى هذا التوقع على افتراض أن التوزيعات المرتفعة تعني زيادة التدفقات النقدية الخارجة مما يقلل من فرص النمو المستقبلية للشركة، كما أن انخفاض التوزيعات وزيادة الأرباح المحترجة يمكن استثماره في الأنشطة التشغيلية الحالية أو التوسع في فرص استثمارية جديدة مما يسهم في زيادة الأرباح

المستقبلية (Prasangi and Wijesinghe., 2016)، وعلى الرغم من ذلك فإنه هناك ندرة في الأدلة التجريبية التي تؤيد ذلك الرأي. وعلى النقيض، فإن هناك العديد من الأدلة التجريبية في العديد من الدول تؤيد وجهة النظر الثانية بأن هناك علاقة إيجابية بين التغيرات في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية، ففي الولايات المتحدة توصل (Watts (1973 إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين التغيرات غير المتوقعة للتوزيعات والتغيرات في الأرباح المستقبلية، كما توصل (Carroll (1995 إلى أن التغيرات في توزيعات الأرباح تعتبر مفيدة للتنبؤ بالأرباح المستقبلية لمدة خمسة أرباع، وأن هناك علاقة سلبية غير معنوية بين التغيرات في التوزيعات وتباين الأرباح المستقبلية، كما توصل (Kao and Wu (1994 إلى أن التوزيعات تنقل إشارات إيجابية بشأن توقعات المديرين للأرباح المستقبلية، كما أيدت عدد من الدراسات الحديثة وجود علاقة إيجابية معنوية بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الولايات المتحدة (Nissim and Ziv (2001), Arnott and Asness (2003), Hanlon et al., (2006), Wann and (2010), Long (2009) and Charitou et al., (2010)، والمملكة المتحدة (Vivian (2006، وكندا (Adjaoud (1984، ونيوزيلندا (Anderson (2009، وهولندا (Nicolaas (2019، والصين (Choi et al. (2011، وكوريا (Huang et al., (2009، وتايوان (Tao et al., (2016، وسنغافورة (Lee (2010، وماليزيا (Mohd and Zaharudin (2019، واندونيسيا (Nugroho (2019)، وسريلانكا (Prasangi and Wijesinghe., (2016، وإيران (Parsian et al., (2019)، والأردن (Al-Shattarat et al. (2018)، وVermeulen and Smit (2011) وجنوب أفريقيا

واستنادًا إلى اختلاف نتائج الدراسات السابقة، ونتيجة لندرة الدراسات السابقة التي قامت باختبار فرضية نظرية الإشارة للتوزيعات في الأسواق الناشئة وخاصة سوق الأوراق المالية المصري، حيث أنه على حد علم الباحث تعتبر هذه الدراسة هي الأولى التي تهدف إلى تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في مصر باعتبارها أحد الأسواق الناشئة وذلك بالتطبيق على أحدث بيانات للشركات المساهمة المصرية، مما يسهم في سد الفجوة الأكاديمية المرتبطة بالمحتوي المعلوماتي للتوزيعات في الأسواق الناشئة، حيث ركزت معظم الدراسات السابقة على تحليل سياسة التوزيعات في الأسواق المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية، ونتيجة لذلك قام الباحث باشتقاق فرضي البحث للتحقق من وجود واتجاه العلاقة بين التغير في

التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الشركات المساهمة المصرية في الأجل القصير، ويمكن صياغة فرضي البحث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

H₀₁: لا توجد علاقة تأثيرية بين التغيرات في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد مرور عام.

H₀₂: لا توجد علاقة تأثيرية بين التغيرات في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد مرور عامين.

٧-٤- الدراسة التطبيقية:

يتناول هذا الجزء النقاط التالية: هدف الدراسة، ومجتمع وعينة الدراسة؛ متغيرات الدراسة وكيفية قياس المتغيرات؛ إجراءات اختبار فروض الدراسة؛ ونتائج الدراسة التطبيقية.

٧-٥-١- هدف الدراسة التطبيقية:

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار مدى صحة الفرضين الذان تم التوصل إليهما في الدراسة النظرية في ظل بيئة الممارسة العملية في جمهورية مصر العربية، والتي تتناول العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ويمكن صياغة فرضي البحث الرئيسين في صورة الفرض البديل كالتالي:

H₁: توجد علاقة تأثيرية بين التغيرات في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد مرور عام.

H₂: توجد علاقة تأثيرية بين التغيرات في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد مرور عامين.

٧-٥-٢- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠٢٠، وسيتم اختيار عينة من هذه الشركات، وذلك بعد استبعاد شركات القطاع المالي. ولقد تم أخذ عينة مكونة من (٥٣) شركة من الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى سبع قطاعات مختلف كما هو موضح في جدول رقم (١) ملاحق، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٢٠.

