

اثر دوافع التزود على التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية

د. محمود فتحي شلقامي شعراوى

مدرس بقسم إدارة الأعمال - أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

الملخص

اختبرت الدراسة أثر دوافع التزود على التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية، وقد أجريت الدراسة على عينة تشمل شركات المؤشر (EGX 100)، خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة بين دوافع التزود والاستعداد لدفع التوزيعات النقدية، وكذلك عدم وجود علاقة بين دوافع التزود وحجم التوزيعات المدفوعة.

الكلمات المفتاحية: نظرية التزود، التوزيعات النقدية، مكافأة التوزيعات، السوق المصري للأوراق المالية.

المقدمة

تعد سياسة التوزيعات من الموضوعات الهامة في علم التمويل، لما لقرار التوزيع الأثر المتبادل على قرارات التمويل والاستثمار، مما يؤدي إلي التأثير على قيمة المنشأة وثروة الملاك (Arko et al. (2014)، حيث ترتبط سياسة التوزيعات Dividend policy بمصلحة المساهمين وتنمية الشركات، حيث تعد واحدة من القنوات الأساسية للمساهمين للحصول على عوائد الاستثمار، فعند الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح تكون استجابة المساهمين من خلال عمليات التداول على

الأسهم التي تحرك الأسعار السوقية للأسهم، وفي نهاية المطاف تؤثر على تكلفة رأس المال للشركات. (Chen et al. 2014).

وعلى الرغم من دراسة سياسة التوزيعات على نطاق واسع في الأدبيات الأكاديمية إلا أنها تعتبر لغزا محيرا، حيث حاولت العديد من الدراسات الإجابة على سؤال لماذا تقوم بعض الشركات بدفع التوزيعات وبينما لا يفعل ذلك البعض الآخر؟ Denis and Osobov (2008). لذلك فهناك العديد من التفسيرات التي تناولت الإجابة علي السؤال السابق وفيما يلي عرض لأهم تلك المحاولات، وتتمثل في نظرية حيادية (عدم تأثير) سياسة التوزيعات *dividend irrelevance theory*، حيث أوضحنا كلا من ميلر ومودigliani (1961) Miller and Modigliani، أن القيمة السوقية للأسهم لا تتأثر بسياسة التوزيع، وإنما تتوقف هذه القيمة علي سياسة الاستثمار في الشركة، حيث تعد كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين، ويستند ذلك علي أساس عدد من الافتراضات منها افتراض أسواق رأس المال الكاملة *perfect capital markets*، حيث تماثل المعلومات أي أن المعلومات لا تكون حكرا علي المديرين ولكن تتوافر لجميع الأطراف (مديرين ومستثمرين)، وكذلك يتميز المستثمرون فيها بالرشد، وبذلك ليس لدي المستثمر الرشيد أفضلية أو خيار بين التوزيعات واحتجاز الأرباح.

ودعمت دراسة كلا من Miller and Scholes (1978) نظرية عدم تأثير التوزيعات وذلك في ظل دراسة تأثير الضرائب على الاختيار بين التوزيعات واحتجاز الأرباح، وعلى الرغم من أن ضرائب الأرباح الموزعة تكون اعلي بصفة عامة من الأرباح الرأسمالية، ولذلك يفضل المستثمر احتجاز الأرباح على توزيعها، فقد أوضح ميلر وشولز ان هناك أساليب للتحايل لدي المستثمر تمكنه من تحقيق ميزة ضريبية على التوزيعات، بحيث تتساوي لديه في النهاية كلا من التوزيعات واحتجاز الأرباح.

وهناك تفسير اخر يتمثل في نظرية الاشارة *the signaling theory* ، حيث تعتمد عملية اتخاذ القرارات المالية بشكل عام على المعلومات، لذلك تلعب المعلومات دورا هاما بالنسبة للمستثمرين عند شراء الاسهم، ونتيجة لعدم تماثل المعلومات *asymmetric information* يكون لدى المديرين معلومات أفضل من المستثمرين عن التوقعات المستقبلية للشركة (Liu and Chen, 2015)، لذلك ينظر المستثمرون الي التوزيعات علي انها تحتوي علي معلومات عن الربحية المستقبلية للشركة، وتمثل تلك المعلومات إشارات مالية للنجاح الذي تحققه المستثمرين، ويؤدي ذلك الي وجود انطباع ايجابيا للمستثمرين، مما يؤدي الي ارتفاع القيمة السوقية لاسهم الشركة.

ويوجد ايضا تفسير يتمثل في نظرية العميل *the clientele theory* ، وترتكز هذه النظرية على ان المستثمرين يفضلون سياسة توزيع معينة، تعتمد على الاختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والارباح الرأسمالية والشريحة الضريبية التي يخضع لها المستثمر (Miller and Modigliani, 1961; Baker et al., 2007)، ولذلك يكون للشركات المختلفة سياسات توزيع مختلفة تجذب المجموعات المختلفة لحملة الاسهم (Masulis and Trueman, 1988)، حيث يفضل المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة احتجاز الارباح علي توزيعها وكذلك فان الشركات ذات معدلات التوزيع المرتفعة تجذب او يفضلها المستثمر الذي يتمتع بإعفاء ضريبي *tax- exempt* او الذي يخضع لشريحة ضريبية منخفضة، اما الشركات ذات معدلات التوزيع المنخفضة فإنها تجذب او يفضلها المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة (Arko et al., 2014).

ويوجد تفسير اخر يتمثل في نظرية دورة حياة المنظمة *the lifecycle theory* والتي يشار إليها أحيانا بنظرية التدفقات النقدية الحرة *the free cash flow theory* (Perretti et al., 2013)، حيث اوضحت دراسة DeAngelo

(2006) and DeAngelo ان سياسة التوزيعات المثلي للشركة تعتمد او يتم توجيهها وفقا لمدي حاجة الشركة لتوزيع التدفقات النقدية الحرة Denis and (2008) Osobov، وتقوم تلك النظرية علي أن الشركة التي تمر بمرحلة النضج mature firms تكون أكثر احتمالاً لدفع التوزيعات من الشركات التي لم تصل بعد إلي مرحلة النضج immature firms، حيث أن الشركات التي وصلت إلي مرحلة النضج تصبح اكبر وأكثر ربحية ولكن قد تكون فرص نموها اقل لتستثمر فيها، وبالتالي تتراكم لديها الزيادة في الأرصدة النقدية وعلي الناحية الأخرى، قد تكون شركات لم تصل بعد إلي تلك المرحلة اقل ربحية ولكن تتوافر لها فرص نمو اكبر وبالتالي تختار الاستفاداة من النقدية المتاحة للاستثمار والنمو بدلا من توزيعها علي المساهمين (2013) Perretti et al.

