

## "العوامل المحددة لقرارات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المصرية"

مروان خالد مصطفى

### المخلص:

هدفت الدراسة الى اكتشاف المزيد من العوامل المحددة لقرارات توزيع الأرباح، وذلك بدراسة مجموعة من العوامل السلوكية، حيث تمثلت الثلاثة متغيرات المستقلة للدراسة في (درجة ميل المدير المالي لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في السوق Herding، ودرجة الثقة الزائدة لديه Overconfidence، ودرجة تفاؤله Optimism)، في حين تمثل المتغير التابع في قيمة التوزيعات النقدية للشركات التي يديرها هؤلاء المدبرون، عن طريق اختيار عينة عشوائية بسيطة مكونة من ٣٤ شركة من الشركات المساهمة، المقيدة بالبورصة المصرية، التي قامت بتوزيعات أرباح خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٦.

وتوصلت الدراسة الى وجود أثر طردي، ذو دلالة إحصائية، لكل من درجة ميل المدير المالي لمحاكاة سلوك الآخرين، وكذلك درجة التفاؤل، على متوسط نسبة توزيعات الأرباح، أي أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات التي يديرها مدير مالي لديه تحيز تأثير الأقران، او درجة تفاؤل عالية، أكبر قليلاً من متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات الأخرى، ووجود أثر عكسي، ذو دلالة إحصائية، لدرجة الثقة لدى المدير المالي، على نسبة توزيعات الأرباح في الشركة التي يديرها، حيث أن المدير المالي ذا الثقة المرتفعة، تميل شركته إلى توزيع نسبة أرباح أقل من الشركات الأخرى في السوق، كما توصلت الدراسة إلى أن تحيز الثقة المرتفعة، هو صاحب القوة التفسيرية الأعلى، ضمن المتغيرات المستقلة الأخرى بالدراسة، إلا أنه إذا اجتمع في شخصية نفس المدير



المالي كل من تحيزي الثقة الزائدة والتفاؤل، فإن تحيز التفاؤل يطغى على تحيز الثقة الزائدة.

أي أنه يمكن تلخيص النتيجة الأساسية لهذه الدراسة، بشقيها النظري والعملي، في إثبات أن الفهم والتفسير الشامل لقرارات توزيعات الأرباح، يتطلب الإهتمام بالعوامل السلوكية للمدير المالي كمحرك أساسي لاتخاذ قرار توزيع الأرباح – بجانب العوامل الاقتصادية-، وأن إغفال تلك العوامل السلوكية، يتسبب في عدم القدرة على الفهم والتفسير السليم لتلك القرارات.

## Abstract

The study aimed to determine some of determining factors for the decisions of profit dividends through studying some of behavioral factors. The three independent variables of the study are (Herding behavior, Overconfidence, and Optimism), and the dependent variable is the cash Dividends of the companies managed by these managers. By choosing a random sample composed of 34 companies, listed in Egyptian Stock Exchange, with cash dividend during the period from 2012 until 2016.

The main findings of the study are the presence of, statistically significant, positive effect of financial manager herding behavior and optimism on the average of dividend ratio in the company they managed. Which means that the average ratio of dividends in companies managed by the financial manager has a bias of herding behavior or optimism,



slightly larger than the average ratio of dividends in other companies. And the presence of, statistically significant, negative effect of financial manager overconfidence, on the average of dividend ratio in the company they managed. Which means that the average ratio of dividends in companies managed by the overconfident financial manager, slightly smaller than the average ratio of dividends in other companies.

That is, it can summarize the key -theoretical and practical- finding of the study, to prove that the understanding and comprehensive interpretation of the cash dividend decisions, requires attention to financial manager behavioral factors as a driver of dividend decisions, and that the omission of those behavioral factors causes the misunderstanding of dividend decisions.



## أولاً: مقدمة الدراسة

اتفقت العديد من الدراسات التي اهتمت بموضوع توزيعات الأرباح، على أن التفسيرات الاقتصادية مثل المزايا الضريبية، وتفضيلات حملة الأسهم، والرغبة في إعطاء إشارات للسوق، وتكلفة الوكالة، لا تكفي وحدها لتفسير قرارات توزيع الأرباح.

واتجهت مجموعة من الدراسات إلى البحث في التفسيرات السلوكية للقرارات المالية، سواءاً للمديرين (متخذي قرارات توزيع الأرباح)، أو المستثمرين، وهو ما يعتبر رفض للفرضية الضمنية Implicit Assumption، التي تفترض رشد متخذي القرار، والقبول بفرضية الرشد المحدود Bounded Rationality، ومن ضمن تلك القرارات المالية قرار توزيعات الأرباح، حيث ترى تلك الدراسات، أن مشاعر متخذي القرار، وتحيزاتهم السلوكية، يكون لها دور أساسي في تكوين الصورة المستقبلية التي يتوقعونها للشركة، وهو ما يؤثر بشكل أساسي في قراراتهم المالية.