٧-٥-٣- توصيف وقياس متغيرات الدراسة والنموذج الإحصائي المستخدم:

يتضح من فرضي الدراسة أن متغيرات الدراسة تتمثل في:

أ- المتغير التابع: نمو الأرباح المستقبلية: وسيتم قياسه من خلال قياس نسبة النمو في الأرباح، وسيتم حسابة كالتالي {(صافي الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية للشركة (i) في السنة (t) مطروحًا منه صافي الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية للشركة (i) في السنة (t-1)) مقسومة على القيمة الدفترية لحقوق الملكية في السنة (t-1)}.

ب- المتغير المستقل: التغير في التوزيعات: وسيتم قياسه من خلال قياس نسبة التغير في التوزيعات النقدية، وسيتم حسابة كالتالي {(التوزيعات النقدية للشركة (i) في السنة (t) مطروحًا منه التوزيعات النقدية للشركة (i) في السنة (t-1)) مقسومة على التوزيعات النقدية للشركة (i) في السنة (t-1)}.

النموذج الإحصائي المستخدم:

لاختبار العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ستعتمد الدراسة على بيانات ثانوية في صورة بيانات قطاعية Panel Data تضم بيانات (٥٣) شركة مساهمة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠٢٠) مع الاستعانة ببعض بيانات عام ٢٠٠٦ لقياس بعض متغيرات الدراسة، وذلك للتحقق من صحة فرضي الدراسة، وذلك من خلال الاعتماد على النموذج الإحصائي المستخدم من قبل (Nissim and Ziv (2001) وهو كالتالي:

$$(E_T - E_{T-1})/B_{-1} = \beta_0 + \beta_1 DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_2 DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{T-1} + \beta_4 (E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن: E يعبر عن صافي الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية، B يعبر عن القيمة الدفترية لحقوق الملكية، DIV يعبر عن التوزيعات النقدية، ROE يعبر عن العائد على حقوق المساهمين، T تعبر عن السنتين اللاحقتين (١، ٢)، في حين 0 تعبر عن سنة الأساس التي يتم فيها حساب التغير في التوزيعات وعلاقته بنمو الأرباح المستقبلية في السنتين اللاحقتين (١، ٢)، DPC هو متغير وهمي dummy variable يأخذ القيمة (١) عند تغير التوزيعات بالزيادة ويأخذ القيمة (٠) في غير ذلك، DNC هو متغير وهمي dummy variable يأخذ القيمة (١) عند تغير التوزيعات بالنقص ويأخذ القيمة (٠) في غير ذلك.

ويختبر النموذج الإحصائي فرضي الدراسة من خلال تطبيق المعادلة السابقة مرتين، الأولي: يتم فيها اختبار العلاقة بين التغير في التوزيعات في سنة الأساس ΔDIV_0 ونمو الأرباح في العام التالي $(E_1 - E_0)/B_0$. الثانية: يتم فيها اختبار العلاقة بين التغير في التوزيعات في سنة الأساس ΔDIV_0 ونمو الأرباح في بعد عامين $(E_2 - E_1)/B_1$. كما أنه تم إضافة متغيرين رقابيين وهما العائد على حقوق المساهمين في السنة السابقة ROE_{T-1} ، ونمو الأرباح في سنة الأساس $(E_0 - E_{-1})/B_{-1}$. فعلى سبيل المثال للتوضيح يتم اختبار أثر التغير في التوزيعات في سنة الأساس (٢٠٠٧) ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي (٢٠٠٨) كما أنه يتم إضافة متغيرين رقابيين وهما العائد على حقوق المساهمين في السنة السابقة (٢٠٠٧) ونمو الأرباح في سنة الأساس (٢٠٠٧)، ولقياس العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد عامين يتم اختبار أثر التغير في التوزيعات في سنة الأساس (٢٠٠٧) ونمو الأرباح المستقبلية بعد عامين (٢٠٠٩) كما أنه يتم إضافة متغيرين رقابيين وهما العائد على حقوق المساهمين في السنة السابقة (٢٠٠٨) ونمو الأرباح في سنة الأساس (٢٠٠٧).

ولاختبار مدى صحة فرضي الدراسة التي تناولها النموذج الإحصائي السابق والذي يهدف إلى التحقق من مدى وجود واتجاه العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية سنقوم باتتباع الخطوات التالية:
-عرض الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لمتغيرات نموذج الدراسة.
-إجراء اختبار جذر الوحدة.(Unit Root Test)
-إجراء اختبار التكامل المشترك.(Co-integration)
-إجراء تحليل الانحدار Panel Regression لنموذج الدراسة وذلك للتحقق من مدى وجود واتجاه العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

أولاً: الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لمتغيرات نموذج الدراسة:

توضح بيانات جدول رقم (١) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة التي تتضمن مقاييس النزعة المركزية، ومقاييس التشتت، ومعامل الالتواء (Skewness (S)، ومعامل التفرطح (Kurtosis (K)، ومصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات النموذج. ويتضح من مصفوفة الارتباط، أنه لا يوجد ارتباط خطي تام بين اثنين من المتغيرات المستقلة، وبالتالي لا يعاني النموذج

