



وزارة التعليم العلمي والبحث العلمي

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

بمعنوان

التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح مدفوعا بالقيود المالية

دراسة تطبيقية: الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017 – 2024)

الطالب:

ديدوش مصطفى

إشراف:

أ.د غزيل محمد مولود

د عجيلة حنان

نوقشت وأجيزت عليها بتاريخ: 2026/07/07 أمام أعضاء لجنة المناقشة المكونة من السادة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	جامعة الانتماء	الصفة
بوخاري عبد الحميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	رئيسا
غزيل مولود	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	مشرفا ومقررا
عجيلة حنان	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غرداية	مشرفا مساعدا
مرسلي نزيهة	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غرداية	مناقشا
بن جواد مسعود	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غرداية	مناقشا
مولاي لخضر عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	جامعة ورقلة	مناقشا
عادل سلماني	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجلفة	مناقشا

الموسم الجامعي: 2025 – 2026



وزارة التعليم العلمي والبحث العلمي

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

بعنوان



التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح مدفوعا بالقيود المالية

دراسة تطبيقية: الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017 – 2024)

الطالب:

ديدوش مصطفى

إشراف:

أ.د غزيل محمد مولود

د عجيلة حنان

نوقشت وأجيزت عليها بتاريخ: 2026/07/07 أمام أعضاء لجنة المناقشة المكونة من السادة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	جامعة الانتماء	الصفة
بوخاري عبد الحميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	رئيسا
غزيل مولود	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	مشرفا ومقررا
عجيلة حنان	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غرداية	مشرفا مساعدا
مرسلي نزيهة	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غرداية	مناقشا
بن جواد مسعود	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غرداية	مناقشا
مولاي لخضر عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	جامعة ورقلة	مناقشا
عادل سلماني	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجلفة	مناقشا

الموسم الجامعي: 2025 – 2026

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

☆ إِهْدَاءٌ ☆

☆ إِلَى مَنْ عَلَّمَانِي أَنَّ الْحَيَاةَ كِفَاحٌ ☆

إلى الوالدِ الكريم... شمعَةٌ أضاءتْ دربي فلم تُبقِ لنفسِها من نورِها شيئاً، يا مَنْ عَلَّمَتْنِي بصمتِكَ قبلَ كلامِكَ أَنَّ الرجالَ تُبنى بالإرادة لا بالأحلام، أَهدي إليك ثَمرةَ عمرٍ سقيتهُ بعَرَقِكَ ودعواتِكَ الخفيَّةِ وإلى أُمِّي الحبيبةِ... الجَنَّةُ التي أحملُها في قلبي أينما سِرْتُ، يا مَنْ سَهَرَتِ الليالي وأنا أنامُ، وبكيتِ في الخفاءِ وأنا أضحكُ، كلُّ حرفٍ في هذا البحثِ ليسَ إلَّا دعاءً مرفوعاً يسألُ اللهَ أَنْ يُديمَ عليكِ العافيةَ والسعادةَ



☆ إِلَى أَضِلِ الشَّجَرَةَ الَّذِي نَبَتْ فِيهِ ☆

إلى إخوتي الأعزاء... رفاقُ الطفولةِ وسندُ الرجولةِ، كنتمْ دوماً المرفأ الذي أرسو فيه حينَ تعصفُ بي رياحُ التعبِ، والجذرُ الذي يمنعني من السقوطِ حينَ تميلُ بي الأيامُ هذا الإنجازُ منكم وإليكم



☆ إِلَى مَنْ اخْتَلَوْهُمْ الْقَلْبُ لَا الدَّمُ ☆

إلى الأصدقاءِ الأوفياءِ... مَنْ آمَنُوا بي حينَ شككتُ في نفسي، ومدُّوا لي يدَ العونِ في المسيرِ الطويلِ وتحملوا معي ثَقْلَ البحثِ بابتسامةٍ لم تفارقَ وجوهَهُم، الصداقةُ الحقيقيةُ هي التي تزهرُ في فُصولِ الشدَّةِ



☆ إِلَى مَنْ كَانُوا سِرَّ الْإِلْهَامِ وَنَبْضَ الْمَعْنَى ☆

إلى تلاميذي الأعزاء... مَنْ عَلَّمْتُهُمْ فعَلَّمُونِي أَنَّ المعرفةَ لا تكتملُ إلَّا بالعطاءِ، وَأَنَّ المعلمَ الحقيقيَّ هو مَنْ يبقى طالباً للعلمِ ما دامَ حيًّا، أنتم السببُ الأولُ الذي جعلَ لهذا البحثِ معنىً، وللجهدِ قيمةً، إلى كلِّ هؤلاء... أَهدي هذا الجهدَ المتواضعَ ثَمرةَ لِحَبِّكُمْ وشاهداً على دُنْيِي لَكُمْ.

☆ شُكْرٌ وَ عِرْفَانٌ ☆

الحمدُ لله الذي علَّم بالقلم، علَّم الإنسانَ ما لم يَعْلَمْ، والصلاة والسلامُ على سيِّدنا محمدٍ خيرٍ من علَّم وتعلَّم، وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد... لا يَسْعُنِي في هذا المقامِ الكريمِ، وعلى عتبةِ إتمامِ هذا العملِ العلميِّ المتواضعِ، إلَّا أنْ أُقدِّمَ خالصَ شُكري وعميقَ امتناني وجزيلَ تقديري إلى كلِّ مَنْ أسهمَ في إنجازِ هذه الأطروحةِ ورفدَها بالعتاءِ والتوجيهِ

☆ المشرف الأستاذ الدكتور ☆

غزِيل محمد مولود

الأستاذُ المشرفُ الفاضلُ الذي تفضَّلَ بالإشرافِ على هذه الأطروحةِ، ولم يَخُلْ عليَّ بتوجيهاته السديدةِ ونصائحه القيِّمةِ وملاحظاته الدقيقةِ في كلِّ مراحلِ البحثِ، فكانَ نِعَمَ المرشدِ الأمينِ والمعلِّمِ المتفاني الذي أضاءَ لي دروبَ المعرفةِ بسعةِ صدرٍ وعتاءٍ لا يعرفُ الانقطاع.. فجزاهُ اللهُ عنيَّ خيرَ الجزاءِ وباركْ في علمه وعُمره.

☆ المشرفة المساعدة الأستاذة ☆

عجيلة حنان

الأستاذةُ المشرفةُ المساعدةُ الكريمةُ على ما قدَّمتهُ من دعمٍ علميٍّ راقٍ ومتابعةٍ حثيثةٍ، فلها مَنِّي عميقُ الامتنانِ وخالصُ التقديرِ

☆ لجنة المناقشة الموقرة ☆

كما أتوجَّهُ بأسمى آياتِ التقديرِ والاحترامِ إلى أعضاءِ لجنةِ المناقشةِ الموقرةِ الذين تفضَّلوا بقبولِ تقييمِ هذا العملِ ومناقشتِهِ، وبما سيُقدِّمونهُ من ملاحظاتٍ علميةٍ بِناءٍ ستُثري هذه الأطروحةَ وترفعُ من مستواها، إنَّ تشريقَهُم لي بحضورِهِم يُمثِّلُ شرفاً أعتزُّ به وأقدِّره حقَّ قدرِهِ

☆ السادة الأساتذة الكرام ☆

ولا يفوتُنِي أنْ أُقدِّمَ خالصَ شُكري وتقديري إلى جميعِ أساتذتي الكرامِ الذين أمدُّوني بزادِهِم المعرفيِّ على مدارِ مسيرتي الأكاديميةِ، وأرسوا في نفسي حبَّ العلمِ والبحثِ والمعرفةِ، لكلِّ أستاذٍ أضاءَ عقلي بمعرفةٍ أو وجَّهَ خطواتي بحكمةٍ أهدى هذا العملَ شاهداً على فضلِهِم

☆ كلُّ مَنْ أسهمَ في إنجازِ هذا البحثِ ☆

وأخيراً، أُقدِّمُ شُكري الجزيلَ لكلِّ مَنْ مدَّ يدَ العونِ ولو بكلمةٍ طيبةٍ أو مشورةٍ صادقةٍ، وكلِّ مَنْ أسهمَ من قريبٍ أو بعيدٍ في إنجازِ هذا البحثِ وإخراجِهِ على الصورةِ التي هو عليها، عسى اللهُ أنْ يجزيَهُم عنيَّ خيرَ الجزاءِ.

الملخص:

تتناول هذه الأطروحة إشكالية العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، انطلاقاً من تباين الأدبيات النظرية والتطبيقية حول اتجاه هذه العلاقة، ومحدودية الدراسات التي تناولت أسواقاً تكنولوجية متقدمة كمؤشر ناسداك-100. وتكتسب الدراسة أهميتها من معالجتها لتفاعل ثلاثي بين التمويل الخارجي، القيود المالية، وسياسة التوزيع، بأبعاد قياس متكاملة تشمل حجم الرافعة المالية وتكلفتها وإمكانية النفاذ إليها، هدفت الدراسة إلى تحليل أثر التمويل الخارجي على سياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، مع اختبار أثر جائحة كوفيد-19 كمتغير ضابط، شملت العينة مئة شركة غير مالية مدرجة في مؤشر ناسداك-100 خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى 2024، بواقع 794 مشاهدة، اعتماداً على المنهج الوصفي التحليلي وبيانات ثانوية مستمدة من قواعد بيانات البورصة والتقارير المالية الرسمية. تمثلت المتغيرات الرئيسية في نسبة توزيع الأرباح النقدية كمتغير تابع، والرافعة المالية ومؤشر وايتد وو للقيود المالية ونسبة تغطية الفوائد والعائد على الأصول ومعدل نمو الإيرادات والتوزيعات المتأخرة كمتغيرات مستقلة، مع اعتماد جائحة كوفيد-19 متغيراً ضابطاً. وظفت الدراسة نموذج الانحدار الديناميكي بطريقة العزوم المعممة على مرحلتين، إلى جانب نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، بعد إجراء اختبارات الاستقرار ومعامل تضخم التباين واختبار هوسمان، باستخدام برنامج STATA. أظهرت النتائج أثراً سلبياً معنوياً للرافعة المالية والقيود المالية على التوزيعات، وأثراً إيجابياً للتوزيعات السابقة لدى الشركات غير المقيدة، بينما تحولت الرافعة المالية إلى مؤشر إشاري إيجابي خلال الأزمة لدى الشركات المقيدة. تسهم الدراسة في تقديم إطار تفسيري لتباين استجابة سياسة التوزيع باختلاف درجة القيود المالية والظرف الاقتصادي ضمن بيئة الأسواق التكنولوجية المتقدمة.

الكلمات المفتاحية: التمويل الخارجي، سياسة توزيع الأرباح، القيود المالية، مؤشر ناسداك-100، بيانات البانل، نموذج العزوم المعممة

Abstract:

This dissertation examines the relationship between external financing and dividend policy under financial constraints, motivated by conflicting theoretical and empirical evidence on the direction of this relationship and the scarcity of applied research on advanced technology-driven markets such as the Nasdaq-100. The study's significance lies in its integrated treatment of the triadic interaction among external financing, financial constraints, and dividend policy, measuring external financing through complementary dimensions of leverage size, cost, and accessibility. The research aims to analyze the effect of external financing on dividend policy under financial constraints, while accounting for the moderating impact of the COVID-19 pandemic. The sample comprised 100 non-financial firms listed on the Nasdaq-100 index over the period 2017–2024, yielding 794 observations, and relied on a descriptive-analytical approach using secondary data drawn from stock exchange databases and official financial reports. The main variables included the cash dividend payout ratio as the dependent variable, with leverage, the Whited-Wu financial constraints index, interest coverage ratio, return on assets, revenue growth, and lagged payout as independent variables, alongside COVID-19 as a control variable. The study employed a dynamic two-step System GMM regression model, complemented by fixed- and random-effects models, following stationarity tests, variance inflation factor diagnostics, and the Hausman specification test, using STATA software. The findings revealed a significant negative effect of leverage and financial constraints on dividend payouts, and a significant positive effect of lagged dividends among financially unconstrained firms, whereas leverage shifted into a positive signaling indicator among constrained firms during the crisis period. The study contributes an explanatory framework accounting for the divergent responsiveness of dividend policy to varying degrees of financial constraints and economic conditions within advanced technology-market settings.

Keywords: External financing, dividend policy, financial constraints, Nasdaq-100 index, panel data, System GMM

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات:

رقم الصفحة	المحتوى
III	الاهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XIV	قائمة المختصرات
أ - ح	مقدمة عامة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح
28	المبحث الثاني: التمويل الخارجي والقيود المالية
45	المبحث الثالث: التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح والتمويل الخارجي في ظل القيود المالية
49	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: مراجعة الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالدراسة الحالية	
51	تمهيد
52	المبحث الأول: الدراسات التي درست أحد المتغيرات
71	المبحث الثاني: الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل وجود قيود مالية
77	المبحث الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة ومقارنتها بالدراسة الحالية
90	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: منهجية الدراسة	
92	تمهيد
93	المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة

98	المبحث الثاني :مجتمع الدراسة والأساليب الاحصائية المعتمدة
108	المبحث الثالث: نتائج التحليل القياسي واختبار الفرضيات
138	خاتمة الفصل
137	خاتمة عامة
144	قائمة المراجع
157	الملاحق
163	الفهرس

الرقم	العنوان	الصفحة
الفصل الأول		
1-1	أشكال إضافية للتوزيعات	9
2-1	مقارنة نظريات سياسة توزيع الأرباح	22
3-1	مقارنة مصادر التمويل	33
الفصل الثاني		
1-2	ملخص الدراسات السابقة	77
الفصل الثالث		
1-3	أكبر 10 شركات من حيث الوزن في مؤشر ناسداك 100 اعتبارًا من 30 يونيو 2025	101
2-3	ملخص الإحصاءات الوصفية	110
3-3	مصفوفة الارتباط بيرسون بين المتغيرات	112
4-3	اختبار معامل تضخم التباين VIF	114
5-3	اختبار جذر الوحدة	115
6-3	نتائج تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system) (GMM) للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100	117
7-3	نتائج تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system) (GMM) للشركات المقيدة ماليًا والمدرجة في مؤشر Nasdaq-100	120
8-3	نتائج تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system) (GMM) للشركات غير المقيدة ماليًا والمدرجة في مؤشر Nasdaq-100	122
9-3	نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات المقيدة ماليًا خلال الفترة 2020-2021	126
10-3	1- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات غير المقيدة ماليًا خلال الفترة 2020-2021	127
11-3	نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات المقيدة ماليًا خلال الفترة العادية بدون الصدمة	129
12-3	نموذج التأثيرات العشوائية (Random-effects) للشركات غير المقيدة ماليًا خلال الفترة العادية بدون الصدمة	131

134	اختبار الفرضيات	13-3
-----	-----------------	------

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	نموذج الدراسة المقترح	ز
الفصل الأول		
1-1	أشكال التوزيعات المختلفة	7
2-1	حياد التوزيعات	11
3-1	أشكال التمويل	31
4-1	أسباب القيود المالية الداخلية والخارجية	41
الفصل الثالث		
1-3	القطاعات التي يظمها مؤشر ناسداك 100	100
2-3	عائد شركات "MAG7" مقارنة مع المؤشرات	102

قائمة الاختصارات:

الدلالة باللغة العربية	الرمز	الدلالة باللغة الانجليزية
نظرية عصفور في اليد	BIH	Bird-in-the-Hand Theory
نظرية بقاء الأرباح	RT	Residual Theory
نظرية الإشارة	ST	Signaling Theory
نظرية الوكالة	AT	Agency Theory
تكاليف وكالة	ACT	Agency Costs
نظرية حياد سياسة التوزيع	DIH/MM	Dividend Irrelevance Hypothesis
نظرية التوازن	TOT	Trade-Off Theory
نظرية الترتيب الهرمي / نظرية تدرج التمويل	POT	Pecking Order Theory
نظرية دورة الحياة	LCTD	Life-Cycle Theory of Dividends
استقرار توزيعات الأرباح	DIV _{n-1}	Dividend Smoothing
التوزيعات النقدية	DIV	Cash Dividends
توزيعات الأسهم	DIVS	Stock Dividends
إعادة شراء الأسهم		Share Repurchases
الأموال الحرة المتاحة		Free Cash Flow
التوزيعات الخاصة		Special Dividends
توزيعات الأصول		Property Dividends
توزيع أسهم ممتازة		Preferred Stock Dividends
الأسهم الممتازة		Preferred Shares
برامج إعادة استثمار الأرباح	DRIPs	Dividend Reinvestment Plans
التوزيعات المركبة		Mixed Dividends
القيمة الحالية الصافية	NPV	Net Present Value

Debt Financing		التمويل بالديون
Bonds السندات		السندات
Convertible Bonds		لمفهوم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
Tax Shield		لدرع الضريبي
Equity Financing		التمويل بالملكية
Hybrid Financing		التمويل المختلط
No Dilution of Control		عدم تخفيف السيطرة: الحفاظ على السيطرة الإدارية / الملكية
Financial Distress	FD	التعثر المالي
Fixed Obligations	FO	التزامات ثابتة
Covenants		التعهدات التعاقدية، أو القيود / الشروط التعاقدية
Ownership Dilution		تخفيف الملكية أو انخفاض نسبة ملكية المساهمين الحاليين
Financial Constraints	FC	القيود المالية
Kaplan & Zingales Index	KZ	مؤشر كابلان وزينغاليس
Whited & Wu Index	WW	مؤشر وايتد و وو
Hadlock & Pierce Index	HP	مؤشر هادلوك و بيرس
Farre-Mensa & Ljungqvist Index	SA	مؤشر فاري-منسا و ليونغكفست
Cash Flow	CF	التدفق النقدي
Annual Sales Growth	SG	نمو المبيعات السنوي
Log Assets	Log TA	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
Industry Sales Growth Rate	ISG	معدل نمو المبيعات في الصناعة
Long-term Debt to Assets Ratio	IDAR	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول

	Age	عمر الشركة
Capital	CA	رأس المال
Tobin's Q	Q	نسبة توبين كيو
Dividends	DIV	توزيعات الأرباح
Assets	TA	الأصول
Firm Size	SIZE	حجم الشركة
Financial Leverage	LEV	الرافعة المالية
Return on Assets	ROA	معدل العائد على الأصول
Revenue Growth	RG	معدل نمو إيرادات الشركة
Interest Coverage Ratio	ICR	نسبة مصروف الفائدة إلى الأرباح التشغيلية
Mean	Mean	الوسط الحسابي
Maximum	Max	أعلى قيمة
Minimum	Min	أدنى قيمة
Standard Deviation	Std.dv	الانحراف المعياري
Panel Data		نماذج البانل
Generalized Method of Moments	GMM	نماذج اللحظات المعممة
Pearson Correlations	PC	ارتباط بيرسون
Variance Inflation Factor	VIF	معامل تضخيم التباين
Fixed Effects Model	FE	نموذج التأثيرات الثابتة
Random Effects Model	RE	نموذج التأثيرات العشوائية
Fisher-Type Phillips-Perron	Fisher-Type PP	اختبار فيشر
Breusch-Pagan LM	BP-LM	اختبار بريوش-باغان
Pooled Ordinary Least Squares	Pooled OLS	نموذج المربعات الصغرى العادي

Hausman Specification Test	Hausman	اختبار هوسمان
Dividends Paid in the Previous Year	L.Payout	توزيعات الأسهم في السنة السابقة

قائمة الملاحق:

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
151	قائمة شركات التكنولوجيا المدرجة في مؤشر NDX100 والمدرجة في بورصة ناسداك	1
160	أوزان قطاع التكنولوجيا في مؤشر Nasdaq-100®	2
160	أداء المؤشر بعد الأزمة المالية Nasdaq-100®	3
161	عوائد مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة 1988-2023	4

ਦੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ ਹਰੇ
ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ ਮੁਕਤ
ਦੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ ਘਰੇ
ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ ਘੇਰੇ

أ- توطئة

تعد سياسة توزيع الأرباح إحدى أهم القرارات المالية الاستراتيجية التي تعكس توازن الشركة بين تلبية تطلعات المساهمين والمحافظة على مواردها المالية لتمويل الاستثمارات المستقبلية، خاصة في العقود الأخيرة التي شهدت تحولات جذرية في بيئة الأعمال العالمية، حيث أصبحت الشركات عرضة لتحديات فرص الحصول على التمويل الخارجي، نتيجة القيود المالية المفروضة على أسواق رأس المال، غير أن التقلبات في سياسة توزيع الأرباح لم يعد بسبب مستوى الربحية أو حجم الشركة فقط، بل تتعدى ذلك إلى التمويل الخارجي والقيود المالية المفروضة عليه، فوفقاً لدراسة (Lintner (1956، تميل الشركات إلى اتباع سياسات توزيعات مستقرة بمرور الزمن، حيث تعتبر هذه السياسات إشارات إيجابية إلى السوق حول استقرار أدائها.

برزت العلاقة المعقدة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح خاصة في ظل القيود المالية خلال التطورات الحديثة التي طرأت على أسواق رأس المال، كما أوضحت دراسة (Miller & Rock (1985 أن المعلومات غير المتماثلة بين الإدارة والمستثمرين تجعل سياسة توزيع الأرباح أداة إشارية مهمة، لكنها قد تُضعف من كفاءة الاستثمار عندما تكون الشركات مقيدة مالياً، وأكدت دراسة (Kim & Lee (2008 أن الحوكمة الجيدة قد تعزز أو تقلل من توزيعات الأرباح تبعاً لشدة القيود المفروضة على التمويل الخارجي، مما يبرز دور البيئة المؤسسية في تحديد السلوك التوزيعي للشركات.

في السياق المعاصر، ظهرت دراسات حديثة مثل (Njoku & Lee (2024 والتي وضحت الارتباط بين سياسات التوزيع والقيمة السوقية في أسواق شرق آسيا، ومع بروز أسواق التكنولوجيا القلب النابض للاقتصاد العالمي بينت دراسة (Hasan et al. (2024 أن الشركات ذات الكثافة العالية في البحث والتطوير غالباً ما تقلل من توزيعاتها بسبب الحاجة إلى تمويل داخلي لمشاريعها المستقبلية، وينعكس أثر القيود التمويلية بشكل مباشر على القرارات التوزيعية في الشركات الصغيرة والمتوسطة، ضمن بيئة مقيدة مالية، فهي تميل إلى

تخفيف التوزيعات للحفاظ على السيولة الداخلية وهذا ما كشفت عنه دراسة Falavigna & Ippoliti (2021).

وعلاوة على ذلك، تعرضت سياسة توزيع الأرباح الى تأثير من طرف الأزمات الاقتصادية ، لاسيما جائحة كوفيد-19، حيث بينت دراسات مثل دراسة (Thuy et al (2022 أن بعض الشركات اضطرت إلى تعليق أو تخفيض توزيعاتها للحفاظ على السيولة في مواجهة حالة عدم اليقين.

بناءً على ما سبق، يتضح أن العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية ليست علاقة خطية بسيطة، بل تتأثر بجملة من العوامل، مثل هيكل رأس المال، طبيعة النشاط الاقتصادي، مستوى الحوكمة، وظروف الأزمات، ومن هنا تبرز أهمية الدراسة الحالية التي تسعى إلى سد فجوة معرفية من خلال تحليل هذه العلاقة بشكل تطبيقي على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017-2024)، باعتبارها تمثل بيئة ديناميكية تعكس التفاعل بين التمويل الخارجي وسياسات التوزيع في ظل قيود مالية متنوعة.

ب- مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في التباين الكبير الذي أظهرته الأدبيات السابقة حول طبيعة العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح، ففي حين أشارت بعض الدراسات إلى أن القيود المالية تحد من قدرة الشركات على توزيع الأرباح، بينت أخرى أن الشركات قد تلجأ إلى استخدام سياسة توزيعات مستقرة كإشارة للأسواق لتعويض أثر هذه القيود.

لذا، تبرز إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي :

إلى أي مدى يؤثر التمويل الخارجي على سياسة توزيع الأرباح في ظل وجود قيود مالية لدى الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017-2024)؟

ويندرج عن هذا السؤال الرئيس مجموعة من الأسئلة الفرعية نوزجها فيما يلي:

- 1- كيف يؤثر التمويل الخارجي على قدرة الشركات على تبني سياسة توزيعات مستقرة؟
- 2- هل يؤدي ارتفاع القيود المالية إلى تقليص توزيعات الأرباح النقدية؟
- 3- هل الشركات ذات النمو المرتفع في الإيرادات تفضل إعادة استثمار أرباحها بدلاً من توزيعها؟

- 4- هل تتأثر سياسة توزيع الأرباح في الشركة بتاريخ توزيعاتها السابق؟
5- كيف أثرت جائحة كوفيد-19 على استقرار سياسات توزيع الأرباح خلال سنتي 2020-2021؟

ج- فرضيات الدراسة:

- **H1:** تتأثر توزيعات الأرباح بشكل إيجابي بالتوزيع السابق بما يعكس سياسة توزيع مستقرة.
- **H2:** يؤثر الرفع المالي سلبًا على قرارات توزيع الأرباح.
- **H3:** تؤدي القيود المالية إلى تقليص توزيعات الأرباح للحفاظ على السيولة.
- **H4:** لا تلعب جائحة COVID-19 دورًا معنويًا في التأثير على سياسة توزيع الأرباح.
- **H5:** خلال الأزمات، قد يصبح الرفع المالي مؤشرًا إيجابيًا إذا استخدم لتعزيز الثقة.
- **H6:** خلال الأزمات، تتغير محددات التوزيع وتصبح السيولة أولوية بدل الربحية أو التوزيع السابق.
- **H7:** الربحية (ROA) تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.
- **H8:** تؤثر تغطية الفوائد (ICR) إيجابيًا على توزيعات الأرباح.
- **H9:** معدل نمو الإيرادات (RG) يثبط توزيعات الأرباح لصالح إعادة الاستثمار.

د- أهداف الدراسة:

- 1- تحليل العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، استناداً إلى الإطار النظري ونماذج الاقتصاد القياسي، في بيئة اقتصادية متطورة مثل بورصة ناسداك العالمية.
- 2- أثر المتغيرات المستقلة مثل العائد على الأصول (ROA)، نمو الإيرادات (RG)، وتغطية الفوائد (ICR) على سلوك توزيع الأرباح.
- 3- سد فجوة بحثية تتعلق بندرة الدراسات التطبيقية على مؤشرات كبرى مثل Nasdaq-100®، خاصة في ظل الأزمات العالمية (مثل جائحة كوفيد-19).
- 4- تقديم مؤشرات عملية تساعد مديري الشركات على صياغة سياسات توزيعات أكثر مرونة في ظل القيود التمويلية.

- 5- توجيه المستثمرين لفهم كيفية تفاعل سياسات التوزيع مع الظروف التمويلية، بما يعزز قراراتهم الاستثمارية.
- 6- دعم صانعي القرار (المشرعين والهيئات الرقابية) بمخرجات علمية حول العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسات التوزيع، بما قد يساهم في تطوير الأطر التنظيمية.
- 7- إبراز أثر الأزمات (مثل كوفيد-19) على سياسات توزيع الأرباح، وتقديم توصيات لتقليل هشاشة هذه السياسات في فترات عدم اليقين.

هـ- أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذه الدراسة من كونها تسعى إلى سد فجوة معرفية بارزة في الأدبيات المالية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالتمويل الخارجي في ظل القيود المالية، فعلى الرغم من كثرة البحوث التي تناولت هذه الموضوعات، إلا أن معظمها ركز على أسواق ناشئة مثل مصر والأردن وفلسطين، أو اقتصر على جوانب محدودة كأثر هيكل الملكية أو مستوى الرافعة المالية، في حين تظل الدراسات التطبيقية على مؤشرات كبرى مثل **Nasdaq-100®** محدودة للغاية، ومن هنا تأتي مساهمة هذه الدراسة في توسيع دائرة التحليل عبر الجمع بين عدة متغيرات أساسية، من بينها التمويل الخارجي، القيود المالية، وسياسة توزيع الأرباح، مع إدماج متغيرات ضابطة مثل جائحة كوفيد-19، وهو ما يمنحها بعداً علمياً إضافياً مقارنة بالأعمال السابقة.

كما تكتسب الدراسة أهمية خاصة من اعتمادها على منهجيات تحليلية متقدمة، مثل بيانات البانل (Panel Data) ونماذج اللحظات المعممة (GMM)، مما يعزز من دقة النتائج ومصداقيتها، ويمكنها من اختبار صلاحية النظريات المالية الكلاسيكية، كفرضية الإشارة (Signaling Theory) وفرضية المقايضة (Trade-off Theory)، في سياق معاصر ومعقد كسوق التكنولوجيا العالمي.

ولا تقف أهمية الدراسة عند حدودها النظرية، بل تمتد لتشمل الأبعاد التطبيقية والعملية، فهي توفر إطاراً عملياً يساعد المديرين الماليين على تبني سياسات توزيعات أكثر مرونة تتلاءم مع أوضاع شركاتهم التمويلية سواء في حالة القيود الشديدة أو الانفتاح على التمويل الخارجي، كما تقدم للمستثمرين رؤية أوضح حول كيفية تفاعل القيود المالية مع سياسات التوزيع، بما يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية أكثر رشداً، خاصة في القطاعات التقنية

مقدمة

ذات النمو السريع، ويضاف إلى ذلك البعد الاستراتيجي المتعلق بفترات الأزمات، حيث تسلط الدراسة الضوء على أثر جائحة كوفيد-19 في تعديل سلوك الشركات التوزيعي، الأمر الذي يتيح وضع استراتيجيات وقائية للتعامل مع الأزمات المستقبلية.