وتعد نظرية تكلفة الوكالة the agency cost theory أحد التفسيرات الهامة، حيث تلجا الشركات الي احتجاز الارباح وذلك لتمويل استثماراتها المستقبلية حتى تتجنب تحمل تكلفة التمويل بالأسهم العادية المرتفعة بالمقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، مما يؤدي الي تعظيم ثروة الملاك. ولكن على الجانب الاخر تنشأ تكاليف الوكالة وذلك حتى يضمن حامله الاسهم ان المديرين لا يبحثون من اتخاذ تلك القرارات الي مصالحهم الشخصية، لذلك تقترض نظرية تكلفة الوكالة ان توزيع الارباح يؤدي الي تخفيض تكاليف الوكالة، عن طريق تخفيض الاموال المتاحة لدي المديرين (1984) Easterbrook, (1982) Rozeff).

وتعد نظرية التزود the catering theory هي التفسير السلوكي لسياسة التوزيعات حيث ترتكز على الميل العاطفي للمستثمر investor sentiment الذي يعرف على انه " تأثر رأي المستثمر أحيانا بالعاطفة (emotion)، تجاه مستقبل التدفقات النقدية ومخاطر الاستثمار" (Chang et al. (2012). وكذلك تعريفه بأنه "الميل إلى المضاربة أو التفاوض أو التفاوض حول أصل

معين" (Baker and Wurgler, 2006). وأيضا يعرف بأنه " معتقدات (belief) وتوقعات الأفراد للمخاطر والتدفقات النقدية المستقبلية والتي لا تكون مدعومة بحقائق" (Baker and Wurgler, 2007) .

حيث عرضت دراسة Baker and Wurgler (2004a) العديد من الاسباب للتقليل من أهمية افتراضات دراسة Miller and Modigliani (1961) وتتمثل تلك الاسباب في ثلاثة أسباب أساسية وهي: الأول: لأسباب إما نفسية psychological أو مؤسسية institutional، حيث أن بعض المستثمرين لديهم طلب غير المعلوم uninformed وربما متغير مع الزمن time-varying لدفع توزيعات الأسهم وقد قدمت الدراسة أربعة مقاييس مختلفة للطلب غير المعلوم uninformed لدفع توزيعات الأسهم، حيث كانت الرغبة في قياس الفرق بين أسعار السوق للشركات التي لديها نفس سياسة الاستثمار وسياسة التوزيعات مختلفة. وفي ظل فرض كفاءة السوق efficient market وسوق بلا قيود أو تكاليف معاملات frictionless (Miller and Modigliani (1961) فهو بطبيعة الحال يساوي صفر. ولكن مع وجود قيود على عمليات المراجعة limits on arbitrage يتسبب الطلب غير المعلوم uninformed لدفع توزيعات الأسهم في فرق السعر، الثاني: فشل الترحيح في منع هذا الطلب من التحرك بغض النظر عن أسعار أسهم المنظمات التي تقوم بدفع التوزيعات والتي لا تقوم بدفع التوزيعات. الثالث: قيام المديرين بعقلانية بتزويد cater طلب المستثمر، حيث تدفع التوزيعات عندما يضع المستثمرون أسعارا عالية للأسهم الشركات التي تقوم بدفع التوزيعات، ولا تدفع التوزيعات عندما يفضل المستثمرون أسهم الشركات التي لا تدفع التوزيعات، وقد تم صياغة رؤية التزود للتوزيعات catering view في صورة نموذج مبسط. ويمكن القول ان جوهر دراسة Baker and Wurgler (2004a) ان المديرين يقومون بإجراء التوزيعات لتزود

طلبات المستثمرين الذين يتميزون بعدم الرشد irrational investors وذلك من اجل رفع سعر السهم ليصبح اعلي من قيمته (Kuo et al. (2013).

مشكلة الدراسة

يمكن عرض مشكلة البحث كما يلي:

تحديد العلاقة بين دوافع التزود وقرارات دفع التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية.

وبناء على ذلك فإنه يمكن صياغة التساؤلات التالية في إطار مشكلة الدراسة الحالية:

١. هل تؤثر دوافع التزود (مكافأة التوزيعات dividend premium) على الاستعداد لدفع التوزيعات النقدية propensity to pay dividends؟

٢. هل يؤثر دوافع التزود (مكافأة التوزيعات dividend premium) علي تغير التوزيعات النقدية؟

أهمية وهدف الدراسة :

يستمد البحث أهميته من عدة اعتبارات علمية وعملية من أهمها:

- ندرة الأبحاث العربية في الموضوع الذي تتناوله وهو نظرية دوافع التزود، حيث تعد الدراسة الحالية رائدة في تناول هذا الموضوع بالنسبة للسوق المصري للأوراق المالية، وكذلك بالنسبة للمكتبة العربية، فلم تتناوله دراسة عربية حتى الآن - في حدود علم الباحث - في حين اهتمت كثير من الدراسات الأجنبية به، لذلك تعتبر الدراسة الحالية استكمال لجهود الباحثين على المستوى الدولي في دراسة نظرية دوافع التزود evidence of dividend catering theory in the egyptian stock exchange.

- تساهم دراسة العلاقة بين دوافع التزود وقرارات دفع التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية في مساعدة الباحثين والمستثمرين، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات استثمارية في اتخاذ القرارات المناسبة.

• تمهد هذه الدراسة الطريق لإجراء المزيد من الدراسات، حول نظرية دوافع التزود في السوق المصري للأوراق المالية.

وتأسيسا على ما سبق، واتساقا مع التساؤلات التي سيتم التركيز على إجابتها، فإن الهدف الرئيسي التي تسعى إليه الدراسة الحالية التعرف على أثر دوافع التزود وقرارات دفع التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية. ويتحقق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

١. التعرف على مدى تأثير دوافع التزود (مكافأة التوزيعات dividend propensity to pay premium) على الاستعداد لدفع التوزيعات النقدية .dividends

٢. التعرف على مدى تأثير دوافع التزود (مكافأة التوزيعات dividend premium) على تغير التوزيعات النقدية.

الدراسات السابقة :

تتمثل الريادة في تقديم نظرية التزود في دراسة Baker and Wurgler (2004a)، والتي أوضحت أن الرغبة في التوزيعات من قبل المستثمرين تدفع الشركات إلى الاستجابة بمستوي ملائم من التوزيعات. وتمثل رغبة السوق ما يطلق عليه " دوافع التزود" catering incentives ، ويترتب علي ذلك ضرورة أن تتضمن نماذج التوزيعات اتجاهات المستثمرين المتعلقة بالتوزيعات حتى تستطيع الشركات رصد أو النقاط تلك الدوافع وتلبيتها عن طريق دفع التوزيعات، وقد تم التعبير عن النقاط أو رصد حاجة المستثمرين إلي التوزيعات بمكافأة التوزيعات dividend premium ويتمثل في الفرق بين متوسط معدل القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية the average market-to-book ratio للشركات التي قامت بدفع التوزيعات paying dividends والشركات التي لم تدفع التوزيعات non-

payers. وتعتبر تلك الدراسة دليل تطبيقي empirical evidence للتغير في كمية التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم والتي يمكن تفسيرها بطلب السوق لدفع توزيعات الأسهم.