الإحصائي للدراسة من وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة -Multi
.collinearite

جدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية ومصنوفة معاملات الارتباط

	E_T	$DPC \times \Delta DIV_0$	$DNC \times \Delta DIV_0$	ROE-1	E_0
Mean	0.010	63832083	-0.264	0.213	0.042
Median	0.005	0.057	0.000	0.174	0.010
Maximum	11.577	2.59E+10	0.000	1.718	11.577
Minimum	-13.969	0.000	-1.000	-3.127	-0.873
Std. Dev.	0.744	1.05E+09	0.388	0.301	0.496
Skewness	-4.476	23.728	-1.072	-2.152	20.057
Kurtosis	289.268	582.251	2.413	30.820	462.956
Jarque-Bera	2173781	8951283	130.84	21001.31	5648974
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Sum	6.553	4.06E+10	-167.79	135.426	26.92
Sum Sq. Dev.	351.299	6.98E+20	95.482	57.403	156.13
Observations	636	636	636	636	636
	E_T	$DPC \times \Delta DIV_0$	$DNC \times \Delta DIV_0$	ROE-1	E_0
E_T	1.000				
$DPC \times \Delta DIV_0$	-0.017	1.000			
DNC	0.007	0.041	1.000		
ROE-1	-0.153*	0.035	0.204*	1.000	
E_0	-0.013	-0.001	-0.054	0.196*	1.000

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

*Correlation is significance at the 1% level.

**Correlation is significance at the 5% level.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

بعد عرض الإحصائيات الوصفية ومعاملات الارتباط لابد من اختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وتحليل ما إذا كان هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة قبل إجراء تحليل الانحدار Panel Regression. ويستخدم اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لتحديد مدى استقرار أو عدم استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وذلك للتأكد من استقرار السلاسل

الزمنية لمتغيرات الدراسة لتجنب مشكلات الانحدار الزائف، حيث يفترض أن المتغيرات المحاسبية تتجه في الأجل الطويل عادة نحو حالة من الاستقرار يطلق عليها وضع التوازن (Steady State Equilibrium). ونظرًا لأنه في بعض الأحيان تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المحاسبية غير مستقرة (Non stationary)، وفي مثل هذه الحالة لا تصلح نماذج الانحدار التقليدية في دراسة العلاقات بين المتغيرات وهي في صورتها الأصلية (Level)، حيث يؤدي ذلك إلى ما يسمى بالانحدار الزائف (Spurious Regression)، وبالتالي، فإن نتائج الاختبارات الإحصائية (R2, DW, F, T Heij, et al.,) لا يمكن الاعتماد عليها. وتعتبر السلسلة الزمنية لمتغير ما مستقرة إذا كان كل من الوسط الحسابي، والتباين الخاص بالسلسلة الزمنية للمتغير ثابتًا عبر الزمن (Heij, et al., 2004)، هذا فضلًا عن الحاجة إلى تحديد درجة أو رتبة التكامل (Integration Order) لكل متغير من متغيرات الدراسة على حدة.

ويوضح الجدول رقم (٢) نتائج اختبار جذر الوحدة لتحديد مدى استقرار المتغيرات الموجودة في نموذج الدراسة في وضعها الأصلي وذلك وفقًا لنتائج أربع اختبارات مختلفة وهي (١) اختبار Levin, Lin & Chut (LLC). (٢) اختبار Pesaran and Shin W-stat (PSW). (٣) اختبار ADF Fisher Chi-square. (٤) اختبار Fisher Chi-square (PP).

جدول رقم (٢) نتائج اختبار استقرار متغيرات النموذج الإحصائي (Unit Root)

المتغيرات	LLC Test	PSW Test	ADF Test	PP Test	رتبة المتغير
E_T	-19.17 (0.00)	-12.51 (0.00)	352.85 (0.00)	418.25 (0.00)	I(0)
$DPC \times \Delta$ DIV_0	-18.17 (0.00)	-11.06 (0.00)	306.77 (0.00)	373.52 (0.00)	I(0)
$DNC \times \Delta$ DIV_0	-121.76 (0.00)	-29.55 (0.00)	396.23 (0.00)	437.81 (0.00)	I(0)
$ROE-1$	-9.85 (0.000)	-6.52 (0.00)	212.68 (0.00)	211.05 (0.00)	I(0)
E_0	-17.37 (0.00)	-15.92 (0.00)	414.67 (0.00)	446.07 (0.00)	I(0)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

ويتضح من نتائج الاختبارات الأربعة أن الإحصائيات الخاصة بجميع المتغيرات معنوية مما يعني رفض فرض عدم القائل بأن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة غير مستقرة { Non Stationary}، وقبول الفرض البديل بأن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة {Stationary} (Levin, et al., 2002). كما تشير النتائج إلى أن جميع المتغيرات رتبة تكاملها تكون من الدرجة صفر I(0)، أي أن السلسلة الزمنية لجميع المتغيرات مستقرة في وضعها الأصلي.