واتجهت العديد من الدراسات، لربط قرار توزيع الأرباح، بسيكولوجية حملة الأسهم أو المستثمرين المحتملين، مثل دراسة (Baker and Wargler 2004)، التي أثبتت أن متخذي قرار توزيع الأرباح يتعاملون مع عدم رشد المستثمرين، حيث يتخذوا قرار التوزيع أو عدم التوزيع حسب قياسهم لرغبة المستثمرين، بغض النظر عن المحددات الاقتصادية الأخرى مثل فرص النمو، والتدفقات النقدية وهو ما سمته الدراسة A Catering Theory Of Dividends، في حين اتجهت دراسات أخرى لربط قرار توزيع الأرباح بسيكولوجية المدراء أنفسهم (متخذي قرار التوزيع)، وهو ما أهتمت به الدراسة الحالية. وأوضح الفكر المالي مجموعة متنوعة من العوامل المؤثرة في اختيار المنشأة سياسة التوزيع الخاصة بها، ومن ضمن تلك العوامل ما يلي:

### ١- القواعد التشريعية / القانونية Legal rules



ويقصد بها، تلك القواعد التي يحددها القانون الخاص بكل دولة، والتي تفرض على الشركة بعض القيود، التي تهدف إلى حماية حملة الأسهم الممتازة، ودائني الشركة.

## ٢- السيولة Liquidity

حيث لا يمكن توزيع الأرباح نقداً في حالة عدم توافر السيولة الكافية، وبالطبع لا يمكن النظر فقط إلى مبلغ صافي الربح، والذي يقوم على مبدأ الاستحقاق المحاسبي، للحكم على قدرة المنشأة على إجراء توزيعات نقدية، وبالتالي فإن توافر السيولة يؤثر بشكل إيجابي على قرارات توزيع الأرباح.

## ٣- الاحتياجات التمويلية Funding needs of the firm / والحاجة إلى تسديد الديون

قد تلجأ إدارة الشركة إلى استخدام الأرباح المحتجزة، في خدمة الديون المستحقة عليها، وبالتالي فإن المدير المالي في هذه الحالة، لا ينظر إلى الأرباح المحققة فقط كمورد جديد، يمكن استعماله في الاستثمار والتوسع، ولكن أيضاً كوسيلة لتسديد القروض.

## ٤- قيود عقد الدين Restriction in debt contracts

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بالشروط التعاقدية، بين الشركة، ومؤسسات التمويل، التي تقدم ديون طويلة الأجل، والتي قد يُنص فيها على شروط، تحد من حرية الشركة في توزيع الأرباح، لحماية مركزهم كدائنين.

## ٥- فرص الاستثمار Investment Opportunities

حيث أن توافر فرص استثمارية مربحة أمام المنشأة، يحبذ الاتجاه نحو احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها بدلاً من توزيعها على المساهمين.

## ٦- معدل العائد على الأموال المستثمرة Return on total investment

حيث أن معدل العائد التي تتوقع الشركة تحقيقه، من خلال الاعتماد على الديون المحتجزة، يؤثر بشكل أساسي على قرارات توزيع الأرباح، حيث كلما كان معدل



العائد على الأموال المستثمرة مرتفعاً، كلما شجع ذلك إدارة الشركة على احتجاز الأرباح.

#### ٧- استقرار الأرباح Profit stability

حيث أن معرفة حجم الأرباح، وسهولة التنبؤ باتجاهاتها في المستقبل، يؤثر بشكل مباشر في قرارات توزيع الأرباح، فإذا كان مستوى الأرباح للشركة مستقرًا؛ فإن ذلك يشجع الشركة على أن توزع نسبة مرتفعة من الأرباح، لسهولة التنبؤ بالأرباح المستقبلية، أما إذا كان مستوى الأرباح غير مستقر؛ وبالتالي صعوبة التنبؤ بالأرباح المستقبلية؛ فإن الشركة قد تحتفظ بالجزء الأكبر من الأرباح سواء لتوزيعها في السنوات التالية أو لأغراض أخرى.

#### ٨- عمر وحجم الشركة

حيث أن سياسة توزيع الأرباح تتأثر بعمر وجود الشركة وحجمها، فالشركات الصغيرة والحديثة النشأة، عادة تكون بحاجة إلى أموال كثيرة لتمويل توسعاتها، كما أن قدرتها في الحصول على تمويل خارجي ليست كبيرة، وذلك لأنها غير معروفة جيداً من المستثمرين في الأسواق المالية، أو من قبل المؤسسات المالية مانحة التمويل، وبالتالي تتجه إدارتها إلى تخفيض توزيعات أرباحها، لاستخدام تلك الأرباح في تمويل التوسعات، بعكس الشركات القديمة والكبيرة، والتي تنخفض بها احتياجات التوسع، كما أن لديها قدرات أكبر للحصول على تمويل خارجي، وبالتالي ترتفع معدلات توزيع أرباحها.

#### ٩- السيطرة والتحكم في ملكية المنشأة

حيث أن مدى رغبة حملة الأسهم العادية في الاحتفاظ بسيطرتهم على ملكية المنشأة لها أثرها المباشر على قرارات توزيع الأرباح؛ فإذا كانت لديهم رغبة قوية في السيطرة، والاحتفاظ بنسبة ملكيتهم، فقد يلجأوا إلى الاحتفاظ بالجزء الأكبر من الأرباح، لسد احتياجاتهم التمويلية والاستثمارية، بدلاً من اعتمادهم على إصدار



أسهم جديدة، أو حتى بدلاً من اعتمادهم على الديون، والتي قد ينشأ عنها قيود قانونية تحد من سيطرتهم وحريتهم في اتخاذ القرار.