ظ- مبررات اختيار الموضوع :

تم اختيار الموضوع بناء على عدة أسباب نوجزها في التالي:

- ندرة الدراسات التطبيقية التي تربط بين التمويل الخارجي، القيود المالية، وسياسة توزيع الأرباح في بيئة تقنية ديناميكية مثل مؤشر **Nasdaq-100®**
- التغيرات العالمية المرتبطة بالأزمات الاقتصادية مثل جائحة كوفيد-19، والتي أعادت تشكيل أولويات القرارات المالية للشركات.
- ميول لبحوثات في التخصص

غ- حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تمت هذه الدراسة على مستوى الشركات المئة (100) المدرجة في مؤشر **Nasdaq-100®** والمدرجة ببورصة ناسداك،

الحدود الزمنية: تتراوح المدة الزمنية للدراسة على مدى ثماني (8) سنوات على امتداد الفترة من السنة 2017 الى غاية سنة 2024

الحدود الموضوعية: عالجت الدراسة سياسة توزيع الأرباح، والتمويل الخارجي الى جانب القيود المالية كمتغيرات رئيسية، ومتغيرات أخرى رقابية وهي: العائد على الأصول، النمو وتغطية الفوائد.

ز- المنهج المتبع في الدراسة:

أعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي للإجابة على أسئلة الدراسة الرئيسية والفرعية وإختبار، وذلك لملاءمته لموضوع البحث الذي يتناول العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود

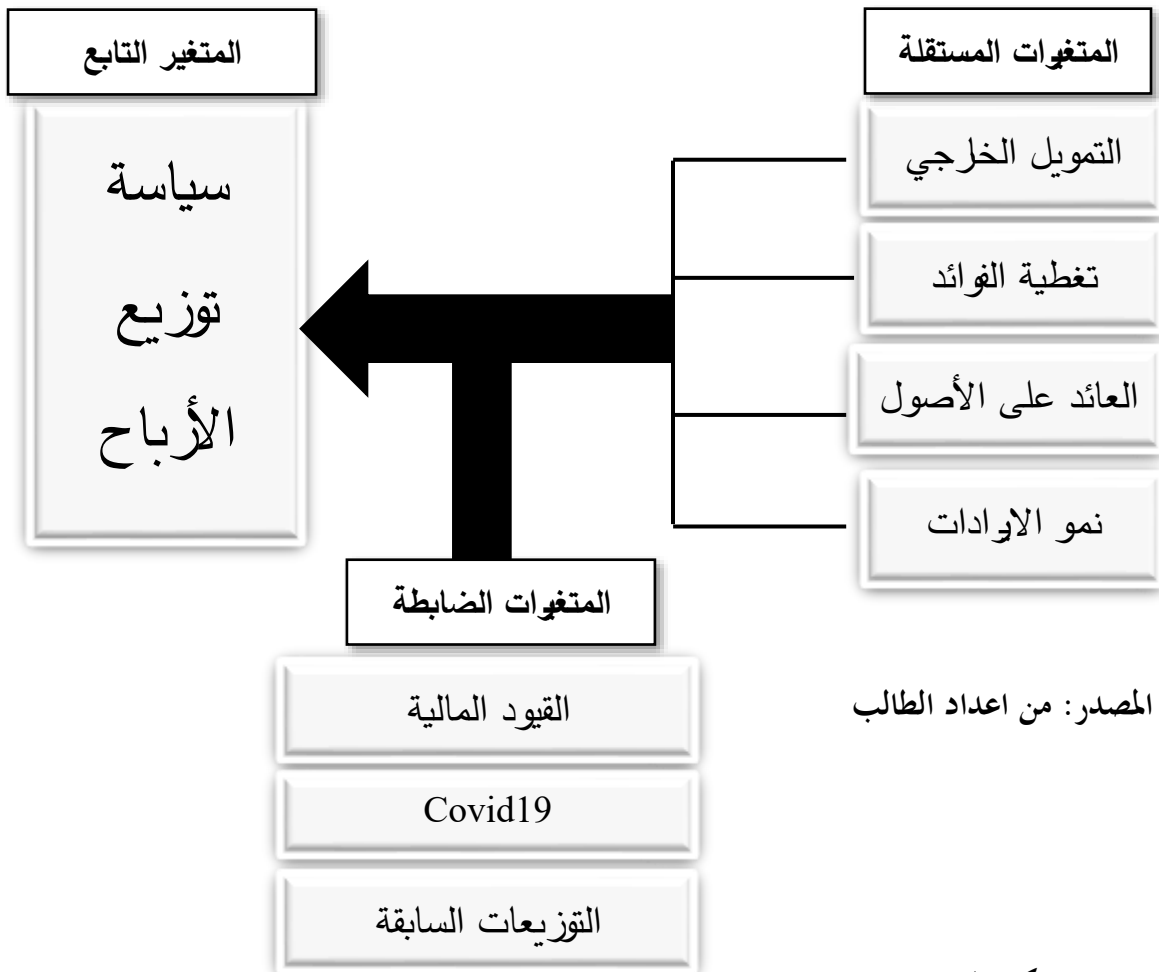
مقدمة

المالية، يقوم هذا المنهج على وصف الظاهرة كما هي في الواقع وتحليل أبعادها وعواملها المختلفة، مع تفسيرها استناداً إلى النماذج النظرية والأدلة التطبيقية المتاحة.

و- أنموذج الدراسة ومتغيراتها:

يوضح الشكل رقم (1) أنموذج الدراسة ومتغيراتها

الشكل رقم (1): الأنموذج المقترح للدراسة



المصدر: من اعداد الطالب

ي- هيكل الدراسة:

سعيًا منا للإجابة على إشكالية الدراسة وتحقيق أهدافها، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات، تم

تقسيم الدراسة إلى أربع فصول رئيسية كما يلي:

- الفصل الأول تضمن الأطر النظرية لمتغيرات الدراسة، شمل ثلاث مباحث، ماهية سياسة توزيع الأرباح في المبحث الأول، أما المبحث الثاني عالج التمويل الخارجي والقيود المالية، وتم التطرق الى التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح والتمويل الخارجي في ظل القيود المالية في المبحث الثالث.

- الفصل الثاني كان من حصة الأدبيات السابقة التي ناقشت المتغيرات سواء كل على حدى أو العلاقة بينهم، عالجنا في المبحث الأول الأدبيات التي درست أحد المتغيرات، وفي المبحث الثاني قدمنا دراسات حول العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، وقمنا بمناقشة الأدبيات والمقارنة بينها وبين الدراسة الحالية وإبراز أوجه التشابه والاختلاف في المبحث الثالث.

- الفصل الثالث تم فيه تقديم منهجية الدراسة من خلال توضيح أسلوب الدراسة ومتغيراتها في المبحث الأول، ووضحنا من خلال المبحث الثاني مجتمع الدراسة وعينتها المتمثلة في الشركات المدرجة في مؤشر **Nasdaq-100®**، وفي المبحث الثالث أوضحنا الأساليب المعتمدة في الدراسة

- الفصل الرابع متعلق بالدراسة الميدانية تم من خلاله تجسيد الجانب النظري على الجانب الميداني المتمثل في الشركات المئة (100) المدرجة في مؤشر **Nasdaq-100®** والمدرجة في بورصة ناسداك، إضافة إلى عرض النتائج التي تحصلنا عليها والقيام بتحليلها وتفسيرها على ضوء الدراسات السابقة، وكذا الإجابة على تساؤلات الدراسة.

الفصل الأول:

الأمانيات في الفطرية

للمنغيرات في الكرامة

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

تمهيد

تُعد سياسة توزيع الأرباح من أبرز المواضيع التي حظيت باهتمام واسع في أدبيات المالية، لارتباطها المباشر بقرارات التمويل والاستثمار، وبما تعكسه من توازن بين مصالح الإدارة وتوقعات المساهمين. وقد شكّلت دراسة لينتنر (1956) نقطة انطلاق في هذا المجال، حيث كشف أن الشركات تتبع سياسة محافظة قائمة على التعديل الجزئي للحفاظ على نسب توزيعات مستقرة، لاحقاً قدّم ميلر وموديليان (1961) مقاربتهم النظرية التي تفترض حياد سياسة التوزيع في ظل أسواق مثالية، وهي فرضية أثارت نقاشاً واسعاً ومهدت لظهور نظريات بديلة.

من أبرز هذه الطروحات نظرية عصفور في اليد (Gordon, 1963) التي تؤكد تفضيل المستثمرين للتوزيعات الحالية على الأرباح المستقبلية غير المؤكدة، ونظرية الإشارة (Miller & Rock, 1985) التي ترى في التوزيعات وسيلة لإرسال رسائل إيجابية حول قوة التدفقات النقدية، إضافة إلى نظرية الوكالة (Jensen & Meckling, 1976) التي توضح دور التوزيعات في تقليص تكاليف الوكالة عبر فرض الانضباط المالي على الإدارة، ومع تطور الأسواق برزت دراسات أخرى تربط سياسة التوزيع بالقيود المالية والتمويل الخارجي (Fazzari et al., 1988; Whited & Wu, 2006)، مما عزز فهمها كأداة استراتيجية لا تنفصل عن هيكل رأس المال وظروف السوق.

يبرز هذا المسار التاريخي أنّ سياسة توزيع الأرباح تطورت من كونها مجرد قرار مالي داخلي إلى إطار متكامل يتفاعل مع اعتبارات التمويل والقيود المالية، ومن هنا تنطلق هذه الدراسة لمعالجة العلاقة الجدلية بين التمويل الخارجي وسياسة التوزيع في ظل تلك القيود، ضمن بيئة الأسواق المتقدمة.

نمر عبر هذه المراحل في هذا الفصل من خلال مباحثه الثلاث تحت العناوين التالية:

- ❖ المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح
- ❖ المبحث الثاني: التمويل الخارجي والقيود المالية
- ❖ المبحث الثالث: التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح والتمويل الخارجي في ظل القيود المالية

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

من خلال المبحث سنغوص في التعرف عن مفهوم سياسة توزيع الأرباح، أهميتها وأشكالها من خلال المطلب الأول، ثم النظريات المفسرة عبر التاريخ لسياسة توزيع الأرباح، وصولاً إلى المبحث الثالث الذي ينضوي على محدداتها.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

أولاً: تعريف سياسة توزيع الأرباح

تُعرّف سياسة توزيع الأرباح بأنها الإطار الذي يحدد كيفية تقسيم الأرباح المحققة بين ما يُعاد توزيعه على المساهمين في شكل أرباح نقدية أو أسهم مجانية، وما يُحتجز لتمويل استثمارات الشركة وتدعيم مركزها المالي، فهي بذلك تمثل قراراً استراتيجياً يعكس قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن بين تعظيم ثروة المساهمين في المدى القصير عبر التوزيعات، وضمان استدامة النمو في المدى الطويل عبر الأرباح المحتجزة (Gitman, 2009؛ Baker & Weigand, 2015؛ بدروني وآخرون، 2020).

وقد أرسى لينتير (1956) الأساس السلوكي لفهم هذه السياسة، حيث بين أن الشركات لا تحدد توزيعاتها بشكل آني وفق الأرباح المحققة فقط، وإنما تتبع نهجاً محافظاً يقوم على الاستقرار وتجنب التذبذبات الحادة، وذلك عبر ما يُعرف بـ نموذج التعديل الجزئي*، هذا التصور يوضح أن التوزيعات تعكس التزاماً طويل الأمد تجاه المساهمين أكثر من كونها مجرد قرار دوري (الحسيناوي، 2017).

في المقابل، قدّم موديليان وميلر (1961) رؤية نظرية مغايرة، تقوم على فرضية حياد سياسة التوزيع (Dividend irrelevance Hypothesis)، معتبرين أن قيمة الشركة تتحدد بأرباحها الاستثمارية وقدرتها على خلق تدفقات نقدية، وليس بطريقة توزيعها، وذلك في ظل سوق مثالي يخلو من الضرائب وعدم تماثل المعلومات، ورغم الطابع المثالي لهذه الفرضية، إلا أنها مثّلت منطلقاً لتطوير نظريات بديلة.

* يشير لينتير (1956) في دراسته الكلاسيكية إلى أنّ الشركات لا تحدد توزيعاتها دفعة واحدة وفق الأرباح المحققة، وإنما تعتمد ما يُعرف بنموذج التعديل الجزئي (Partial Adjustment Model)، حيث تقوم بتعديل توزيعاتها تدريجياً نحو مستوى مستهدف مع الحفاظ على قدر من الاستقرار.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

فقد برزت نظرية عصفور في اليد (Gordon, 1963) التي أكدت تفضيل المستثمرين للأرباح الموزعة المؤكدة مقارنة بالعوائد المستقبلية غير المؤكدة، بينما أظهرت نظرية الإشارة (Miller & Rock, 1985) أن قرارات التوزيع تُستخدم كأداة لإرسال رسائل إيجابية للأسواق حول الوضع المالي والتوقعات المستقبلية للشركة، أما من منظور الوكالة، فقد أوضح (Jensen; 1986) أن توزيعات الأرباح تقلل من الموارد تحت سيطرة الإدارة، مما يحدّ من تكاليف الوكالة ويعزز الانضباط المالي.

وفي الأدبيات الحديثة، لم تعد سياسة التوزيع محصورة في بعدها التقليدي (توزيع/إحتجاز)، بل أصبحت ترتبط أيضًا بعوامل خارجية مثل القيود المالية، حيث يمكن للشركات المقيدة ماليًا أن تقلص من توزيعاتها للحفاظ على السيولة أو أن تعتمد على إشارة لتعزيز الثقة في الأسواق (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988؛ Whited & Wu, 2006).

وعليه، فإن سياسة توزيع الأرباح هي قرار مالي محوري يجمع بين البعدين: الداخلي (محددات ربحية الشركة واحتياجاتها التمويلية) والخارجي (توقعات المساهمين، ظروف السوق، والقيود المالية)، هذا التعقيد يجعلها من أكثر السياسات حساسية وتأثيرًا في هيكل رأس المال وقيمة الشركة.

ثانياً: أهمية سياسة التوزيع في قرارات الشركة:

تُعد سياسة توزيع الأرباح إحدى الركائز الأساسية في إدارة الشركات، إذ تمثل حلقة وصل بين قرارات التمويل والاستثمار من جهة، وتطلعات المساهمين من جهة أخرى، فهي ليست مجرد قرار محاسبي حول تخصيص الأرباح المحققة (الحسيناوي، 2017)، بل تتجاوز ذلك إلى كونها قرار استراتيجي يؤثر على هيكل رأس المال، تكلفة التمويل، واستدامة النمو (Easterbrook, 1984؛ Baker & Weigand, 2015؛ بدروني وآخرون، 2020).

تنعكس أهمية هذه السياسة في كونها مؤشراً على القوة المالية للشركة، حيث تُستخدم توزيعات الأرباح من قبل المستثمرين والأسواق كإشارة إلى استقرار التدفقات النقدية وقدرة الشركة على توليد أرباح مستقبلية (Miller & Rock, 1985).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

ثبات التوزيعات أو زيادتها يُفسَّر عادةً باعتباره إشارة إيجابية للأسواق تعزز ثقة المستثمرين، بينما قد يُنظر إلى خفض التوزيعات كإشارة سلبية عن وجود صعوبات مالية (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, 2009).

تؤثر سياسة التوزيع على تكاليف الوكالة، إذ يساهم توزيع جزء من الأرباح في الحد من الموارد المتاحة تحت سيطرة الإدارة، مما يقلل من احتمالية سوء استخدام التدفقات النقدية في استثمارات غير مربحة، ويعزز من انضباط القرارات المالية (Jensen, 1986؛ La Porta et al, 2000).

تُعد هذه السياسة أداة لتحقيق التوازن بين العوائد الحالية والنمو المستقبلي، حيث إن زيادة التوزيعات قد تُرضي المساهمين على المدى القصير، لكنها قد تحد من قدرة الشركة على تمويل استثمارات جديدة، بالمقابل إحتجاز الأرباح يدعم النمو طويل الأمد لكنه قد يثير إستياء المساهمين الذين يبحثون عن تدفقات نقدية دورية، ومن هنا يظهر دور الإدارة في تحديد سياسة توزيع تحقق التوازن بين هذين البعدين المتناقضين (Gitman, Lintner, 1956؛ 2009؛ بدروني وآخرون، 2020).

تمتد أهمية سياسة التوزيع إلى تأثيرها على جاذبية الشركة للمستثمرين، حيث تختلف تفضيلات المستثمرين بين من يفضلون توزيعات نقدية مستقرة ومن يفضلون إعادة استثمار الأرباح لتعظيم القيمة المستقبلية، وبالتالي إختيار سياسة توزيعات ملائمة يعزز من القدرة التنافسية للشركة في أسواق المال، ويرسخ ثقة المستثمرين في استراتيجيتها (Black, 1976؛ Baker & Weigand, 2015؛ Frankfurter & Wood, 2002).

على ضوء ما سبق فإن سياسة توزيع الأرباح ليست مجرد أداة لتخصيص الفائض المالي، بل هي عنصر استراتيجي يوجّه قرارات الشركة المالية والاستثمارية، ويؤثر بعمق في قيمتها السوقية، مستوى ثقة المستثمرين، واستدامة نموها.

ثالثاً: أشكال التوزيعات المختلفة:

تتخذ توزيعات الأرباح أشكالاً متعددة تختلف باختلاف أهداف الشركة، وضعها المالي، و توقعات المساهمين، ويُعد تنوع هذه الأشكال انعكاساً لمرونة السياسات المالية وقدرة الإدارة على الموازنة بين الاحتفاظ

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

بالسيولة اللازمة لدعم الاستثمارات ومكافأة المساهمين على استثماراتهم، ويمكن تلخيص أبرز أشكال التوزيعات فيما يلي:

1. التوزيعات النقدية (Cash Dividends)

يعتبر الشكل الأكثر شيوعاً لتوزيعات الأرباح، حيث تقوم الشركة بدفع مبلغ نقدي دوري للمساهمين يتناسب مع عدد الأسهم المملوكة، ويُنظر إليها كدليل على استقرار التدفقات النقدية للشركة وقدرتها على توليد أرباح مستقبلية (Lintner, 1956؛ DeAngelo et al, 2009؛ بدروني وآخرون، 2020).

2. توزيعات الأسهم (Stock Dividends)

يتمثل في منح المساهمين أسهمًا إضافية بدلاً من توزيعات نقدية، حيث تُستخدم عندما ترغب الشركة في الحفاظ على السيولة الداخلية مع الاستمرار في مكافأة المساهمين، ويترتب على ذلك زيادة في عدد الأسهم الأساسية القائمة[†]، ويُعزز من سيولة السهم في السوق (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2013).

3. إعادة شراء الأسهم (Share Repurchases)

تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها المتداولة في السوق المفتوحة، حيث يؤدي ذلك إلى تقليص عدد الأسهم القائمة وزيادة ربحية السهم (EPS)، وتستخدم كأداة مرنة لإعادة الأموال للمساهمين، كما قد يُشير إلى أن الإدارة ترى أن السهم مقوّم بأقل من قيمته (Grullon & Michaely, 2002؛ بدروني وآخرون، 2020)، وتعتبر سياسة توزيع منتشرة كثيراً في السوق المالية الأمريكي.

4. التوزيعات الخاصة (Special Dividends)

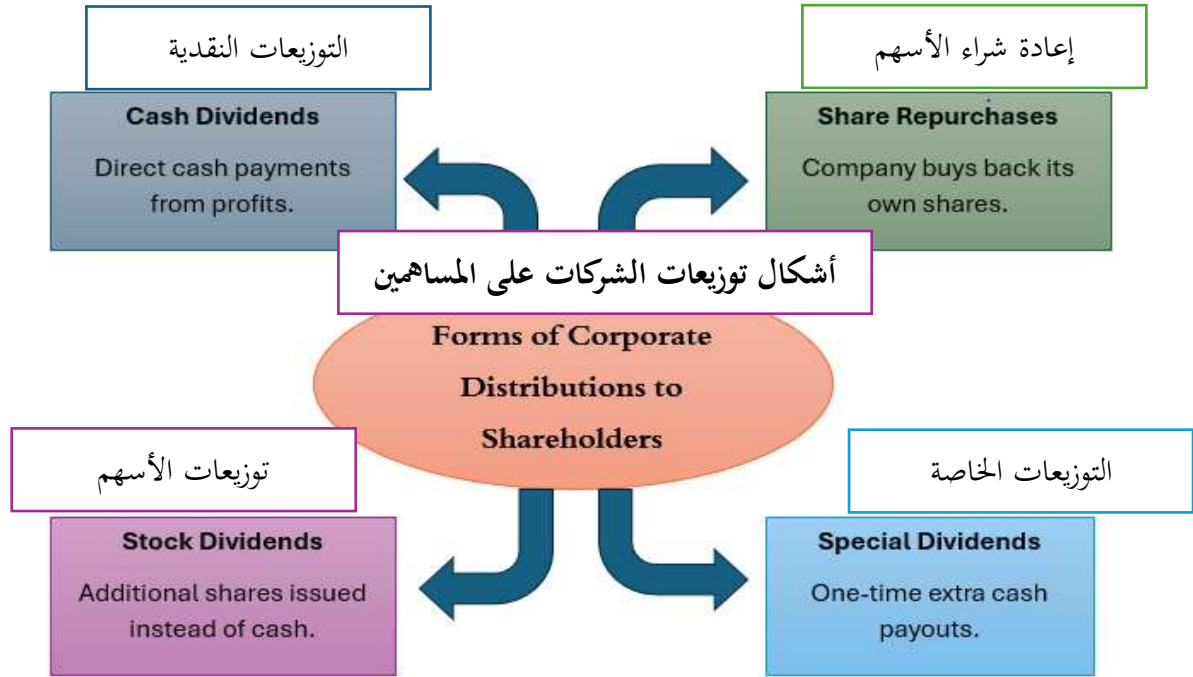
هي تلك توزيعات نقدية غير منتظمة تُمنح في حالات تحقيق أرباح استثنائية أو بيع أصول كبيرة، تُستخدم لإعادة هيكلة رأس المال أو توزيع فوائض مالية غير متكررة[‡]، كما لا تعني التزاماً بمستوى توزيعات مرتفع في المستقبل (Denis & Osobov, 2008).

[†] الأسهم الأساسية القائمة هي إجمالي كمية الأسهم العادية التي يمتلكها جميع المساهمين في الشركة.

[‡] غير متكررة" لأنها ليست جزءاً من النشاط التشغيلي العادي للشركة (الإنتاج، المبيعات، الخدمات)، وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليها كمصدر ثابت للأرباح المستقبلية.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

الشكل: 1-1 أشكال التوزيعات المختلفة



المصدر: من إعداد الطالب

رابعاً: أشكال إضافية للتوزيعات:

إلى جانب الأشكال الأساسية لتوزيعات الأرباح، هناك صيغ أخرى أقل شيوعاً لكنها تُستخدم في ممارسات بعض الشركات، بما يتناسب مع استراتيجياتها التمويلية وظروفها السوقية، من أبرزها **توزيعات الأصول** (Property Dividends)، حيث تقوم الشركة بتوزيع أصول عينية على المساهمين مثل منتجاتها أو أوراق مالية لشركات تابعة بدلاً من النقد أو الأسهم العادية، ويُلاحظ أن هذا الشكل نادر الاستخدام، وغالباً ما يُوظف في حالات إعادة الهيكلة أو من قبل الشركات القابضة (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2013).

كذلك، يمكن أن تلجأ الشركات إلى توزيع أسهم ممتازة (Preferred Stock Dividends)، وذلك بمنح المساهمين أرباحاً إضافية في صورة أسهم ذات امتيازات خاصة كأولوية في الحصول على الأرباح أو حقوق

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

تصويت محدودة، هذا الشكل يعكس محاولة الإدارة تلبية تفضيلات شرائح معينة من المستثمرين الباحثين عن عوائد ثابتة وأقل مخاطرة (بدروني وآخرون 2020؛ Brealey, Myers, & Allen, 2019).

ومن الأشكال الحديثة نسبيًا برامج إعادة استثمار الأرباح (Dividend Reinvestment Plans – DRIPs)، والتي تتيح للمساهمين إعادة استثمار التوزيعات النقدية المستحقة لهم في شراء أسهم إضافية من نفس الشركة، غالبًا بخخص على سعر السوق وبدون رسوم معاملات، هذا النوع يعزز الاستثمار طويل الأمد، ويُسهّم في زيادة رسمية الشركة (Baker & Powell, 2005).

وأخيرًا، هناك التوزيعات المركبة (Mixed Dividends)، والتي تجمع بين التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم معًا، حيث يحصل المساهمون على جزء من أرباحهم في صورة نقدية والجزء الآخر في شكل أسهم جديدة. ويُعتبر هذا الشكل بمثابة حل وسط يُحقق توازنًا بين رغبة المساهمين في الحصول على سيولة فورية وحاجة الشركة في الوقت نفسه إلى تعزيز احتياطياتها الرأسمالية (Gitman & Zutter, 2015).

من خلال ما سبق، يتضح أن أشكال توزيعات الأرباح ليست موحدة، بل تتنوع وفقًا لأهداف الشركة واستراتيجيتها التمويلية، ويُعد اختيار الشكل المناسب انعكاسًا لتوازن دقيق بين حاجات الاحتفاظ بالسيولة، متطلبات النمو، وتوقعات المساهمين، كما أن هذا الاختيار يتأثر بعوامل داخلية مثل مستوى الربحية والسيولة، وبموامل خارجية مثل ظروف السوق والسياسات الضريبية، وبالتالي فإن تعدد أشكال التوزيعات يعكس مرونة السياسة المالية للشركات وقدرتها على التكيف مع بيئتها الداخلية والخارجية.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

جدول: 1-1 أشكال إضافية للتوزيعات

شكل التوزيع	الجوهر الاقتصادي	المنطق الاستراتيجي
توزيعات الأصول	إعادة رأس المال عينيًا — نقل أصول غير نقدية أو أوراق مالية.	• تُستخدم عند محدودية السيولة النقدية مع وفرة في الأصول • شائعة في عمليات الانفصال المؤسسي، أو إعادة الهيكلة، أو في الشركات القابضة.
توزيعات الأسهم الممتازة	توزيع قائم على حقوق ملكية، لكنه يحمل سمات الدخل الثابت؛ يُعبر تركيبة رأس المال.	• جذب مستثمرين محافظين؛ تجنب شروط الديون • تأجيل التدفق النقدي مع الحفاظ على التزام تجاه العوائد.
برامج إعادة استثمار الأرباح (DRIPs)	آلية ذاتية للاحتفاظ بالملكية: إعادة استثمار الأرباح داخل الشركة عبر المساهمين أنفسهم.	• خفض تكاليف الإصدار؛ توسيع قاعدة المساهمين • إرسال إشارة قوية عن الثقة في القيمة طويلة الأجل.
التوزيعات المركبة	توزيع هجين: جزء نقدي + جزء عيني (أسهم).	• تقليل تكاليف الوكالة (Jensen, 1986) • مراعاة تفضيلات مُتنوعة بين المساهمين نموذج (Lintner, 1956)

المصدر: من إعداد الطالب

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

المطلب الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح

إنقسم الفكر المالي بين اتجاهات ترى أن سياسة التوزيع محايدة ولا تؤثر في قيمة الشركة، واتجاهات أخرى اعتبرت أن للتوزيعات دوراً إشارياً وضريبياً ونفسياً ينعكس على قرارات المستثمرين وقيمة المنشأة، في المطلب التالي نعالج نظريات سياسة التوزيع لتفسير هذه التوجهات وتوضيح انعكاساتها العملية على قرارات الإدارة المالية.

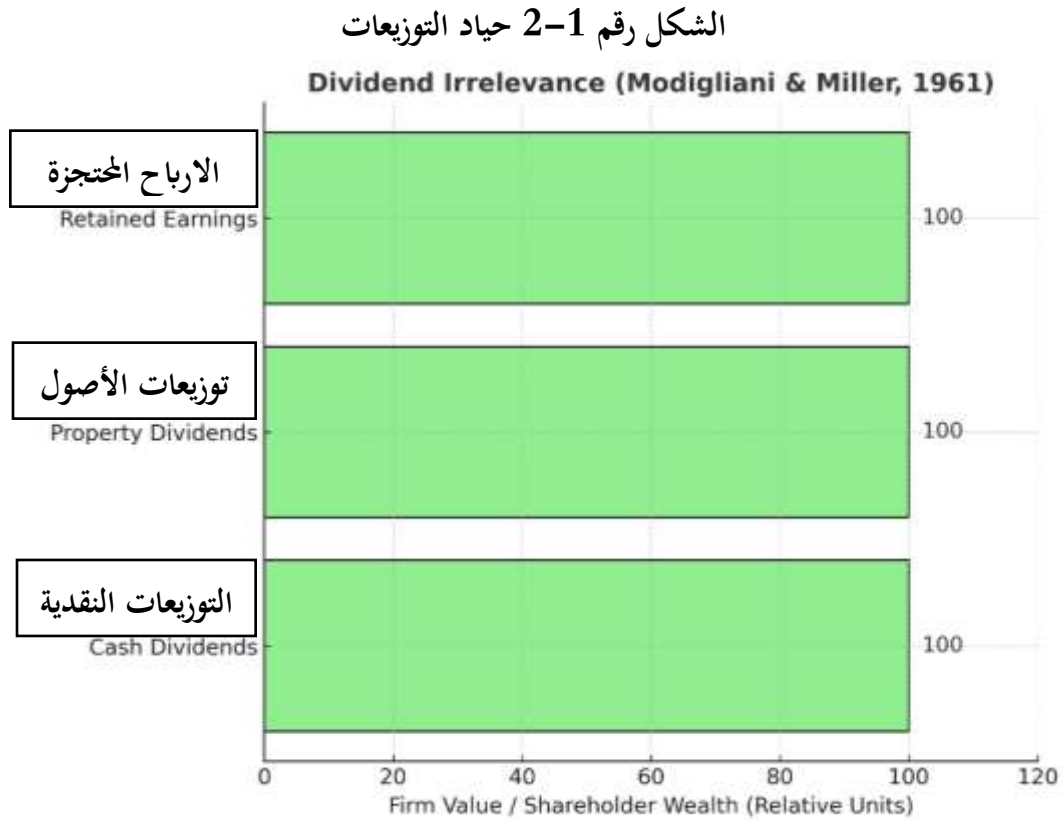
أولاً: نظرية بقاء الأرباح (Residual Theory):

تقوم نظرية بقاء الأرباح على مبدأ بسيط، حيث تدفع الشركة أرباحاً للمساهمين فقط بعد تمويل جميع الاستثمارات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة ($NPV > 0$) مع الحفاظ على هيكل رأس المال المستهدف، وبعبارة أخرى، تكون التوزيعات هي الباقي من الأرباح بعد تلبية الاحتياجات الاستثمارية وتمويل الجزء الواجب تغطيته من حقوق الملكية ضمن الهيكل المستهدف (Brealey, Myers, & Allen, 2019؛ Ross, Westerfield, & Jaffe, 2013؛ Brigham & Ehrhardt, 2017).