وتعتبر دراسة Li and Lie (2006) امتداد للدراسة السابقة، حيث أضافت الدراسة إلى النموذج التغيرات في مستوى توزيعات الشركات، حيث توصلت النتائج التطبيقية، وذلك استنادا على عينة تحتوي على الانخفاضات في مستوى التوزيعات وكذلك الارتفاعات في مستوى التوزيعات، وأظهرت الدراسة أن التغيرات في مستوى التوزيعات يتوقف على مكافأة التوزيعات، حيث أوضحت الدراسة أن الشركات تزيد التوزيعات عندما يكون مكافأة التوزيعات مرتفعة، وتتجه الشركات إلى إعادة شراء الأسهم repurchase shares في حالة انخفاض مكافأة التوزيعات.

كما أيدت نظرية التزود دراسة Hsieh and Wang, 2006 التي أجريت على الشركات الصناعية في الولايات المتحدة. وكذلك دراسة Li and Zhao (2008) والتي توصلت إلي وجود اثر ايجابي لمكافأة التوزيعات علي قرار التوزيعات وهو قابل للزيادة إذا تم التحكم في المتغيرين التاليين (مخاطر الشركة firm risk، السنة year)، ودعمت دراسة Ali and Urcan (2012) نظرية التزود حيث توصلت إلي انه عندما يكون مكافأة التوزيعات dividend premium مرتفعة يزيد المديرون من التوزيعات، لتزويد cater طلبات المستثمرين من التوزيعات ولا يعتبر إشارة لزيادة الربحية المستقبلية للشركة. وكذلك دراسة Kale et al. (2012) التي أجريت على عينة مكونة من ٦٥٨٨ شركة خلال الفترة من ١٩٧٩ إلى ٢٠٠٥.

وتمثل الدراسات التي تم عرضها وجهه النظر المؤيدة لنظرية التزود على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية، وفيما يلي عرض للدراسات التي تعارض نظرية التزود على مستوى الولايات المتحدة. حيث توصلت دراسة Julio and Ikenberry

(2004) التي أجريت على جميع الشركات الصناعية خلال الفترة من ١٩٨٤ إلى ٢٠٠٣. إلى عدم تأييد نظرية التزود، وكذلك دراسة Hoberg and Prabhala (2009) حيث قدمت الدراسة دليلاً يتعارض مع وجود حوافز التزود، حيث توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الميل إلى دفع التوزيعات propensity to pay dividends ومتغيرات التزود catering variables، وتختفي الدلالة المعنوية عند إضافة المخاطر الخاصة idiosyncratic risk إلى النموذج.

يجدر الإشارة إلى أن جميع الدراسات التي تم عرضها تم إجراءها على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية، أما الدراسات التي أجريت خارجها وتؤيد نظرية التزود فتتمثل في دراسة Ferris et al. (2006) التي أجريت على السوق المملكة المتحدة، تؤيد نظرية التزود للتوزيعات، والتي أجريت خلال الفترة من ١٩٨٨ إلى ٢٠٠٢.

وتتمثل الدراسات التي أجريت على مستوى الأسواق الناشئة emerging market في دراسة Tangjitprom (2013) ويتمثل الهدف منها في اختبار ما إذا كانت دوافع التزود catering incentives يمكن أن تؤثر في قرارات دفع التوزيعات للشركات في تايلاند، وأجريت الدراسة على عين تشمل جميع الأسهم المتداولة المدرجة في بورصة تايلاند للأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩٢-٢٠٠٩، باستثناء شركات الصناعات المالية وكذلك الشركات غير مكتملة البيانات، وتم قياس دوافع التزود باستخدام مكافأة التوزيعات dividend premium، كما تم قياس قرارات دفع التوزيعات باستخدام الميل إلى دفع التوزيعات propensity to pay dividends والقرار المتعلق بتغيير التوزيعات decision to change dividends، وجاءت نتائج الدراسة لتؤكد إمكانية تأثير دوافع التزود على قرارات دفع التوزيعات، وكذلك أن مكافأة التوزيعات سوف تقلل من احتمال أن الشركة سوف

تقرر خفض دفع التوزيعات عن السنوات السابقة. وكذلك دراسة Abdulkadir et al. (2014)، التي أجريت بهدف باختبار نظرية التزود على مستوى السوق النيجيري للأوراق المالية، والتي أجريت على ٣٨٦ مشاهدة لـ ٤٩ مؤسسة مالية مدرجة في البورصة خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٢، وتوصلت الدراسة إلى تدعيم لنظرية التزود في السوق النيجيري للأوراق المالية حيث توصلت إلى أن هناك أثر ايجابي لمكافأة التوزيعات على قرار التوزيعات، كما توصلت الدراسة إلى عدم تدعيم نظرية التزود أثناء فترة الأزمة. كما دعمت دراسة Lu et al. (2014) نظرية التزود على مستوى السوق على مستوى السوق الصيني للأوراق المالية، والتي أجريت على القطاعات غير المالية في الصين خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٩. وعلى مستوى الدول العربية دعمت دراسة Ramadan (2015) نظرية التزود على مستوى السوق الأردني، حيث أجريت الدراسة على جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بعد استبعاد شركات القطاع المالي، خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٣. وكذلك فقد تم تدعيم نظرية التزود على السوق التايواني للأوراق المالية من خلال دراسة Wang et al. (2016) التي أجريت عينة مكونة من ٨٩٣٥ مشاهدة خلال الفترة من ١٩٩٢ إلى ٢٠١١.

وتوجد العديد من الدراسات التي أجريت خارج الولايات المتحدة ولكنها توصلت إلى عدم وجود دليل قوى على نظرية التزود. ومنها دراسة Denis and Osobov (2008)

أجريت على مستوى ألمانيا وفرنسا، خلال الفترة من ١٩٩٤ إلى ٢٠٠٤، وتوصلت إلى المتغيرات التالية (الحجم والنمو والربحية) تستطيع تفسير اغلب انخفاض التوزيعات والتي تعد ظاهرة في تلك الدول، بينما متغير التزود يقدم تأثير محدود. وكذلك دراسة Von Eije and Megginson (2008) أجريت على ١٥

دولة في الاتحاد الأوربي، خلال الفترة من ١٩٨٩ إلى ٢٠٠٥، وأظهرت عدم وجود دليل قوي لنظرية التزود.