#### ١٠ - تفضيلات المستثمرين للتوزيعات

حيث إن اختلاف اهتمامات وتفضيلات المستثمرين من حملة الأسهم العادية بالنسبة للتوزيعات، له أثره المباشر، في اختيار الشركة لسياسة توزيع الأرباح المناسبة، حيث يفضل البعض التوزيعات النقدية السريعة على الأسهم، في حين يهتم آخرون بالعائد الرأسمالي، بدون الاهتمام بالتوزيعات، في حين يهتم مستثمرون آخرون بالحصول على نسب مختلفة من كل من الأرباح الرأسمالية وتوزيعات الأرباح، فكل مساهم يقوم بتحديد موقفه من المنشأة، في ضوء مدى تقارب سياسة توزيع الأرباح مع رغباته واحتياجاته.

#### ١١ - نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة

حيث أن سياسة توزيعات الأرباح تختلف من قطاع إلى آخر، فبعض القطاعات تتميز بتوزيعات أرباح شركاتها بالاستمرارية والاستقرار، وقطاعات أخرى تختلف توزيعاتها من فترة إلى أخرى.

### ثانياً: مشكلة الدراسة

نبعت المشكلة الأساسية للدراسة من تساؤل رئيس حول مدى قدرة المتغيرات السلوكية للمدير المالي على تفسير قرارات توزيع الأرباح في الشركات المصرية المساهمة، وبالتالي تمثلت مشكلة الدراسة في التساؤل التالي:

إلى أي مدى تؤثر العوامل السلوكية للمديرين الماليين في الشركات المصرية المساهمة على قرارات توزيع الأرباح النقدية؟

ويمكن للباحث أن يشتق من هذا التساؤل الرئيس، التساؤلات الثلاث التالية:



١. إلى أي مدى تؤثر درجة ميل المدير المالي لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في السوق، على قرارات توزيع الأرباح؟
٢. إلى أي مدى تؤثر درجة الثقة الزائدة لدى المدير المالي على قرارات توزيع الأرباح؟
٣. إلى أي مدى تؤثر درجة تفاؤل المدير المالي على قرارات توزيع الأرباح؟

### ثالثاً: متغيرات الدراسة

#### ١- المتغيرات المستقلة:

١/١ - تأثير الأقران (سلوك القطيع):  
ويقصد بتأثير الأقران أو سلوك القطيع ميل المدير لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في القطاع، أو في السوق ككل.

٢/١ - الثقة الزائدة:  
يقصد بتحيز الثقة الزائدة اتجاه المديرين إلى المبالغة في تقدير إمكانياتهم وقدراتهم الشخصية، على التنبؤ بالأوضاع المستقبلية، وكذلك المبالغة في تقدير مدى دقة معلوماتهم، وبالتالي مبالغتهم في تقدير مدى صحة قراراتهم.

٣/١ - التفاؤل:  
يقصد بتحيز التفاؤل ميل المدير باستمرار إلى المبالغة في تقدير احتمالية تحقق الأحداث الإيجابية المرغوبة، وتهوين احتمالية حدوث الأحداث غير المرغوبة، بما يتسبب في مبالغته في توقع أداء متميز لشركته، ورؤية مستقبل شركته بطريقة أكثر إشراقاً من الواقع.

٢- المتغير التابع: قرارات توزيع الأرباح  
وتعرف التوزيعات النقدية بأنها تلك المدفوعات النقدية، التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، نتيجة لتحقيق الأرباح عن الفترة الحالية، أو المتراكمة عن سنوات سابقة، نتيجة لاستثمار أموالهم.





ويوضح الجدول التالي متغيرات الدراسة:

جدول ١

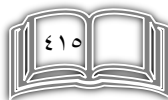
المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة، وطرق قياسها

المتغير التابع		المتغيرات المستقلة	
طريقة القياس	المتغير	طريقة القياس	المتغيرات
نسبة توزيع الأرباح = قيمة الكوبون النقدي ÷ ربحية السهم	قرارات توزيع الأرباح	متوسط توزيعات السهم في منشآت القطاع	سلوك القطيع/تأثير الأقران
		استقصاء بأسئلة غير مباشرة	درجة الثقة الزائدة لدى المدير المالي درجة تفاؤل المدير المالي

المصدر: من إعداد الباحث

### رابعاً: فروض الدراسة

- الفرض الأول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميل المدير لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في السوق (تأثير الأقران / سلوك القطيع)، وقرارات توزيع الأرباح.
- الفرض الثاني: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة الزائدة لدى المدير المالي، وقرارات توزيع الأرباح.
- الفرض الثالث: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تفاؤل المدير المالي، وقرارات توزيع الأرباح.



### خامساً: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة بصفة رئيسة إلى تحديد أثر المتغيرات السلوكية للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح، ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية:

١. تحديد مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح بميل المدير المالي لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في السوق.
٢. تحديد مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح بدرجة الثقة الزائدة لدى المدير المالي.
٣. تحديد مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح بدرجة تفاؤل المدير المالي.
٤. المساهمة في التأسيس العلمي لدور المتغيرات السلوكية في تفسير قرارات توزيع الأرباح.