1- الأساس النظري

- 1-1- **تعظيم القيمة:** تنطلق النظرية من أن تعظيم قيمة الشركة يتحقق أولاً بقبول كل مشروع يخلق قيمة للمساهمين، ثم التفكير في التوزيعات (Brealey et al., 2019).
- 1-2- **هيكل رأس مال مستهدف:** تفترض توافر نسبة مستهدفة للرفع المالي؛ لذا يجب تمويل جزء من خطة الاستثمار من حقوق الملكية والجزء الآخر من الدين (Ross et al., 2013).
- 1-3- **تماس مع حياد التوزيعات (MM):** تتسق مع روح ميلر وموديليان (1961) القائلة إن قيمة الشركة تُحدّد بالسياسات الاستثمارية وليس بالتوزيع في حد ذاته، بشرط توفر بعض الافتراضات (مثل غياب الضرائب، عدم وجود تكاليف تداول أو تمويل، وسوق رأس مال كامل وكفاء)، والشكل رقم (1-2) يوضح ذلك (Miller & Modigliani, 1961).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة



المصدر: من اعداد الطالب استخلاصا لنظرية الإشارة الخاصة بـ (Miller & Modigliani, 1961).

2-آلية التطبيق

ترتكز هذه النظرية على فكرة أن الاستثمار يأتي أولاً، ثم يلي ذلك التوزيع، ويمكن تلخيص خطواتها في

النقاط التالية:

2-1- تحديد فرص الاستثمار: تبدأ الشركة برصد المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة

($NPV > 0$)، أي تلك القادرة على تحقيق عوائد أعلى من تكلفة رأس المال.

2-2- تقدير التمويل المطلوب: يتم حساب المبالغ اللازمة لتنفيذ الاستثمارات، مع مراعاة الالتزام

بالمهكل المستهدف لرأس المال (نسبة الدين إلى حقوق الملكية) (Gitman & Zutter,)

(2015).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

2-3- تغطية احتياجات الاستثمار من الأرباح المحتجزة: يُستخدم الجزء المطلوب من حقوق الملكية في تمويل هذه الاستثمارات، ويُفضل اللجوء إلى الأرباح المحتجزة بدل إصدار أسهم جديدة لتقليل تكلفة رأس المال[§] (Brigham & Ehrhardt, 2017).

2-4- التوزيع المتبقي: إذا تبقى جزء من صافي الأرباح بعد تمويل الاستثمارات، يتم توزيعه على المساهمين. أما في حالة عدم كفاية الأرباح، فلا يتم الإعلان عن توزيعات في ذلك العام (Ross et al., 2013).

3- الدلائل العملية

3-1- شركات النمو (فرص استثمارية مرتفعة) تميل إلى خفض التوزيعات، أو عدم دفعها للاحتفاظ بالأرباح لتمويل المشاريع (DeAngelo, DeAngelo, Fama & French, 2001; & Skinner, 2009).

3-2- شركات النضج (فرص أقل) تميل إلى نسب توزيع أعلى لأن الحاجة إلى تمويل داخلي أقل.
3-3- ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي أو القيود المالية يدفع إلى خفض التوزيع تماشيًا مع بقاء الأرباح لتمويل الاستثمار داخليًا، ما يقارب منطق الترتيب الهرمي^{**} (Pecking Order) (Allen & Michael, 2003; DeAngelo et al., 2009).

4- المزايا

4-1- يضع الاستثمار أولاً ويقلل تكلفة رأس المال عبر الحد من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة مرتفعة التكلفة (Brealey et al, 2019).
4-2- يربط التوزيع باحتياجات حقيقية وليس بعتبات إجرائية.

5- الانتقادات

5-1- تقلب التوزيعات: التطبيق الحرفي ينتج توزيعات متذبذبة تبعًا لدورية الأرباح والإنفاق الاستثماري، وهو ما يتعارض مع تفضيل المستثمرين للاستقرار ونتائج لينتير (1956) بشأن "التعديل الجزئي" وتسوية التوزيعات (dividend smoothing).

[§] العائد المطلوب من قبل المستثمرين (مساهمين + مقرضين) مقابل تحملهم مخاطر الاستثمار في الشركة.

^{**} ترى هذه النظرية أن الشركات لا تختار مصادر التمويل بشكل عشوائي، بل وفق ترتيب هرمي (من الأقل تكلفة والأقل مخاطرة إلى الأعلى تكلفة والأكثر مخاطرة).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

5-2- إشارات السوق: تجاهل البعد الإشاري للتوزيعات (Miller & Rock, 1985) وتكاليف

الوكالة (Jensen, 1986)، لذا تلجأ الشركات عملياً إلى مزيج: تبني منطق “البقاء/المتبقي”^{††}

طويل الأجل مع تسوية قصيرة الأجل للحفاظ على الاستقرار (DeAngelo et al., 2009).

تقدّم نظرية بقاء الأرباح معياراً معيارياً واضحاً، يعبر عن تمويل كل الاستثمارات المربحة ضمن هيكل رأس المال المستهدف قبل التفكير في التوزيع، وهي بذلك تفسّر انخفاض التوزيعات في بيئات النمو المرتفع أو عند اشتداد القيود المالية، مع مراعاة أنّ الشركات عادةً تمنح التوزيعات لتجنّب رسائل سلبية للأسواق، ما يدمج منطق البقاء مع أدلة السلوك الفعلي (Lintner, 1956؛ DeAngelo et al., 2009).

ثانياً: نظرية التوازن (Modigliani & Miller, 1961)

قدّم ميلر وموديليان (1961) ما يُعرف بـ نظرية حياد سياسة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory)، والتي تفترض أن قيمة الشركة لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح، بل تتحدد بقدرتها على توليد التدفقات النقدية من خلال استثماراتها، ووفقاً لهذه الرؤية فإن قرار توزيع الأرباح أو احتجازها لا يضيف قيمة للمساهمين في ظل سوق مالي مثالي، حيث يستطيع المستثمر خلق تدفقاته النقدية عبر بيع جزء من أسهمه إذا رغب في السيولة (Miller & Modigliani, 1961؛ Brealey, Myers, & Allen, 2019).

1- الأساس النظري: تركز هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات الصارمة

أ- سوق مثالي: غياب الضرائب، وتكاليف المعاملات والإصدار (Miller & Modigliani, 1961).

ب- كفاءة الأسواق: توافر معلومات كاملة ومتماثلة بين الإدارة والمستثمرين.

ج- عقلانية المستثمرين: عدم تفضيلهم للتوزيعات الحالية مقارنة بالأرباح الرأسمالية المستقبلية، طالما القيمة الاقتصادية متساوية.

أ- إمكانية التمويل الكامل: قدرة الشركة على تمويل استثماراتها المربحة سواء عبر الأرباح المحتجزة أو الأسواق الخارجية (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2013).

^{††} منطق البقاء/المتبقي (Residual Dividend Policy)، الفكرة أن الشركة توزع فقط ما يتبقى بعد أن تغطي احتياجاتها الحقيقية من التمويل للاستثمار والنمو، هذا المنطق يخدم البقاء على المدى الطويل ويعكس أولوية النمو والاستدامة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

2- آلية التطبيق

بناءً على هذه الفرضيات، فإن تطبيق النظرية يتمثل في:

- أ- تركيز الشركة على المشاريع الاستثمارية المربحة بغض النظر عن التوزيع.
 - ب- إذا رغب المستثمر في سيولة، يمكنه بيع جزء من أسهمه لتحقيق نفس العائد الذي كان سيحصل عليه من التوزيع.
 - ج- إذا وزعت الشركة أرباحاً أكثر مما تحتفظ به، يمكنها إصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها دون تأثير على القيمة (Brealey et al., 2019؛ عوض، 2015).
- إن سياسة التوزيعات محايدة وفقاً لهذه النظرية، سواء وزعت الشركة أو احتجزت الأرباح، فإن القيمة النهائية للمساهمين لا تتغير في ظل الأسواق المثالية.

2- الدلائل العملية

- أ- في النموذج المثالي لا فرق بين التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية (Miller & Modigliani, 1961)، لكن في الواقع، بينت الدراسات أن الضرائب وعدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة تجعل سياسة التوزيع ذات أثر ملموس على قيمة الشركة (Allen & Michaely, 2003؛ DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, 2009).
- ب- أثبتت دراسة كل من (خيري، 2022؛ بريش و بدروني، 2013) أن سياسة التوزيعات تؤثر بوضوح على قيمة الشركات في الأسواق العربية نظراً لضعف كفاءة الأسواق وارتفاع حساسية المستثمرين للتوزيعات النقدية.

3- المزايا

- أ- تؤكد على أولوية الاستثمار في خلق القيمة.
- ب- وضعت إطاراً نظرياً مرجعياً انطلقت منه الأدبيات المالية اللاحقة.
- ج- توضح أن التوزيعات ليست مصدراً لقيمة إضافية في حد ذاتها.

4- الانتقادات

- أ- افتراضات غير واقعية: غياب الضرائب وكفاءة السوق لا يعكس الواقع (Black, 1976؛ عوض، 2015).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

ب- تجاهل سلوك المستثمرين: الأدلة بينت أن المستثمرين يفضلون استقرار التوزيعات (Lintner, 1956؛ Gordon, 1963).

ج- إغفال عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة: حيث تُظهر نظريات لاحقة أن التوزيعات قد تُستخدم كإشارات للسوق (Miller & Rock, 1985) أو كآلية لتقليل تكاليف الوكالة (Jensen, 1986).

تُعد نظرية ميلر وموديلياني (1961) نقطة ارتكاز في النقاش الأكاديمي حول سياسة توزيع الأرباح، ورغم أن فرضياتها لا تعكس واقع الأسواق الناشئة أو المتقدمة بشكل كامل، إلا أنها مهّدت لظهور نظريات أكثر واقعية مثل عصفور في اليد، الإشارة، والوكالة، كما بينت الأدبيات العربية أن حياد التوزيعات لا ينطبق على الأسواق المحلية، حيث يبقى المستثمرون أكثر حساسية للتوزيعات النقدية كإشارة على استقرار وربحية الشركة.

ثالثاً: نظرية الإشارة (Signaling Theory)

ظهرت نظرية الإشارة في سياق تطور أدبيات سياسة التوزيع، خصوصاً مع مساهمة ميلر وروك (1985)، حيث اعتبرت أن قرارات توزيع الأرباح تُعدّ وسيلة لإرسال إشارات إلى السوق حول الوضع المالي الحقيقي للشركة وتوقعاتها المستقبلية، ولبسبب عدم تماثل المعلومات بين الإدارة (التي تمتلك معلومات داخلية دقيقة عن التدفقات النقدية المستقبلية) والمستثمرين (الذين لا يملكون إلا معلومات عامة)، تصبح التوزيعات النقدية أداة تواصل تشير إلى جودة وأداء الشركة (Miller & Rock, 1985؛ Brealey, Myers, & Allen, 2019).

1- الأساس النظري

أ- عدم تماثل المعلومات: الإدارة تعرف أكثر عن الوضع المالي للشركة مقارنة بالمستثمرين (Ross, 1977).

ب- استخدام التوزيعات كإشارة: رفع توزيعات الأرباح يُفسّر من قبل المستثمرين كإشارة على قوة التدفقات النقدية المستقبلية.

ج- تكلفة الإشارة: التوزيعات لا يمكن تزييفها بسهولة، لأنها تتطلب موارد نقدية حقيقية، لذا فهي إشارة أكثر مصداقية مقارنة بإعلانات الأرباح فقط (Miller & Rock, 1985).

د- رد فعل السوق: عادة ما يُقابل الإعلان عن زيادة في التوزيعات بارتفاع في أسعار الأسهم، والعكس صحيح عند تخفيضها (Bhattacharya, 1979).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

2- آلية التطبيق

آلية الإشارة من خلال سياسة التوزيع يمكن تبسيطها كالتالي:

- أ- الإدارة تملك معلومات خاصة: عن التدفقات النقدية المستقبلية وقدرة الشركة على توليد أرباح.
- ب- إعلان زيادة في التوزيعات: يُستخدم كإشارة إلى أن الإدارة واثقة من استدامة الأرباح المستقبلية.
- ج- رد فعل المستثمرين: يترجم السوق هذا الإعلان كإشارة إيجابية، ما يؤدي غالبًا إلى ارتفاع سعر السهم.
- د- خفض التوزيعات: يُعتبر إشارة سلبية على وجود صعوبات مالية أو انخفاض متوقع في الأرباح (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, 2009).

3- الدلائل العملية

- أ- دراسات عديدة أكدت أن أسعار الأسهم تتفاعل بشكل إيجابي مع إعلانات زيادة التوزيعات (Aharony & Swary, 1980؛ Asquith & Mullins, 1983).
- ب- في الأسواق العربية، أظهرت أبحاث أن المستثمرين يعطون وزنًا أكبر للتوزيعات النقدية كإشارات على استقرار الشركة، بسبب ضعف كفاءة الأسواق وارتفاع عدم تماثل المعلومات (خيري، 2022؛ بريس و بدروني، 2013).

4- المزايا

- أ- توضح كيف تُستخدم التوزيعات كأداة اتصالية بين الإدارة والمستثمرين.
- ب- تفسر ردود الفعل القوية في السوق تجاه تغييرات التوزيعات.
- ت- تُعتبر مكملة للنظريات الأخرى التي تركز على الاستثمار والوكالة.

5- الانتقادات

- أ- ارتفاع تكلفة الإشارة: الاعتماد على التوزيعات لإرسال إشارات قد يرهق الشركة ماليًا إذا كانت تحتاج إلى الاحتفاظ بالأرباح لتمويل النمو (Bhattacharya, 1979).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

ب- تأثير قصير الأجل: في بعض الأسواق، قد يكون تأثير الإعلان عن التوزيعات مؤقتًا فقط.

ج- لا تفسر كل الحالات: هناك شركات لا تدفع توزيعات ومع ذلك تحظى بتقييمات عالية، مما يعني أن الإشارات ليست العامل الوحيد المؤثر.

تُعد نظرية الإشارة إطارًا مهمًا لفهم العلاقة بين سياسة التوزيع وسلوك السوق، إذ تبرز دور التوزيعات كألية لتقليص فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، بذلك تفسر لماذا تُنصر بعض الشركات على الحفاظ على توزيعات مستقرة أو زيادتها رغم القيود المالية، لما لذلك من أثر في بناء الثقة وتعزيز القيمة السوقية.

رابعاً: نظرية الوكالة (Agency Theory)

تُعد نظرية الوكالة من أبرز الإسهامات في الأدبيات المالية الحديثة، وقد برزت مع دراسة (Jensen & Meckling, 1976) التي عرّفت الشركة على أنها شبكة من العقود بين الملاك (المساهمين) والوكلاء (الإدارة)، وترى هذه النظرية أن تضارب المصالح بين الطرفين يؤدي إلى تكاليف وكالة (Agency Costs)، وأن سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تُستخدم كألية للحد من هذه التكاليف، فزيادة التوزيعات تقلل من حجم الأموال الحرة المتاحة للإدارة (Free Cash Flow) وتُحد من فرص استغلالها في استثمارات غير مربحة، مما يفرض انضباطاً أكبر على قرارات الإدارة (Jensen, 1986؛ Brealey, Myers, & Allen, 2019).

1- الأساس النظري

أ- تعارض المصالح: المساهمون يسعون إلى تعظيم ثروتهم، بينما قد تميل الإدارة إلى تعظيم منافعها الخاصة (Jensen & Meckling, 1976).

ب- تكاليف الوكالة: تنشأ نتيجة متابعة ورقابة الإدارة أو بسبب استثمارات غير مثلى.

ج- توزيعات الأرباح كألية ضبط: توزيع جزء من الأرباح يُجبر الإدارة على العودة إلى السوق للحصول على تمويل خارجي، مما يعرضها لمراقبة المستثمرين والدائنين (Easterbrook, 1984).

د- الرقابة الخارجية: ارتفاع التوزيعات يعزز الرقابة من خلال أسواق المال والمؤسسات المقرضة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

2- آلية التطبيق

آلية الربط بين سياسة التوزيع وتكاليف الوكالة يمكن تبسيطها في الخطوات التالية:

- أ- **تراكم التدفقات النقدية:** كلما زادت الأموال المتاحة للإدارة، زادت احتمالية سوء استخدامها في مشاريع ذات قيمة منخفضة.
- ب- **زيادة التوزيعات:** يقلل من حجم الأموال الحرة المتاحة تحت تصرف الإدارة.
- ج- **اللجوء إلى التمويل الخارجي:** تحتاج الإدارة إلى تمويل جديد عند الرغبة في التوسع، مما يجبرها على الإفصاح وتحمل رقابة إضافية من المستثمرين والدائنين.
- د- **خفض تكاليف الوكالة:** من خلال زيادة الشفافية وتقليل فرص الهدر (La Porta et al., 2000؛ Jensen, 1986).

3- الدلائل العملية:

- أ- وجدت دراسات مثل (La Porta et al, 2000) أن الشركات في الأسواق ذات حماية ضعيفة للمساهمين تميل إلى دفع توزيعات أقل، مما يزيد من مشكلات الوكالة.
- ب- أكدت الأدبيات العربية (خيري، 2022؛ بريش و بدروني، 2013) أن الشركات في البيئات العربية غالبًا ما تستخدم التوزيعات كإشارة للحوكمة الجيدة ولتعزيز ثقة المستثمرين بسبب ضعف كفاءة الأسواق وآليات الرقابة المؤسسية.

4- المزايا:

- أ- توضح كيف يمكن لسياسة التوزيع أن تعمل كآلية حوكمة داخلية تحد من تضارب المصالح.
- ب- تفسر لماذا تحرص الشركات ذات التدفقات النقدية المرتفعة على توزيع أرباح أعلى.
- ج- تبرز العلاقة الوثيقة بين التمويل الخارجي والتوزيعات.

5- الانتقادات:

- أ- **التوزيعات ليست الحل الوحيد:** يمكن معالجة مشكلات الوكالة بآليات أخرى مثل هياكل الملكية، الحوافز، أو الرقابة المؤسسية (Shleifer & Vishny, 1997).
- ب- **قيود النمو:** زيادة التوزيعات قد تحد من قدرة الشركات على تمويل استثماراتها داخليًا، خصوصًا في بيئات تعاني من قيود مالية.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

ج- اختلاف السياقات المؤسسية: تأثير سياسة التوزيع كآلية للوكالة يختلف بين الأسواق المتقدمة والناشئة.

تؤكد نظرية الوكالة أن سياسة توزيع الأرباح ليست مجرد وسيلة لإعادة العوائد إلى المساهمين، بل تمثل أداة فعالة للحد من تضارب المصالح بين الملاك والإدارة. ومن ثم، فإن هذه النظرية توفر إطاراً مهماً لفهم العلاقة بين التوزيعات والحوكمة المؤسسية، خصوصاً في الأسواق التي تعاني من ضعف آليات الرقابة.

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

ترجع هذه النظرية إلى أعمال غوردون (1963) ولينتر (1962)، اللذين جادلا بأن المستثمرين يفضلون الأرباح النقدية الحالية على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، لأن التوزيعات الحالية أكثر يقيناً وأقل مخاطرة، وتقوم الفكرة الأساسية على أن "عصفوراً في اليد خير من عشرة على الشجرة"، أي أن المساهمين يفضلون السيولة الحالية المؤكدة على وعود مستقبلية قد تتأثر بعدم اليقين (Gordon, 1963؛ Lintner, 1962).

1- الأساس النظري:

أ- تفضيل المستثمرين للسيولة الحالية: الأرباح الموزعة الآن أقل مخاطرة من الأرباح المستقبلية غير المؤكدة.

ب- علاوة المخاطر: الشركات التي توزع أرباحاً أعلى يُنظر إليها كأقل مخاطرة، مما يزيد من قيمتها السوقية (Gordon, 1963).

ج- علاقة عكسية بين التوزيع وتكلفة رأس المال: ارتفاع توزيعات الأرباح يخفض من تكلفة حقوق الملكية، لأن المستثمرين يقبلون عائداً أقل مقابل السيولة المؤكدة (Lintner, 1962).

2- آلية التطبيق

وفق هذه النظرية، يمكن توضيح الآلية كالتالي:

أ- إعلان توزيعات مرتفعة: يعزز ثقة المستثمرين في الشركة ويعتبرها أقل مخاطرة.

ب- انخفاض معدل العائد المطلوب: المستثمرون يقبلون عوائد أقل نظراً لتفضيلهم للأرباح الحالية.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

ج- ارتفاع قيمة الشركة: لأن القيمة السوقية تحسب بخصم التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل عائد أقل، مما يرفع السعر السوقي للسهم.

3- الدلائل العملية

- أ- بينت دراسات مثل (Gordon, 1963) أن قيمة الشركة ترتفع مع زيادة التوزيعات.
- ب- (Lintner, 1962) أكد أن استقرار التوزيعات يجذب المستثمرين ويزيد من ثقتهم.
- ج- دراسات عربية (خيرى، 2022؛ بريش و بدروني، 2013) أظهرت أن المستثمرين في الأسواق العربية يميلون أكثر لتفضيل التوزيعات النقدية بسبب ضعف الأسواق الثانوية وقلة البدائل الاستثمارية، مما يعزز منطق هذه النظرية.

4- المزايا

- أ- تفسر تفضيل المستثمرين للتوزيعات النقدية الحالية.
- ب- تسلط الضوء على دور التوزيعات في تقليل المخاطر المدركة لدى المستثمرين.
- ج- تدعم فكرة أن الشركات التي توزع أرباحاً أكبر غالباً ما تتمتع بقيمة سوقية أعلى.

5- الانتقادات

- أ- تعارض مع نظرية ميلر وموديليانى (1961): التي تفترض حياد التوزيعات في الأسواق المثالية.
- ب- إغفال فرص النمو: الشركات التي توزع كثيراً قد تحد من قدرتها على الاستثمار في مشاريع مربحة مستقبلاً (Brealey, Myers, & Allen, 2019).
- ج- سياقية: قد تنطبق بقوة على الأسواق الناشئة حيث المستثمرون يفضلون السيولة، لكنها أقل إقناعاً في الأسواق المتقدمة ذات الكفاءة العالية.

توضح نظرية "عصفور في اليد" أن التوزيعات الحالية تُعتبر مصدراً للأمان والثقة بالنسبة للمستثمرين، مما يزيد من قيمة الشركة. وهي بذلك تشكل تحدياً مباشراً لنظرية حياد التوزيعات، وتبرز أن سياسة التوزيع ليست مجرد قرار ثانوي، بل أداة تؤثر بوضوح على تقييم السوق للشركات، خصوصاً في البيئات التي يسودها عدم اليقين.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

جدول مقارنه نظريات سياسة توزيع الأرباح:

الجدول رقم: 1-2 مقارنة نظريات سياسة توزيع الأرباح

النظرية	الفكرة الجوهرية	المزايا	الانتقادات
نظرية بقاء الأرباح (Residual Theory)	التوزيع يتم بما يتبقى بعد تمويل الاستثمارات المربحة وفق الهيكل المستهدف لرأس المال.	تربط التوزيع باحتياجات حقيقية؛ تقلل اللجوء للتمويل الخارجي المكلف.	تقلب التوزيعات؛ تتجاهل استقرارها المفضل لدى المستثمرين.
نظرية التوازن (Modigliani & Miller, 1961)	سياسة التوزيعات محايدة ولا تؤثر على قيمة الشركة.	إطار معياري بسيط؛ ركّز على الاستثمار كأساس للقيمة.	افتراضات غير واقعية؛ تجاهلت تفضيلات المستثمرين وعدم تماثل المعلومات.
نظرية عصفور في اليد (Bird-in-the-Hand Theory)	المستثمرون يفضلون التوزيعات الحالية المؤكدة على الأرباح المستقبلية.	تفسر تفضيل السيولة الحالية؛ تبرز أثر التوزيع على القيمة.	تحد من فرص النمو؛ أقل إقناعاً في الأسواق الكفوءة.
نظرية الإشارة (Signaling Theory)	التوزيعات تُستخدم كإشارة على قوة التدفقات النقدية المستقبلية.	تفسر رد فعل السوق على تغييرات التوزيع؛ أداة اتصال فعّالة.	مكلفة للشركة؛ تأثيرها قد يكون قصير الأجل؛ لا تفسر كل الحالات.
نظرية الوكالة (Agency Theory)	التوزيعات تحد من تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة.	أداة حوكمة تقلل من تكاليف الوكالة؛ تربط بين التوزيع والرقابة المؤسسية.	التوزيعات ليست الحل الوحيد؛ قد تحد من تمويل النمو.

المصدر: من إعداد الطالب

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

يتضح من خلال العرض المقارن أن نظريات سياسة توزيع الأرباح قد عكست زوايا مختلفة لفهم سلوك الشركات، فبينما أكدت نظرية بقاء الأرباح على أولوية الاستثمار وتمويل المشاريع ذات القيمة المضافة، جاءت نظرية ميلر وموديليان (1961) لتطرح فرضية حياد التوزيعات في ظل أسواق مثالية وكفاءة، وهو ما يقترب نسبياً من بيئة المؤسسات المدرجة في مؤشر ناسداك 100، في المقابل أوضحت نظرية "عصفور" في اليد ونظرية "الإشارة" أن المستثمرين حتى في الأسواق المتقدمة يفسرون التوزيعات كإشارات مهمة بشأن استدامة الأرباح وتقليل درجة عدم اليقين، أما نظرية الوكالة فقد أبرزت أن التوزيعات تمثل كذلك أداة للحد من تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، خاصة في الشركات الكبرى ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة.

وعليه، فإن هذه النظريات لا تتعارض بقدر ما تكمل بعضها، إذ تبرز أن قرار التوزيع في المؤسسات الكبرى، مثل تلك المدرجة في مؤشر ناسداك 100، يتأثر بمجموعة مركبة من العوامل تشمل: الفرص الاستثمارية، كفاءة الأسواق، سلوك المستثمرين، تكاليف الوكالة، وإشارات الثقة التي تعكسها سياسات التوزيع.

المطلب الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح

إن قرار توزيع الأرباح لا يُتخذ بمعزل عن السياق المالي والتنظيمي للشركة، بل يتأثر بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي تحدد مدى قدرة المؤسسة على تبني سياسة توزيعات مستقرة أو مرنة، فالعوامل الداخلية، مثل حجم الشركة وربحياتها وهيكل ملكيتها والمرحلة التي تمر بها في دورة حياتها، تعكس الخصائص الجوهرية للشركة وتؤثر مباشرة في قدرتها على توليد تدفقات نقدية قابلة للتوزيع، في المقابل تلعب العوامل الخارجية، كالإطار القانوني والتنظيمي، وكفاءة الأسواق المالية، والنظام الضريبي، دوراً تكاملياً في رسم معالم سياسة التوزيع من خلال تقييد أو تحفيز قرارات الإدارة.

وتزداد أهمية هذه المحددات عند دراسة الشركات المدرجة في مؤشر ناسداك 100، إذ يغلب عليها الطابع التكنولوجي والابتكاري، ما يجعلها تميل في مراحل النمو إلى الاحتفاظ بجزء أكبر من أرباحها لتمويل البحث والتطوير والتوسع، مقارنة بالشركات التقليدية في قطاعات أكثر استقراراً، وعليه فإن تحليل العوامل المؤثرة يعد مدخلاً أساسياً لفهم ديناميكيات القرار المالي، كما يشكل إطار تفسيري يسمح باختبار الفرضيات النظرية.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

أولاً: العوامل الداخلية:

تتمثل هذه العوامل في خصائص بنيوية وتشغيلية للمؤسسة، أبرزها حجم الشركة، مستوى الربحية وهيكل ملكيتها، إضافة إلى مرحلة دورة حياتها، حيث تلعب هذه المتغيرات دوراً في تحديد قدرة المؤسسة على توليد التدفقات النقدية، وتوضح مدى حاجتها لإحتجازه الأرباح لتمويل فرص النمو.

1- حجم الشركة:

عادةً ما تتميز الشركات الكبيرة بقدرة أكبر على توزيع الأرباح مقارنة بالشركات الصغيرة، نظراً لاستقرار تدفقاتها النقدية وخضوعها لرقابة أشد من المستثمرين، مما يدفعها إلى اعتماد سياسة توزيعات منتظمة (Easterbrook, 1984). بينما تلجأ الشركات الصغيرة إلى الاحتفاظ بالأرباح لتمويل توسعها ودعم نموها.

2- الربحية:

تُعتبر ربحية الشركة من أبرز محددات التوزيع، حيث إن الشركات ذات الأرباح المرتفعة قادرة على دفع توزيعات نقدية سخية. وقد بينت دراسات كلاسيكية مثل (Lintner, 1956) وأخرى أحدث مثل (Baker & Powell, 2000) أن العلاقة بين الأرباح والتوزيع إيجابية، ومع ذلك قد تختار بعض الشركات المربحة الاحتفاظ بجزء معتبر من أرباحها لمواجهة تقلبات السوق أو تمويل مشاريع استثمارية جديدة.