تعتبر الدراسة الحالية استكمالاً لجهود الباحثين، حيث تتناول الدراسة دوافع التزود على قرارات دفع التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية.

فروض الدراسة

بناء على ما سبق من نتائج الدراسات السابقة تم صياغة الفرضيين التاليين لتحقيق أهداف الدراسة:

الفرض الأول:

توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين دوافع التزود (مكافأة التوزيعات) والاستعداد لدفع التوزيعات النقدية.

الفرض الثاني:

توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين دوافع التزود (مكافأة التوزيعات) وتغير التوزيعات النقدية.

منهجية الدراسة:

يحدد هذا الجزء من الدراسة مجتمع وعينة الدراسة، والنماذج المستخدمة لاختبار فروض الدراسة.

مجتمع الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة الحالية تم تعريف مجتمع الدراسة الحالية بأنه جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية للأوراق المالية من ٢٠٠٦ إلى عام ٢٠١٦، وتتمثل عينة الدراسة في شركات المؤشر (EGX 100)، ويعد مؤشر (EGX 100) الأوسع نطاقاً كما انه لا يركز علي صناعة بعينها لذا فهو يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات، ، تم الحصول على البيانات من شركة مصر لنشر المعلومات (egid).

متغيرات الدراسة:**Catering incentives** دوافع التزود

رغبة المستثمرين في التوزيعات يمكن قياسها بواسطة دوافع التزود catering Incentives، حيث قدمت دراسة (Baker and Wurgler (2004a) مقياس مكافأة التوزيعات dividend premium لقياس دوافع التزود، ويتمثل في الفرق بين اللوغاريتم الطبيعي the natural logarithm لمتوسط معدل القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية the average market-to-book ratio للشركات التي قامت بدفع التوزيعات paying dividends والشركات التي لم تدفع التوزيعات non-payers.

العلاقة بين الاستعداد لدفع التوزيعات propensity to pay

dividends ومكافأة التوزيعات dividend premium

ولاختبار تلك العلاقة تم اتباع الخطوات التالية:

اولاً: قياس الاستعداد إلى دفع التوزيعات.

ثانياً: قياس مكافأة التوزيعات.

ثالثاً: اختبار العلاقة بين الاستعداد إلى دفع التوزيعات ومكافأة التوزيعات.

اولاً: الاستعداد إلى دفع التوزيعات the propensity to pay dividend

تم الاستعانة بدراسة (Fama and French (2001 للحصول على متغير الميل الي دفع التوزيعات وذلك بطرح النسبة المتوقعة من الشركات التي تدفع التوزيعات من النسبة الفعلية للشركات التي قامت بدفع التوزيعات.

وتعتمد النسبة المتوقعة من الشركات التي تدفع التوزيعات على خصائص المنظمة firm characteristics، ويستخدم نموذج اللوجيت أو الانحدار اللوجستي logit model لتحديد النسبة المتوقعة من الشركات التي تدفع التوزيعات، كما تم

استخدام خصائص المنظمة بوصفها المتغيرات التفسيرية في هذه الدراسة وهي: حجم الشركة $firm\ size$ والربحية $profitability$ ومعدل نمو الأصول $growth\ rate\ of\ asset$ ، ومعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية $market-to-book\ ratio$.

حجم الشركة $\%RANK$

قدمت دراسة Fama and French (2001) مقياس خاص لحجم الشركة للحفاظ على إمكانية المقارنة للقياس مع مرور الزمن وعلى الرغم من الزيادات في حجم العينة والتغيرات في التوزيع من حيث القيمة السوقية لرأس المال. ويعتمد هذا المقياس في حساب حجم الشركة كنسبة مئوية للشركات المدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE)، والتي لديها قيمة سوقية لرأس المال اقل من الشركة المعنية.

لذلك تم قياس متغير حجم الشركة $firm\ size$ باستخدام أسلوب الترتيب وفقاً للنسبة المئوية $percent\ rank$ ، حيث يتم إيجاد النسبة المئوية للشركات التي لديها قيمة سوقية لرأس المال اقل أو يساوي لتلك الشركة Denis and Osobov (2013), Tangjitprom (2008).

$$\left(\frac{E}{A}\right)_i \text{ الربحية}$$

يتم قياس الربحية عن طريق الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب، المقسومة على القيمة الدفترية للأصول (EBIT/asset).

$$\left(\frac{dA}{A}\right)_i \text{ معدل نمو الاصول}$$

ويتم احتسابها عن طريق قسمة التغير في الاصول بين السنة $t-1$ والسنة t علي قيمة الاصول.

$$\left(\frac{M}{B}\right)_i \text{ معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية}$$

ويتم احتسابها عن طريق جمع القيمة السوقية لحقوق الملكية market value of equity والقيمة الدفترية للخصوم book value of liability والقسمة على القيمة الدفترية للأصول (Baker and Wurgler (2004a).
 وتم الحصول على النسبة المتوقعة من الشركات التي تدفع التوزيعات من خلال تقديرات المعلمة parameter estimates من نموذج الانحدار اللوجستي وذلك باتباع دراسة Baker and Wurgler (2004a) على النحو التالي:

$$\Pr(\text{Payer}_i = 1)$$

$$= \text{Logit} \left(b_0 + b_1 \% \text{RANK} + b_2 \left(\frac{E}{A} \right)_i + b_3 \left(\frac{dA}{A} \right)_i + b_4 \left(\frac{M}{B} \right)_i + \varepsilon_i \right) \quad (1)$$

ويعتبر الانحدار اللوجستي هو الاسلوب المناسب عندما يكون المتغير التابع وهمي dummy ثنائي او هو نموذج يستخدم بيانات ثنائية للمتغير التابع، والمتغير الثنائي هو المتغير الذي يأخذ قيمتين مانعتين عادة هاتين القيمتين الرقم واحد للتعبير مثلا عن حالات النجاح او اجراء التوزيعات النقدية $\text{Payer}_i = 1$ ، والرقم صفر للتعبير مثلا عن حالات الفشل او عدم اجراء التوزيعات النقدية $\text{non-Payer}_i = 0$ (عاشور وسالم، ٢٠٠٩ ص ٩٥).

تم حساب المعادلة رقم (١) لكل عام على حده خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٠ للحصول على نتيجة منفردة. وفي الخطوة التالية تم الحصول على معامل Fama-Macbeth coefficient، وتعتبر طريقة fama macbeth regression وسيلة لتقدير المعلمات parameters لنماذج تسعير الأصول مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، وتتم على مرحلتين تتمثل المرحلة الأولى في الحصول على تقديرات قيم بيتا betas من نموذج الانحدار. أما المرحلة الثانية فتتمثل في إجراء الانحدار لكل فترة زمنية للعوائد returns باستخدام قيم بيتا المقدر.