ثالثاً: اختبار التكامل المشترك (Co-integration):

بعد التأكد من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة سيتم إجراء اختبار التكامل المشترك Cointegration بين متغيرات النموذج الإحصائي المستخدم، وذلك للتحقق من وجود علاقة تأثيرية بين متغيرات النموذج من عدمه، وذلك باستخدام اختبار Kao Test الذي ينص فرض عدم له أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (Kao, 1999)، ويوضح الجدول رقم (٣) نتائج اختبار التكامل المشترك Kao Test بين متغيرات النموذج الإحصائي الخاص بفرضي البحث. ويتضح من نتائج اختبار التكامل المشترك Kao Test أن إحصائية الاختبار معنوية، مما يعني رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل بأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، وأن هناك علاقة تأثيرية معنوية بين متغيرات نموذج الدراسة.

جدول رقم (٣) نتائج اختبار التكامل المشترك Kao Test بين متغيرات نموذج الدراسة

	Prob.	t-Statistic
ADF	0.00	-5.872015

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

رابعاً: نتائج تحليل الانحدار Panel Regression لنموذج الدراسة:

يتضح مما سبق أن هناك استقرار في السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة في وضعها الأصلي، مما يعني أن رتبة تكاملها I(0)، كما تشير نتائج اختبار Kao Test أن هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، لذا سيتم إجراء تحليل الانحدار Panel Regression للنموذج الإحصائي للدراسة. وقبل إجراء تحليل الانحدار سيتم إجراء اختبار Hausman Test للتعرف على أسلوب الانحدار الملائم الخالي من أخطاء القياس أو التوصيف، وتحديد ما إذا كان سيتم استخدام أسلوب

الانحدار Panel fixed Least Squares أو أسلوب الانحدار - Cross) Panel EGLS (section random effects)، وينص فرض العدم لاختبار Hausman Test أن أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares ليس هو الأفضل في حين ينص الفرض البديل أن أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares هو الأفضل (Gujarati, 2004). ويخلص الجدول رقم (٤) نتائج اختبار Hausman Test ويتضح من نتائج اختبار Hausman Test أن إحصائية الاختبار غير معنوية بالنسبة للفرض الأول، مما يعني قبول فرض العدم القائل بأن أسلوب الانحدار Panel EGLS (Cross-section random effects) هو أسلوب الانحدار الملائم. أما بالنسبة للفرض الثاني كانت إحصائية الاختبار معنوية، مما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares هو أسلوب الانحدار الملائم.

جدول رقم (٤) نتائج اختبار Hausman Test

أسلوب الانحدار الملائم	Prob	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	الفرض
Panel EGLS	0.0675	8.756347	4	H1
Panel fixed Least Squares	0.0127	12.73232	4	H2

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

بعد التعرف على أسلوب الانحدار الملائم لاختبار نموذج الدراسة يمكننا إجراء تحليل الانحدار Panel Regression، وعرض النتائج. ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الذي يتناول العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي. كما يوضح الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الذي يتناول العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد عامين.

توضح نتائج تحليل الانحدار أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) وبين نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات المساهمة المصرية، ويتضح ذلك من انخفاض قيمة $R^2 = 0.02578$ ، مما يعني أن حوالي ٣٪ فقط من التغيرات في نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي للشركات المساهمة المصرية يمكن تفسيرها من خلال التغيرات التي تحدث في المتغيرات التي يشتمل عليها النموذج الإحصائي، كما أن إحصائية

(F) مرتفعة ومعنوية عند ١٪، كما أن قيمة معامل Durbin-Watson بلغ (١.٤٧) مما يعني أنه لا يوجد ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين البواقي Auto-correlation، مما يدل على جودة النموذج الإحصائي المستخدم، ويزيد من الثقة في النتائج.

جدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار Panel Regression في العام التالي

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.74330	-0.32764	0.00000	0.00000	DPC×ΔDIV ₀
0.29980	1.03766	0.07709	0.07999	DNC×ΔDIV ₀
0.00010	-4.06034	0.10128	-0.41123	ROE-1
0.60810	0.51306	0.06015	0.03086	E ₀
0.00850	2.64173	0.04476	0.11825	C
				جودة التوفيق
0.02578				R-squared
0.01961				Adjusted R-squared
1.47054				Durbin-Watson stat
4.17500				F-statistic
0.00241				Prob(F-statistic)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

ووفقاً لنتائج تحليل الانحدار بين التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) وبين نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي، فإننا لا نستطيع رفض فرض عدم للفرض الأول القائل بأنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات المساهمة المصرية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية سالبة بين معدل العائد على حقوق المساهمين ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات المساهمة المصرية، في حين توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين نمو الأرباح في العام الحالي (سنة الأساس) ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات المساهمة المصرية.

جدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار Panel Regression بعد عامين

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.90360	-0.12111	0.00000	0.00000	DPC×ΔDIV ₀
0.21530	1.24063	0.08550	0.10607	DNC×ΔDIV ₀
0.00010	-3.99843	0.10652	-0.42593	ROE-1
0.87700	0.15483	0.06254	0.00968	E ₀
0.00600	2.76073	0.04578	0.12639	C
				جودة التوفيق
0.05282			R-squared	
0.02947			Adjusted R-squared	
1.44820			Durbin-Watson stat	
2.26226			F-statistic	
0.00529			Prob(F-statistic)	

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

توضح نتائج تحليل الانحدار أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) وبين نمو الأرباح المستقبلية بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية، ويتضح ذلك من انخفاض قيمة $(R^2) = 0.05282$ ، مما يعني أن حوالي ٥٪ فقط من التغيرات في نمو الأرباح المستقبلية بعد عامين للشركات المساهمة المصرية يمكن تفسيرها من خلال التغيرات التي تحدث في المتغيرات التي يشتمل عليها النموذج الإحصائي، كما أن إحصائية (F) مرتفعة ومعنوية عند ١٪، كما أن قيمة معامل Durbin-Watson بلغ (١.٤٥) مما يعني أنه لا يوجد ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين البواقي Auto-correlation، مما يدل على جودة النموذج الإحصائي المستخدم، ويزيد من الثقة في النتائج.

ووفقاً لنتائج تحليل الانحدار بين التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) وبين نمو الأرباح المستقبلية بعد عامين، فإننا لا نستطيع رفض فرض العدم للفرض الثاني القائل بأنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية سالبة بين معدل العائد على حقوق المساهمين ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات

المساهمة المصرية وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها في نموذج الانحدار الخاص بالفرض الأول، كما توصلت الدراسة أيضًا إلى أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين نمو الأرباح في العام الحالي (سنة الأساس) ونمو الأرباح المستقبلية بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية.

٧-٥ - النتائج والاستنتاجات والتوصيات ومجالات البحث المقترحة:

يمكن تلخيص نتائج الدراسة التطبيقية في النقاط التالية:

- لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) وبين نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي أو بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية، وتتفق هذه النتائج مع افتراضات نظرية عدم ملائمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory) والتي تشير إلى أن التوزيعات لا تنقل معلومات ذات قيمة بشأن الأرباح المستقبلية للشركات، وتتفق هذه النتائج مع عديد من الأدلة التطبيقية في الأسواق المتقدمة مثل الولايات المتحدة (Benartzi et al. (1997), Farsio et al. (2004) and Michaely et al., (2018)، والمملكة المتحدة (Hussainey and Aal-Eisa (2009)، وكذلك في الأسواق الناشئة (Chowdhury et al. (2014).
- توجد علاقة معنوية سالبة بين معدل العائد على حقوق المساهمين ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي في الشركات المساهمة المصرية، حيث أن الشركات ستجد صعوبة في تحقيق نمو في الأرباح إذا كانت بالفعل تحقق معدلات مرتفعة من الأرباح، حيث أنه عندما تتحقق بعض الشركات أرباح غير عادية فإن هذا سيجذب شركات جديدة إلى الصناعة والتي ستنافسها في حصتها السوقية، وبالتالي، فإن هذا سيؤدي إلى ضعف نمو الأرباح المستقبلية.
- لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين نمو الأرباح في العام الحالي ونمو الأرباح المستقبلية في العام التالي أو بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية، حيث أن زيادة معدلات النمو في الأرباح السابقة لا يعني استمرار تلك المعدلات في المستقبل حيث أن نمو الأرباح يصل إلى أقصاه عند معدل معين.

الاستنتاجات:

هدفت الدراسة إلى تحليل واختبار أثر التغير في معدل التوزيعات النقدية على نمو الأرباح المستقبلية في الشركات غير المالية المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وتتمثل المساهمة العلمية لهذا الدراسة في أنها قامت باختبار فرضية نظرية الإشارة للتوزيعات في أحد الأسواق الناشئة وذلك بالتطبيق على أحدث بيانات للشركات المساهمة المصرية، مما يسهم في سد الفجوة الأكاديمية المرتبطة بالمحتوي المعلوماتي للتوزيعات في الأسواق الناشئة، حيث ركزت معظم الدراسات السابقة على تحليل سياسة التوزيعات في الأسواق المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية وذلك على الرغم من وجود عديد من الاختلافات القائمة بين الدول النامية والمتقدمة من حيث العوامل البيئية والقيم المجتمعية السائدة، وكان هناك ندرة في الدراسات التي تناولت تلك العلاقة في الدول النامية.