3- هيكل الملكية:

يلعب هيكل الملكية دوراً مهماً في صياغة سياسة التوزيع، فوجود مساهمين كبار أو مؤسساتيين يعزز التوجه نحو دفع توزيعات أعلى لضمان تقليل تضارب المصالح مع المساهمين الأقلية (Shleifer & Vishny, 1997)، بينما الشركات ذات الملكية المتفرقة قد تمنح الإدارة مرونة أكبر في اتخاذ قرارات توزيع محافظة (خيري، 2022).

4- دورة حياة الشركة:

وفقاً لنظرية دورة الحياة⁺⁺، فإن سياسة التوزيع تختلف بحسب المرحلة التي تمر بها الشركة:

⁺⁺ نظرية دورة الحياة (Life-Cycle Theory of Dividends) ترى أن سياسة توزيع الأرباح تتغير باختلاف المرحلة التي تمر بها الشركة؛ إذ تميل الشركات في مرحلة النمو إلى احتجاز الأرباح لتمويل الاستثمارات، بينما تتجه الشركات الناضجة إلى توزيع نسب أكبر من أرباحها لغياب فرص

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

- أ- في مرحلة النمو، غالبًا ما تُحتجز الأرباح لتمويل التوسع.
- ب- في مرحلة النضج، تزداد التوزيعات مع استقرار التدفقات النقدية وتراجع فرص الاستثمار.
- ج- في مرحلة التراجع، قد تُحافظ بعض الشركات على توزيعات مرتفعة رغم انخفاض الأرباح للحفاظ على ثقة السوق (Grullon, Michaely, & Swaminathan, 2002؛ بريس و بدروني، 2013).

تُظهر هذه العوامل أن سياسة توزيع الأرباح تعكس إلى حد كبير الخصائص الداخلية للشركة: فالشركات الكبيرة، ذات الأرباح العالية والتي بلغت مرحلة النضج، تميل إلى تبني سياسات توزيعات مستقرة وسخية، أما الشركات الصغيرة أو في مراحل النمو، فتتميل إلى الاحتفاظ بالأرباح لدعم خطط التوسع والاستثمار.

ثانيًا: العوامل الخارجية:

إلى جانب العوامل الداخلية المرتبطة بخصائص الشركة، هناك محددات خارجية تفرض نفسها على سياسة التوزيع، كونها ناتجة عن البيئة القانونية والاقتصادية والضريبية التي تعمل فيها الشركات، ومن أهم هذه العوامل:

1- البيئة القانونية والتنظيمية:

تلعب البيئة القانونية دورًا أساسيًا في تحديد سياسات التوزيع، حيث تختلف التشريعات من بلد إلى آخر في ما يتعلق بحدود توزيع الأرباح وشروطه، فبعض التشريعات تفرض الاحتفاظ بجزء من الأرباح كاحتياطات قانونية قبل السماح بالتوزيع، بينما تمنع أخرى توزيع الأرباح إذا لم تتحقق أرباح صافية فعلية، كما أن قوة حماية حقوق المساهمين تحدد مدى التزام الشركات بدفع توزيعات منتظمة (La Porta et al, 2000).

2- السوق المالي:

تؤثر كفاءة الأسواق المالية وعمقها في صياغة سياسات التوزيع، ففي الأسواق المالية المتطورة مثل ناسداك، قد تعتمد الشركات على آليات التمويل الخارجي بسهولة أكبر، مما يمنحها مرونة في إدارة التوزيعات، أما في الأسواق

التوسع، في حين قد تحافظ الشركات في مرحلة التراجع على توزيعات مرتفعة للحفاظ على ثقة السوق (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

الأقل تطوراً فتُعتبر التوزيعات النقدية وسيلة رئيسية لجذب المستثمرين نظراً لضعف الثقة في المكاسب الرأسمالية (Allen & Michaely, 2003؛ خيرى، 2022).

3- النظام الضريبي:

تشكل الضرائب أحد أبرز المحددات الخارجية للتوزيع، إذ غالباً ما تؤثر المعاملة الضريبية للتوزيعات مقابل الأرباح الرأسمالية على قرارات الشركات والمستثمرين، ففي حالة فرض ضرائب مرتفعة على التوزيعات، قد تفضل الشركات الاحتفاظ بالأرباح أو إعادة استثمارها بدل توزيعها، بينما في نظم ضريبية محايدة أو مشجعة، تميل الشركات إلى دفع توزيعات أعلى (Poterba & Summers, 1985).

تُظهر هذه العوامل الخارجية أن سياسة توزيع الأرباح ليست مجرد قرار داخلي، وإنما تتأثر بشكل مباشر بالإطار المؤسسي والقانوني والضريبي، إضافة إلى طبيعة الأسواق المالية التي تعمل فيها الشركة، فكلما كانت البيئة القانونية أكثر صرامة، والأسواق أكثر كفاءة والضرائب أقل عبئاً، ازدادت قدرة الشركات على تبني سياسات توزيعات مستقرة ومتوازنة.

تناولنا في هذا المبحث الأسس النظرية المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح، من خلال ثلاث محطات رئيسية، المطلب الأول تم التعرض لمفهوم سياسة التوزيع وأهميتها في صنع القرار المالي، إضافة إلى استعراض مختلف أشكال التوزيعات الممكنة سواء النقدية أو غير النقدية. أما المطلب الثاني فقد استعرض أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، بدءاً من نظرية بقاء الأرباح التي تؤكد على أولوية تمويل الاستثمارات، وصولاً إلى نظرية ميلر وموديليان التي افترضت حياد التوزيعات، ثم النظريات النقدية الأخرى كعصفور في اليد، الإشارة، والوكالة التي أبرزت دور التوزيعات في معالجة مشكلات المخاطر والمعلومات والحوكمة. وفي المطلب الثالث، تم تحليل المحددات الداخلية والخارجية التي تؤثر في قرارات التوزيع، حيث ظهر بوضوح أن حجم الشركة وربحيته وهيكل ملكيتها ودورة حياتها من أبرز العوامل الداخلية، في حين تشكل البيئة القانونية والتنظيمية والسوق المالي والنظام الضريبي أهم العوامل الخارجية التي توجه سياسات التوزيع.

وبناءً على ذلك، يتضح أن سياسة توزيع الأرباح ليست قراراً مالياً منفصلاً، وإنما هي نتاج لتفاعل معقد بين خصائص داخلية للشركة، وأطر مؤسسية خارجية، ونظريات تفسيرية متعددة تعكس زوايا مختلفة، وهو ما يمهد للانتقال في المبحث الموالي نحو دراسة العلاقة بين التمويل الخارجي والقيود المالية، باعتبارها عنصريين أساسيين لفهم

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

كيفية تفاعل الشركات، وخاصة تلك المدرجة في مؤشر Nasdaq-100®، مع التحديات التمويلية في صياغة سياسات التوزيع.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

المبحث الثاني: التمويل الخارجي والقيود المالية

تستند الشركات في سبيل تحقيق التوسع والاستمرارية إلى التمويل الخارجي، للحصول على الموارد المالية اللازمة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية بما يفوق إمكانياتها الداخلية، وتبرز أهمية هذا النمط من التمويل خاصة في بيئة الأعمال الحديثة التي تتسم بالمنافسة الحادة وتقلبات الأسواق المالية، غير أنّ الاعتماد على التمويل الخارجي لا يخلو من قيود وتحديات، تحد من الوصول إلى مصادر التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، إضافةً إلى المخاطر المرتبطة بقدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها المالية، وتُعرف هذه العوائق عادة بالقيود المالية، والتي قد تحد من حرية الشركات في صياغة سياسات استثمارية وتمويلية مثلى.

يأتي هذا المبحث ليتناول التمويل الخارجي من خلال ثلاثة مطالب رئيسة، تتمثل المطلب الأول في "مفهوم التمويل الخارجي" حيث يتم تحليل تعريف التمويل الخارجي، أشكاله، مميزاته وعيوبه، والمطلب الثاني عن "القيود المالية" تعريفها، تحديد أسبابها وكيفية قياسها، أما المطلب الثالث فيعرض ويدرس "العلاقة بين التمويل الخارجي والقيود المالية" وكيف تؤثر هذه القيود على قدرة الشركة على الحصول على التمويل الخارجي، والتحديات التي تواجه المؤسسات في بيئات ناشئة ومتقدمة

المطلب الأول: مفهوم التمويل الخارجي

التمويل الخارجي لا يقتصر على كونه وسيلة لتوفير الموارد المالية فحسب، بل يعد قراراً إستراتيجياً مرتبطاً بهيكل رأس المال وتكلفة التمويل، ومستوى المخاطر المالية فضلاً عن تأثيره في استقلالية المؤسسة ومرونتها المالية.

أولاً: التعريف بالتمويل الخارجي (External Financial):

يُعد التمويل الخارجي من القضايا الجوهرية في المالية المؤسسية، إذ يمثل المصدر الرئيسي لتغطية الفجوة بين احتياجات الاستثمار الداخلي والموارد الذاتية المتاحة (الحسيناوي، 2017)، فهو يعرف بالحصول على الموارد المالية واستغلالها الأمثل بهدف تعظيم ثروة المساهمين (الميداني، 2010)، فالشركات خاصة المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة مثل ناسداك، غالباً ما تواجه متطلبات تمويلية ضخمة ناجمة عن استراتيجيات النمو، الابتكار التكنولوجي

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

وتوسيع الحصص السوقية، ولأن الأرباح المحتجزة قد لا تكفي لتلبية هذه الاحتياجات، يصبح اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي أمراً حتمياً الاعتماد على موارد مالية يتم الحصول عليها من أطراف خارجية عن الشركة، سواء في شكل ديون أو حقوق ملكية، تكون في شكل: مصادر قصيرة الأجل (الإئتمان التجاري^{§§}، الإئتمان المصرفي)، مصادر متوسطة الأجل (القروض المباشرة متوسطة الأجل، التمويل بالإستئجار)، مصادر طويلة الأجل (الأسهم بنوعها "عادية، ممتازة"، الإقتراض طويل الأجل والمتمثل في "القروض المباشرة طويلة الأجل، السندات"). (الحسناوي، 2017)

إلا أن هذا التمويل لا يتم في فراغ، بل يتأثر بمجموعة من القيود المالية التي تحدد قدرة الشركات على النفاذ إلى الأسواق المالية أو الحصول على القروض بشروط مناسبة.

ثانياً: أشكال التمويل الخارجي:

يمكن تقسيم التمويل الخارجي إلى فئتين رئيسيتين، تتفرع عنهما بدائل متعددة:

1- التمويل بالديون (Debt Financing):

يتمثل هذا الشكل في العناصر التالية:

- **القروض المصرفية (banking loans):** تمثل أداة تقليدية للتمويل، وتتميز بسرعة الحصول عليها لكنها قد تكون محدودة الحجم ومرتبطة بشروط صارمة، تشير دراسة (Acharya et al, 2021) إلى أن القروض المصرفية تظل الخيار المفضل في أوقات الأزمات نظراً للمرونة التفاوضية التي تمنحها البنوك للشركات (الحسناوي، 2017).
- **السندات (Bonds):** خيار تلجأ إليه الشركات الكبرى ذات التصنيف الائتماني المرتفع، نظراً لقدرتها على تعبئة موارد ضخمة من الأسواق، وقد أظهرت دراسة (Custódio, Ferreira, & Laureano, 2013) أن الشركات الأمريكية الكبرى تعتمد على إصدارات السندات طويلة الأجل لتقليل مخاطر إعادة التمويل (الأنصاري، 1999).

2- التمويل بالملكية (Equity Financing):

ونسرد الشكل الثاني في العناصر التالية:

§§ الإئتمان التجاري: قيمة البضاعة المشتراة على الحساب، أو بتعبير آخر أوراق الدفع والحسابات الدائنة الناشئة عن عملية الشراء على الحساب.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

- إصدار الأسهم العادية (Common Stock): يمنح الشركات قدرة على زيادة رأس المال دون التزامات سداد ثابتة (الأنصاري، 1999)، ومع ذلك يرتبط عادةً بـ"تخفيف الملكية" للمساهمين الحاليين، دراسة (Kim & Weisbach, 2008) بينت أن إصدار الأسهم شائع بشكل أكبر لدى الشركات سريعة النمو التي تحتاج إلى تمويل للبحث والتطوير.
- الأسهم الممتازة (Preferred Shares): أداة وسطية بين الدين والملكية، حيث تمنح المستثمرين توزيعات ثابتة لكنها لا تُرتَّب التزامات قانونية كالفوائد دراسة (Banyi & Kahle, 2014) أكدت أن هذه الأداة تستخدم بكثرة في الهياكل الرأسمالية للشركات التي تسعى لتفادي الديون الثقيلة مع الحفاظ على جذب المستثمرين (الأنصاري، 1999).

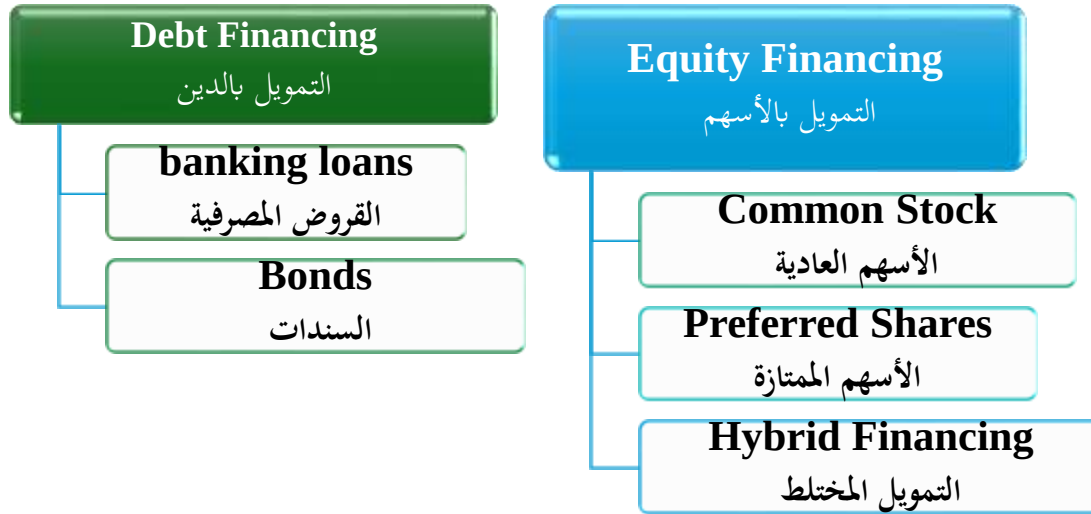
3- التمويل المختلط (Hybrid Financing):

مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (Convertible Bonds) والأوراق المالية المهيكلة^{***}، هذه الأدوات تجمع بين خصائص الدين والملكية، وتُستخدم بكثرة في الشركات المدرجة في بورصة ناسداك بسبب طبيعة القطاع التكنولوجي الذي يتطلب مرونة مالية عالية (Lewis, Rogalski, & Seward, 2003).

^{***} الأوراق المالية المهيكلة (Structured Securities) هي أدوات مالية هجينة تُبنى عبر دمج مكونات من أدوات تقليدية كالأسهم أو السندات مع مشتقات مالية (مثل الخيارات أو العقود الآجلة)، بهدف إنشاء منتج استثماري مخصص يلبي احتياجات محددة من حيث العائد والمخاطر والسيولة، وتُستخدم هذه الأوراق لتوفير مرونة أكبر في التمويل أو لجذب فئات معينة من المستثمرين، خصوصاً في الشركات ذات المشاريع الابتكارية عالية المخاطر (Fabozzi, 2015).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

الشكل: 1-3 أشكال التمويل



المصدر: من إعداد الطالب

ثالثاً: مميزات وعيوب كل مصدر من مصادر التمويل الخارجي:

بعد أن تطرقنا الى مختلف أشكال التمويل الخارجي، إلا أنها لاتعتبر كلها طرق تلجأ اليها المؤسسة دائماً وإنما تفاضل بينها، ولمعرفة كيفية المفاضلة نتطرق من خلال العنوان التالي إلى التطرق لمميزات وعيوب كل شكل تم التطرق اليه.

1- التمويل بالديون (Debt Financing):

1-1- المميزات:

- تكلفة رأسمال منخفضة نسبياً بفضل ميزة خصم الفوائد ضريبياً⁺⁺⁺ (Tax Shield).

⁺⁺⁺ الـ (Tax Shield) أو ما يعرف بـ "الحماية الضريبية" هو مفهوم في التمويل يعني تخفيض الدخل الخاضع للضريبة من خلال خصم مصاريف معينة مسموح بها مثل فوائد القروض، الاستهلاك، والإهلاك، ويمثل الـ Tax Shield توفير ضريبي يتحقق للشركات أو الأفراد عبر استخدام هذه الخصومات التي تقلل من قيمة الدخل الذي يتم احتسابه للضريبة، وبالتالي تقليل المبلغ الإجمالي للضرائب المستحقة عليهم، يحسب بضرب قيمة المصروفات القابلة للخصم في معدل الضريبة، على سبيل المثال، إذا كانت الشركة تدفع فائدة على قرض بمبلغ 100,000 ون ومعدل الضريبة 30%، فإن الحماية الضريبية ستكون 30,000 ون، أي أن الشركة ستوفر هذا المبلغ من الضرائب بفضل خصم فوائد القرض.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

- لا يؤدي إلى تخفيف ملكية المساهمين (No Dilution of Control).
- يشكل حافزًا إداريًا لزيادة الكفاءة التشغيلية نتيجة الالتزام بسداد الفوائد (Jensen, 1986).

1-2- العيوب:

- يرفع من مخاطر التعثر المالي (Financial Distress) خاصة عند الإفراط في الرفع المالي.
- يفرض التزامات ثابتة (Fixed Obligations) قد تضغط على التدفقات النقدية في فترات الركود.
- يؤدي إلى تقييد استراتيجيات الإدارة بسبب الشروط التعاقدية مع المقرضين (Covenants).

2- التمويل بالملكية (Equity Financing)

1-2- المميزات:

- لا يرتب التزامات سداد ثابتة، ما يخفف الضغط على التدفقات النقدية.
- يعزز هيكل رأس المال ويزيد من قدرة الشركة على مواجهة المخاطر.
- يوفر قاعدة دائمة للتمويل يمكن الاعتماد عليها في التوسع طويل الأجل.

2-2- العيوب:

- يؤدي إلى تخفيف ملكية المساهمين الحاليين (Ownership Dilution).
- يُرسل إشارات سلبية إلى السوق حول ضعف قدرة الشركة على التمويل الداخلي (Myers & Majluf, 1984).
- تكلفته أعلى من الديون نظرًا لمطالبة المستثمرين بعائد أكبر مقابل المخاطر.

3- التمويل المختلط (Hybrid Financing):

1-3- المميزات:

- يجمع بين خصائص الدين والملكية، مما يوفر مرونة مالية أكبر.
- يقلل من تكلفة رأس المال مقارنة بالملكية البحتة.
- يجذب مستثمرين يبحثون عن عوائد ثابتة مع فرصة في المكاسب الرأسمالية.

2-3- العيوب:

- أكثر تعقيدًا من الناحية التعاقدية، ما يزيد من تكاليف الإصدار والإدارة.
- قد يسبب غموضًا في هيكل الملكية المستقبلي بسبب احتمالية التحويل إلى أسهم.
- لا يناسب جميع الشركات، بل يُستخدم غالبًا في الشركات الكبرى ذات الفرص الاستثمارية المرتفعة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

جدول مقارنة لمصادر التمويل:

الجدول رقم: 1-3 جدول مقارنة لمصادر التمويل

المصدر	المميزات	العيوب
الديون	-تكلفة أقل (درع ضريبي) - لا يخفف الملكية - يفرض انضباطاً إدارياً.	-خطر التعثر المالي - التزامات ثابتة - قيود تعاقدية.
الملكية	-لا يفرض التزامات سداد - يعزز رأس المال الدائم - يقلل مخاطر الإفلاس.	-تخفيف الملكية - تكلفة مرتفعة - إشارات سلبية محتملة.
المختلط	-مرونة مالية - جذب فئات متنوعة من المستثمرين - تكلفة أقل من الملكية.	-تعقيد تعاقدي - غموض في هيكل الملكية - محدود الاستخدام.

المصدر: من اعداد الطالب

المطلب الثاني: القيود المالية

تشكل القيود المالية أحد أبرز التحديات التي تواجهها الشركات، حيث تمثل الحدود المفروضة على القدرة التمويلية لتحقيق الأهداف التنموية أو التشغيلية، وأصبحت هذه القيود ليست مجرد عقبات مالية، بل عوامل حاسمة تؤثر في اتخاذ القرارات الاستراتيجية وصياغة السياسات الاقتصادية.

يهدف هذا المطلب إلى استكشاف مفهوم القيود المالية بشكل منهجي، من خلال ثلاثة محاور رئيسية: أولها التعريف بالقيود المالية وخصائصها الأساسية، ثم مؤشرات قياسها كأدوات تحليلية دقيقة، وأخيراً أسباب نشوئها وتأثيراتها، ونسعى إلى تقديم إطار نظري وعملي يساعد في فهم كيفية مواجهة هذه القيود لتعزيز الاستدامة المالية.

أولاً: التعريف بالقيود المالية (Financial Constraints) :

تشير القيود المالية إلى العوائق التي تحد من قدرة الشركات على الحصول على التمويل الخارجي بكلفة مناسبة، وذلك نتيجة وجود فجوة بين تكلفة التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) وتكلفة التمويل الخارجي (القروض أو إصدار الأسهم الجديدة)، ففي ظل أسواق غير كاملة تؤدي مشكلات المعلومات غير المتماثلة وتكاليف الوكالة ومخاطر التعثر

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

المالي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، مما يدفع الشركات للاعتماد على مواردها الذاتية (Fazzari, Hubbard, 1988؛ Petersen, 1997؛ Kaplan & Zingales, 1997).

وقد تطور هذا المفهوم مع ظهور مؤشرات كمية لقياس درجة القيود، مثل مؤشر KZ الذي قدّمه (Kaplan & Zingales, 1997)، ومؤشر WW الذي طوره (Whited & Wu, 2006)، ومؤشر HP الذي اقترحه (Hadlock & Pierce, 2010) بالتركيز على الحجم والعمر، وصولاً إلى مؤشر SA الذي طوره (Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015) باعتباره أداة مبسطة تعتمد فقط على متغيري الحجم والعمر.

كما أبرزت الدراسات الحديثة أن القيود المالية ليست دائماً ذات أثر سلبي، بل قد تسهم في تحسين كفاءة الاستثمار عبر دفع الشركات إلى استخدام مواردها بحذر أكبر، وهو ما أشار إليه (Liu, 2025) في دراسته التي توصلت إلى أن درجة معتدلة من القيود قد تحسّن الأداء المؤسسي، كذلك بيّنت دراسة تطبيقية على الشركات المصرية أن شدة القيود المالية تؤثر على كيفية تفاعل الرافعة المالية مع ممارسات إدارة الأرباح، حيث تختلف النتائج بين الشركات المقيدة ماليًا وتلك غير المقيدة (عبد الستار، 2024).

بناءً على ذلك، يمكن تعريف القيود المالية بأنها:

مجموعة الظروف والعوائق الداخلية والخارجية التي تحد من قدرة المؤسسة على النفاذ إلى التمويل الخارجي بكلفة مناسبة، وتفرض عليها الاعتماد بشكل أكبر على مواردها الذاتية، مما ينعكس مباشرة على قراراتها الاستثمارية والتوزيعية.

ثانياً: مؤشرات قياس القيود المالية:

نظراً لصعوبة ملاحظة القيود المالية بشكل مباشر، طورت الأدبيات المالية عدة مؤشرات كمية تُستخدم على نطاق واسع لقياس درجة القيود التي تواجهها الشركات. تعتمد هذه المؤشرات على خصائص مالية وتشغيلية قابلة للملاحظة، وتوفر أدوات تحليلية مهمة في تفسير سلوك الشركات تجاه التوزيع والتمويل.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

1- مؤشر كابلان وزينغاليس (KZ Index) :

طوره (1997) Kaplan & Zingales ، ويعتمد على عدة متغيرات تمثل السيولة، الأرباح المحتجزة، المديونية، ونسبة الأرباح الموزعة، وكلما ارتفعت قيمة المؤشر، دلّ ذلك على درجة أعلى من القيود المالية (Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015 ;Koh, 2020).

معادلة KZ :

$$\text{KZ Index} = -1.002 * \text{Cash Flow Capital} + 0.283 * Q + 3.139 * \text{Leverage} - 39.368 * \text{Dividends Capital} - 1.315 * \text{Cash Assets}$$

حيث:

Cash Flow / Capital: التدفق النقدي إلى رأس المال

نسبة Q : كمؤشر للنمو Tobin's Q⁺⁺⁺

Leverage : نسبة الرفع المالي (الديون إلى الأصول)

Dividends / Capital : توزيعات الأرباح إلى رأس المال

Cash / Assets : السيولة إلى إجمالي الأصول

يُشير ارتفاع قيمة KZ إلى حساسية عالية بين الاستثمار والتدفقات النقدية، ما يدل على قيود تمويلية مرتفعة.

⁺⁺⁺ مؤشر Tobin's Q اقترحه الاقتصادي James Tobin، ويستخدم كمقياس للتوقعات الاستثمارية المستقبلية ويُحسب على النحو التالي

$Q = \frac{\text{القيمة السوقية لأصول الشركة}}{\text{تكلفة استبدال هذه الأصول}}$ حيث القيمة السوقية للأصول هي القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة السوقية للديون، وتكلفة الاستبدال هي

تكلفة شراء نفس الأصول اليوم (عادةً تُقاس بالقيمة الدفترية أو تكلفة الاستبدال التقديرية) (Fu et al., 2016).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

2- مؤشر (WW Index) (Whited & Wu, 2006):

قدم (Whited & Wu, 2006) مؤشرًا بديلاً يستخدم نموذج انحدار ديناميكي لتقدير احتمالية تقييد الشركة ماليًا، اعتمادًا على متغيرات مثل التدفق النقدي، الأرباح، حجم الشركة، والمبيعات، وهو المؤشر الذي تم الإعتماد عليه في دراستنا.

معادلة WW:

$$WW_{it} = - 0.091CF_{it} - 0.062DIVPOS_{it} + 0.021*TLTD_{it} - 0.044*LNTA_{it} + 0.102*ISG_{it} - 0.035*SG_{it}$$

حيث

- نمو المبيعات السنوي (SG): معدل نمو المبيعات السنوي.
 - اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Log TA): اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
 - معدل نمو المبيعات في القطاع (ISG): معدل نمو المبيعات في الصناعة.
 - التوزيعات DIVPOS : التوزيعات النقدية اذا كانت الشركة وزعت أرباح أم لا
 - التدفق النقدي (CF): نسبة التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول
 - نسبة الدين إلى الأصول في القطاع (IDAR): نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول.
- المؤشر مصمم ليكون أكثر دقة من KZ في التمييز بين الشركات المقيدة وغير المقيدة ماليًا، وهو ملائم للأسواق ذات هيكل صناعي متنوع.

3- مؤشر (HP Index):

طورت دراسة (Hadlock & Pierce, 2010) مؤشرًا يُعدّ أبسط وأقل عرضة للأخطاء الناتجة عن المتغيرات التشغيلية، ويعتمد فقط على الحجم وعمر الشركة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

معادلة HP:

$$HP\ Index = -0.737 * Size + 0.043 * Size^2 - 0.040 * Age$$

حيث:

• **Size** : اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول

• **Age** : عدد السنوات منذ تأسيس الشركة

يشير المؤشر إلى أن الشركات الأصغر والأحدث أكثر عرضة للقيود المالية، وهو ما يتوافق مع الأدبيات السلوكية حول فجوة التمويل.

6- مؤشر (SA Index)

(Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015) اقترحا مؤشراً مبسطاً (SA) يعتمد فقط على الحجم والعمر، وتمت معيارته ليكون قابلاً للتطبيق في قواعد بيانات دولية.

معادلة SA:

$$SA\ Index = -0.737 * Size + 0.043 * Size^2 - 0.040 * Age$$

وهو نفس شكل مؤشر HP Index ولكن مطبق في إطار بيانات عالمي أوسع، ويُستخدم بكثرة في الدراسات الحديثة نظراً لبساطته وسهولة احتسابه.

ملاحظات

• يشيع استخدام كل من المؤشرين **KZ** و **WW** في الدراسات المعتمدة على متغيرات تشغيلية ومالية مفصلة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

- يُفضّل استخدام المؤشرين SA أو HP عند توفر بيانات محدودة أو في الدراسات الدولية التي تشمل شركات مختلفة من حيث الحجم والعمر.
- مؤشر HP Index : النسخة الأشمل (يمكن دمج متغيرات إضافية بجانب الحجم والعمر).
- مؤشر (SA Index) : النسخة المبسطة (تعتمد حصراً على الحجم والعمر، لتقليل التحيزات والانندوجينية^{§§§}).
- لا يوجد إجماع على "أفضل" مؤشر

ثالثاً: أسباب القيود المالية:

تتعدد أسباب القيود المالية التي تواجهها المؤسسات، وتتداخل بين عوامل داخلية تتعلق بخصائص الشركة، وأخرى خارجية ترتبط ببيئة التمويل والأسواق، ويسهم فهم هذه الأسباب في تفسير سلوك الشركات، خاصة فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح وتمويل الاستثمار.

1- الأسباب الداخلية:

1-1- ضعف التدفقات النقدية: تُعدّ محدودية التدفق النقدي من أبرز محددات القيد المالي، حيث تقل

قدرة الشركة على تمويل الاستثمار أو تغطية الالتزامات قصيرة الأجل، ما يزيد اعتمادها على

التمويل الخارجي المرتفع التكلفة (Whited، Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988)

(& Wu, 2006).

§§§ الانندوجينية هي مشكلة إحصائية/اقتصادية تظهر عندما يكون أحد المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار مرتبطاً بالخطأ العشوائي، و تظهر مشكلة الانندوجينية، لأنها تجعل من الصعب الفصل بين السبب والنتيجة، ومن أسبابها عدم وضوح الاتجاه، مثلاً هل المتغير X يؤثر في المتغير Y أم العكس.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

2-1- ارتفاع الرافعة المالية (Leverage): الشركات ذات مستويات مديونية مرتفعة تُعد أكثر عرضة للقيود، لأنها تواجه صعوبات إضافية في الحصول على تمويل جديد دون مخاطر تعثر أو زيادة تكلفة الدين (Kaplan & Zingales, 1997).