وذلك بحساب المتوسط للمعامل لكل سنة خلال فترة الدراسة، حيث تم تقدير الحد الثابت، ثابت الانحدار Constant term أو intercept المقطع الطولي، ومعامل الانحدار Coefficient أو الميل Slope من معادلات الانحدار السنوية، ثم حساب متوسطات المعاملات السنوية والمناظرة لاختبار t-statistics في دراسة Fama and MacBeth (1973) and Denis and Osobov (2008) وذلك للحصول على نموذج الانحدار اللوجستي النهائي. وبعد ذلك يتم استخدام نموذج الانحدار اللوجستي النهائي لتقدير النسبة المتوقعة من الشركات التي تدفع التوزيعات ، وذلك باتباع اسلوب دراسة (Tangjitprom 2013).

ويوضح الجدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية لخصائص المنظمة characteristics of firm كما يلي:

جدول رقم (١)

الإحصاءات الوصفية لخصائص المنظمة

السنة	معدل نمو الأصول (%)	مقياس الربحية EBIT/asset (%)	معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (%)	نسبة الشركات التي تدفع التوزيعات (%)
٢٠٠٦	٢٠,١٥	٩,٣٢	١,٥٣	٨٩,١٢
٢٠٠٧	٣٠,٢١	٩,١٤	١,٤٣	٧٥,١٢
٢٠٠٨	٢٥,١٢	٧,٥٣	١,٢٠	٧٤,٣٤
٢٠٠٩	١٢,٢١	٨,٤٣	١,١٢	٧٠,٢٣
٢٠١٠	١٥,٠٢	٩,٠٢	١,١٤	٨٠,٤٥
٢٠١١	١,٢٤-	٣,١٧	٠,٩٢	٣٥,٦١
٢٠١٢	١,٢٣	٣,٧٥	٠,٩١	٣٤,٢٣
٢٠١٣	٣,٠٢	٢,٨٤	٠,٩١	٤١,٣٥
٢٠١٤	٢,٠٣	٢,٤٦	٠,٩٠	٥٠,٢٦
٢٠١٥	٤,١٢	٣,٤٥	٠,٩٥	٥١,٢٣
٢٠١٦	٦,٤٣	٢,٤٣	٠,٩٦	٥٥,٢٣

معاملات الانحدار اللوجستي والتي تم تقديرها بالاعتماد على المعادلة رقم (١) تظهر بالجدول رقم (٢) كما يلي:

جدول رقم (٢)

معاملات الانحدار اللوجستي

LR-stat.	M/B	E/A	Asset growth	% rank	الثابت Constant	السنة
*٢٠,٢٣١	٠,٤٥-	٢٥,٢٢	٢,٢٣	٠,٢٥٣	٠,٩٥٢	٢٠٠٦
*٢٣,٥٢١	٠,٣٥-	٣٤,٩٦	٢,٧٣	٠,٣٢١	١,٠١٢	٢٠٠٧
*٢٤,٥٧١	٠,٣٧-	٣٢,٤٥	١,٤٣	٠,٤٢٣	٠,٩٣١	٢٠٠٨
*٢٦,٤٥١	٠,٤٢-	٢٨,٧٤	٢,٠٥	٠,٢٤١	١,٠٣٦	٢٠٠٩
*٣٢,٥٦٢	٠,٢١-	٢٥,١٧	١,٢٩	٠,٣٧٥	٠,٨٦٩	٢٠١٠
*٣٠,٤٥١	٠,٣٦-	١٦,١٨	١,٢٥-	٠,٩٢٣	٠,٢٥٣-	٢٠١١
*٢٥,١٤٥	٠,٢٧-	١٨,١٢	٠,٠٢	٠,٩٢٣	٠,٢٣٧-	٢٠١٢
*٣٧,١٥٦	٠,٣٨-	٢٠,٣١	٠,٩٤	٠,٨٤٢	٠,٩٦٣-	٢٠١٣
*٣٦,٢٥٦	٠,٤٧-	١٧,٤٧	٠,٧٣	٠,٨٧٥	٠,٧٥٦-	٢٠١٤
*٢٦,٤٥١	٠,٣٢-	١٦,٥٧	٠,٦٥	٠,٩٢١	٠,٦٥١-	٢٠١٥
*٢٤,٣٦٩	٠,٤١-	١٦,٠٣	٠,٧٣	٠,٨٥٩	٠,٦١٤-	٢٠١٦
	٠,٣٦٤-	٢٢,٨٣	١,٠٥	٠,٦٣٢	٠,١٢٥	المتوسط
						Average

Significant at: *5 percent

ويوضح الجدول رقم (٢) معاملات الانحدار اللوجستي او نموذج اللوجيت والتي تم تقديرها بالاعتماد على المعادلة رقم (١)، وقد تم اختبار كفاية نموذج اللوجيت وجودته Good of Fits باستخدام نسبة الامكان الاعظم likelihood ratio للنموذج LR statistic، والذي يتبع توزيع كاي^٢ حيث ان احصائي الاختبار يتوزع حسب توزيع كاي^٢ بدرجة حرية واحدة، وتم ذلك لكل سنة على حده (عاشور

وسالم، ٢٠٠٩ ص ١٠٦)، وقد جاءت نتائج الاختبار لكل نموذج لوجيت معنوية عند مستوي ٠.٠٥.

وتم عرض قيم معاملات Fama-Macbeth coefficients من المتوسط Average الموجودة في اخر جدول رقم (٢)، وتستخدم تلك المعاملات في التنبؤ باحتمالية دفع التوزيعات لكل شركة خلال الفترة الزمنية من ٢٠٠٦ الي ٢٠١٦، كما تم احتساب المتوسط للاحتمال المتوقع لكل الشركات في كل سنة خلال فترة الدراسة، وهذا المتوسط يمثل النسبة المتوقعة من الشركات التي سوف تقوم بدفع التوزيعات في تلك السنة.