واستمد البحث أهميته من أنه يقدم تحليلاً للبيئة المصرية التي لا يمكن تعميم نتائج البحوث في الدول الأخرى عليها، حيث أنه على حد علم الباحث تعتبر هذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي تتناول تحليل العلاقة بين التغير في التوزيعات ونمو الأرباح المستقبلية في مصر، وذلك بهدف التحقق من مدى قدرة التوزيعات على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات المساهمة المصرية على المدى القصير، وذلك من خلال تحليل ما إذا كان التغير في سياسة التوزيعات يكون ناتج عن تغير توقعات المديرين بشأن الأرباح المستقبلية أم لا. كما أن نتائج هذه الدراسة ستساعد العديد من مستخدمي التقارير المالية في اتخاذ قراراتهم، حيث أنها ستساعد المديرين الماليين عند اختيار سياسة التوزيع الملائمة، وكذلك ستساعد المستثمرين في فهم سياسة التوزيعات وتأثيراتها ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

وتوصل الباحث إلى أن سياسة التوزيعات في الشركات المساهمة المصرية لا تعتمد على توقعات المديرين بشأن الأرباح المستقبلية، حيث توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين التغير في التوزيعات (سواء بالنقص أو الزيادة) وبين نمو الأرباح المستقبلية في العام التالي أو بعد عامين في الشركات المساهمة المصرية، مما يعنى أن التغير في التوزيعات لا ينقل معلومات مفيدة حول الأرباح المستقبلية، وأنه من الخطأ الاعتماد على معلومات التوزيعات للتنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات المساهمة المصرية.

التوصيات:

- توصي الدراسة بأنه لا يجب أن يقوم المستثمرين باتخاذ القرارات الاستثمارية المرتبطة بتوقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية بناءً على معلومات التوزيعات التي تفصح عنها الشركات المساهمة المصرية، حيث أن التغييرات في التوزيعات لا توفر معلومات حول الأرباح المستقبلية وأن المديرين يميلون إلى زيادة التوزيعات بناءً على التوقعات المفرطة في التفاؤل حول الأرباح المستقبلية، وبالتالي فإن المحتوى المعلوماتي للتوزيعات لا يمكن الوثوق فيه.
- توصي الدراسة بأنه لا يجب أن يتم استخدام التوزيعات النقدية كإشارة موثوقة لأداء الشركة المستقبلي، حيث أن الشركات المساهمة المصرية لا تقوم بتغيير سياسة التوزيعات بناءً على توقعاتها بالنسبة للأرباح المستقبلية، ولكن هناك عوامل الأخرى تؤثر في اختيار سياسة التوزيعات مثل تلبية رغبات المستثمرين والحد من مشاكل الوكالة.
- توصي الدراسة بأنه يجب الحذر من الاعتقاد السائد عند بعض المستثمرين أن زيادة التوزيعات يعنى نمو الأرباح المستقبلية، حيث تشير النتائج التجريبية للدراسة عدم صحة ذلك الافتراض في سوق الأوراق المالية المصرية.

مجالات البحث المقترحة:

- دراسة وتحليل العلاقة بين التوزيعات ومستوى الثقة في الأرباح المستقبلية وذلك من خلال تحليل العلاقة بين التوزيعات ومستوى تقلب الأرباح المستقبلية.
- دراسة وتحليل العوامل الأخرى التي لم تتناولها الدراسة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالأرباح المستقبلية.
- إعادة إجراء الدراسة على مجتمع آخر مثل شركات القطاع المالي وذلك بهدف التعرف على مدى الاتفاق والاختلاف بين الشركات المساهمة المصرية في القطاعات المختلفة.
- إعادة إجراء الدراسة في دول أخرى حيث أوضحت نتائج الدراسة أن هناك اختلاف في النتائج عن الدول الأخرى، وهذا نتيجة لاختلاف العوامل البيئية والقيم المجتمعية السائدة في الدول المختلفة.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أبو العلا، أسامة مجدي فؤاد محمد. (٢٠١٨). أثر جودة التقارير المالية وسيولة الشركات على سياسة التوزيعات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. *الفكر المحاسبي: جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة*، ١(٢٢)، ٨٠٦-٨٦٥.

الصاوي، عفت أبو بكر. (٢٠١٦). أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على توزيعات الأرباح من منظور محاسبي: دراسة تطبيقية. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية*، ٢(٥٣)، ٩٣-١٤٠.

حسين، علاء علي أحمد. (٢٠٢٠). قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نغمة الإفصاح المحاسبي وسياسة التوزيعات النقدية: دليل تطبيقي من البورصة المصرية. *الفكر المحاسبي: جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة*، ٢(٢٤)، ١-٦٨.

قراييل، سناء سليمان محمد. (٢٠١٨). أثر جودة التقارير المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية: جامعة قناة السويس - كلية التجارة بالإسماعيلية*، ٩(٣)، ١٨٦-٢١٠.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Adjaoud, F. (1984). The Information Content of Dividends. A Canadian Test. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 1(2), 338-351.

Al-Shattarat, W. K., Al-Shattarat, B. K., & Hamed, R. (2018). Do dividends announcements signal future earnings changes for Jordanian firms?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.