3-1- الحجم الصغير والعمر القصير: الشركات الصغيرة أو الناشئة تُعد أكثر حساسية للقيود بسبب محدودية الضمانات، وضعف السجل الائتماني، وغياب الثقة من قبل المستثمرين، وهو ما أكدته مؤشرات HP وSA (Farre-Mensa & Ljungqvist, 2010؛ Hadlock & Pierce, 2010).

4-1- الحوكمة المؤسسية الضعيفة: ضعف هيكل الحوكمة (مثل غياب استقلالية مجلس الإدارة أو ضعف لجان التدقيق) يزيد من مخاطر الوكالة ويقلل من ثقة السوق، مما يرفع تكلفة التمويل الخارجي، الدراسات الحديثة تُظهر أن الشركات ذات الحوكمة القوية أقل عرضة للقيود (Saeed & Nadeem, 2022).

5-1- ضعف الكفاءة التشغيلية: الشركات ذات هوامش ربحية منخفضة أو كفاءة تشغيلية ضعيفة تجد صعوبة في الوصول إلى تمويل طويل الأجل أو في تبرير مشاريع استثمارية مستقبلية، ما يؤدي إلى تقييدها ماليًا (Khan et al., 2021).

2- الأسباب الخارجية:

1-2- محدودية الأسواق المالية وتكلفة التمويل الخارجي: الأسواق التي تفتقر إلى عمق مالي، أو تتسم بشروط تمويلية متشددة، تُقيّد الشركات في الوصول إلى مصادر التمويل، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة أو تقلبات السوق تؤدي إلى تفضيل المستثمرين للأدوات منخفضة المخاطر (Whited & Wu, 2006).

2-2- الأزمات الاقتصادية والاضطرابات الكلية: الأزمات مثل جائحة كوفيد-19 تمثل محفزًا رئيسيًا لزيادة القيود المالية، حتى في الأسواق المتقدمة، حيث تتراجع السيولة العامة، وترتفع مستويات الحذر من جانب المقرضين والمستثمرين، ما يجعل حتى الشركات الكبرى مقيدة (Nguyen & Tran, 2020).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

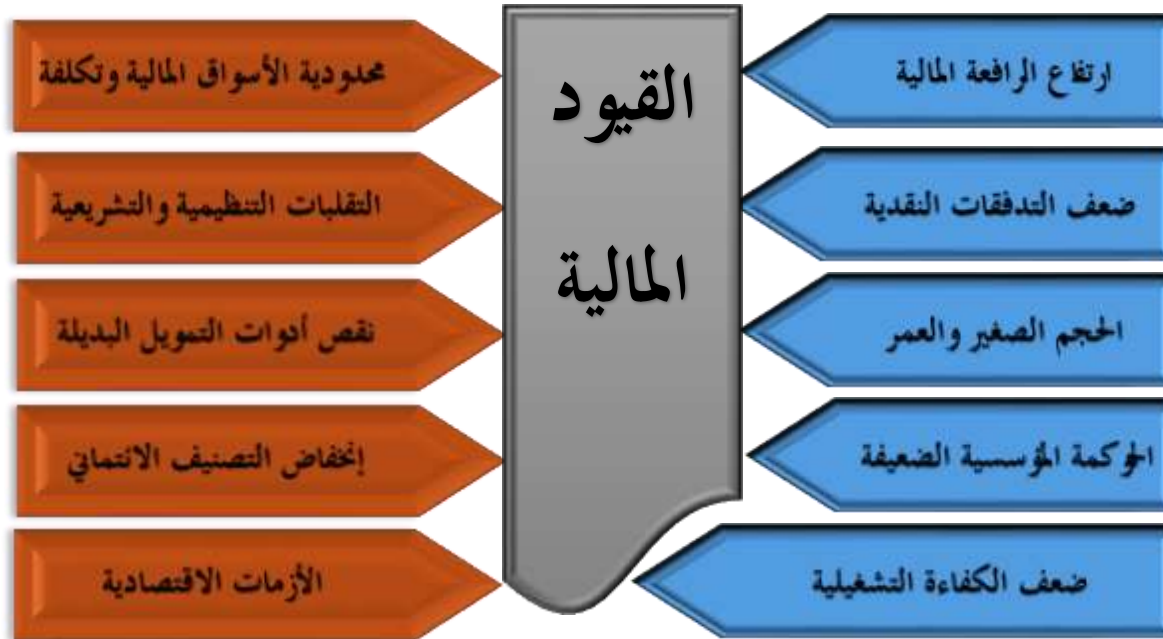
- 2-3- إنخفاض التصنيف الائتماني: الشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض تُجابه كلفة تمويل أعلى، وغالبًا ما تُستبعد من القنوات التمويلية الرسمية أو تُجبر على قبول شروط مُجحفة (Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015).
- 2-4- نقص أدوات التمويل البديلة: في بعض الأسواق، لا تتوفر بدائل تمويلية مثل رأس المال المغامر **** أو أدوات الدين المهيكل +++++، مما يترك الشركة رهينة للتمويل المصرفي التقليدي الذي قد يكون محدودًا أو مشروطًا (Saeed & Nadeem, 2022).
- 2-5- التقلبات التنظيمية والتشريعية: تؤثر بيئة القانون والتنظيم بشكل مباشر على سهولة نفاذ الشركات إلى التمويل، فالتغيرات الضريبية أو التشريعات المقيدة لتوزيع الأرباح قد تقلل من الحوافز الاستثمارية وتُضيق من الخيارات التمويلية المتاحة (Nguyen & Tran, 2020).

**** رأس المال المغامر هو استثمار في مشاريع ريادية مبتكرة مقابل الحصول على حصة ملكية (Equity) في الشركة، بدلاً من تقديم قرض.

++++ أدوات الدين المهيكل هي منتجات مالية معقدة يتم تصميمها من خلال تجميع مجموعة من الأصول أو القروض (مثل الرهون العقارية، القروض الاستهلاكية، أو السندات) وإعادة هيكلتها في صورة أوراق مالية جديدة تباع للمستثمرين، هذه الأدوات تتيح للمؤسسات المالية تحويل القروض غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

الشكل: 1-4 أسباب القيود المالية الداخلية والخارجية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ما سبق

يمكن القول إن القيود المالية تتشكل نتيجة تفاعل معقد بين هيكل الشركة الداخلي (حجمها، تمويلها، حوكمتها) والبيئة المالية والتنظيمية المحيطة بها، وفي حالات معينة كما في الأزمات أو فترات التوسع غير الممول ذاتياً، قد تُجبر الشركات على مراجعة سياساتها الاستثمارية والتوزيعية تحت ضغط هذه القيود.

المطلب الثالث: العلاقة بين التمويل الخارجي والقيود المالية

بعد التطرق إلى أن التمويل الخارجي أحد الأدوات الرئيسية لدعم نمو الشركات وتمويل مشاريعها، إلا أنه يظل خاضعاً لقيود مالية معقدة تؤثر على قرارات الإدارة الاستراتيجية، يستعرض هذا المطلب العلاقة الديناميكية بين التمويل الخارجي، سواء عبر الديون أو إصدار الأسهم، والقيود المالية الناتجة عن عوامل داخلية مثل التدفقات النقدية والمخاطر، وخارجية مثل الظروف الاقتصادية والتنظيمية، من خلال تحليل هذه العلاقة، يهدف المطلب إلى كشف كيفية تشكيل القيود المالية لخيارات التمويل.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

يتفرع هذا المطلب إلى ثلاثة محاور رئيسية مترابطة، بدأ بأثر القيود المالية على قرارات التمويل الخارجي، حيث يُبرز كيف تحول نقص السيولة أو ارتفاع تكاليف الاقتراض قرارات الشركات نحو مصادر تمويل بديلة، مستندًا إلى نماذج مثل نظرية التكاليف غير المباشرة للإفلاس، ثم التحديات التي تواجه المؤسسات في بيئات ناشئة ومتقدمة، مع التركيز على الاختلافات بين الأسواق الناشئة (مثل تقلبات العملات ونقص الشفافية) والأسواق المتقدمة (مثل التنظيمات الصارمة والمنافسة الشديدة)، لتوضيح كيف تُفاقم هذه التحديات القيود المالية، وأخيرًا نظرية الترتيب الهرمي (Pecking Order Theory)، التي تفسر تفضيل الشركات للمصادر الداخلية أولاً، ثم الديون، وأخيرًا إصدار الأسهم، كآلية لتقليل عدم التماثل المعلوماتي الناتج عن القيود المالية.

أولاً: أثر القيود المالية على قرارات التمويل الخارجي:

تؤثر القيود المالية بشكل مباشر على سلوك الشركات في إختيار مصادر تمويلها، فعندما تواجه المؤسسة قيودًا في الوصول إلى الأسواق المالية، فإنها تميل إلى الاعتماد على الموارد الداخلية، مثل الأرباح المحتجزة، عوضًا عن اللجوء إلى القروض أو إصدار الأسهم الجديدة (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988; Whited & Wu, 2006).

في هذا السياق، أكدت دراسة (Tinungki, et al., 2025) حول الشركات الإندونيسية أن الأزمات المالية مثل كوفيد-19 دفعت الشركات نحو تقليص توزيعات الأرباح لتقوية مركزها المالي، بما يعكس محدودية قدرتها على جذب تمويل خارجي خلال فترات عدم اليقين.

كما بينت (Mazur et al, 2020) أن الشركات ذات القيود المالية المرتفعة تعاني من ضعف في فرص التمويل الخارجي، ما يؤدي إلى انخفاض مستوى التوزيعات النقدية، ويدفعها إلى تعديل هيكل رأس المال لصالح التمويل الذاتي، وتدعم هذه النتائج العلاقة العكسية بين درجة القيد المالي ومرونة التمويل.

وتُشير النتائج إلى أن الأثر يمتد حتى في الشركات ذات الأداء الجيد، حيث لا يعكس الأداء دائمًا القدرة على التمويل، بسبب انكشاف تلك الشركات لمخاطر سوقية أو مؤسسية.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

ثانياً: التحديات التي تواجه المؤسسات في بيئات ناشئة ومتقدمة:

تختلف طبيعة القيود المالية بين الأسواق الناشئة والمتقدمة من حيث الحدة والآليات التنظيمية:

في الأسواق الناشئة، تزداد القيود المالية بفعل ضعف البنية التحتية المالية، وغياب الشفافية، وارتفاع كلفة رأس المال، كما هو الحال في إندونيسيا، حيث أظهرت الشركات المسؤولة بيئياً والمندرجة ضمن مؤشر SRI-KEHATI توجهاً نحو تقليل التوزيعات للحفاظ على الاستدامة والسيولة (Tinungki et al., 2025).

أما في الأسواق المتقدمة، فرغم توفر أدوات تمويل متنوعة، تظهر القيود المالية في حالات خاصة مثل الأزمات (Loughran & Ritter, 1997)، حيث تؤدي التحولات الاقتصادية المفاجئة إلى تقليص الإقراض، ما يفرض تحديات تمويلية حتى على الشركات الكبرى، وقد أظهرت دراسة (Hartono et al, 2024)، أن المؤسسات الخضراء واجهت انخفاضاً في مستوى التوزيعات خلال الأزمة، على الرغم من اعتمادها المسبق على التمويل المستقر، مما يعكس هشاشة بعض مصادر التمويل في ظل الضغوط الاقتصادية.

ثالثاً: نظرية الترتيب الهرمي (Pecking Order Theory):

تُعدّ نظرية الترتيب الهرمي إحدى الركائز النظرية لفهم العلاقة بين التمويل الخارجي والقيود المالية، فوفقاً لـ (Myers & Majluf, 1984)، تفضّل الشركات تمويل أنشطتها من الأرباح المحتجزة، ثم الديون، وأخيراً إصدار الأسهم، نتيجة لوجود معلومات غير متماثلة بين الإدارة والمستثمرين، تؤدي القيود المالية إلى تضخيم هذا الترتيب، حيث تتراجع الشركات عن التمويل الخارجي بسبب:

- كلفة الاقتراض المرتفعة.
- إشارات سلبية لإصدار الأسهم.
- ضغوط الحفاظ على التوازن المالي والسيولة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

في هذا السياق، أظهرت دراسة (Mazur et al, 2020) أن الشركات المقيدة ماليًا كانت أكثر التزامًا بالتسلسل التقليدي للتمويل، خاصة في ظل الأزمات، مما دعم تطبيق النظرية تجريبيًا، وفي دراسة (Tinungki et al., 2025)، تم تطبيق نموذج انحدار يربط التوزيعات المالية بمحددات مثل الأرباح، الرفع المالي، وحجم الشركة، وقد وُجد أن القيود المالية كانت العامل الأساسي في تفسير سلوك التوزيع المنخفض خلال الأزمات.

لقد كشف المبحث الثاني عن الدور المحوري الذي تلعبه القيود المالية في تشكيل توجهات الشركات نحو مصادر التمويل الخارجي، فعلى الرغم من التنوع الظاهري في أدوات التمويل، ما بين الديون وإصدار الأسهم، إلا أن قدرة المؤسسات على النفاذ إليها تبقى رهينة بجملة من العوامل التي تعكس حدة القيود المفروضة، سواء من حيث الظروف الداخلية للشركة (كضعف السيولة والربحية) أو من خلال المحددات الخارجية (كهيكل السوق ومستوى التطور المالي)، في ظل هذه البيئة التقييدية، تميل الشركات إلى تفضيل التمويل الذاتي، وهو ما ينسجم مع فرضيات نظرية الترتيب الهرمي التي تؤكد أن المعلومات غير المتكافئة تدفع المؤسسات إلى تمويل أنشطتها بأقل الوسائل تكلفةً وأعلى مرونة.

وتأسيسًا على ذلك، فإن انعكاسات القيود المالية لا تقتصر على قرارات الاستثمار أو التمويل فحسب، بل تمتد أيضًا إلى قرارات توزيع الأرباح، باعتبارها أحد أبرز أوجه التفاعل بين الإدارة المالية والمساهمين، إذ يُتوقع أن تؤدي القيود المالية إلى تقليص التوزيعات أو إعادة هيكلتها بما يخدم أولويات الاستقرار المالي على حساب إرضاء المساهمين، من هنا يأتي المبحث الثالث ليتناول هذا التفاعل الجدلي، مفسرًا كيف تؤثر سياسة التوزيع في التمويل الخارجي والعكس، في سياق بيئات تواجه درجات متفاوتة من التقييد المالي، وذلك من خلال تحليل نظري وتجريبي متكامل.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

المبحث الثالث: التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح والتمويل الخارجي في ظل القيود المالية

تُعَدّ سياسة توزيع الأرباح من أكثر القرارات الإستراتيجية حساسية في حياة المؤسسات، فهي ليست مجرد وسيلة لتوزيع العوائد على المساهمين، بل أداة تعكس الوضعية المالية للشركة وتؤثر في قدرتها على استقطاب التمويل الخارجي، وتزداد أهمية هذا التفاعل حينما تواجه المؤسسات قيوداً مالية تحد من حريتها في الحصول على التمويل اللازم لمشروعاتها، هنا تتقاطع معضلة مزدوجة: كيف يمكن للشركة أن توازن بين رغبة المساهمين في الحصول على توزيعات نقدية من جهة، وحاجتها إلى تعزيز السيولة لمواجهة تحديات التمويل من جهة أخرى؟.

إن استكشاف هذه الجدلية يفتح المجال لفهم أعمق لدور سياسات التوزيع في بناء الثقة بالأسواق المالية، ويكشف عن الأبعاد الإستراتيجية التي تتجاوز الحسابات المالية البحتة إلى اعتبارات تتعلق بالسمعة، والإشارة، والاستدامة.

المطلب الأول: دور القيود المالية في تشكيل سياسة التوزيع

لا شك أن القيود المالية تضع الإدارة أمام خيارات صعبة عند رسم سياسة توزيع الأرباح، فهي تمثل اختباراً حقيقياً لمدى قدرة الشركة على الموازنة بين متطلبات الاستقرار المالي وتوقعات المستثمرين، فقد تدفع هذه القيود الشركات إلى تقليص التوزيعات للحفاظ على السيولة وضمان استمرارية النشاط، بينما قد تلجأ شركات أخرى إلى الإبقاء على التوزيع أو حتى زيادته كأداة إستراتيجية لبث الثقة في الأسواق وتقديم إشارات إيجابية حول متانة وضعها المالي، إن هذا التباين في السلوك يكشف عن ثراء موضوع التفاعل بين القيود المالية وسياسة التوزيع، ويمنح فرصة للتعلم في فهم كيف تتحول الأرباح الموزعة من مجرد قرار مالي إلى أداة اتصال إستراتيجية بين الإدارة والمستثمرين.

أولاً: تقليص التوزيعات لمواجهة نقص السيولة:

تُظهر الأدبيات المالية أن القيود المفروضة على التمويل الخارجي، سواءً نتيجة محدودية الوصول إلى أسواق رأس المال أو ارتفاع تكلفة الاقتراض، تؤثر بشكل مباشر على سياسات توزيع الأرباح، فعندما تواجه المؤسسة نقصاً

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

في السيولة أو فجوة تمويلية، فإنها غالباً ما تلجأ إلى تقليص التوزيعات النقدية والاعتماد على الأرباح المحتجزة#### لتمويل استثماراتها الأساسية (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988).

وقد أكد العديد من الباحثين أن الشركات المقيدة مالياً تتبنى توزيعات منخفضة نسبياً مقارنة بالشركات غير المقيدة، وذلك انسجاماً مع نظرية تدرج التمويل (Pecking Order Theory)، حيث يتم تفضيل التمويل الداخلي على الاقتراض الخارجي لتفادي مخاطر التعثر أو ارتفاع تكلفة التمويل (Myers & Majluf, 1984؛ الزين، 2019).

ثانياً: استخدام التوزيع كإشارة لتعزيز الثقة في ظل القيود:

على الجانب الآخر، قد تعتمد بعض الشركات سياسة توزيعات نقدية مستقرة أو حتى متزايدة رغم وجود قيود مالية، وذلك بغرض إرسال إشارات إيجابية للأسواق والمستثمرين حول قدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقرة، فوفقاً لنظرية الإشارة يمثل الحفاظ على توزيعات الأرباح بمثابة رسالة طمأنة تعكس متانة الوضعية المالية للشركة، مما يعزز ثقة المستثمرين ويحد من الانخفاض في قيمة الأسهم (Miller & Rock, 1979؛ Bhattacharya, 1979)، وأظهرت دراسات حديثة أن الشركات في الأسواق الناشئة تلجأ إلى هذه الاستراتيجية بشكل أكبر لمواجهة ضعف الشفافية وارتفاع درجة عدم اليقين، حيث يعد توزيع الأرباح أداة لتقليل فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين (Al-Najjar & Kilincarslan, 2019؛ بوغنامة ويوسفي، 2022).

المطلب الثاني: العلاقة الجدلية بين التمويل الخارجي والتوزيعات:

يُعتبر التمويل الخارجي بجميع أشكاله، سواء كان ديناً أو حقوق ملكية، أحد المحددات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، فبينما يسهم الاعتماد على الديون في زيادة التزامات الشركة ويحد من مرونتها المالية، قد يوفر التمويل بالملكية مجالاً أوسع للاستمرار في التوزيعات وتجاوز القيود المفروضة على السيولة، وهكذا تتشكل علاقة جدلية بين التمويل الخارجي وسياسة التوزيع: هل يُنظر إلى التوزيعات كأداة لتقليل المخاطر المرتبطة بالديون أم كآلية لتوظيف

الأرباح المحتجزة هي صافي الدخل المكتسب سابقاً والذي لم يُدفع للمساهمين كأرباح.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

التمويل بالملكية لتعزيز استدامتها؟ هذا التداخل يعكس عمق الإشكالية ويكشف عن توازن دقيق تسعى الإدارة إلى تحقيقه بين تعظيم القيمة للمساهمين وضمان الاستقرار المالي.

أولاً: كيف تؤثر مستويات الديون والرفع المالي على سياسة التوزيع؟

تؤثر مستويات المديونية والرفع المالي بشكل مباشر على قدرة الشركات في تبني سياسة توزيعات سخية، إذ أن ارتفاع نسبة الديون يؤدي إلى زيادة أعباء خدمة الدين، ما يدفع الشركات غالباً إلى تخفيض الأرباح الموزعة من أجل المحافظة على التدفقات النقدية الضرورية لسداد التزاماتها (Jensen, 1986)، وتشير الدراسات إلى أن الشركات ذات الرفع المالي المرتفع تميل إلى اتباع سياسات توزيعات أكثر تحفظاً لتجنب مخاطر التعثر المالي (Al-Khazali & Zoubi, 2005؛ الرفاعي، 2020)، كما أن وجود الديون يفرض ما يُعرف بـ تأثير الوكالة، حيث يسعى حملة السندات إلى تقييد قدرة الإدارة على توزيع الأرباح بهدف حماية مصالحهم وضمان استرجاع مستحققاتهم، مما يؤدي إلى خفض توزيعات الأرباح مقارنة بالشركات الأقل مديونية (La Porta et al., 2000).

ثانياً: دور التمويل بالملكية في تخفيف القيود المالية واستدامة التوزيعات:

على النقيض، يوفر التمويل بالملكية سواء من خلال إصدار أسهم جديدة أو إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مرونة أكبر للشركات المقيدة مالياً، إذ يساعد هذا النمط من التمويل على تخفيف الضغوط التمويلية وتوسيع قاعدة رأس المال، ما يمكن الشركات من الاستمرار في سياسة توزيعات مستقرة أو حتى متنامية (Frank & Goyal, 2003؛ بوغنامة ويوسفي، 2022)، كما تشير الأدبيات الحديثة إلى أن الشركات التي تعتمد على هيكل تمويل قائم على الملكية تكون أقل عرضاً لمخاطر الانكماش المالي، وأكثر قدرة على استخدام التوزيعات كأداة لتعزيز سمعتها في الأسواق الناشئة (Farre-Mensa et al., 2017؛ قريني، 2024).

من هذا المنطلق، يمكن النظر إلى التمويل بالملكية كآلية تعويضية لمواجهة القيود التي تفرضها المديونية المرتفعة، مما يساهم في استدامة التوزيعات النقدية ويقلل من عدم اليقين لدى المستثمرين.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

المطلب الثالث: النماذج النظرية والتجريبية المفسرة للعلاقة:

لفهم التفاعل المعقد بين سياسة توزيع الأرباح والتمويل الخارجي في ظل القيود المالية، لم تكتف الأدبيات المالية بالوصف التجريبي وإنما قدّمت نماذج نظرية وتطبيقية تسعى إلى تفسير هذا السلوك، ومن بين أبرز هذه النماذج: نموذج ميلر وروك الذي يوضح دور المعلومات غير المتماثلة في تشكيل سياسات التوزيع، ونموذج لينتير الذي يُبرز استقرار التوزيعات كأساس لتوقعات المستثمرين، إلى جانب ذلك، جاءت دراسات حديثة دجت بين تأثير التمويل الخارجي والقيود المالية على سياسة التوزيع، مما سمح ببناء مقاربات أكثر شمولية تلائم بيئات الأعمال المعاصرة.

أولاً: نموذج ميلر وروك (Miller & Rock) في ظل المعلومات غير المتماثلة:

قدّم (Miller & Rock, 1985) إطاراً تفسيرياً يقوم على فرضية أن التوزيعات النقدية ليست مجرد قرار مالي، بل أداة إشارية تستخدمها الشركات لتقليل فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ففي ظل وجود معلومات غير متماثلة، يُعتبر الإعلان عن توزيعات مرتفعة مؤشراً على قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية، بينما قد يُفسر خفض التوزيعات كإشارة سلبية (Miller & Rock, 1985)، دعمت دراسات عربية هذا الطرح مؤكدة أن الشركات في الأسواق النامية تعتمد توزيعات الأرباح كوسيلة لتعويض ضعف الشفافية والرقابة، مما يعزز مصداقية نموذج ميلر وروك في السياقات ذات الإفصاح المحدود (مصطفى وآخرين، 2018).

ثانياً: نموذج (Lintner, 1956) حول استقرار سياسة التوزيع:

يُعد نموذج (Lintner, 1956) من أوائل النماذج التجريبية التي تناولت سلوك التوزيع المستقر للشركات، فقد بين أن قرارات التوزيع تعتمد بدرجة كبيرة على التوزيعات السابقة أكثر من اعتمادها على الأرباح الجارية، وهو ما يُعرف بالاستقرار أو التدرج في سياسة التوزيع.

تشير نتائج تطبيق النموذج إلى أن الشركات تسعى إلى تجنب التذبذب الكبير في توزيعات الأرباح حتى لا ترسل إشارات متناقضة للأسواق، حيث يُعتبر الحفاظ على استقرار التوزيع دليلاً على متانة المركز المالي (Lintner,).

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

1956؛ عطية، 2021)، كما أن اعتماد الاستقرار في سياسة التوزيع يظهر بوضوح في الشركات ذات الحوكمة القوية، مما يقلل من أثر القيود المالية ويعزز ثقة المستثمرين.

خلاصة الفصل:

ختاماً، تناول هذا الفصل الإطار النظري لبحثنا من خلال استعراض ماهية سياسة توزيع الأرباح، وأهم النظريات المفسرة لها، إلى جانب محدداتها الداخلية والخارجية، كما عرضنا مفهوم التمويل الخارجي والقيود المالية وانعكاسها على قرارات الشركات، لنصل في النهاية إلى التفاعل الجدلي بين هذه العناصر الثلاثة.

تأتي مساهمة هذا البحث لتسد هذه الفجوة عبر تطبيق إطار نظري متكامل على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100®، مستخدماً مؤشرات قياس حديثة مثل مؤشر (Whited & Wu, 2006)، بما يسمح بفهم أكثر دقة للعلاقة المركبة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، وبذلك يشكل هذا البحث إضافة نوعية من حيث البيئة المدروسة والمنهجية المعتمدة.

ويعتبر هذا الإطار جسراً للانتقال إلى الفصل الموالي المخصص لاستعراض الأدبيات والدراسات السابقة بصورة مقارنة ونقدية.

الفصل الثاني:

منها خمسة عشر باباً

السلطة

تمهيد

يعتبر استعراض الدراسات السابقة ركيزة منهجية أساسية في أي بحث علمي، إذ يساهم في تحديد الإطار النظري والفجوات البحثية التي تسعى الدراسة الحالية إلى سدها، وفي هذا المبحث نقوم بعرض ومناقشة (40) دراسة سابقة ذات صلة بموضوع البحث التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح مدفوعا بالقيود المالية، مع التركيز على تحليل النتائج المتوصل إليها، والمنهجيات المتخذة والأساليب المستخدمة في قياس مختلف المتغيرات، والعينات محل الدراسة، ذلك لاستكشاف مدى تأثيرها على نتائجها.

قسمت هذه الدراسات إلى ثلاثة مطالب رئيسة؛ المطلب الأول يعرض الدراسات السابقة باللغة العربية، والمطلب الثاني الدراسات السابقة باللغة الأجنبية، في حين يتم مناقشة والتعقيب على هذه الدراسات في المطلب الثالث، مع اعتماد الأسلوب التاريخي التنازلي (من الأحدث إلى الأقدم) في عرضها.

- المبحث الأول: الدراسات التي درست أحد المتغيرات
- المبحث الثاني: : الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل وجود قيود مالية
- المبحث الثالث: مناقشة الدراسات السابقة والمقارنة بينها وبين الدراسة الحالية

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

المبحث الأول: الدراسات التي درست أحد المتغيرات

يتناول المبحث الأول الدراسات السابقة حول سياسة توزيع الأرباح باللغة العربية واللغة الأجنبية، وكذلك يتم التطرق من خلال المبحث إلى الدراسات التي عالجت التمويل الخارجي والقيود المالية، وفي المطلب الثالث والأخير في المبحث نختم بالدراسات التي تطرقت للعلاقة مع مختلف المتغيرات.

المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح

يتناول هذا المطلب الدراسات السابقة مقسمة إلى فرعين، دراسات عربية وأجنبية، الفرع الأول بجزئين، يسرد الجزء الأول في ست (6) دراسات سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع وأربع (4) دراسات كمتغير مستقل في جزئه الثاني، وفي الفرع الثاني خصص للأدبيات باللغة الأجنبية مقسم إلى جزئين كذلك، الأول مكون من (5) دراسات حول تأثير سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها بالأداء المالي للشركات وقرارات الاستثمار، وقيمة الشركة، والجزء الثاني من (7) دراسات تسعى إلى عرض الدراسات السابقة المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية

الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

أولاً: نتطرق في هذا الفرع إلى الدراسات التي عالجت سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع ومعرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح بمختلف المتغيرات مثل هيكل الملكية، الخصائص المالية، العوامل المالية وغير المالية وكذلك الأداء المالي

1. دراسة (عريقات، 2024) "أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين"

استهدفت الدراسة استكشاف أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لـ (38) شركة من أصل (42) شركة مدرجة في بورصة فلسطين لمدة خمس سنوات (2018-2022)، ومن خلال الاستناد لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية ونماذج الانحدار، توصلت النتائج أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح وكذا القيمة السوقية، في حين لم يؤثر الرفع المالي على المتغيرات السابقة الذكر.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

2. دراسة (الداوي، غريب، و خويلد، 2021) "تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)"

سعت الدراسة إلى تحديد أثر هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2013-2019، عبر استخدام نماذج بانل الخطية غير المتجانسة لمعالجة البيانات إحصائياً لـ (15) شركة صناعية مدرجة في السوق المالي على مدى سبعة أعوام من 2013-2019، وأسفرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح، ووجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية وتوزيعات الأرباح، حيث تدعم هذه النتائج أهمية هيكل الملكية في تحديد سياسة توزيع الأرباح.