ثانياً: قياس مكافأة التوزيعات

تم قياس دوافع التزود بواسطة مكافأة التوزيعات dividend premium والتي تعتبر مقياس لطلب المستثمرين علي التوزيعات Baker and Wurgler (2004a) ، وتمثل مكافأة التوزيعات في الفرق بين اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية للمتوسط المرجح book-value weighted average لمعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لكل من الشركات التي قامت بدفع التوزيعات firms paying dividends والشركات التي لم تدفع التوزيعات non-payers. ويمكن عرض مكافأة التوزيعات في السوق المصري للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٦ الي ٢٠١٦ كما يلي:

جدول رقم (٣)

مكافأة التوزيعات في السوق المصري للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٦ الي ٢٠١٦

مكافأة التوزيعات dividend premium	معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية		السنة
	الشركات التي لم تدفع توزيعات Non- payers	الشركات التي دفعت توزيعات Payers	
٠,٧٥١	١,٥٤	١,٩٥	٢٠٠٦
٠,٦٥٤	١,٥٦	١,٩٦	٢٠٠٧
٠,٣٥١	١,٥٧	١,٨٣	٢٠٠٨
٠,٥٢١	١,٤٩	١,٨٣	٢٠٠٩
٠,٥٨١	١,٥٣	١,٨٥	٢٠١٠
٠,٢٤١	١,٢١	١,٢٣	٢٠١١
٠,٣١٤	١,٣٠	١,٣٤	٢٠١٢
٠,٥٢١	١,٢٤	١,٢٤	٢٠١٣
٠,٢١٤	١,٢٢	١,٢٤	٢٠١٤
٠,٣٢٥	١,٢١	١,٥١	٢٠١٥
٠,٢٦٨	١,٢١	١,٢١	٢٠١٦

وقد تم احتساب الاستعداد إلى دفع التوزيعات propensity to pay dividends من الفرق بين النسبة الفعلية والمتوقعة للشركات التي قامت بدفع التوزيعات والتي تم الحصول عليها باتباع دراسة Baker and Wurgler (2004a) من المعادلة رقم (١).

ثالثاً: اختبار العلاقة بين الاستعداد إلى دفع التوزيعات ومكافأة التوزيعات
اختبار العلاقة بين الاستعداد لدفع التوزيعات ودوافع التزود catering
incentives والتي تم قياسها بواسطة مكافأة التوزيعات dividend premium تم
الاستعانة بنموذج الانحدار Ordinary Least. Squares (OLS) التالي:

$$\Delta PTP_t = a + bDP_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

حيث تمثل ΔPTP التغير في الاستعداد لدفع التوزيعات وهي تتمثل
في الفرق بين الاستعداد لدفع التوزيعات في السنة الحالية والسنة السابقة، و DP_{t-1}
مكافأة التوزيعات المتأخرة زمنياً (t-1) the lagged dividend premium ،
وإذا كان معامل DP_{t-1} ذو دلالة إحصائية وله علامة ايجابية positive sign ،
فمن الممكن أن نستنتج وجود علاقة مباشرة بين مكافأة التوزيعات المتأخرة والتغير
في الاستعداد لدفع التوزيعات. هذه النتيجة تشير إلى أنه عندما تظهر المستثمرين
ارتفاع الطلب على التوزيعات، مقاساً بارتفاع مكافأة التوزيعات (ارتفاع معدل القيمة
السوقية إلى القيمة الدفترية market-to-book ratio للشركات التي قامت بدفع
التوزيعات firms paying dividends بالمقارنة بالشركات التي لم تدفع التوزيعات
non-payers) فهذا من شأنه أن يؤثر على قرار الشركات بدفع التوزيعات. ويمكن
اكتشاف ذلك عن طريق التغير الايجابي في الاستعداد لدفع التوزيعات، وهذا يعني
أن هناك نسبة أعلى من الشركات التي تدفع التوزيعات مما كان متوقعا. ويترتب
على ذلك أن ارتفاع الطلب على التوزيعات يمكن أن يعزي إلى دوافع التزود
catering incentives التي من شأنها أن تجبر المديرين علي دفع التوزيعات.

اختبار صحة البيانات:

١. اختبار التوزيع الطبيعي:

تم إجراء اختبار كولموجوروف- سميرنوف Kolmogorov- Smirnov Test ،
لاختبار توزيع عوائد محافظ الزخم هل تتبع التوزيع الطبيعي أم لا. وأظهرت نتائج الاختبار

أن المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أنه بمقارنة قيم المتغيرات P- Value بمستوي المعنوية ٠,٠٥ . اتضح أن P- Value أكبر من مستوي المعنوية ٠,٠٥ وبالتالي فإن توزيع محافظ الزخم محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

٢ . مشكلة عدم ثبات تباين الخطاء العشوائي:

وتم استخدام اختبار *Goldfeld-Quandt test* ، للتأكد من التجانس بين الخطاء العشوائي للنموذج (ثبات التباين) كما يلي:

- الفرض العدمي: لا يوجد ثبات لتباين الخطاء العشوائي.
- الفرض البديل: يوجد ثبات لتباين الخطاء العشوائي.

كما جاءت نتائج احصائي الاختبار F لتؤكد ثبات تباين الخطاء العشوائي.

٣ . مشكلة الارتباط الذاتي *Autocorrelation*:

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج اذا نشأت علاقة بين الاخطاء، ويمكن التأكد من وجود الارتباط الذاتي باستخدام مجموعة من الاختبارات الاحصائية اشهر هذه الاختبارات هو اختبار ديرين واتسون *Durbin- Watson*، باستخدام برنامج Spss عاشور وسالم (٢٠٠٩).

حيث تم استخدام هذا الاختبار DW وتتراوح قيمة هذا الاختبار بين ما يلي:

اولا: كلما اقتربت قيمة احصائي الاختبار DW من الصفر كلما وجدنا ارتباطا ذاتيا موجبا.

ثانيا: كلما اقتربت قيمة احصائي الاختبار DW من ٤ نجد هناك ارتباطا ذاتيا سالبا. وبحساب قيمة هذا الاختبار لنماذج الدراسة وجد انها لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ويمكن عرض نتائج تحليل نموذج الانحدار من خلال الشكل رقم (٥) كما يلي:

جدول رقم (٥)

نتائج تحليل الانحدار

٠,٣٦-	Constant
١,٩٤	DP_{t-1}
^a *(١,١٨)	
0.40	Adjusted-R ²
3.66**	F-stat.

Notes: Significant at: *10 and **5 percent; ^a The test statistics is robust to heteroskedasticity and serial correlation

وقد اظهرت نتائج الجدول رقم (٥) معاملات نموذج الانحدار من المعادلة (٢) ان معامل مكافأة التوزيعات المتأخرة زمنيا DP_{t-1} موجباً، وهو ما يتسق مع نتائج دراسة Baker and Wurgler (2004b)، وكذلك يدعم نظرية دوافع التزود لدفع التوزيعات، حيث تبين ان اظهار المستثمرون طلباً عالياً للتوزيعات سوف يحدث المزيد من الاستعداد لدفع التوزيعات لدي الشركات. وعلى الرغم من ذلك تعتبر تلك النتيجة ليست ذات دلالة إحصائية عند المستوي المعهود في الدراسات السابقة والتي ايدت نظرية التزود، حيث توجد بعض الخصائص المميزة لاستعداد لدفع التوزيعات خلال الفترة من بعد ثورة يناير ٢٠١١، ولذلك فقد تم التحكم في تأثير الاضطرابات السياسية منذ يناير ٢٠١١ خلال الفترة من ٢٠١١ الي ٢٠١٦ على العلاقة بين الاستعداد لدفع التوزيعات ومكافأة التوزيعات من خلال اضافة متغير وهمي dummy variable يعبر عن تلك الفترة $cD_{rev,t}$ ليصبح النموذج كما يلي:

$$\Delta PTP_t = a + bDP_{t-1} + cD_{rev} + \varepsilon_t \quad (3)$$

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الانحدار بعد اضافة المتغير الوهمي

١,١٣	Constant
٣,٤٥	DP_{t-1}
^a *(١,٣٥)	
١٠,٢٥-	$D_{\text{revolution}}$
^a *(١,٥١)	
٠,٢٣٦	Adjusted-R ²
**٢,٩٨	F-stat.