- Anderson, W. (2009). Alternative event study methodology for detecting dividend signals in the context of joint dividend and earnings announcements. *Accounting & Finance*, 49(2), 247-265.
- ap Gwilym, O., Seaton, J., Suddason, K., & Thomas, S. (2006). International evidence on the payout ratio, earnings, dividends, and returns. *Financial Analysts Journal*, 62(1), 36-53.
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! Higher dividends= higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87.
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past?. *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
- Carroll, T. J. (1995). The information content of quarterly dividend changes. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10(2), 293-317.
- Chan, K. F., Powell, J. G., Shi, J., & Smith, T. (2018). Dividend persistence and dividend behaviour. *Accounting & Finance*, 58(1), 127-147.
- Charitou, A., Lambertides, N., & Theodoulou, G. (2010). The effect of past earnings and dividend patterns on the information content of dividends when earnings are reduced. *Abacus*, 46(2), 153-187.
- Chen, Y. P., & Koshoev, A. (2018). Dividend payout, abnormal returns, and earnings growth of cross-listed firms. The situation in the Four Tigers. *Review of Finance & Banking*, 10(2).
- Choi, Y. M., Joo, H. K., & Park, Y. K. (2011). Do dividend changes predict the future profitability of firms?. *Accounting & Finance*, 51(4), 869-891.
- Chowdhury, R. H., Maung, M., & Zhang, J. (2014). Information content of dividends: a case of an emerging financial market. *Studies in Economics and Finance*.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of financial Economics*, 40(3), 341-371.

- Farsio, F., Geary, A., & Moser, J. (2004). The relationship between dividends and earnings. *Journal for economic educators*, 4(4), 1-5.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 99-105.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.
- Gujarati, D. N., (2004). **Basic Econometrics**, McGraw-Hill companies, 4th Edition.
- Gul, F. A. (1999). Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China. *Pacific-Basin finance journal*, 7(2), 157-172.
- Hanlon, M., Myers, J., & Shevlin, T. (2006). The Information Content of Dividends: Do Dividends Provide Information about Future Earnings?. *Unpublished Manuscript, University of Michigan*.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Heij, C., Heij, C., de Boer, P., Franses, P. H., Kloek, T., & van Dijk, H. K. (2004). *Econometric methods with applications in business and economics*. Oxford University Press.
- Huang, C. S., You, C. F., & Lin, S. H. (2009). Cash dividends, stock dividends and subsequent earnings growth. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(5), 594-610.
- Hussainey, K., & Aal-Eisa, J. (2009). Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines. *Managerial Auditing Journal*.
- Kao, C. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of econometrics*, 90(1), 1-44.
- Kao, C., & Wu, C. (1994). Tests of dividend signaling using the Marsh-Merton model: A generalized friction approach. *Journal of Business*, 45-68.

- Koch, A. S., & Sun, A. X. (2004). Dividend changes and the persistence of past earnings changes. *The Journal of Finance*, 59(5), 2093-2116.
- Lee, K. F. (2010). An empirical study of dividend payout and future earnings in Singapore. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 13(02), 267-286.
- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Michaely, R., Rossi, S., & Weber, M. (2018). *The information content of dividends: Safer profits, not higher profits*. National Bureau of Economic Research.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mohd, K., & Zaharudin, K. (2019). Future earnings growth and dividend payout: Evidence from Malaysia. *Management Science Letters*, 9(2), 347-356.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *NBER Working Paper*, (w1393).
- Nicolaas, F. (2019). *The impact of dividend payout ratio on future earnings growth: Evidence from Dutch non-financial listed companies* (Master's thesis, University of Twente).
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *The Journal of finance*, 56(6), 2111-2133.
- Nugroho, B. Y. (2019). THE IMPACT OF DIVIDEND PAYOUT ON FUTURE EARNINGS GROWTH IN NON-FINANCIAL COMPANY LISTED IN INDONESIA STOCK MARKET (IDX). *Sinergi: Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen*, 9(2).
- Parsian, D., Shams Koloukhi, A., & Abdolnejad, S. (2013). The relationship between dividend payouts ratio and future earnings growth, a case of listed company in Iran market.

Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 5(4).

- Prasangi, K. A. D., & Wijesinghe, M. R. P. (2016). The effect of dividend payout ratio on future earnings growth of firms. *Journal of Business and Management*, 18(7), 62-74.
- Rashidi, M., & Ebrahimi, E. (2021). The role of managers' ability and smoothing dividends in changing the information content of current earnings. *Accounting and Auditing Review*, 27(4), 581-603.
- Tao, Q., Nan, R., & Li, H. (2016). Information content of unexpected dividends under a semi-mandatory dividend policy: An empirical study of China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 37, 297-318.
- Vermeulen, M., & Smit, E. (2011). Dividend payout and future earnings growth: A South African study. *South African Journal of Business Management*, 42(4), 33-46.
- Vivian, A. (2006, January). The payout ratio, earnings growth returns: UK industry evidence. In *A paper presented at the EFM Behavioural Finance Symposium*.
- Wann, C., & Long, D. M. (2009). Do liquidity induced changes in aggregate dividends signal aggregate future earnings growth?. *Journal of Economics and Finance*, 33(1), 1-12.
- Watts, R. (1973). The information content of dividends. *the Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Willows, G. D., Ho, L. W., & West, D. (2020). The effect of dividend payouts on future earnings. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 10(4), 569-583.
- Woolridge, J. R. (1982). The information content of dividend changes. *Journal of Financial Research*, 5(3), 237-247.
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69.