3. دراسة (مرهج و قلاب، 2021) "تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح"

ألفت الدراسة الضوء على توضيح تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، وكان ذلك على عينة من الشركات البالغ عددها (24) شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2019)، تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) لاختبار العلاقة بين المتغير التابع سياسة توزيع الأرباح والذي قيس بالنسب التالية: (الأسهم المجانية الموزعة، الأرباح الموزعة النقدية)، والمتغير المستقل هيكل الملكية وكان قياسه بالنسب: (نسبة ملكية المستثمرين الطبيعيين حسب الجنسية، عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وفقاً للجنسية)، واستخدم كمتغيرات ضابطة: (حجم الشركة، نسب المديونية، ونسبة الأرباح المحتجزة)، أظهرت النتائج تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح من حيث علاقة التأثير الطردية بين ملكية المستثمرين ونسبة توزيعات الأرباح النقدية الموزعة، وكذلك حجم الشركة مع نسبة توزيعات الأرباح النقدية، كما توصلت أيضاً إلى علاقة التأثير العكسية بين نسبة المديونية ونسبة توزيعات الأرباح النقدية.

4. دراسة (يوسف، بن عمور، و شروقي، 2021) "أثر الخصائص المالية على سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية - عينة من البنوك العمومية والخاصة"

تقدم هذه الدراسة تحليلاً شاملاً لأثر الخصائص المالية على سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية، حيث اعتمدت على عينة مكونة من اثني عشر بنكاً جزائرياً، شملت خمسة بنوك عمومية وسبعة بنوك خاصة، خلال الفترة من 2013 إلى 2018، وقد استخدم الباحثون نموذج السلاسل الزمنية المقطعية، وهو نهج تحليلي متقدم،

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

لفحص العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المستقلة وسياسة توزيع الأرباح. وتضمنت هذه المتغيرات حجم البنك، والملكية الأجنبية، والأرباح الموزعة في السنة السابقة، وملموسية الأصول؛ حيث أظهرت النتائج أن حجم البنك له تأثير كبير على سياسة توزيع الأرباح، ووجدت أن البنوك الكبيرة الحجم تتمتع بميزة تنافسية من حيث الفعالية وتحقيق الأرباح، مما يؤدي إلى توزيع أرباح أعلى مقارنة بالبنوك الصغيرة، كما كشفت الدراسة عن تأثير الملكية الأجنبية، حيث يميل المستثمرون الأجانب إلى طلب توزيعات أرباح أعلى، مما يقلل من الأصول النقدية المتاحة للإدارة، واعتبرت الأرباح الموزعة سابقاً مؤشراً قوياً على سياسة توزيع الأرباح المستقبلية، علاوة على ذلك أوضحت النتائج كذلك أن ملموسية الأصول لها تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح، حيث تزيد من إمكانية الحصول على قروض، مما يوفر للبنوك موارد إضافية لتوزيع الأرباح.

5. دراسة (بخيت، 2019) "العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في البورصة المصرية خلال الفترة من 2012 حتى 2017" ر

ركزت الدراسة على تأثير العوامل المالية على القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، بتطبيق أساليب إحصائية مثل اختبار كاي-تربيع (Chi-Square) واختبار ارتباط بيرسون (Pearson Correlation)، ونموذج الانحدار الخطي المتعدد، على كافة الشركات المدرجة في البورصة المصرية وعددها (227) شركة من (17) قطاع مختلف، وبينت النتائج أظهرت أن العوامل المالية مثل هيكل الملكية، حجم الشركة، والديون تؤثر بشكل كبير على سياسة توزيع الأرباح النقدية، والعوامل غير المالية مثل تركيبة مجلس الإدارة ومستوى السيولة لها أيضاً تأثير ملحوظ على قرارات توزيع الأرباح.

6. دراسة (مرهج و قلاب، 2019) "تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح: بالتطبيق على سوق دمشق وعمان للأوراق المالية"

تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق دمشق وعمان خلال الفترة من 2010 إلى 2017، ووقع الاختبار على عينة مكونة من 83 شركة مدرجة في سوق دمشق وعمان، تشمل هذه الشركات مختلف القطاعات مثل الصناعة والخدمات والمالية، عن طريق استخدام نماذج الانحدار المتعدد لاختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، وتم تطبيق اختبار Hausman لاختبار النموذج المناسب بين التأثيرات الثابتة والعشوائية حيث أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي لكل من العائد على

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة دوران الأصول (FAT) على سياسة توزيع الأرباح النقدية (DPR)، وضحت كذلك العلاقة العكسية بين نسبة العائد على السهم (EPS) ونسبة توزيعات الأرباح، مما يشير إلى أن الشركات تفضل إعادة استثمار الأرباح بدلاً من توزيعها، وأسفر التحليل أيضاً عن أن هناك علاقة سلبية بين نسبة المديونية ونسبة توزيعات الأرباح، حيث تؤثر الديون على قدرة الشركات على دفع توزيعات الأرباح.

ثانياً: الدراسات التي عالجت سياسة توزيع الأرباح كمتغير مستقل والاطلاع على تأثير سياسة توزيع الأرباح في أسعار الأسهم والأداء المالي.

1. دراسة (العدل و عبد العليم ، 2023) "تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري"

سعت الدراسة إلى استكشاف تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من 2014 إلى 2020، وتكونت عينة الدراسة من (83) شركة قامت بتوزيعات الأرباح خلال الفترة المحددة محل الدراسة مختلف القطاعات، باستثناء الشركات المالية؛ استخدمت في منهجيتها تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة (مثل عائد الأرباح، توزيعات الأرباح، حجم الشركة، الرفع المالي، تقلبات الأرباح، ونمو الأصول) على المتغير التابع (تقلبات أسعار الأسهم) وتوصلت النتائج إلى وجود تأثير معنوي بين عائد الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، كما وجد أن توزيعات الأرباح لها تأثير معنوي على تقلبات أسعار الأسهم وأوضح العلاقة السلبية بين عائد الأرباح ونسبة توزيعات الأرباح، مما يشير إلى أن الشركات تحتفظ بأرباحها لإعادة استثمارها بدلاً من توزيعها.

2. دراسة (موصو، 2022) "دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100"

الدراسة الضوء على أهمية سياسة توزيع الأرباح كأداة استراتيجية في تعزيز الأداء المالي للمؤسسات، وأجريت على عينة تتكون من 51 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر S&P100، على فترة ممتدة من 2014 إلى 2018، تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة في تحليل البيانات، حيث اعتمدت الدراسة على بيانات البانل

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

(Panel Data) لتقييم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والاداء المالي، ولم تُظهر النتائج وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد على العائد على إجمالي الأصول (ROA) للمؤسسات في حين، وجد تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على العائد على إجمالي الأصول، مما يدل على أن الاحتفاظ بالأرباح يمكن أن يسهم في تحسين الاداء المالي، أما فيما يخص الرفع المالي أظهرت النتائج تأثيراً سلبياً وذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الاداء؛ مما يشير إلى أن زيادة الديون قد تؤدي إلى تقليل العائد على الأصول.

3. دراسة (مصطفى، زين الدين، هندي، وكمال الدين، 2018) "العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي للشركة في اطار نظريتي الوكالة والاشارة"

تستند الدراسة في بياناتها عينة تمثل مجموعة من الشركات (43) شركة تعرضت للفشل ومجموعة أخرى مماثلة لم تتعرض للفشل مدرجة في بورصة لندن خلال الفترة (يناير 2010-أغسطس 2014) ووقع الاختيار بالاطلاع على التقارير المالية للشركات التي تعرضت للفشل والإفلاس وفق مجموعة من المعايير: التماثل في طبيعة النشاط، التقارب في التأسيس، سوق التداول وحجم الأصول، عبر استخدام مختلف الاساليب الإحصائية: مقاييس الإحصاء الوصفية، اختبار كاي-تربيع (Chi-Square) وتحليل الارتباط (Pearson Correlation) واختبار كروسكال-واليس (Kruskal-Wallis) لاختبار الفروق بين المجموعات، لاستكشاف العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي للشركات من خلال استعراض كيف تؤثر هذه السياسة على القرارات المالية في ضوء نظريتي الوكالة والإشارة؛ توصلت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي للشركات التي تتبع سياسة توزيعات أرباح مستقرة، كما تلعب دوراً مهماً في تقليل تكاليف الوكالة، مما يعزز من كفاءة استخدام الموارد المالية والشركات التي تعلن عن توزيعات أرباح جيدة تبعث إشارة إيجابية للسوق، مما قد يؤدي إلى زيادة قيمة الأسهم.

4. دراسة: (السيد، 2017) "أثر سياسة توزيع الأرباح على الاداء المالي والقيمة السوقية"

تستهدف الدراسة مجتمع الاستثمار في البورصة المصرية، حيث تم اختيار عينة مكونة من 7 صناديق استثمار مفتوحة (متوازنة وذات أسهم) استخدم الباحث منهجية تحليلية تعتمد على البيانات الكمية، حيث تم جمع المعلومات المالية المتعلقة بسياسات توزيع الأرباح والاداء المالي للقيمة السوقية للصناديق، وتم تطبيق التحليل الإحصائي لاستخراج النتائج ذات الدلالة الإحصائية، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إحصائي لسياسة

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

توزيع الأرباح على كل من الأداء المالي والقيمة السوقية للصناديق الاستثمارية في البورصة المصرية. تشير النتائج إلى أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دورًا مهمًا في تعزيز الأداء المالي وجذب المستثمرين، مما يؤثر إيجابًا على القيمة السوقية لهذه الصناديق.

الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

أولاً: يتم تخصيص هذا الفرع لعرض الدراسات السابقة التي درست تأثير سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها بالأداء المالي للشركات وقرارات الاستثمار، وقيمة الشركة

1- دراسة (Njoku & Lee, 2024)

"Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market"

سعت الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح، وأداء الشركات وقيمتها في السوق ضمن السياق الفريد لهيكل ملكية "تشايبول (Chaebol)" في كوريا عبر تقديم أدلة تجريبية حول كيف تؤثر سياسات توزيع الأرباح على أداء الشركات وقيمتها في السوق، استخدمت الدراسة مجموعة بيانات قوية تتكون من 5478 ملاحظة من مؤشر الأسعار الكوري المركب (KOSPI) تم استخدام نماذج الانحدار المتقدمة بما في ذلك نماذج الانحدار العادية (OLS) ونماذج التأثيرات الثابتة (LSDV) بالإضافة إلى طريقة الجيل العمومي (GMM) لمعالجة قضايا التداخل.

شملت متغيرات الدراسة: سياسة توزيع الأرباح، المدفوعات النقدية، نسبة توزيع الأرباح، وعائد الأرباح، بالإضافة إلى استخدام مؤشرات الأداء مثل "توبين كيو (Tobin's Q)"، ونسبة السوق إلى القيمة الدفترية، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، وأظهرت النتائج المتوصل إليها أن المدفوعات النقدية من الأرباح لها تأثير إيجابي قوي على قيم السوق، في سياق الشركات التابعة لتشايبول مما يشير إلى وجود ارتباط إيجابي بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السوق، في حين أظهرت عكس التأثير بالنسبة للشركات غير التابعة لتشايبول "آثارًا سلبية"، كما أكدت الدراسة أيضًا أن جميع مقاييس سياسة توزيع الأرباح أظهرت تأثيرًا إيجابيًا على مؤشرات الأداء المحاسبي (ROA، ROE، ROS)، لكلا النوعين من الشركات.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

2- دراسة (Hasan, Shafique, Das, & Shome, 2024)

"R&D intensity and firms dividend policy: evidence from BRICS countries"

تسلط الدراسة الضوء على كيفية تفاعل العوامل المؤسسية مع قرارات الشركات المتعلقة بالاستثمار في البحث والتطوير وسياسة توزيع الأرباح، خاصة في الأسواق الناشئة حيث تكون الحوكمة وحماية المستثمرين أقل تطورًا مقارنة بالدول المتقدمة، حيث نتجت عن تحليل العلاقة بين استثمارات البحث والتطوير (R&D) وسياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في دول البريكس (البرازيل، روسيا، الهند، الصين، وجنوب إفريقيا)، مع التركيز على دور حماية المستثمرين وآليات الحوكمة على المستوى الوطني في تعديل هذه العلاقة.

تم تحليل بيانات سنوية من 2008 إلى 2020، باستخدام منهجية البيانات اللوحية (Panel Data) مع تطبيق نماذج المربعات الصغرى العادية (OLS) وطريقة (GMM)، وقام الباحثين بقياس كثافة البحث والتطوير كنسبة الإنفاق على البحث والتطوير إلى المبيعات، بينما قياس توزيعات الأرباح كنسبة توزيعات الأرباح النقدية إلى إجمالي الأصول، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كثافة البحث والتطوير وتوزيع الأرباح وهذا يتفق مع الدراسات السابقة التي تشير إلى أن الشركات التي تستثمر بشكل كبير في البحث والتطوير تميل إلى تقليل توزيعات الأرباح بسبب الحاجة إلى تمويل مشاريع البحث والتطوير، في حين عند وجود تفاعل حماية المستثمرين مع كثافة البحث والتطوير تصير إيجابية، هذا يشير إلى أن في حال وجود حماية قوية للمستثمرين يمكن أن يشجع الشركات على الاستمرار في توزيع الأرباح حتى مع زيادة استثماراتها في البحث والتطوير، وأضافت الدراسة في نتائجها أن حجم الشركة ونمو المبيعات لهما تأثير إيجابي على توزيع الأرباح، بينما كان للرافعة المالية وجائحة كوفيد-19 كان لهما تأثير سلبي على توزيعات الأرباح.

3- دراسة (Alfianita & Santosa, 2022)

"Effect of Dividend Policy, Capital Structure, Profitability, and Growth on Firm Value"

سعت الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح، وهيكل رأس المال، والربحية، والنمو على قيمة الشركة، وتمت الدراسة على جميع الشركات المدرجة في مؤشر LQ45 ببورصة إندونيسيا متمثلة في (16) شركة خلال الفترة 2015-2019، تم تحليل البيانات باستخدام نماذج الانحدار للبيانات اللوحية (Panel Data Regression) والأساليب الإحصائية تشمل اختبارات مثل Chow Test و Hausman Test لتحديد النموذج في هذه الحالة، أظهرت الدراسة أن العوامل المؤثرة بشكل رئيسي على قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

الإندونيسي هي هيكل رأس المال والربحية، بينما لا تُعتبر سياسة توزيع الأرباح والنمو مؤشرات حاسمة في هذا السياق.

4- دراسة (Raed, 2020)

"Dividend Policy and Companies' Financial Performance"

تطرقت الدراسة إلى العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأداء الشركات المالية في الدول الناشئة، حيث أسقطت على الشركات المدرجة في بورصة عمان، وشملت عينة الدراسة 92 شركة في القطاعين الصناعي والخدمي خلال الفترة من 2015 إلى 2019، باستخدام أساليب تحليل البيانات اللوحية والنماذج الانحدارية البسيطة والمتعددة لاختبار تأثيرات متغيرات مثل عائد الأرباح ونسبة توزيع الأرباح وحجم الشركة ونسبة الدين. أظهرت النتائج وجود علاقة قوية بين سياسة توزيع الأرباح وأداء الشركات، حيث كانت نسبة عائد الأرباح ونسبة توزيع الأرباح عوامل مؤثرة بشكل كبير على الأداء المالي، مما يتماشى مع نظرية "عصفور في اليد" التي تؤكد على أهمية توزيعات الأرباح، كما كشفت النتائج عن تأثير سلبي كبير لنسبة الدين على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين.

5- دراسة (Lintner 1956)

"Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes"

دراسة (Lintner 1956) من الدراسات الكلاسيكية التي أرست الأساس لفهم سياسة توزيع الأرباح في الشركات، هدفت الدراسة إلى تحليل كيفية توزيع الدخل بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة والضرائب، وذلك من خلال مزيج من العمل الميداني والنمذجة النظرية، اعتمد الباحث على مقابلات متعمقة مع مسؤولي الإدارة المالية في 28 شركة صناعية أمريكية مدرجة خلال الفترة 1947-1953، جمعت بعناية لتعكس تنوعاً في الحجم والقطاعات وهيكل التمويل. طوّر Lintner نموذجاً ديناميكياً يوضح أن قرارات التوزيع تتسم بالمحافظة وتستجيب تدريجياً للتغيرات في الأرباح، حيث تسعى الشركات إلى الحفاظ على نسب توزيعات مستهدفة ولكن من خلال تعديلات جزئية تدريجية لتجنب التذبذب المفاجئ، وأظهرت النتائج أن الأرباح الحالية تُعد العامل الأكثر تأثيراً في

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

قرارات التوزيع، مع ميل قوي للاستقرار وتجنب خفض الأرباح الموزعة، ما أدى إلى صياغة نموذج "التكيف الجزئي" الذي أصبح لاحقاً أحد أعمدة نظرية سياسات الأرباح.

ثانياً: يسعى هذا الجزء إلى عرض الدراسات السابقة المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية

1- دراسة (Hoghoghi & Emamimibody, 2025)

"The effect of Intensity of R&D, financial constraints and dividend distribution policy on the company value"

تعتبر هذه الدراسة ذات أهمية كبيرة لأنها تسلط الضوء على كيفية تفاعل القيود المالية مع سياسات توزيع الأرباح وكثافة البحث والتطوير لتأثير على قيمة الشركة، حيث تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير كثافة الإنفاق على البحث والتطوير (R&D) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة طهران، مع التركيز على دور القيود المالية وسياسة توزيع الأرباح في تعزيز أو تقليل هذه العلاقة، كما تساهم الدراسة في فهم أعمق لكيفية استخدام الشركات لسياسات توزيع الأرباح كإشارة إيجابية لتحسين قيمتها السوقية.

إعتمدت الدراسة على تحليل بيانات سنوية من 183 شركة مدرجة في بورصة طهران للفترة من 2011 إلى 2022، تم استخدام منهجية البيانات اللوحية (Panel Data) لاختبار الفرضيات، مع تطبيق نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية. تم قياس كثافة البحث والتطوير كنسبة الإنفاق على البحث والتطوير إلى إجمالي الأصول، وقياس قيمة الشركة باستخدام نسبة "توبين Q" (Tobin's Q)، والتي تعكس القيمة السوقية للشركة مقارنة بقيمتها الدفترية، أما فيما يخص قياس القيود المالية استخدم مؤشر (WW) White & Wu مع تقسيم الشركات إلى مجموعات بناءً على مستوى القيود المالية، أيضاً عمدت إلى تضمين متغيرات تحكم مثل حجم الشركة، والرافعة المالية، والعائد على الأصول (ROA)، وتركيز السوق (HHI) لضمان دقة النتائج.

أظهرت النتائج أن كثافة البحث والتطوير لها تأثير إيجابي وقوي على قيمة الشركات، في حين كان تأثير القيود المالية وسياسة توزيع الأرباح كان سلبياً عليها، ومع ذلك كان التفاعل بين كثافة البحث والتطوير وسياسة توزيع الأرباح له تأثير إيجابي على قيمة الشركات.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

2- دراسة (Falavigna & Ippoliti, 2021)

"Financial Constraints and the Sustainability of Dividend Payout Policy"

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيود المالية، مع التركيز على الشركات الصغيرة والمتوسطة في قطاع التصنيع الإيطالي خلال الفترة من 2015 إلى 2019، استخدمت الدراسة تصنيفات الائتمان كمقياس للوصول إلى الموارد المالية الخارجية، ونماذج الانحدار اللوجستي المتعدد وتحليل الانحدار الخطي المتعدد (OLS)، حيث تم تحليل بيانات أكثر من 250000 شركة من خلال دمج مصدري معلومات رئيسيين: قاعدة بيانات AIDA وقاعدة بيانات CERIS Rating .

أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين ملاءة الشركات وتوزيع الأرباح، حيث أن الشركات ذات القيود المالية الأقل كانت أكثر احتمالاً لتوزيع الأرباح، ومع ذلك لوحظ أيضاً أن الشركات الصغيرة والمتوسطة الأصغر سناً تميل إلى توزيع الأرباح كإشارة لربحيته المتوقعة لجذب المستثمرين المستقبليين ودعم الوصول إلى سوق رأس المال.

3- دراسة (Chen, Shi, Song , & Zheng, 2021)

"Financial constraints and cross-listing"

هذه الدراسة توفر رؤى مهمة للباحثين في مجال تمويل الشركات، حيث في الدراسات المتعلقة بالتمويل من خلال تناول دراسة "القيود المالية والتسجيل المتقاطع"، العلاقة بين القيود المالية والدوافع وراء تسجيل الشركات غير الأمريكية في الأسواق المالية الأمريكية.

إستخدمت الدراسة عينة أسفرت عن 285101 ملاحظة من الشركات العالمية خلال الفترة من 1987 إلى 2018، وتم تحليل البيانات المتعلقة بالشركات التي تسجل أسهمها من خلال شهادات الإيداع الأمريكية (ADR) .

معتمدة على منهجية استخدام نسبة توزيع الأرباح ومستوى التوزيع ومؤشر Whited-Wu كمؤشر لقياس القيود المالية، وأوضحت النتائج أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية أعلى خاصةً الشركات الصغيرة، هي أكثر احتمالاً للتسجيل المتقاطع في الأسواق الأمريكية؛ وبعد التسجيل زادت الشركات من نسبة ومستوى توزيعات الأرباح بشكل ملحوظ، مما يدعم فرضية تخفيف القيود.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

4- دراسة (Kim, Yang, Yang, & Koveos, 2021)

"The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value"

توفر هذه الدراسة رؤى قيمة حول كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على العلاقة بين كثافة البحث والتطوير وقيمة الشركة في ظل القيود المالية، تقدم الدراسة دليلاً تجريبيًا على أن الشركات المالية المقيدة يمكنها استخدام توزيع الأرباح كأداة فعالة لتعزيز قيمتها السوقية من خلال إرسال إشارات إيجابية إلى السوق، إتمدت الدراسة على تحليل بيانات سنوية من قاعدة بيانات COMPUSTAT ومركز أبحاث أسعار الأوراق المالية (CRSP) للفترة من 1980 إلى 2017، تم تحليل بيانات 11946 شركة مالية مقيدة مدرجة في بورصات: NYSE، AMEX، NASDAQ، قسمت الشركات إلى ثلاث مجموعات بناءً على مؤشر (KZ) Kaplan & Zingales كمقياس للقيود المالية، مع التركيز على الشركات التي تقع ضمن أعلى 30% من حيث القيود المالية، وإستعملت نموذج بيانات لوحية (Panel Data) مع تطبيق نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية.

كما تم استخدام أسلوب المربعات الصغرى ذات المرحلتين، وأبرزت النتائج أن كثافة البحث والتطوير لها تأثير إيجابي وقوي على قيمة الشركات المالية المقيدة، خاصة تلك التي تتبع سياسة توزيع أرباح، حيث تبين أن الشركات المالية المقيدة التي توزع أرباحًا تحقق تأثيرًا إيجابيًا أكبر لكثافة البحث والتطوير على قيمتها مقارنة بالشركات التي لا توزع أرباحًا، وأشارت النتائج إلى أن التفاعل بين كثافة البحث والتطوير وسياسة توزيع الأرباح يعزز بشكل كبير من قيمة الشركة، بالإضافة إلى ذلك الشركات المالية المقيدة التي توزع أرباحًا تستطيع إرسال إشارات إيجابية إلى السوق المالي، مما يعزز ثقة المستثمرين في قدرة الشركة على تحقيق نمو مستقبلي من خلال أنشطة البحث والتطوير.

5- دراسة (Carreira & Silva, 2013)

"Do Size, Age and Dividend Policy Provide Useful Measures of Financing Constraints? New Evidence from a Panel of Portuguese Firms"

تُضيف هذه الدراسة إسهامًا قيمًا للأدبيات البحثية في مجال التمويل خاصةً في سياق الاقتصادات النامية من خلال تقديم أدلة تجريبية جديدة حول تأثير الخصائص المالية للشركات على سلوكها المالي، من خلال دراسة العلاقة بين خصائص الشركات مثل الحجم والعمر وسياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على القيود المالية التي

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

تواجهها، استخدم الباحثون عينة مكونة من 22651 شركة برتغالية خلال الفترة من 1996 إلى 2004، حيث تم تحليل البيانات باستخدام نموذجين لتقدير حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وحساسية النقد للتدفقات النقدية. أظهرت النتائج أن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة والقيود المالية، حيث كانت الشركات الصغيرة أكثر تأثراً بالقيود المالية مقارنةً بالشركات الكبيرة، كما أشارت النتائج إلى أن سياسة توزيع الأرباح يمكن استخدامها كمعيار لتصنيف الشركات إلى مقيدة وغير مقيدة مالياً.

وجدت الدراسة أيضاً نمطاً غير متوقع في العلاقة بين عمر الشركة والقيود المالية والمتمثل في العلاقة العكسية بين العمر والقيود والذي يوضح أن استثمارات الشركات القديمة لا تتفاعل مع فرص الاستثمار.

6- دراسة (Kim & Lee, 2008)

Corporate Governance and Dividend Policy under External Financing Constraints and Agency Problems

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في ظل وجود مشكلات الوكالة (Agency Problems) وقيود التمويل الخارجي، حيث تعتمد الدراسة على فرضيتين رئيسيتين: فرضية النتيجة (Outcome Hypothesis)، وفرضية الاستبدال (Substitution Hypothesis)، وفقاً لفرضية النتيجة، فإن الشركات ذات الحوكمة القوية تدفع أرباحاً أعلى لتقليل مشكلات الوكالة. في المقابل، تقترح فرضية الاستبدال أن الشركات ذات الحوكمة الضعيفة تدفع أرباحاً أعلى لتعويض المساهمين عن ضعف الحماية القانونية، ومع ذلك، تقدم هذه الدراسة بعداً جديداً من خلال النظر في تأثير قيود التمويل الخارجي على قرارات توزيع الأرباح، تم استخدام عينة من 4434 شركة أمريكية من قاعدة بيانات مركز أبحاث مسؤولية المستثمر (IRRC) للفترة من 1993 إلى 2004 مع استبعاد الشركات العاملة في القطاعات المالية والمرافق العامة بسبب طبيعتها التنظيمية المختلفة، واستخدمت الدراسة مؤشرات حوكمة الشركات لقياس قوة حقوق المساهمين.

كما تم استخدام عدة مقاييس لتوزيع الأرباح، بما في ذلك نسبة الأرباح إلى حقوق الملكية، والأرباح إلى المبيعات، والأرباح إلى الأصول، بالإضافة إلى ذلك، تم قياس قيود التمويل الخارجي باستخدام تغطية المحللين، عمر الشركة، وحجمها، وتم تطبيق تحليلات انحدار متعددة مع مراعاة التغايرية والارتباط الذاتي باستخدام طريقة (Newey-West

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

أظهرت النتائج أن الشركات ذات القيود العالية على التمويل الخارجي تميل إلى تقليل توزيعات الأرباح مع تحسن حوكمتها، بينما تزيد الشركات ذات القيود المنخفضة على التمويل الخارجي من توزيعات الأرباح مع تحسن الحوكمة، هذه النتائج تدعم فرضية أن تكاليف التمويل الخارجي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح، حيث تسعى الشركات إلى تقليل تكاليف رأس المال عن طريق خفض توزيعات الأرباح في ظل تحسن الحوكمة.

7-دراسة (Miller & Rock, 1985)

" Dividend Policy under Asymmetric Information "

تُعد الدراسة من الأعمال الرائدة في تفسير سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، حيث طوّر الباحثان نموذجًا يوضح كيف تؤدي إعلانات الأرباح وتوزيعاتها إلى آثار سعرية في السوق لكونها تحمل إشارات غير مباشرة عن الأرباح الحقيقية للشركة، حيث اعتمدت الدراسة على نموذج نظري ثنائي الفترات يدمج قرارات الاستثمار والتمويل والتوزيع، وأظهرت أن إدخال المعلومات غير المتماثلة يجعل معيار الاستثمار الأمثل التقليدي غير متسق زمنيًا، مما يخلق حوافز للإدارة لتغيير مستويات التوزيعات على حساب الاستثمار.

وتبين أن التوازن يتحقق من خلال "توازن الإشارات" حيث تُستخدم توزيعات الأرباح كإشارات على جودة الأرباح، لكن ذلك يؤدي في العادة إلى مستويات استثمار أقل وكفاءة أدنى مقارنةً بحالة المعلومات الكاملة، وبذلك خلصت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تحت عدم تماثل المعلومات ترتبط بمشكلة استغلال المعلومات الداخلية، وأن التوزيعات يمكن أن تعمل كآلية إشارية، وإن كان ذلك على حساب الكفاءة الاستثمارية.

على الرغم من كثرة الدراسات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح في بيئات مختلفة، إلا أن معظمها ركز على أسواق ناشئة (مثل مصر والأردن وفلسطين) أو على جوانب جزئية مثل أثر هيكل الملكية أو الرفع المالي، بينما تظل الدراسات على مؤشرات كبرى مثل Nasdaq-100® محدودة، خاصة في ظل التغيرات الحديثة المرتبطة بالتكنولوجيا والابتكار، كذلك لم تركز أغلب الدراسات على التفاعل بين سياسة التوزيع والقيود التمويلية في الشركات التقنية الكبرى، مما يمثل فجوة تستهدفها هذه الدراسة.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

المطلب الثاني: التمويل الخارجي والقيود المالية

في هذا المطلب نسرد الدراسات السابقة باللغة العربية مقسمة إلى فرعين، أدبيات عربية وأجنبية، الفرع الأول في (4) أدبيات حديثة تعكس قيود التمويل الخارجي، في حين يشمل الفرع الثاني على (7) أدبيات أجنبية مختلفة.

الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

يدرس هذا الفرع أدبيات سابقة مدفوعة بالجهود النظرية والتجريبية لتحليل تأثير القيود المالية على قرارات التمويل، وشملت كذلك التحقيق في العوائق التي تواجه التمويل الخارجي للمؤسسات وإنعكاساتها على كفاءة تخصيص الموارد والنمو.