Notes: Significant at: *10 and **5 percent; ^a The test statistics is robust to heteroskedasticity and serial correlation

واظهرت النتائج السابقة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الاستعداد لدفع التوزيعات ومكافأة التوزيعات، وتشير النتائج الي اهمية دور مكافأة التوزيعات الذي يمكن أن يؤثر على قرار الشركات باتخاذ قرار التوزيعات.

العلاقة بين تغير التوزيعات **change dividend** ومكافأة التوزيعات **dividend premium**

لاختبار تأثير مكافأة التوزيعات DP على القرار المتعلق بتغيير التوزيعات ΔDPS تم استخدام نموذج الانحدار التالي:

$$\Delta DPS = b_0 + b_1 DP + b_2 DY + b_3 MV + b_4 \frac{LTD}{A} + b_5 \frac{E}{A} + b_6 \frac{Cash}{A} + b_7 \frac{M}{B} + \varepsilon$$

وقد تم احتساب تغير التوزيعات من الفرق بين التوزيعات السنوية في السنة الحالية والسنة السابقة. وتم تصنيف التغير في مدفوعات التوزيعات إلى الزيادة أو النقص.

وتمثل المتغيرات الرقابية control variables في نموذج الانحدار بالعوامل التي يمكن أن تؤثر على قرار دفع التوزيعات. والتي تتمثل في عائد التوزيعات DY dividend yield وتم احسابه بقسمة التوزيعات السنوية على القيمة السوقية لحقوق الملكية. وحجم المنظمة MV وتم التعبير عنه بالقيمة السوقية market capitalization وتم حسابها بضرب عدد الأسهم المتداولة في سعر السهم. والرافعة $\frac{LTD}{A}$ leverage والتي تم قياسها بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول. والربحية $\frac{E}{A}$ حيث تم حسابها بنسبة الربح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول. والنقدية cash holding $\frac{Cash}{A}$ وقد تم حسابها بنسبة النقدية إلى إجمالي الأصول. ومعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية $\frac{M}{B}$ ويتم احتسابها عن طريق جمع القيمة السوقية لحقوق الملكية market value of equity والقيمة الدفترية للخصوم book value of liability والقسمة على القيمة الدفترية للأصول (Baker and Wurgler (2004a).

اختبار صحة البيانات:

٤. اختبار التوزيع الطبيعي:

تم إجراء اختبار كولموجروف- سميرنوف Kolmogorov- Smirnov Test، لاختبار توزيع عوائد محافظ الزخم هل تتبع التوزيع الطبيعي أم لا. وأظهرت نتائج الاختبار أن المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أنه بمقارنة قيم المتغيرات P- Value بمستوي المعنوية ٠,٠٥. اتضح أن P- Value أكبر من مستوى المعنوية ٠,٠٥ وبالتالي فإن توزيع محافظ الزخم محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

٥. مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي:

وتم استخدام اختبار Goldfeld-Quandt test ، للتأكد من التجانس بين الخطأ العشوائي للنموذج (ثبات التباين) كما يلي:

- الفرض العدمي: لا يوجد ثبات لتباين الخطاء العشوائي.
 - الفرض البديل: يوجد ثبات لتباين الخطاء العشوائي.
- كما جاءت نتائج احصائي الاختبار F لتؤكد ثبات تباين الخطاء العشوائي.

٦. مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation:

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج اذا نشأت علاقة بين الاخطاء، ويمكن التأكد من وجود الارتباط الذاتي باستخدام مجموعة من الاختبارات الاحصائية اشهر هذه الاختبارات هو اختبار ديرين واتسون Durbin-Watson، باستخدام برنامج Spss عاشور وسالم (٢٠٠٩).

حيث تم استخدام هذا الاختبار DW وتتراوح قيمة هذا الاختبار بين ما يلي:

اولا: كلما اقتربت قيمة احصائي الاختبار DW من الصفر كلما وجدنا ارتباطا ذاتيا موجبا.

ثانيا: كلما اقتربت قيمة احصائي الاختبار DW من ٤ نجد هناك ارتباطا ذاتيا سالبا.

وبحساب قيمة هذا الاختبار لنماذج الدراسة وجد انها لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ويمكن عرض نتائج نموذج الانحدار كما يلي:

ويوضح الجدول رقم (٧) معاملات الانحدار

جدول رقم (٧)

نتائج نموذج الانحدار للتغير في التوزيعات

ارتفاع التوزيعات increasing Dividend	انخفاض التوزيعات Dividend decreasing	
٠,٠٤٨	١,٣١٢	Constant
٣,٠٥٢-	٣,٥٦١-	Dividend premium
** (٣,٦٥)	** (٣,٩٨)	
٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	Market capitalization
(١,٠٣)	(١,٨٨)	
٠,٥٣٦	٠,٦١٤-	LTD/TA
(٠,٥٧)	(٠,٦٣)	
٠,٥٤٥	٢,٠٤٢٣-	EBIT/TA
(٠,٣٦)	(١,٦٧)	
٠,٨٠٢٤	٠,٠٠٤٥	Cash/TA
(٠,٦٨)	(٠,٠٠)	
٠,٠٨٣٦	٠,٠٣٢٤	Market-to-book
(٠,٧٥)	(٠,١٢)	
٠,٠٣١	٠,١٤٢-	Dividend yield
** (٢,١٢)	(٠,٦٥)	
٠,٠٠٨٤	٠,٠٠٧٣	Adjusted-R ²
** ٢,٦٨	** ٢,١٣	F-stat.

Note: Significant at: *10 and **5 percent

وفقا لنظرية التزود يتوقع ان يكون هناك ارتباط ايجابي بين مكافأة التوزيعات والزيادة في التوزيعات، وارتباط سالبى بين مكافأة التوزيعات والنقص في التوزيعات، ولذلك عندما يظهر المستثمرون مطالب عالية للتوزيعات، يجب ان يشجع هذا المديرين على اجراء التوزيعات.

ولكن اظهرت نتائج نموذج الانحدار للتغير في التوزيعات كما بالجدول رقم (٧)، عدم وجود ارتباط ايجابي بين مكافأة التوزيعات والزيادة في التوزيعات، وعلاقة سالبية بانخفاض التوزيعات. وبالتالي عدم وجود تأثير لمكافأة التوزيعات علي حجم التوزيعات المدفوعة. وبالتالي تتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسة Tangjitprom (2013).