### سادساً: منهجية الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة المصرية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي يبلغ عددها ٢٢٢ شركة، وسيتم اختيار عينة عشوائية بسيطة، معبرة عن كافة الشركات بسوق الأوراق المالية المصرية، وذلك خلال الفترة من بداية عام ٢٠١٢ حتى منتصف عام ٢٠١٦.

وتتمثل محددات اختيار مفردات عينة الدراسة في المحددات التالية:

- قيام الشركة بإجراء توزيعات أرباح نقدية خلال فترة الدراسة.
- توافر البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة.

وبالتالي تمثل إطار العينة في ١١١ شركة، توافرت فيها المحددات السابقة، وتحدد حجم العينة في ٨٦ مفردة، في حين بلغت عدد الشركات التي استجابت فعلياً ٣٤ شركة، مثلت كافة القطاعات الموجودة بالسوق. وتمثلت وحدة المعاينة في المديرين الماليين للشركات محل الدراسة، ويرجع السبب في اختيار المديرين الماليين، إلى إنهم الأكثر تأثيراً على قرارات توزيع الأرباح، حيث أوضحت

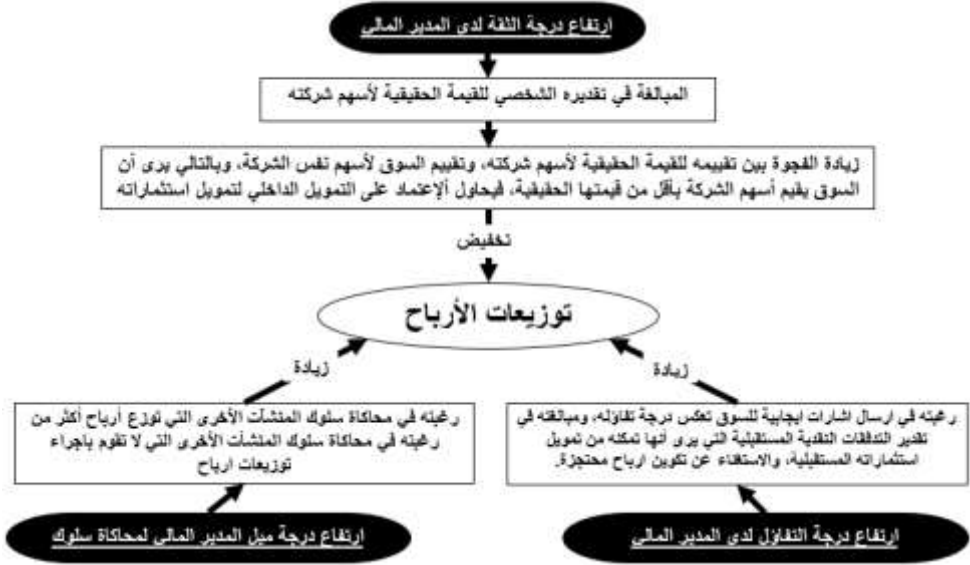


دراسة يسري خليفة (٢٠٠٩) ، أن قرار توزيع الأرباح من القرارات الأساسية التي تحاول دوماً إدارة الشركة، فرض سيطرتها عليها، بحيث يمكنها من خلالها التعبير عن توجهاتها وتطلعاتها الحالية والمستقبلية.

### سابعاً: النموذج المقترح لأثر العوامل السلوكية للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المصرية

#### رسم توضيحي ١

نموذج مقترح لأثر العوامل السلوكية للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح



المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على نتائج الدراسات السابق

يوضح النموذج السابق التأثير المتوقع للمتغيرات المستقلة الثلاثة (ثقة، تفاؤل، محاكاة الآخرين) على توزيعات الأرباح، حيث رغم أختلاف الدراسات السابقة في توضيح أثر تلك العوامل السلوكية، إلا أن الدراسة الحالية تحاول إعادة اختبار تأثير تلك العوامل السلوكية في السوق المصري، حيث يرى الباحث أن ارتفاع درجة ثقة المدير المالي، يتسبب في مبالغته في تقديره الشخصي للقيمة الحقيقية

لأسهم شركته، مما يزيد الفجوة بين تقييمه للقيمة الحقيقية لأسهم شركته، وتقييم السوق لأسهم نفس الشركة، وبالتالي يرى أن السوق يقيم أسهم شركته بأقل من قيمتها الحقيقية فيحاول الاعتماد بشكل أساسي على التمويل الداخلي لتمويل استثماراته، وبالتالي يتجه الى تخفيض توزيعات الأرباح.

كما يوضح النموذج أثر درجة تفاؤل المدير المالي على مبالغته في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يرى أنها تمكنه من تمويل استثماراته المستقبلية، وبالتالي الاستغناء عن تكوين أرباح محتجزة، وأيضاً بما يساعد على مجارة سلوك التوزيعات في الشركات الأخرى، وبالتالي زيادة توزيعات الأرباح. أما عن المتغير المستقل الثالث وهو ميل المدير المالي لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى، فإن النموذج المقترح يوضح أن المدير الذي يميل لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى، غالباً يهتم بالإشارات الإيجابية عن توزيعات الأرباح، أي أنه يتأثر بسلوك توزيع الأرباح أكثر من سلوك الإحتفاظ بالأرباح، مما يجعله يميل لتوزيعات أرباح أكثر من أقرانه الذين لا يهتمون بمحاكاة سلوك الآخرين.