1. دراسة (عبد الستار، 2024) "أثر الرافعة المالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية: دراسة تطبيقية"

قدمت الدراسة قياساً لتأثير الرافعة المالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في الشركات المصرية، مع التركيز بشكل خاص على السياق الذي تفرض فيه القيود المالية تحديات إضافية، وتكتسب هذه الدراسة أهمية خاصة نظراً لإسهامها في تعميق الفهم حول العلاقة بين الهيكل المالي وآداء الشركات، إعتمدت الدراسة على تحليل بيانات عينة من 131 شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2010 إلى 2021، مستخدمة أسلوب تحليل البيانات اللوحية (Panel Data) وتطبيق نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحديد العلاقات بين المتغيرات، وأظهرت نتائج الدراسة أن تأثير الرافعة المالية على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية يتباين بين الشركات المقيدة مالياً والشركات غير المقيدة، ففي حالة الشركات المقيدة مالياً، لوحظ أن ارتفاع مستويات الرافعة المالية يؤدي إلى انخفاض في ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، أما في الشركات غير المقيدة مالياً، فقد اختلف تأثير الرافعة المالية تبعاً لنوعها؛ حيث تبين أن زيادة الرافعة المالية قصيرة الأجل تؤدي إلى ارتفاع في ممارسات إدارة الأرباح، في حين أن زيادة الرافعة المالية طويلة الأجل ترتبط بانخفاض في هذه الممارسات.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

2. تهدف دراسة (يوسف، الزهيري، و الدسوقي، جانفي 2022) "العلاقة بين القيود المالية وتكلفة حقوق الملكية في شركات المساهمة المصرية"

إلى اختبار فرضية وجود علاقة بين القيود المالية وتكلفة حقوق الملكية حيث شملت الدراسة عينة من 65 شركة مساهمة مصرية مدرجة في البورصة المصرية من قطاعات اقتصادية مختلفة، باستثناء قطاعي البنوك والتأمين، للفترة من 2012 إلى 2017 عبر استخدام الانحدار المتعدد وخلصت إلى أن القيود المالية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على تكلفة حقوق الملكية، حيث تنخفض تكلفة حقوق الملكية بزيادة القيود المالية.

3. دراسة (لقمان و دادن، مارس 2021) "القيود المالية وأثرها على استثمارات الشركات الجزائرية: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الجزائرية خلال الفترة 2012-2017"

هدفت إلى معرفة تأثير القيود المالية على استثمارات الشركات، باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) لدراسة عينة تتكون من 77 شركة على طول الفترة الزمنية من سنة 2012 إلى غاية سنة 2017 وتوصلت أن الشركات الجزائرية تواجه قيودًا مالية تؤثر على حساسية استثماراتها لتوافر التمويل الداخلي، حيث كانت الاستثمارات حساسة لتوافر التمويل الداخلي، مع زيادة الاستثمار والشركات الأكبر والأقدم معرضة لحساسية أعلى تجاه القيود المالية مقارنة بالشركات الأصغر والأحدث.

4. تناقش دراسة (جاسم و البدران، 2019) "أثر تفاعل القرارات المالية في ظل القيود المالية: دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2008-2016"

تأثير تفاعل القرارات المالية على قيمة الشركات في ظل القيود المالية، قام الباحثان بتطبيق منهجية تحليلية تستهدف عينة مكونة من 16 شركة، مع جمع 144 ملاحظة خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2008 إلى 2016 وتم استخدام تقنيات تحليلية مثل نظام المعادلات المتزامنة وتقنية SLS3، بالإضافة إلى الانحدار المتعدد؛ مما أتاح للباحثين استنتاج أن في ظل القيود المالية، يصبح تفاعل القرارات المالية مثل قرارات الاستثمار، التمويل، وتوزيع الأرباح أكثر تعقيداً، والقيود المالية تحد من الخيارات المتاحة للإدارة، مما يؤثر على قدرة الشركة على تحسين قيمتها.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

ضمن هذا الفرع يتم التطرق إلى الدراسات الأجنبية التي ناقشت القيود المالية التي تواجه التمويل الخارجي وتكون عقبة في طريق الحصول عليه.

1- دراسة (Sari, Hermuningsih, Hidayat, & Rahmawati, 2024)

“Determinant of Financial Flexibility: Internal Funding, External Funding, and Moderating of Investment Firms Listed in Indonesia Stock Exchange”

تهدف الدراسة إلى إيجاد أدلة تجريبية حول تأثير التمويل الداخلي والخارجي على المرونة المالية، مع دراسة تأثير الاستثمار كعامل معدل في الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا لقطاع المواد الغذائية والمشروبات خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2019 حتى 2023، واستخدمت الدراسة منهجيات كمية تعتمد على تحليل الانحدار المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات النامية التي هي في مرحلة بناء المرونة المالية لديها رافعة مالية منخفضة، وتمتلك الشركات الناضجة التي هي في مرحلة إعادة شحن المرونة المالية برافعة مالية معتدلة.

2- دراسة (Thuy, Ngoc, Ngoc, & Le, 2022)

"Cash Flow and External Financing in The Covid Pandemic Context and Financial Constraints"

تساهم الدراسة في فهم كيفية تأثير القيود المالية على العلاقة بين التدفقات النقدية والتمويل الخارجي، خاصة في ظل الظروف الاستثنائية مثل جائحة كوفيد-19 خلال الفترة (2010-2020)، واستخدمت الدراسة بيانات من 5894 ملاحظة لشركات مدرجة في سوق الأوراق المالية الفيتنامية خلال الفترة محل الدراسة، وتم تطبيق نموذج الانحدار العام (GLS) لاختبار الفرضيات، مع تصنيف الشركات حسب حجمها إلى مجموعات لتحديد القيود المالية، حيث تم اعتبار الشركات الأصغر حجماً ذات قيود مالية أكبر، وأظهرت النتائج أن التدفقات النقدية تؤثر بشكل كبير على الحاجة إلى التمويل الخارجي، خاصة في ظل القيود المالية وجائحة كوفيد-19، كما وجدت الدراسة أن الشركات ذات القيود المالية تميل إلى زيادة التمويل الخارجي عندما تكون التدفقات النقدية غير كافية خلال الجائحة. بالإضافة إلى ذلك، فإن ارتفاع نسبة الرافعة المالية في السنة السابقة يمكن أن يكون عائقاً أمام الشركات التي ترغب في الوصول إلى مصادر تمويل خارجية متنوعة.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

3- دراسة (Rashid & Jabeen , 2018)

"Financial frictions and the cash flow – external financing sensitivity: evidence from a panel of Pakistani firms"

تهدف الدراسة إلى فحص دور القيود المالية في تحديد العلاقة بين التدفقات النقدية والتمويل الخارجي للشركات غير المالية في باكستان خلال الفترة من 2000 إلى 2013، بالإضافة إلى ذلك، تبحث الدراسة في تأثير المضاعف الائتماني على قرارات التمويل الخارجي للشركات المالية المقيدة وغير المقيدة، استخدمت بيانات سنوية لـ 450 شركة غير مالية مدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة من 2000 إلى 2013، وحدد النموذج الأساسي لفحص العلاقة بين التمويل الخارجي والتدفقات النقدية، مع التحكم في عوامل النمو وحجم الشركة، والنموذج الموسع يشمل متغيرات إضافية مثل النقدية والمخزون والمعدات والديون إلى حقوق الملكية، إضافة إلى نموذج المضاعف الائتماني لفحص تأثير قابلية الأصول الملموسة على العلاقة بين التدفقات النقدية والتمويل الخارجي، وتم تصنيف الشركات إلى مقيدة وغير مقيدة ماليًا باستخدام ثلاثة معايير: مؤشر (KZ) Kaplan & Zingales (index)، نسبة الدين إلى الأصول، ونسبة تغطية الفائدة، وكان التحليل الإحصائي عن طريق استخدام نماذج التأثيرات الثابتة وطريقة (GMM) طريقة اللحظات المعممة (GMM - Generalized Method of Moments)

أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية والتمويل الخارجي، مما يدعم نظرية الترتيب الهرمي لهيكل رأس المال، وكانت أقل وضوحًا للشركات المقيدة ماليًا مقارنة بالشركات غير المقيدة، أما فيما يخص المضاعف الائتماني بالنسبة للشركات غير المقيدة، زادت الحساسية السلبية للتمويل الخارجي مع زيادة قابلية الأصول الملموسة، لكن الشركات المقيدة، فإن الحساسية السلبية للتمويل الخارجي إما تنخفض أو تتحول إلى إيجابية مع زيادة قابلية الأصول الملموسة، الشركات المقيدة ماليًا تستفيد أكثر من الاستثمار في الأصول الملموسة، حيث تساعد هذه الأصول في تخفيف القيود المالية وتكون مصدرًا مباشرًا للأموال في فترات الصدمات النقدية السلبية.

4- دراسة (Dyreng & Markle, 2016)

"The Effect of Financial Constraints on Income Shifting by U.S. Multinationals"

تناولت الدراسة "أثر القيود المالية على تحويل الدخل من قبل الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات" العلاقة بين القيود المالية وسلوك تحويل الدخل، استندت الدراسة إلى عينة من الشركات متعددة الجنسيات الأمريكية،

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

حيث تم تحليل بيانات 9727 ملاحظة خلال الفترة من 1998 إلى 2011. استخدمت الدراسة منهجية جديدة لقياس تحويل الدخل تعتمد على البيانات المالية المتاحة علناً، مما يتيح تقديرات أكثر دقة للمعاملات العابرة للحدود، وأظهرت النتائج أن الشركات المالية المقيدة تتحول أقل من نظرائها غير المقيدتين، حيث تم تقدير أن الشركات المقيدة تحول 19.5% أقل من دخلها المحلي إلى الخارج، تشير هذه النتائج إلى أن القيود المالية تعيق قدرة الشركات على الاستفادة من مزايا تحويل الدخل.

5- دراسة (Dai, Shackelford, Zhang, & Chen, 2013)

"Does Financial Constraint Affect the Relation between Shareholder Taxes and the Cost of Equity Capital?"

تناول هذه الدراسة تأثير القيود المالية على العلاقة بين ضرائب المساهمين وتكلفة رأس المال الخاص، استخدمت الدراسة عينة من البيانات المتعلقة بالتغيرات الضريبية في الولايات المتحدة من فترتين رئيسيتين، قانون تخفيض الضرائب لعام 1997 تم تحليل بيانات من 48568 ربع سنوي للشركات وقانون تخفيض الضرائب لعام 2003، تم تحليل بيانات من 37824 ربع سنوي للشركات، اعتمدت المنهجية على نموذج الفرق في الفروقات (difference-in-differences)، لتحليل تأثير تخفيضات الضرائب على تكلفة رأس المال الخاص، تم تطبيق نماذج الانحدار لتقدير تأثير متغيرات مثل القيود المالية ونسبة الملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال. تشير النتائج إلى أن تخفيضات الضرائب على المساهمين تؤدي إلى انخفاض أكبر في تكلفة رأس المال الخاص للشركات التي تواجه قيوداً مالية أكثر مقارنة بالشركات الأخرى.

6- دراسة (Whited, Toni M. & Wu, Guojun, 2006)

"Financial Constraints Risk, The Review of Financial Studies"

تُعد دراسة White & Wu (2006) من أبرز المحاولات لفحص أثر القيود المالية على عوائد الأسهم، حيث طور الباحثان مؤشراً جديداً للقيود المالية اعتماداً على نموذج استثماري هيكلي وتقديرات بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GMM) باستخدام بيانات ربع سنوية من قاعدة COMPUSTAT الصناعية خلال الفترة 1975-2001، شملت عينة تتراوح بين 131 و1390 شركة غير مالية في كل ربع سنة. أظهرت النتائج أن الشركات المقيدة ماليًا تتحرك عوائدها بشكل متزامن بما يشير إلى وجود عامل مخاطر مرتبط بالقيود المالية، وأن هذه الشركات تحقق عوائد أعلى من غيرها، ورغم أن علاوة المخاطر لهذا العامل كانت

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

إيجابية (2.18%–2.76% سنوياً) فإنها غير دالة إحصائياً، إلا أن التحليلات المقطعية أوضحت أن أثر القيود المالية يتجاوز أثر الحجم التقليدي، مما يؤكد أن القيود المالية تمثل مصدرًا من مخاطر السوق غير القابلة للتنويع.

7- دراسة (Fazzari, Hubbard & Petersen, 1988)

"Financing Constraints and Corporate Investment"

تناولت الدراسة أثر القيود التمويلية على قرارات الاستثمار في الشركات، حيث هدفت إلى اختبار ما إذا كانت استثمارات الشركات شديدة الاعتماد على التدفقات النقدية الداخلية، باعتبار ذلك مؤشرًا على وجود قيود تمويلية. استخدم الباحثون بيانات مالية لعينة من 422 شركة أمريكية صناعية غير مالية مأخوذة من قاعدة COMPUSTAT للفترة الممتدة بين 1970-1984، وتم تقسيم الشركات وفقًا لسياسات توزيع الأرباح باعتبارها مقياسًا لمدى القيود التمويلية، بالاعتماد على نماذج انحدار لمرونة الاستثمار تجاه التدفقات النقدية، أظهرت النتائج أن الشركات ذات التوزيعات المنخفضة (الأكثر تقييدًا ماليًا) تُظهر حساسية مرتفعة للاستثمار تجاه التدفقات النقدية مقارنة بالشركات ذات التوزيعات المرتفعة، وهو ما عُدد دليلًا قويًا على أن القيود التمويلية تشكل عاملاً مؤثرًا في قرارات الاستثمار وتحدد من كفاءة تخصيص الموارد.

تناولت الدراسات التمويل الخارجي والقيود المالية بشكل واسع، لكن الملاحظ أن معظم الدراسات إما اقتصرَت على قياس القيود المالية بمؤشرات تقليدية (مثل مؤشرات السيولة أو الحجم) أو ركزت على أسواق ناشئة، حيث طبيعة القيود التمويلية تختلف جذريًا عن الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة مثل ناسداك، إضافة إلى ذلك، لم يتم التطرق بشكل كافٍ لكيفية تفاعل القيود مع متغيرات أخرى مثل سياسة التوزيع أو القرارات الاستثمارية في الشركات الكبرى، مما يبرر أهمية دراستنا.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

المبحث الثاني: العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل وجود قيود مالية

نتطرق من خلال هذا المبحث الى الدراسات التي عاجلت العلاقة بين متغيرات الدراسة، نستهلها في المطلب الأول متعلق بـ (5) بأدبيات باللغة العربية، ثم يليه المطلب الثاني بـ (6) أدبيات باللغة الأجنبية.

المطلب الأول الدراسات السابقة باللغة العربية

يسعى هذا المطلب إلى التعريف بمختلف الدراسات السابقة التي جمعت بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح بشكل مباشر أو غير مباشر لارتباطهما الوثيق بهيكل رأس المال وقيمة الشركة وأولويات المساهمين.

1. دراسة (الخليلي، 2023): "أثر الرفع المالي في العلاقة بين توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان"

تستهدف الدراسة المجتمع من الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان. تم اختيار عينة من 52 شركة خدمية، وتمتد فترة الدراسة من 2017 إلى 2021 واتبعت استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات المتعلقة بتأثير الرفع المالي على العلاقة بين توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج رئيسية: وجود أثر معنوي لتوزيعات الأرباح على إدارة الأرباح من خلال التلاعب في المبيعات وكذلك للرفع المالي على العلاقة بين توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح من خلال التلاعب في المبيعات.

2. دراسة (العلي، 2022) "أثر الهيكل الأمثل لرأس المال على توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في بورصة عمان"

تهدف الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين الهيكل الأمثل لرأس المال وتوزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، من خلال تحليل تأثير نسب الديون وحقوق الملكية على توزيعات الأرباح بتطبيق منهجية تحليل البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم اختيار 14 شركة ضمن 8 قطاعات صناعية، ولفترية الزمنية من 2000 إلى 2020؛ أظهرت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الموجودات على توزيعات الأرباح، مما يعني أن الشركات

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

التي تعتمد بشكل كبير على الديون تميل إلى تقليل توزيعات الأرباح، بالمقابل وجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات على توزيعات الأرباح، حيث أن الشركات التي تمول هيكل رأس مالها من خلال حقوق الملكية تميل إلى توزيع أرباح أعلى.

3. دراسة (عطية، 2021): "أثر سياسة توزيع الأرباح والهيكل المالي على القيمة السوقية للبنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودي"

اعتمدت الدراسة على منهجية تحليل المحتوى لفحص التقارير السنوية للبنوك المختارة وتم التركيز على كيفية تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح والهيكل المالي على قيمة السوق للبنوك.، قام الباحث باستخدام تحليل الانحدار البسيط والمتعدد؛ تستهدف الدراسة مجتمع البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودي، حيث تم اختيار عينة مكونة من 11 بنكاً خلال الفترة من 2016 إلى 2019 وأشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك تأثيراً معنوياً لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، ومع ذلك لم تجد الدراسة تأثيراً معنوياً للهيكل المالي على القيمة السوقية، كما أظهرت النتائج أن هناك تأثيراً مشتركاً لسياسة توزيع الأرباح والهيكل المالي على القيمة السوقية للبنوك السعودية.

4. دراسة (محمدي، 2021) "أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"

إستهدفت الدراسة إستكشاف تأثير مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، مع تطبيق ذلك على الشركات المدرجة في بورصة مصر (EGX70)، تم اختيار عينة من 52 شركة مدرجة في بورصة مصر خلال الفترة من 2018 إلى 2020، إستخدمت أساليب إحصائية نماذج الانحدار البسيط والمتعدد واختبارات الاستقرار للسلاسل الزمنية (مثل اختبارات وحدة الجذر) للتأكد من موثوقية البيانات، توصلت إلى وجود علاقة إيجابية ملحوظة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

5. دراسة (بن الضب، 2009) "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة"

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في البورصة، مع التركيز على الشركات الكويتية في الفترة من 1 يناير 2006 إلى 1 يونيو 2008، وتم الإعتماد على

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

60 شركة مدرجة في بورصة الكويت موزعة على أربعة قطاعات: القطاع العقاري، القطاع الصناعي، قطاع الخدمات، والقطاع الغذائي، استخدمت الدراسة نماذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات، وأظهرت النتائج أن الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير كبير على قيمة الشركة، وهناك عوامل أخرى تؤثر على قيمة الشركة مثل حجم الشركة، العوائد، حجم السيولة، والمخاطر النظامية.

أظهرت الدراسات أن القيود المالية تؤثر على قرارات التوزيع، لكن معظم النتائج جاءت متناقضة: بعضها يشير إلى أن الشركات المقيدة تقلل التوزيعات، وأخرى ترى أن التوزيع يستخدم كإشارة للتغلب على ضعف الثقة، هذا التباين يعكس قصوراً في تعميم النتائج بسبب اختلاف البيئات، ويبرز الحاجة لدراسة هذه العلاقة في بيئة أكثر استقراراً وكفاءة مثل سوق ناسداك العالمي.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة العربية

فيما يلي ست (6) دراسات سابقة حول العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح مدرجة ضمن هذا الفرع توضح مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح بالتمويل الخارجي ومدى تأثيرها عليه.

1- دراسة (Simamora & Hidayat, 2025)

"The Effect Of Firm Size, Managerial Ownership, Capital Structure, and Dividend Policy On Financial Performance"

بناء على الدراسة فهي تهدف إلى تقديم دليل تجريبي على كيفية تأثير حجم الشركة، الملكية الإدارية، هيكل رأس المال، وسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات في قطاع الطاقة، وتعتبر هذه العوامل حاسمة في تحسين الأداء المالي وضمان استدامة الشركات، إستندت الدراسة لتحليل النتائج باستخدام تحليل الانحدار المتعدد لعينة شملت (11) شركة تابعة لقطاع الطاقة، مدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2019 إلى غاية 2023، وأسفرت النتائج على أن حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير كبير على الأداء المالي، وهذا يدل على أن الشركات الكبرى تميل للحصول على أداء مالي أفضل بسبب الإدارة المثلى للأصول، بالإضافة إلى ذلك تتمتع الشركات الكبيرة بوصول أسهل إلى مصادر التمويل مقارنة بالشركات الصغيرة، وكلما دفعت الشركة أرباحاً بشكل أكثر اتساقاً لمساهميها كان أداؤها المالي أفضل، في حين هيكل رأس المال ليس له تأثير كبير على الأداء المالي.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

2- دراسة (Akpadaka, Farouk, Dang, & Fodio, 2024)

"Does Profitability Moderate the Relationship Between the Leverage and Dividend Policy of Manufacturing Firms in Nigeria and South Africa?"

تهدف الدراسة إلى تحليل دور الربحية كعامل وسيط في العلاقة بين الرافعة المالية (نسبة الدين إلى الأصول) وسياسة توزيع الأرباح في شركات التصنيع المدرجة بأسواق نيجيريا وجنوب أفريقيا الناشئة، مع الأخذ في الاعتبار الظروف التنظيمية والاقتصادية المختلفة في كل بلد، تم استخدام 915 ملاحظة لشركات ، تغطي الفترة من 2013 إلى 2022، وتشمل شركات تصنيع مدرجة في بورصتي نيجيريا وجنوب إفريقيا، وتم استخدام نموذج Tobit للوحة البيانات للتعامل مع طبيعة بيانات سياسة توزيع الأرباح التي تكون مقيدة ونموذج الانحدار اللوجستي لتحقيق إضافي للتأكد من ثبات النتائج باستخدام المتغير الثنائي لسياسة توزيع الأرباح، وجدت الدراسة علاقة سلبية بين الرهان المالي ونسبة توزيع الأرباح في نيجيريا، في حين كانت هذه العلاقة أقل وضوحًا وغير مهمة إحصائيًا في جنوب إفريقيا، حيث أدخلت الربحية تأثيرًا إيجابيًا على العلاقة بين الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح في نيجيريا، مما يعكس مرونة أكبر في السوق المالي لجنوب إفريقيا واستقرارًا تنظيميًا يعزز ثقة المستثمرين.

3- دراسة (Li & Roberts, 2023) "Zero leverage and dividend policy "

تسعى الدراسة إلى فهم كيف تؤثر القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح على هيكل رأس المال للشركات، مع التركيز على تأثير فرص النمو على هذه العلاقة، عبر تحليل العلاقة بين سياسة الرافعة الصفريّة (عدم استخدام الديون) وسياسة توزيع الأرباح وكيف يؤثر قرار توزيع الأرباح على هذا الاختيار في الشركات المدرجة في نيوزيلندا خلال الفترة من 2007 إلى 2021، من خلال استخدام نماذج الانحدار اللوجستي، ووضحت الدراسة أن الشركات التي تواجه قيودًا مالية (صغيرة الحجم أو حديثة التأسيس) تميل إلى اعتماد سياسة الرافعة الصفريّة أما الشركات التي لديها مستويات عالية من النقدية تميل أيضًا إلى عدم استخدام الديون، وفيما يخص تأثير سياسة توزيع الأرباح فالشركات التي توزع أرباحًا ولديها فرص نمو عالية تميل إلى زيادة استخدام الديون قصيرة الأجل للحفاظ على استمرارية التوزيعات، وهذا عكس الشركات التي لا توزع أرباحًا تميل إلى الحفاظ على سياسة الرافعة الصفريّة بسبب القيود المالية وعدم الربحية، وأشارت الدراسة أيضًا إلى الشركات الأكبر حجمًا والأقدم تميل إلى استخدام الديون أكثر من الشركات الصغيرة والحديثة، والشركات ذات الأصول الملموسة العالية تميل إلى استخدام الديون أكثر من الشركات ذات الأصول غير الملموسة.

4- دراسة (Sharawi, 2023)

"How Does Capital Structure Moderate the Relationship Between Dividend Policy and Firm Performance in Egypt?"

تقدم الدراسة رؤى حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح، وهيكل رأس المال، وآداء الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية في قطاعات مختلفة خلال الفترة من 2014 إلى 2022، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 68 شركة، استخدمت الدراسة منهجية تحليل البيانات الكمية، حيث تم قياس الأداء باستخدام مؤشرات مثل عائد الأصول (ROA) وعائد حقوق الملكية (ROE) وقيمة توبين (Tobin's Q).

أظهرت النتائج أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء يعتمد بشكل كبير على هيكل رأس المال للشركة. فعلى سبيل المثال، الشركات ذات النسبة العالية من الديون إلى حقوق الملكية استفادت من دفع توزيعات أرباح أعلى، حيث ساعد ذلك في تعزيز قوتها المالية وتقليل تكاليف الوكالة، بالمقابل كان هناك تأثير سلبي لتوزيعات الأرباح على الشركات ذات النسب المنخفضة من الديون، مما أدى إلى تقليل الربحية والعائد على حقوق الملكية.

5- دراسة (Bashir, Rafique, & Toor, 2022)

"How do dynamic financing decisions explain the behavior of dividend payout policies?"

قدمت الدراسة تحليلاً للعوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة من 2010 إلى 2020، شملت الدراسة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة من 2010 إلى 2020، مع استبعاد الشركات التي لم توزع أرباحاً بشكل منتظم أو لا توزعها على الإطلاق، وقامت باستخدام تقنية (OLS Pooled) للتحليل الانحداري بسبب طبيعة البيانات غير المتوازنة. تم قياس سياسة توزيع الأرباح بعدة طرق: (نسبة الأرباح الموزعة إلى الأرباح بعد الضرائب، ونسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية، ونسبة توزيع الأرباح لكل سهم)، كما تم قياس قرارات التمويل باستخدام: (نسب التمويل قصير الأجل، وطويل الأجل، والتمويل الكلي، بالإضافة إلى نسبة السيولة ودورة حياة الشركة)، وأظهرت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الباكستانية تتأثر بشكل كبير بنسب التمويل قصير الأجل وطويل الأجل، ونسبة التمويل الكلي، ونسبة دورة حياة الشركة، ونسبة السيولة بشكل محدد، وجدت أن نسب التمويل قصير الأجل وطويل الأجل تزيد من توزيع الأرباح، في حين أن نسبة السيولة تقلل من توزيع الأرباح، كما أوضحت النتائج وجود علاقة سلبية قوية بين نسبة دورة حياة الشركة وتوزيع الأرباح.

6- دراسة (Agung, Hasnawati, & Huzaimah, 2021)

"The Effect of Investment Decision, Financing Decision, Dividend Policy on Firm Value"

قامت الدراسة بتحليل تأثير قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في قطاع صناعة الأغذية والمشروبات المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة من 2016 إلى 2018، وكعينة للدراسة أخذت (22) شركة، وتم تحليل البيانات باستخدام الانحدار الخطي المتعدد. أظهرت النتائج أن قرارات الاستثمار المقاسة بنسبة السعر إلى الربح وسياسة توزيع الأرباح المقاسة بنسبة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي ومعنوي على قيمة الشركة، في حين لم يكن لقرارات التمويل المقاسة بنسبة الدين إلى حقوق الملكية أي تأثير معنوي على قيمة الشركة، وتدعم هذه النتائج نظرية الإشارة التي توضح أن قرارات الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح تعكس إشارات إيجابية للمستثمرين حول أداء الشركة وآفاقها المستقبلية.

رغم وجود بعض الدراسات التي درست العلاقة بين التوزيعات والتمويل الخارجي، إلا أنها غالبًا تركزت في أسواق نامية (مثل باكستان أو فيتنام)، مع ندرة تطبيقها على أسواق كبرى، كما أن التداخل بين التمويل الخارجي والقيود المالية لم يُدرس بشكل كافٍ في سياق شركات التكنولوجيا أو الشركات سريعة النمو، هذا يترك فجوة معرفية تحاول الدراسة الحالية سدها من خلال اختبار هذه العلاقة في بيئة بورصة ناسداك حيث تتوفر خصائص خاصة بالابتكار والبحث والتطوير.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

المبحث الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة ومقارنتها بالدراسة الحالية

في هذا المطلب يتم جمع الدراسات السابقة ملخصة في جدول يبرز أهم المعلومات والنتائج المتوصل إليها حول الدراسات السابقة، ثم التعقيب عليها ومقارنتها بالدراسة الحالية، مع إبراز مواطن التشابه والاختلاف.