الملاحق:

الملحق رقم (١) الشركات الممثلة لعينة الدراسة

م	الشركة	كود رويترز	كود الترميم الدولي
أولاً: قطاع موارد أساسية			
١	مصر للألومنيوم	EGAL.CA	EGS3E181C010
٢	اسيك للتعدين	ASCM.CA	EGS10001C013
٣	مصر الوطنية للصلب	ATQA.CA	EGS3D0C1C018
٤	الحديد والصلب المصرية	IRON.CA	EGS3D061C015
٥	العز الدخيلة للحديد والصلب	IRAX.CA	EGS3D041V017
ثانياً: قطاع الكيماويات			
٦	أبوقير للأسمدة	ABUK.CA	EGS38191C010
٧	الصناعات الكيماوية المصرية	EGCH.CA	EGS38201C017
٨	المالية والصناعات المصرية	EFIC.CA	EGS38381C017
٩	سيدي كرير للبتروكيماويات	SKPC.CA	EGS380S1C017
ثالثاً: قطاع الأغذية والمشروبات			
١٠	مطاحن ومخابز الإسكندرية	AFMC.CA	EGS30471C014
١١	القاهرة للدواجن	POUL.CA	EGS02051C018
١٢	الدلتا للسكر	SUGR.CA	EGS30201C015
١٣	مطاحن شرق الدلتا	EDFM.CA	EGS30351C018
١٤	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	ZEOT.CA	EGS38251C012
١٥	مطاحن مصر الوسطي	CEFM.CA	EGS30401C011
١٦	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	MILS.CA	EGS30361C017
١٧	مطاحن وسط وغرب الدلتا	WCDF.CA	EGS30421C019
١٨	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	SCFM.CA	EGS30411C010
١٩	مطاحن مصر العليا	UEFM.CA	EGS30451C016
٢٠	العامه للصوامع والتخزين	GSSC.CA	EGS30441C017

EGS30441C017	ADPC.CA	العربية لمنتجات الألبان "باندا"	٢١
EGS30901C010	JUFO.CA	جھينة للصناعات الغذائية	٢٢
EGS37091C013	EAST.CA	الشرقية ابيسترن كومباني	٢٣
رابعًا: قطاع الرعاية الصحية والأدوية			
EGS72081C010	AMES.CA	الاسكندرية للخدمات الطبية	٢٤
EGS38321C013	ADCI.CA	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٥
EGS38391C016	CPCI.CA	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٦
EGS38081C013	PHAR.CA	المصرية الدولية للصناعات الدوائية ايبكو	٢٧
EGS380G1C011	MIPH.CA	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٨
EGS38331C012	NIPH.CA	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٩
EGS38341C011	AXPH.CA	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	٣٠
EGS38351C010	MPCI.CA	ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	٣١
EGS72011C017	NINH.CA	مستشفى النزهة الدولي	٣٢
خامسًا: قطاع السلع والخدمات الصناعية والسيارات			
EGS42111C012	ALCN.CA	الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٣٣
EGS42051C010	ETRS.CA	المصرية لخدمات النقل والتجارة	٣٤
EGS360A1C011	EPPK.CA	الأهرام للطباعة والتغليف	٣٥
EGS44012C010	MOIL.CA	الخدمات الملاحية والبتروولية مارديف	٣٦
EGS3A0A1C016	SMPP.CA	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٣٧
EGS370W1C013	DTPP.CA	دلتا للطباعة والتغليف	٣٨
EGS38161C013	UNIP.CA	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة	٣٩
سادسًا: قطاع المنتجات الشخصية والمنزلية			
EGS32221C011	ACGC.CA	العربية لحليج الأقطان	٤٠
EGS32161C019	GTWL.CA	جولدن تكس للأصواف	٤١

EGS33061C010	KABO.CA	شركة النصر للملابس والمنسوجات	٤٢
سابعًا: قطاع العقارات			
EGS65081C019	DAPH.CA	التنمية والاستشارات الهندسية	٤٣
EGS65771C015	EALR.CA	العربية لاستصلاح الاراضي	٤٤
EGS65511C015	NRPD.CA	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	٤٥
EGS65091C018	ELSH.CA	الشمس للإسكان والتعمير	٤٦
EGS65461C013	GIHD.CA	الغربية الاسلامية للتنمية العمرانية	٤٧
EGS65071C010	ELKA.CA	القاهرة للإسكان والتعمير	٤٨
EGS65061C011	UNIT.CA	المتحدة للإسكان والتعمير	٤٩
EGS67191C014	ICID.CA	الدولية للاستثمار والتنمية	٥٠
EGS21531C016	UEGC.CA	الصعيد العامة للمقاولات	٥١
EGS65571C019	MNHD.CA	مدينة نصر للإسكان والتعمير	٥٢
EGS65591C017	HELI.CA	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	٥٣