**ثامناً: مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار المتعدد لقياس أثر العوامل السلوكية للمدير المالي، على قرارات توزيع الأرباح، في الشركات المصرية المساهمة**

## ١ - مصفوفة الارتباط Correlation Matrix

### جدول ٢

مصفوفة الارتباط بين كافة متغيرات الدراسة

#### Correlations

القطيع	درجة ثقة	درجة التفاؤل	نسبة توزيعات الأرباح	
.277	-.680**	.498**	1	Pearson
.113	.000	.003		Sig. (2-tailed)
34	34	34	34	N



"العوامل المحددة لقرارات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المصرية"

مروان خالد مصطفى

درجة التفاؤل	Pearson Correlation	.498**	1	-.120-	-.218-
	Sig. (2-tailed)	.003		.501	.215
	N	34	34	34	34
درجة ثقة	Pearson Correlation	-.680**	-.120-	1	.278
	Sig. (2-tailed)	.000	.501		.111
	N	34	34	34	34
القطيع	Pearson Correlation	-.277-	-.218-	.278	1
	Sig. (2-tailed)	.113	.215	.111	
	N	34	34	34	4

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الباحث، وباستخدام الحزمة الإحصائية SPSS

٢- متغيرات نموذج الانحدار

من أجل اختبار فروض الدراسة، قام الباحث بدمج كافة متغيرات الدراسة، المستقلة (الثقة، التفاؤل، سلوك القطيع)، والتابعة (نسبة توزيعات الأرباح)، وكذلك إضافة متغيرات أخرى فرعية وهي (الثقة والتفاؤل معاً، والثقة والتفاؤل وسلوك القطيع معاً)، في نموذج انحدار متعدد، وبالتالي أصبحت متغيرات نموذج الانحدار المتعدد كما يلي:

جدول ٣

متغيرات نموذج الانحدار

الرمز	المتغير
Y	المتغير التابع وهو يمثل نسبة توزيعات الأرباح للعينة محل البحث



يعبر عن المتغير الصوري أو الوهمي المعبر عن درجة التفاؤل	X1
يعبر عن المتغير الصوري أو الوهمي المعبر عن درجة الثقة	X2
يعبر عن المتغير الصوري أو الوهمي المعبر عن درجة اتباع سلوك القطيع	X3
يعبر عن المتغير الصوري أو الوهمي المعبر عن درجة التفاعل والتداخل بين درجة التفاؤل ودرجة الثقة	X4
يعبر عن المتغير الصوري أو الوهمي المعبر عن درجة التفاعل والتداخل بين درجة التفاؤل ودرجة الثقة واتباع سلوك القطيع	X5

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أنه تم إدخال المتغيرات المستقلة على شكل متغيرات وهمية، أو صورية Dummy Variables حيث أنها متغيرات وصفية، أما المتغير التابع كان متغيرا كميًا، وهو نسبة توزيعات الأرباح للعينة محل البحث.

كما أن المتغير X4 يعبر عن الحالة التي يتوفر فيها كلٌّ من تحيزي الثقة الزائدة والتفاؤل لدى المدير المالي، أما المتغير X5 يعبر عن الحالة التي يتوفر فيها ثلاث تحيزات سلوكية في المدير المالي وهي الثقة الزائدة، والتفاؤل، وسلوك القطيع.

### ٣- نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression

باستخدام الحزمة الإحصائية SPSS يمكن استنتاج النموذج التالي:



جدول ٤

نموذج الانحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 06/27/16 Time: 15:16

Sample: 1 34

Included observations: 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.904423	0.169387	5.339376	0.0000
X2	-1.031417	0.150176	-6.868075	0.0000
X3	0.362047	0.232651	1.556181	0.1309
X4	0.676417	0.233189	2.900726	0.0072
X5	0.338714	0.298552	1.134522	0.2662
C	1.402756	0.113048	12.40849	0.0000
R-squared	0.744918	Mean dependent var	0.537941	
Adjusted R-squared	0.699368	S.D. dependent var	0.563537	
S.E. of regression	0.308987	Akaike info criterion	0.647752	
Sum squared resid	2.673248	Schwarz criterion	0.917110	
Log likelihood	-5.011784	Hannan-Quinn criter.	0.739611	
F-statistic	16.35372	Durbin-Watson stat	2.011130	
(F-statistic) Prob	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث، وباستخدام الحزمة الإحصائية SPSS

ومعادلته كالتالي:

$$0.904422572178X1 - +Y = + 1.40275590551$$

$$0.362047244094X3 + +1.03141732283X2$$

$$0.676417322835X4 + 0.338713910761X5 + u$$



#### ٤- تفسير النموذج:

بعد التأكد من صلاحية النموذج، ومعنويته الكلية، ومعنوية معظم متغيراته، يمكن تفسير النموذج على النحو التالي:

- بما أن المتغير  $X1$  كان معنوياً، ومعامله  $0.904423$ ، فهذا يعني أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالشركات التي يديرها مديرون أكثر تفاؤلاً، تكون أعلى من متوسط نسبة توزيعات الأرباح للشركات التي يديرها مديرون أقل تفاؤلاً، بما يعادل  $0.904423$ ، وذلك في حالة ثبات المتغيرات الأخرى على ما هي عليه.
- وكذلك المتغير  $X2$  كان معنوياً، ومعامله  $-1.031417$ ، وهذا يعني أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالشركات التي يديرها مديرون ذوي ثقة مرتفعة، تكون أقل من متوسط نسبة توزيعات الأرباح للشركات التي يديرها مديرون منخفضو أو معتدلو الثقة، بما يعادل  $-1.031417$ ، وذلك في حالة ثبات المتغيرات الأخرى على ما هي عليه.
- أما المتغير الثالث  $X3$  كان غير معنوياً، ومعامله  $0.362047$ ، وهذا يعني أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالشركات التي يديرها مديرون لديهم ميل إلى اتباع سلوك القطيع، تكون أكبر من متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالشركات الأخرى بمقدار  $0.362047$ ، وذلك في حالة ثبات المتغيرات الأخرى على ما هي عليه، وقد تم الإبقاء على متغير سلوك القطيع بالنموذج، بالرغم من عدم معنويته، بسبب أن له قدرة تفسيرية، بالإضافة إلى معنوية العلاقة في حالة كبر حجم العينة، عند قياس العلاقة بين سلوك القطيع وتوزيعات الأرباح منفصلين.
- المتغير  $X4$  كان معنوياً، ومعامله  $0.676417$ ، وهذا يعبر عن أثر التداخل بين صفة التفاؤل والثقة لدى المدير، ومن ثم لحساب الأثر والتفسير نقوم بجمع أثر كل متغير مع الأثر المتداخل ( $0.904423 -$





ويعني أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات التي يديرها مديرون مرتفعو التفاؤل والثقة تكون أكبر من الشركات الأخرى بما يعادل  $0.549423$  ، وذلك في حالة ثبات المتغيرات الأخرى على ما هي عليه.

- المتغير X5 كان غير معنويا، ومعامله  $0.338714$  وهو يعبر عن أثر التداخل بين صفة التفاؤل، والثقة، واتباع سلوك القطيع، لدى المدير المالي، ومن ثم لحساب الأثر والتفسير نقوم بجمع أثر كل متغير مع الأثر المتداخل ( $0.904423 - 0.31417 + 0.362047 + 0.338714$ ) =  $0.573767$  ، ويعني أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح للشركات التي يديرها مدير مرتفع الثقة والتفاؤل ولديه ميل إلى اتباع سلوك القطيع، أكبر من الشركات الأخرى بقيمة  $0.573767$  ، وذلك في حالة ثبات المتغيرات الأخرى على ما هي عليه.

### تاسعاً: نتائج الدراسة

#### ١- نتائج اختبار الفروض:

#### ١/١ - نتائج اختبار الفرض الأول:

ينص الفرض الأول على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميل المدير لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في السوق (تأثير الأقران / سلوك القطيع)، وقرارات توزيع الأرباح" وقد أسفر تحليل النتائج عن قبول الفرض الأول، وذلك عند مستوى  $(\alpha \leq 0.05)$ .

حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية، ضعيفة، ذات دلالة إحصائية، بين ميل المدير المالي لتقليد / محاكاة سلوك الآخرين، (سلوك القطيع - تأثير الأقران)، ومتوسط نسبة توزيعات الأرباح، أي أن متوسط



نسبة توزيعات الأرباح في الشركات التي يديرها مدير مالي لديه تحيز تأثير الأقران، أكبر قليلاً من متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات الأخرى.

#### ٢/١ - نتائج اختبار الفرض الثاني:

ينص الفرض الثاني على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة الزائدة لدى المدير المالي، وقرارات توزيع الأرباح" وقد أسفر تحليل النتائج عن قبول الفرض الثاني، وذلك عند مستوى  $(\alpha \leq 0.05)$ .

حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية، قوية، ذات دلالة إحصائية، بين درجة الثقة لدى المدير المالي، ونسبة توزيعات الأرباح، في الشركة التي يديرها، حيث أن المدير المالي ذا الثقة المرتفعة، تميل شركته إلى توزيع نسبة أرباح أقل من الشركات الأخرى في السوق.

#### ٣/١ - نتائج اختبار الفرض الثالث:

ينص الفرض الثالث على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تفاؤل المدير المالي، وقرارات توزيع الأرباح" وقد أسفر تحليل النتائج عن قبول الفرض الثالث، وذلك عند مستوى  $(\alpha \leq 0.05)$ .

حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية، متوسطة، ذات دلالة إحصائية، بين درجة التفاؤل لدى المدير المالي، ونسبة توزيعات الأرباح في الشركات التي يديرها، حيث أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركة التي يديرها مدير مالي عالي التفاؤل، تكون أكبر من متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات الأخرى.