الخلاصة والنتائج

الخلاصة

اختبرت الدراسة أثر دوافع التزود على قرارات دفع التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية، المالية، جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية للأوراق المالية خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٦ الي ٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة بين الاستعداد لدفع التوزيعات ومكافأة التوزيعات، مما يدعم من نظرية التزود في السوق المصري للأوراق المالية، ويمثل ذلك على المستوي العملي اظهار تفضيل المستثمرين لدخل التوزيعات على مستوى السوق المصري، وذلك يمثل حافز للتزود يدفع الشركات الي اتخاذ قرار اجراء التوزيعات النقدية، وكذلك توصلت الدراسة الي عدم وجود تأثير لمكافأة التوزيعات علي حجم التوزيعات المدفوعة بمعنى ان دوافع التزود (مكافأة التوزيعات) يمكن أن تدفع عددا أكبر من الشركات إلى دفع التوزيعات ولكن لا يمكن أن تشجع الشركات على زيادة حجم التوزيعات المدفوعة.

التوصيات

- إجراء المزيد من الدراسات عن التمويل السلوكي في السوق المصري للأوراق المالية وفي الدول العربية.
- إجراء المزيد من الدراسات عن دوافع التزود في السوق المصري للأوراق المالية، حيث يعتبر موضوع دوافع التزود مجالاً خصباً للدراسة أمام الباحثين.

المراجع

- عاشور، سمير كامل و سالم، سامية ابو الفتوح. (٢٠٠٩). العرض والتحليل الإحصائي باستخدام SPSSWIN. الجزء الثاني الاحصاء التطبيقي المتقدم، القاهرة، غير مبين الناشر.

- Abdulkadir, R., Abdullah, N. and Wong., C. (2014), "Implication of Catering Theory of Dividend: Evidence from Financial Firms Listed on the Nigerian Stock Exchange", *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (18): 211-215.
- Alekneviciene, V., Domeika, P. and Jatkunaite, D. (2006), "The development of company dividend policy in respect of profit distribution priorities", *Economics of Engineering Decisions*, 50 (5): 17-25.
- Ali, A., Urcan, O., 2012. Dividend increases and future earnings. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 19(1): 14–27.
- Arko, A., Abor, J., Adjasi, C. and Amidu, M. (2014), "What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African?", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4 (1): 57 - 78
- Baker, M. and Wurgler, J. (2004a), "A catering theory of dividends", *Journal of Finance*, 59: 1125-65.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2004b), "Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives", *Journal of Financial Economics*, 73 (2):271-88.

-
- Baker, M., and Wurgler, J. (2006), “Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance*, 61(4): 1645–1680.
 - Baker, M., and Wurgler, J. (2007), “Investor sentiment in the stock market”, *Journal of Economic Perspectives*, 21(2): 129–151.
 - Baker, H.K., Saadi, S., Dutta, S. and Gandhi, D. (2007), “The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence”, *International Journal of Managerial Finance*, 3 (1): 70-91.
 - Chang, Y., Faff, R., and Hwang, C. (2012), “Local and global sentiment effects, and the role of legal, information and trading”, (Available at SSRN: <http://ssrn.com/bstract=1800550> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1800550>).
 - Chen, X., Tang, L., and Hu, H. (2014), “Heterogeneous dividend preferences of Chinese individual and institutional investors: Evidence from categorized daily share holding data”, *China Finance Review International*, 4(4): 326-342.
 - DeAngelo, H., DeAngelo, L., (2006), “The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem”, *Journal of Financial Economics*, 79 (2): 293–316.
 - Denis, D. and Osobov, I. (2008), “Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy”, *Journal of Financial Economics*, 89(1):62-82.
 - Easterbrook, F.H. (1984), “Two agency-cost explanations of dividends”, *American Economic Review*, 74 (4): 650-659.
 - Fama, E. and French, K. (2001), “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, *Journal of Financial Economics*, 60(1): 3-43.
 - Ferris, S., Sen, N. and Yui, H. (2006), “God save the queen and her dividends: corporate payouts in the UK”, *Journal of Business*, 79, 1149-73.

-
- Hoberg, G., Prabhala, R., (2009), “Disappearing dividends, catering, and risk”, *Review of Financial Studies*, 22 (1): 79–116.
 - Hsieh, J., Wang, Q., (2006), “Determinants of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy”, Working Paper, George Mason University.
 - Hsieh, J., Wang, Q., (2006), “Determinants of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy”, Working Paper, George Mason University
 - Julio, B., Ikenberry, L., (2004), “Reappearing dividends”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4): 89–100.
 - Kale, R., Kini, O. and Payne, D., (2012), “The dividends initiation decision of newly public firms: some evidence on signaling with dividends”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2): 365–396.
 - Kuo, J. Philip, D. and Zhang, Q. (2013), “What drives the disappearing dividends phenomenon? “, *Journal of Banking and Finance*, 37 (9): 3499–3514.
 - Li, K. and Zhao, X. (2008), “Asymmetric information and dividend policy”, *Financial Management*, 37 (4): 673-94.
 - Li, W. and Lie, E. (2006), “Dividend changes and catering incentives”, *Journal of Financial Economics*, 80 (2): 293-308.
 - Liu, C. and Chen, A. (2015), “Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis”, *International Review of Financial Analysis*, 37 , 194–207
 - Masulis, R.W. and Trueman, B. (1988), “Corporate investment and dividend decisions under differential personal taxation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (4): 369-386.
 - Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961), “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, *Journal of Business*, 34 (4): 411-33.

-
- Miller, M.H. and Scholes, M.S. (1978), “Dividends and taxes”, *Journal of Financial Economics*, 6 (4): 333-64.
 - Perretti, G. F., Allen, M. T. and Weeks, H. S. (2013), “Determinants of dividend policies for ADR firms”, *Managerial Finance*, 39(12): 1155-1168.
 - Ramadan, I. (2015), “The Jordanian Catering Theory of Dividends”, *International Journal of Business and Management*, 10 (2): 226-230.
 - Rozeff, M. (1982), “Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios”, *Journal of Financial Research*, 5 (3): 249-259.
 - Tangjitprom, N. (2013), "Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand", *Studies in Economics and Finance*, 30 (1): 45 – 55.
 - Von Eije, H. and Megginson, W. (2008), “Dividends and share repurchases in the European Union”, *Journal of Financial Economics*, 89, 347-74.
 - Wang, M., Ke, M., Lin, F. and Huang, Y. (2016), "Dividend Policy and the Catering Theory: Evidence from the Taiwan Stock Exchange", *Managerial Finance*, 42 (10): 999 – 1016.