جدول ٤

نتائج اختبار الفروض وموقف الدراسات السابقة منها

الدراسات المعارضة	الدراسات المؤيدة	النتيجة	الفرض
Leary and Roberts (2011), Egan (2015)	Caneghem and Aerts (2011), Popadak (2012), Adhikari (2013)	(تم قبول الفرض) توجد علاقة طردية ضعيفة ذات دلالة إحصائية	١- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميل المدير لمحاكاة سلوك المنشآت الأخرى في السوق، وقرارات توزيع الأرباح.
Rasheed et al. (2012), Ali and Anis (2012)	Ben-David et al. (2007), Cordeiro (2009), Malmendier et al. (2011), Chen et al. (2011), Deshmukh et al. (2013), Banerjee et al. (2013)	(تم قبول الفرض) توجد علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية	٢- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة الزائدة لدى المدير المالي، وقرارات توزيع الأرباح.
Heaton (2002), Malmendier and Tate	Gervais et al. (2002), Hackbarth	(تم قبول الفرض) توجد علاقة	٣- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين



(2005), Ben-David et al.	(2009), Ali and Anis (2012)	طردية متوسطة ذات دلالة احصائية	تقاؤل المدير المالي، وقرارات توزيع الأرباح.
(2007), Lin et al. (2008)			

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على نتائج الدراسة الحالية والدراسات السابقة

كما يوضح الجدول التالي، مدى التوافق بين نتائج الدراسة الحالية التي أهتمت بدراسة العوامل السلوكية للمدير المالي في جمهورية مصر العربية وأثرها على توزيعات الأرباح، مع نتائج الدراسات الأخرى التي أهتمت بدراسة نفس العوامل في دول أخرى.

#### جدول ٥

مقارنة نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات المشابهة في دول أخرى

الدولة	العوامل السلوكية	أثر العوامل السلوكية على توزيعات الأرباح	مدى التوافق مع نتائج الدراسة الحالية
الولايات المتحدة الأمريكية	- ارتفاع نسبة المديرين الماليين مرتفعي الثقة. - تواجد متوسط لسلك القطيع بين متخذي قرار	- تأثير توزيعات الأرباح عكسياً بدرجة ثقة المدير المالي. - تأثير توزيعات الأرباح طردياً	- تتوافق تماماً مع نتائج الدراسة الحالية، فيما يخص الأثر العكسي للثقة الزائدة، والأثر الطردى لسلك القطيع، على توزيعات الأرباح.



	توزيعات الأرباح.	درجة ميل المدير المالي لاتباع سلوك القطيع.	
تايوان	- ارتفاع نسبة المديرين الماليين مرتفعي التفاؤل.  - ارتفاع نسبة المديرين الماليين مرتفعي الثقة.	- تأثير توزيعات الأرباح عكسياً بدرجة تفاؤل المدير المالي.  - تأثير توزيعات الأرباح عكسياً بدرجة ثقة المدير المالي.	- تختلف مع نتائج الدراسة الحالية فيما يخص الأثر العكسي لدرجة التفاؤل.  - وتتفق فيما يخص الأثر العكسي لدرجة الثقة.
المملكة العربية السعودية	- تواجد كبير لسلوك القطيع بين متخذي قرار توزيعات الأرباح.	- تأثير توزيعات الأرباح بتوزيعات أرباح الشركات الأخرى في القطاع.	- تتفق تماماً مع نتائج الدراسة الحالية، فيما يخص أثر سلوك القطيع.
الصين	- ارتفاع نسبة المديرين الماليين مرتفعي الثقة.	- تأثير توزيعات الأرباح عكسياً بدرجة ثقة المدير المالي.	- تتوافق تماماً مع نتائج الدراسة الحالية، فيما يخص الأثر العكسي للثقة الزائدة، على توزيعات الأرباح.

باكستان	- انخفاض نسبة المديرين الماليين مرتفعي الثقة.	- تأثير توزيعات الأرباح طردياً بدرجة ثقة المدير المالي.	- تختلف مع نتائج الدراسة الحالية فيما يخص الأثر الطردي لدرجة الثقة على توزيعات الأرباح.
تونس	- ارتفاع نسبة المديرين الماليين مرتفعي التفاؤل.	- تأثير توزيعات الأرباح طردياً بدرجة تفاؤل المدير المالي.	- تتوافق تماماً مع نتائج الدراسة الحالية، فيما يخص الأثر الطردي لدرجة التفاؤل، على توزيعات الأرباح.
سويسرا	- تواجد متوسط للمديرين الماليين مرتفعي الثقة.	- تأثير توزيعات الأرباح عكسياً بدرجة ثقة المدير المالي.	- تتوافق تماماً مع نتائج الدراسة الحالية، فيما يخص الأثر العكسي للثقة الزائدة، على توزيعات الأرباح.
هولندا وبلجيكا	- تواجد بسيط لسلوك القطيع بين متخذي قرار توزيعات الأرباح.	- تأثير بسيط لتوزيعات الأرباح بتوزيعات أرباح الشركات الأخرى في القطاع.	- تتفق تماماً مع نتائج الدراسة الحالية، فيما يخص أثر سلوك القطيع.

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على نتائج الدراسة الحالية والدراسات السابقة

## ٢- النتائج العامة للدراسة:

١/٢ - تتلخص النتيجة الأساسية لهذه الدراسة، بشقيها النظري والعملي، في إثبات أن الفهم والتفسير الشامل لقرارات توزيع الأرباح، يتطلب الاهتمام بالعوامل السلوكية للمدير المالي كمحرك أساسي لاتخاذ قرار توزيع الأرباح، وأن إغفال تلك العوامل السلوكية، يتسبب في عدم القدرة على الفهم والتفسير السليم لتلك القرارات.

٢/٢ - كما توصلت الدراسة إلى أن تحيز الثقة المرتفعة، هو صاحب القوة التفسيرية الأعلى، ضمن المتغيرات المستقلة الأخرى بالدراسة، إلا أنه إذا اجتمع في شخصية نفس المدير المالي كل من تحيزي الثقة الزائدة والتفاؤل، فإن تحيز التفاؤل يطغى على تحيز الثقة الزائدة، حيث أن متغير الثقة الزائدة وحده له تأثير عكسي، ومتغير التفاؤل وحده له تأثير طردي، وتفاعلهما معاً، أي وجودهما معاً في شخص واحد له تأثير طردي، بمعنى أن المدير الذي يرى أن السوق يقيم أسهم شركته بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي فإنه يرى أنه لا يجب عليه الاعتماد على التمويل بإصدار أسهم جديدة، أو الاعتماد على الديون في تمويل استثماراته ذات الجدوى المرتفعة (أثر الثقة)، إلا أن تفاؤله، يجعل لديه قناعة بأنه لديه القدرة على توليد تدفقات نقدية، جديدة لتلك الاستثمارات المجدية (أثر التفاؤل)، وبدون الاعتماد على التمويل الخارجي (أثر الثقة الزائدة)، وإن كانت الدراسات السابقة -في حدود علم الباحث- لم تختبر أثر التداخل بين تلك التحيزات (الثقة الزائدة والتفاؤل).

٣/٢ - من خلال ملاحظة عدم معنوية العلاقة بين أثر التداخل بين التحيزات الثلاثة (ثقة، تفاؤل، قطيع)، يمكن استنتاج أن كثرة تداخل التحيزات الإدراكية والاجتماعية، في شخصية المدير المالي، تجعل من الصعب تفسير سلوكه، أو



التنبؤ به، وان كانت الدراسات السابقة أيضاً في حدود علم الباحث- لم تختبر أثر التداخل بين تلك التحيزات الثلاثة (الثقة الزائدة والتفاؤل والقطيع).

### عاشراً: التوصيات والأبحاث المستقبلية

١- تتمثل التوصية الأساسية للدراسة في قيام جميع الجهات والأطراف المعنية، بمسئولياتها من أجل الحد من تأثير العوامل السلوكية للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح، وأن يصبح المستثمر (من خلال التصويت الفعال بالجمعية العمومية)، هو صاحب القرار الحقيقي فيما يخص توزيعات الأرباح، أخذاً بعين الاعتبار، كافة الجوانب التي يوضحها مجلس الإدارة، بناءً على توصية المدير المالي،

٢- توصي الدراسة، المديرين الماليين، بالتدريب المستمر لصقل مهاراتهم في استخدام الأساليب العلمية، لتقييم الفرص الاستثمارية، والتدفقات النقدية المتوقعة، وحساب تكاليف التمويل، وغيرها من البيانات والمعلومات الهامة، التي من شأنها اتخاذ قرارات أكثر دقة، فيما يخص توزيعات الأرباح، ومما يقلل من أثر العوامل السلوكية على قرارات توزيع الأرباح.

٣- توصي الدراسة الباحثين، بإجراء المزيد من الدراسات التي تركز على التكامل بين المتغيرات الاقتصادية والسلوكية في تفسير قرارات توزيع الأرباح، سواء بصورتها النقدية أو صورها الأخرى مثل قرارات إعادة الشراء، أو الأسهم المجانية.





## المراجع

1. Adhikari Kumar, Peer Influence on Dividend Policies, Presented at Financial Management Association Conference, 2013, Available at: <https://www.aeaweb.org/conference/2014/retrieve.php?pdfid=733>.
2. Ben-David Itzhak, Graham John R., and Harvey Campbell R., Managerial overconfidence and corporate policies, NBER working paper, Duke University, No.13711, 2007.
3. -----, Managerial Miscalibration, Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol.128, No.4, 2013, pp. 1547-1584.
4. Brown N. C., Wei K. D., and Wermers R., Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices, Management Science, Vol. 60, 2013, pp. 1-20.
5. Caneghem Tom and Aerts Walter, Intra-industry conformity in dividend policy, Journal of Managerial Finance, Vol.37, No.6, 2011, pp.492-516.
6. Chen Shouming, Hongliang Zheng and Sibin Wu, Senior manager overconfidence, managerial discretion and dividend policy: A study of Chinese listed companies, African Journal of Business Management, Vol.5, No.32, 2011, pp. 641-652.
7. Cordeiro Leonardo, Managerial Overconfidence and Dividend Policy, Working paper, London Business School, 2009, Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1343805](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343805).
8. Foucault Thierry and Fresard Laurent, Learning from peers' stock prices and corporate investment, Journal of Financial Economics, Vol.111, 2013, pp. 554-577.

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1079308](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1079308).



9. Kaustia Markku and Rantala Ville, Social learning and corporate peer effects, Journal of Financial Economics, Vol.117, 2013, pp. 653–669.
10. Kostova Gergana, Francis Bill and Hasan Iftekhar, When Do Peers Matter? A Cross-Country Perspective, Working paper, Bank of Finland Research, 2016, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2768671>.
11. Leary Mark T., and Roberts Michael R., Do peer firms affect corporate financial policy?, The Journal of Finance, Vol.69, No.1, 2014, pp. 139-178.