المطلب الأول: تلخيص الدراسات السابقة

يبرز هذا المطلب تلخيص للدراسات السابقة المتطرق إليها سابقا يظهر أهم خصائصها بشكل يسهل قراءتها وفهمها عبر ادراجها في الجدول رقم 1-2

الجدول رقم (1-2) ملخص الدراسات السابقة العربية والأجنبية

الرقم	الباحث/السنة	اسم الدراسة	المنهجية	العينة وفترة الدراسة	النتائج
01	(عبد الستار، 2024)	أثر الرافعة المالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية: دراسة تطبيقية	تحليل البيانات اللوحية (Panel Data) ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية	131 شركة في البورصة المصرية (2010-2021)	تأثير الرافعة المالية على إدارة الأرباح يتباين بين الشركات المقيدة وغير المقيدة مالياً.
02	(عريقات، 2024)	أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين	بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ونماذج الانحدار	38 شركة من أصل 42 شركة (2018-2022)	أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، بينما لم يؤثر الرفع المالي.
03	(الخليلي، 2023)	أثر الرفع المالي في العلاقة بين توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح في	تحليل الانحدار الخطي المتعدد	52 شركة خدمية في بورصة عمان	تأثير معنوي لتوزيعات الأرباح والرفع المالي على إدارة الأرباح.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

		الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان	(2017-2021)	
04	(العدل و عبد العليم ، 2023)	تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري	تحليل الانحدار المتعدد	83 شركة في البورصة المصرية (2014-2020)
05	(يوسف، الزهيري، و الدسوقي، جانفي 2022)	العلاقة بين القيود المالية وتكلفة حقوق الملكية في شركات المساهمة المصرية	الانحدار المتعدد	65 شركة في البورصة المصرية (2012-2017)
06	(موصو، 2022)	دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100	نموذج التأثيرات الثابتة	51 مؤسسة في مؤشر S&P100 (2014-2018)
07	(العلي، 2022)	أثر الهيكل الأمثل لرأس المال على توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان	تحليل البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية	14 شركة صناعية في بورصة عمان (2000-2020)

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

08	(الداوي، غريب، وخويلد، 2021)	تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)	نماذج بانل الخطية غير المتجانسة	15 شركة صناعية (2013-2019)	علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح، وعلاقة سلبية بين تركيز الملكية وتوزيعات الأرباح.
09	(مرهج و قلاب، 2021)	تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح	نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)	24 شركة في سوق دمشق للأوراق المالية (2010-2019)	تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، مع علاقة طردية بين ملكية المستثمرين وتوزيعات الأرباح النقدية.
10	(لقمان و دادن، 2021)	القيود المالية وأثرها على استثمارات الشركات الجزائرية: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الجزائرية خلال الفترة 2012-2017	طريقة العزوم المعممة (GMM)	77 شركة جزائرية (2012-2017)	الشركات الجزائرية تواجه قيوداً مالية تؤثر على حساسية استثماراتها للتمويل الداخلي.
11	(عطية، 2021)	أثر سياسة توزيع الأرباح والهيكل المالي على القيمة السوقية للبنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودي	تحليل الانحدار البسيط والمتعدد	11 بنكاً في سوق الأسهم السعودي (2016-2019)	تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، بينما لم يكن للهيكل المالي تأثير معنوي.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

12	(محمدي، 2021)	أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية	نماذج الانحدار البسيط والمتعدد	52 شركة في بورصة مصر (2018-2020)	علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.
13	(يوسف، بن عمور، وشروقي، 2021)	أثر الخصائص المالية على سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية - عينة من البنوك العمومية والخاصة	نموذج السلاسل الزمنية المقطعية	12 بنكاً جزائرياً (2013-2018)	حجم البنك والملكية الأجنبية تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، مع تأثير إيجابي للموسمية الأصول.
14	(بخيت، 2019)	العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في البورصة المصرية خلال الفترة من 2012 حتى 2017	اختبار كاي-تربيع، ارتباط بيرسون، ونموذج الانحدار الخطي المتعدد	227 شركة في البورصة المصرية (2012-2017)	العوامل المالية (هيكل الملكية، حجم الشركة، الديون) والعوامل غير المالية (تركيب مجلس الإدارة، السيولة) تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.
15	(مرهج و قلاب، 2019)	تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح: بالتطبيق على سوق دمشق وعمان للأوراق المالية	نماذج الانحدار المتعدد	83 شركة في سوق دمشق وعمان (2010-2017)	تأثير معنوي للعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) على سياسة توزيع الأرباح، مع علاقة

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

عكسية بين نسبة المديونية وتوزيعات الأرباح.					
تفاعل القرارات المالية يصبح أكثر تعقيداً في ظل القيود المالية، مما يؤثر على قدرة الشركة على تحسين قيمتها.	16 شركة في سوق الكويت (2008-2016)	نظام المعادلات المتزامنة وتقنية SLS3	أثر تفاعل القرارات المالية في ظل القيود المالية: دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة 2008-2016	(جاسم و البدران، 2019)	16
علاقة إيجابية بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي للشركات، مع دور مهم في تقليل تكاليف الوكالة.	43 شركة في بورصة لندن (2010-2014)	اختبار كاي-تربيع، ارتباط بيرسون، واختبار كروسكال-واليس	العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي للشركة في إطار نظريتي الوكالة والإشارة	(مصطفى، زين الدين، هندي، وكمال الدين، 2018)	17
تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية للصناديق الاستثمارية.	7 صناديق استثمار في البورصة المصرية	تحليل البيانات الكمية	أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية	(السيد، 2017)	18
تأثير كبير للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة.	60 شركة في بورصة الكويت (2006-2008)	نماذج الانحدار البسيط والمتعدد	دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة	(بن الضب، 2009)	19

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

20	(Hoghoghi & Emamimibody, 2025)	The effect of Intensity of R&D, financial constraints and dividend distribution policy on the company value	نماذج البيانات اللوحية ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية	183 شركة في بورصة طهران- (2011-2022)	تأثير إيجابي لكثافة البحث والتطوير على قيمة الشركات، وتأثير سلبي للقيود المالية وسياسة توزيع الأرباح.
21	(Simamora & Hidayat, 2025)	The Effect Of Firm Size, Managerial Ownership, Capital Structure, and Dividend Policy On Financial Performance	تحليل الانحدار المتعدد	11 شركة في قطاع الطاقة في بورصة إندونيسيا (2019-2023)	حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير كبير على الأداء المالي، بينما لم يكن لهيكل رأس المال تأثير معنوي.
22	(Sari, Hermuningsih, Hidayat, & Rahmawati, 2024)	Determinant of Financial Flexibility: Internal Funding, External Funding, and Moderating of Investment Firms Listed in Indonesia Stock Exchange	تحليل الانحدار المتعدد	شركات في بورصة إندونيسيا- (2019-2023)	تأثير التمويل الداخلي والخارجي على المرونة المالية، مع تأثير الاستثمار كعامل معدل.
23	(Njoku & Lee, 2024)	Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market	نماذج الانحدار العادية (OLS) ونماذج التأثيرات الثابتة (LSDV)	5478 ملاحظة من مؤشر KOSPI	تأثير إيجابي لتوزيعات الأرباح على قيم السوق والأداء المالي.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

علاقة سلبية بين كثافة البحث والتطوير وتوزيع الأرباح، مع تأثير إيجابي لحماية المستثمرين.	22073 ملاحظة لشركات في دول البريكس (2008-2020)	نماذج (Panel Data) ونماذج (OLS)	R&D intensity and firms dividend policy: evidence from BRICS countries	(Hasan, Shafique, Das, & Shome, 2024)	24
علاقة سلبية بين الرافعة المالية وتوزيع الأرباح في نيجيريا، مع تأثير إيجابي للربحية على العلاقة بين الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح.	915 ملاحظة لشركات في نيجيريا وجنوب إفريقيا (2013-2022)	نموذج Tobit للوحة البيانات ونموذج الانحدار اللوجستي	Does Profitability Moderate the Relationship Between the Leverage and Dividend Policy of Manufacturing Firms in Nigeria and South Africa?	(Akpada, Farouk, Dang, & Fodio, 2024)	25
تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء يعتمد على هيكل رأس المال، مع تأثير إيجابي لتوزيعات الأرباح على الشركات ذات النسب العالية من الديون.	68 شركة في البورصة المصرية- (2014-2022)	تحليل البيانات الكمية	How Does Capital Structure Moderate the Relationship Between Dividend Policy and Firm Performance in Egypt?	(Sharawi, 2023)	26
الشركات التي تواجه قيودًا مالية تميل إلى اعتماد سياسة الرافعة الصفرية، بينما الشركات التي توزع أرباحًا ولديها فرص نمو	شركات في نيوزيلندا (2007-2021)	نماذج الانحدار اللوجستي	Zero leverage and dividend policy	(Li & Roberts, 2023)	27

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

عالية تميل إلى زيادة استخدام الديون قصيرة الأجل.					
تأثير رئيسي لهيكل رأس المال والربحية على قيمة الشركة، بينما لم يكن لسياسة توزيع الأرباح تأثير حاسم.	16 شركة في مؤشر LQ45 (2015-2019)	نماذج الانحدار للبيانات اللوحية (Panel Data Regression)	Effect of Dividend Policy, Capital Structure, Profitability, and Growth on Firm Value	(Alfianita & Santosa, 2022)	28
تأثير التدفقات النقدية على الحاجة إلى التمويل الخارجي، خاصة في ظل القيود المالية وجائحة كوفيد-19.	5894 ملاحظة لشركات في سوق الأوراق المالية الفيتنامية (2010-2020)	نموذج الانحدار العام (GLS)	Cash Flow and External Financing in The Covid Pandemic Context and Financial Constraints	(Thuy, Ngoc, Ngoc, & Le, 2022)	29
نسب التمويل قصير الأجل وطويل الأجل تزيد من توزيع الأرباح، بينما تقلل نسبة السيولة من توزيع الأرباح.	شركات صناعية في بورصة باكستان (2010-2020)	تقنية Pooled OLS	How do dynamic financing decisions explain the behavior of dividend payout policies?	(Bashir, Rafique, & Toor, 2022)	30
علاقة إيجابية بين ملاءة الشركات وتوزيع الأرباح، مع ميل الشركات الصغيرة لتوزيع الأرباح كإشارة لربحيته.	250000 شركة في قطاع التصنيع الإيطالي (2015-2019)	نماذج الانحدار اللوجستي المتعدد وتحليل الانحدار الخطي المتعدد (OLS)	Financial Constraints and the Sustainability of Dividend Payout Policy	(Falavigna & Ippoliti, 2021)	31

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

32	(Chen, Shi, Song , & Zheng, 2021)	Financial constraints and cross-listing	تحليل البيانات المتعلقة بالشركات التي تسجل أسهمها من خلال شهادات الإيداع (ADR)	285101 ملاحظة للشركات العالمية (1987-2018)	الشركات التي تواجه قيودًا مالية أعلى تميل إلى التسجيل المتقاطع في الأسواق الأمريكية، مع زيادة توزيعات الأرباح بعد التسجيل.
33	(Kim, Yang, Yang, & Koveos, 2021)	The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value	نماذج البيانات اللوحية (Panel Data) ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية	11,946 شركة في بورصات NYSE و AMEX و NASDAQ (1980-2017)	تأثير إيجابي لكثافة البحث والتطوير على قيمة الشركات المالية المقيدة، مع تعزيز التفاعل بين البحث والتطوير وسياسة توزيع الأرباح لقيمة الشركة.
34	(Agung, Hasnawati, & Huzaimah, 2021)	The Effect of Investment Decision, Financing Decision, Dividend Policy on Firm Value	الانحدار الخطي المتعدد	22 شركة في قطاع الأغذية والمشروبات في بورصة إندونيسيا (2016-2018)	قرارات الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي على قيمة الشركة، بينما لم يكن لقرارات التمويل تأثير معنوي.
35	(Raed, 2020)	Dividend Policy and Companies' Financial Performance	تحليل البيانات اللوحية والنماذج الانحدارية البسيطة والمتعددة	92 شركة في بورصة عمان (2015-2019)	علاقة قوية بين سياسة توزيع الأرباح وآداء الشركات، مع تأثير سلبي للديون على الأداء المالي.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

علاقة سلبية بين التدفقات النقدية والتمويل الخارجي، مع تأثير قابلية الأصول الملموسة على تخفيف القيود المالية.	450 شركة في بورصة باكستان- (2000-2013)	نماذج التأثيرات الثابتة وطريقة اللحظات المعممة (GMM)	Financial frictions and the cash flow -- external financing sensitivity: evidence from a panel of Pakistani firms	(Rashid & Jabeen , 2018)	36
القيود المالية تعيق قدرة الشركات على الاستفادة من مزايا تحويل الدخل، مقارنة بالشركات غير المقيدة.	9727 ملاحظة للشركات متعددة الجنسيات الأمريكية (1998-2011)	منهجية قياس تحويل الدخل	The Effect of Financial Constraints on Income Shifting by U.S. Multinationals	(Dyreng & Markle, 2016)	37
تخفيضات الضرائب على المساهمين تؤدي إلى انخفاض أكبر في تكلفة رأس المال الخاص للشركات التي تواجه قيودًا مالية أكثر مقارنة بالشركات الأخرى.	48568 ربع سنوي للشركات (1997) و 37824 ربع سنوي للشركات (2003)	نموذج الفرق في الفروقات (difference-in-differences) نماذج الانحدار	Does Financial Constraint Affect the Relation between Shareholder Taxes and the Cost of Equity Capital?	(Dai, Shackelford, Zhang, & Chen, 2013)	38
علاقة عكسية بين حجم الشركة والقيود المالية، مع استخدام سياسة توزيع الأرباح كمعيار لتصنيف الشركات.	22651 شركة برتغالية (1996-2004)	نماذج تقدير حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية	Do Size, Age and Dividend Policy Provide Useful Measures of Financing Constraints? New Evidence from a	(Carreira & Silva, 2013)	39

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

			Panel of Portuguese Firms		
الشركات ذات القيود العالية على التمويل الخارجي تميل إلى تقليل توزيعات الأرباح مع تحسن الحوكمة.	4434 شركة أمريكية (1993-2004)	نماذج الانحدار المتعددة مع مراعاة التغايرية والارتباط الذاتي	Corporate Governance and Dividend Policy under External Financing Constraints and Agency Problems	(Kim & Lee, 2008)	40
الشركات الأكثر تقييداً تحقق عوائد أعلى، والقيود المالية تمثل مصدرًا من مخاطر السوق غير القابلة للتنويع	1390 شركة في كل ربع سنة	المربعات الصغرى المعممة (GMM)	Financial Constraints Risk, The Review of Financial Studies	(Whited, Toni M. & Wu, Guojun, 2006)	41
الشركات المقيدة ماليًا أكثر حساسية للتدفقات النقدية في قرارات الاستثمار والتوزيع.	422 شركة أمريكية (1970-1980)	نماذج البيانات اللوحية Panel Data	Financing constraints and corporate investment	Fazzari, Hubbard & Petersen (1988)	42
توزيعات الأرباح تستخدم كإشارة على قوة الشركة	شركات أمريكية (1980-1970)	النماذج النظرية للإشارة	Dividend Policy under Asymmetric Information	(Miller & Rock, 1985)	43
طرح فرضية تثبيت سياسة الأرباح (Dividend Smoothing).	28 شركة أمريكية (1953-1947)	نماذج انحدار مبكرة على الشركات الأمريكية	Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes	Lintner (1956)	44

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

المطلب الثاني: مناقشة الدراسات السابقة والمقارنة بينها وبين الدراسة الحالية

تمثل الدراسات السابقة أساساً متيناً لفهم التفاعل بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، سواء في الاقتصادات الناشئة أو المتقدمة، يُقدّم أدناه تحليل نقدي لهذه الدراسات، مع تحديد الإسهامات النوعية للبحث الحالي الذي يركز على الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® (2017-2024):

أولاً: أوجه التشابه مع الدراسات السابقة

1- تفاعل سياسة توزيع الأرباح مع مختلف العوامل:

أكدت دراسات مثل (عريقات، 2024؛ Njoku & Lee, 2004؛ Alfianita & Santosa, 2022؛ الداوي، غريب، و خويلد، 2021؛ مرهج و قلاب، 2021) أن متغيرات متعددة مثل هيكل الملكية، الأداء المالي والمتغيرات المالية مثل كثافة البحث والتطوير تؤثر على سياسة التوزيع، وفي المؤسسات المالية تبرز دراسة كل من (يوسف، بن عمور، و شروقي، 2021؛ Raed, 2020) إلى أن المتغيرات المالية مثل حجم البنك والملكية الأجنبية والعوامل المالية مثل الأداء المالي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، كما أشارت دراسات مثل (Hoghoghi & Emamimibody, 2025؛ العدل و عبد العليم، 2023؛ Kim, Yang, Yang, & Koveos, 2021؛ السيد، 2017) أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على متغيرات أخرى مثل الأداء المالي، تقلبات أسعار الأسهم وقيمة الشركة. وشرحت دراسات مثل (موصو، 2022؛ Chen, 2021؛ Falavigna & Ippoliti, 2021؛ Shi, Song , & Zheng, 2021؛ مصطفى، زين الدين، هندي، و كمال الدين، 2018) تأثير سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الوضع المالي للشركات، وهو ما يتوافق مع تركيز الدراسة الحالية على العوامل الهيكلية، ويعزز ذلك من خلال مناقشة كيف تؤثر القيود المالية (كمتغير خارجي) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في مؤشر ناسداك 100 .

2. تأثير القيود المالية على التمويل الخارجي

توصلت الدراسات السابقة مثل (Thuy, Ngoc, Ngoc, & Le, 2022؛ يوسف، الزهيري، و الدسوقي، جانفي 2022؛ لقمان و دادن، مارس 2021؛ Rashid & Jabeen, 2018) إلى وجود تأثير للقيود المالية على تكلفة حقوق الملكية والقرارات المالية والاستثمارية للشركات والقدرة على الحصول على التمويل

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

الخارجي، وأكدت على ذلك دراسة كل من (عبد الستار، 2024؛ Sari, Hermuningsih, Hidayat, & Rahmawati, 2024)

3. التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح

تبرز دراسة كل من (Li & Roberts, 2023; Sharawi, 2023؛ عطية، 2021؛ محمدي، 2021) أثر التمويل الخارجي المتمثل في (الهيكل المالي، هيكل رأس المال) على سياسة توزيع الأرباح، في حين دراسات مثل (Simamora & Hidayat, 2025; Akpadaka, Farouk, Dang, & Fodio, 2024؛ الخليلي، 2023؛ العلي، 2022)، استخدمت مقاييس متمثلة في (الرفع المالي، الديون) لقياس التمويل الخارجي في معرفة تأثير ذلك على سياسة توزيع الأرباح.

ثانياً: أوجه الاختلاف مع الدراسات السابقة:

تختلف الدراسة الحالية عن بعض الدراسات السابقة في التركيز على تأثير القيود المالية بشكل خاص على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في مؤشر ناسداك 100، بينما تركز بعض الدراسات على تأثير متغيرات أخرى (مثل هيكل الملكية أو الأداء المالي) على سياسة التوزيع. الدراسة الحالية تُضيف بعداً جديداً في فهم كيف تؤثر القيود المالية (كمتغير خارجي) على سياسة توزيع الأرباح في سوق مالي محدد.

- 1- ركزت معظم الدراسات العربية على أسواق ناشئة (مصر، الأردن، الجزائر) ذات هياكل ملكية مركزة وقيود تمويلية مرتبطة بضعف السيولة، بينما الدراسة الحالية تُجرى على بورصة ناسداك (الولايات المتحدة)، التي تتمتع بسيولة عالية وبيئة تنظيمية متطورة سوق متطور ومتقدم تكنولوجياً، مما قد يُظهر اختلافات في سلوك الشركات تجاه التمويل الخارجي وتوزيع الأرباح، مقارنة بالدراسات التي تركز على الأسواق الناشئة أو النامية.
- 2- الفترة الزمنية: تغطي الدراسة الحالية الفترة من 2019 إلى 2024، والتي تشمل فترة جائحة كوفيد-19، مما قد يؤدي إلى نتائج مختلفة مقارنة بالدراسات التي لا تغطي هذه الفترة.
- 3- نظراً لأن الدراسة الحالية تركز على الشركات في الولايات المتحدة، فإنها قد تتأثر بالسياسات الاقتصادية والتجارية للحكومة الأمريكية، فضلاً عن التطورات التكنولوجية والابتكارات في هذا القطاع.
- 4- الدراسة الحالية تركز على قطاع الصناعة (التكنولوجيا والتصنيع المتقدم)، الذي يتميز بارتفاع تكاليف البحث والتطوير وحساسية عالية لتقلبات التمويل الخارجي، مما قد يؤثر على سياسات التوزيع بشكل مختلف.

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

5- استخدمت بعض الدراسات السابقة مؤشرات تقليدية مثل نسبة الدين إلى الأصول (العلي، 2022)، بينما ستستعين الدراسة الحالية بمؤشرات أكثر تخصصاً لقياس القيود المالية (مثل مؤشر Whited & Wu) لتحليل ديناميكيات التمويل في قطاع ذي رأس مال مخاطر مرتفع.

خاتمة الفصل:

لا يكتسب استعراض الدراسات قيمته من مجرد الإحاطة بما كتبه الآخرون، بل من القدرة على قراءة تلك الكتابات بعين ناقدة تبحث فيما وراء النتائج عن أسئلة لم تُطرح بعد، وقد أبرزنا من خلال هذا الفصل مراجعة أربعة وأربعين دراسة موزعة بين العربية والأجنبية، عن صورة معرفية تحمل في طياتها قدراً لا يُستهان به من التراكم المعرفي، غير أنها تكشف في الوقت ذاته عن مساحات لم تطأها الأقلام بعد.

فعلى صعيد سياسة توزيع الأرباح، أرسى Lintner منذ عام 1956 قاعدة مفادها أن الشركات لا تُوزع ما تملك بل تُوزع ما تستطيع الدفاع عنه أمام مساهميها، وهو مبدأ ظلّ راسخاً في الدراسات اللاحقة وإن تشعبت التفسيرات حوله، إذ جاء Rock و Miller بعده ليضيفا أن إعلان التوزيع ليس مجرد قرار مالي بل هو رسالة مُشفرة "إشارة" تحمل للسوق ما لا تقوله الأرقام صراحةً، وقد سار الباحثون العرب في هذا الاتجاه ذاته، وإن اقتصر أغلبهم على بيانات أسواق ناشئة كمصر والأردن وفلسطين والجزائر، فرصدوا أثر هيكل الملكية والأداء المالي والرافعة المالية على قرارات التوزيع، وخلصوا في مجملهم إلى أن هذه القرارات ليست وليدة عامل واحد بل هي محصلة توازنات دقيقة بين أطراف متعددة المصالح.

أما على صعيد التمويل الخارجي والقيود المالية، فقد منح Fazzari وزميله عام 1988 هذا الموضوع أداة تشخيصية بالغة الأثر، حين أثبتوا أن حساسية الاستثمار للتدفق النقدي الداخلي ليست نزوة إدارية بل هي علامة

الفصل الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

موضوعية على أن الشركة تعاني قيوداً فعلاً من الوصول إلى التمويل الخارجي بتكاليف معقولة، وهو ما طوّره Whited و Wu لاحقاً في مؤشرهما البنوي الذي أضحي أداةً قياسيةً في الدراسات المتقدمة.

ومع ذلك، فإن المتأمل في هذه الدراسات مجتمعةً يلاحظ أنها تناولت المتغيرات في الغالب على نحو ثنائي، تمويلٌ وتوزيع، أو قيودٌ وقرارات استثمار، دون أن تختبر العلاقة بوصفها مثلثاً تتشابك أضلاعه في آنٍ واحد، يُضاف إلى ذلك أن الشركات التكنولوجية الكبرى المدرجة في مؤشر NDX 100 تكاد تكون غائبةً عن هذه الدراسات غياباً لافتاً، رغم أنها تمثل نمطاً استثنائياً من الشركات التي تجمع بين ارتفاع تكاليف البحث والتطوير وحاجة مستمرة إلى التمويل الخارجي وضغط متصاعد من المساهمين نحو التوزيع، وهو ما يجعل بيئتها اختباراً حقيقياً للنظريات لا مجرد سياق تطبيقي.

وعليه، فإن هذا الفصل لا يُحتتم بإدراج الدراسات وتصنيفها، بل بتأسيس الحجة التي تُبرّر الدراسة الحالية وتُحدد موضعها في خريطة المعرفة المتاحة، استعداداً للانتقال إلى الفصل التالي الذي سيترجم هذه القراءة النقدية إلى نموذج تحليلي لدراسة الفرضيات.

الفصل الثالث:

المادة الخامسة
المادة السادسة

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

تمهيد

بعد استعراض الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة في الفصل الأول، وما توصل إليه الباحثون من نتائج تتعلق بالمفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، التمويل الخارجي والقيود المالية، ثم التطرق إلى الدراسات التطبيقية السابقة لمتغيرات الدراسة في الفصل الثاني، من خلال عرض أهم النتائج والتجارب وبرامج ونماذج التحليل الإحصائي، يأتي هذا الفصل لعرض الإطار المنهجي للدراسة.

ويهدف الفصل إلى توضيح الإطار المنهجي المتبع للدراسة في جمع ومعالجة بيانات البحث وتحليلها، مع إبراز خصوصية مجتمع الدراسة والمتمثل في الشركات المدرجة في مؤشر ناسداك 100، وتقديم صورة وافية عن الأدوات الإحصائية المستخدمة في التحليل، وكذلك التطرق إلى نتائج التحليل القياسي مع اختبار الفرضيات، وانطلاقاً من ذلك جرى تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية:

- ❖ المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة
- ❖ المبحث الثاني: مجتمع الدراسة والأساليب الإحصائية المعتمدة
- ❖ المبحث الثالث: نتائج التحليل القياسي واختبار الفرضيات

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة

من خلال هذا المبحث سيتم توضيح خارطة الطريق التي استخدمت في دراستنا لإنجاز الجانب التطبيقي، سنوضح خلال المطلب الأول أسلوب الدراسة المتبع ومصادر البيانات، وفي المطلب الثاني متغيرات الدراسة وكيف يتم قياسها.

المطلب الأول: أسلوب الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، نظرًا لملاءمته لموضوع البحث الذي يتناول العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، يقوم هذا المنهج على دراسة الظاهرة كما هي في الواقع ووصفها وصفًا علميًا دقيقًا، مع تحليل أبعادها ومظاهرها المختلفة، وتفسيرها من خلال ما تتيحه الأدبيات النظرية من نماذج وما تقدمه البيانات التطبيقية من أدلة، وقد ساعد هذا المنهج في استقصاء الروابط الجدلية بين محددات سياسة التوزيع للشركات والعلاقة مع ظروفها التمويلية، واستخلاص النتائج التي تساهم في تحسين فهم استراتيجيات التوزيع في بيئات اقتصادية معقدة مثل أسواق المال العالمية.

مصادر البيانات

استندت الدراسة إلى مصدرين أساسيين لجمع البيانات:

1- المصادر الثانوية:

تمثلت في المراجع النظرية والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، سواء باللغة العربية أو الأجنبية، بما في ذلك الكتب، الرسائل الجامعية، الدوريات المحكمة، والتقارير الدولية، وقد ساعدت هذه المصادر في صياغة الإطار النظري، وتحديد الفجوات البحثية المرتبطة بموضوع التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح تحت تأثير القيود المالية.

2- المصادر الأولية:

تمثلت في البيانات الفعلية المستمدة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017-2024)، وقد جرى الحصول على هذه البيانات من قواعد بيانات البورصة والتقارير

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المالية الرسمية لتلك الشركات والتي تم الحصول عليها من موقع (Stock Analysis[†]) والذي يضم بيانات من (S&P Global[‡]) و (NASDAQ Data[§])، مع الاعتماد على مؤشرات معتمدة مثل مؤشر (Whited and Wu, 2006) لقياس درجة القيود المالية، كما تم توظيف أدوات التحليل الإحصائي (Panel Data – GMM – Fixed/Random Effects Models) لاختبار الفرضيات الميدانية وصياغة استنتاجات دقيقة حول سلوك التوزيع.

المطلب الثاني: طبيعة الدراسة ونموذجها

يمكن تصنيف هذه الدراسة ضمن الدراسات التطبيقية، حيث لا تقتصر على الطرح النظري بل تعتمد بشكل جوهري على معالجة بيانات كمية حقيقية مستمدة من مجتمع الدراسة (الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100®)، ويعود اختيار هذا المؤشر إلى كونه أحد أهم المؤشرات العالمية، الذي يضم شركات رائدة في قطاعات التكنولوجيا والاستهلاك والرعاية الصحية، ما يوفر بيئة مثالية لاختبار العلاقة بين التمويل الخارجي، القيود المالية، وسياسة توزيع الأرباح في سياق عالمي ديناميكي.

في هذا المطلب نقدم متغيرات الدراسة المتمثلة في سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع، والتمويل الخارجي والعائد على الأصول، معدل نمو إيرادات الشركة ونسبة تغطية الفوائد كمتغيرات مستقلة، في حين القيود المالية متغير ومتغير الأزمة (COVID19) متغيرات ضابطة

الدراسة الحالية تحتوي على نموذج واحد معدل ومؤشر تم الحصول عليه من دراسة (He et al, 2016)، تم تقديم التعريف الكامل لكل متغير (تابع ومستقل) تبعاً لذلك.

*
[†] موقع على الإنترنت لبيانات ومعلومات الأسهم المجانية للمستثمرين العاديين
[‡] مؤشر ستاندرد آند بورز 500، والذي يُرمز له اختصارًا بـ SPX، أحد أهم المؤشرات العالمية التي تقيس أداء سوق الأسهم الأمريكية. يضم المؤشر أكبر 500 شركة مدرجة في البورصات الأمريكية
[§] مؤشر Nasdaq-100® هو مؤشر يتكون من 100 من أكبر الشركات المدرجة في بورصة نازداك، وهي ثاني أكبر بورصة في العالم بعد بورصة نيويورك من حيث القيمة السوقية

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

$$\text{Payout}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{L.Payer}_{i,t-1} + \beta_2 \text{LAV}_{it} + \beta_3 \text{WW}_{it} + \beta_4 \text{COVID19}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{RG}_{it} + \beta_7 \text{ICO}_{it} + \epsilon_i$$

المتغير التابع:

Payout i,t: يُعرف بأنه توزيعات الأرباح النقدية مقسومة على الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) للشركة i خلال الفترة i

المتغيرات المستقلة:

- **LAV_{it}**: الرافعة المالية (Leverage): هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول؛ تعكس اعتماد الشركة على التمويل بالدين مقارنة بتمويلها الذاتي، حيث تشير نسبة مرتفعة إلى استخدام أكبر للديون في هيكل رأس المال.
- **L.Payer_{i,t-1}**: هو متغير ثنائي يتحكم في "ثبات" سياسة التوزيع يأخذ القيمة واحد إذا كانت الشركة قد دفعت توزيعات أرباح نقدية في السنة السابقة، ويأخذ القيمة صفر إذا لم تقم بذلك.
- **معدل نمو إيرادات الشركة: Revenue Growth (RG_{it})**: لقياس القدرة على التوسع وتوليد تدفقات نقدية مستقبلية، يساعد في فهم ما إذا كانت الشركات سريعة النمو تفضل تخفيض التوزيعات لتمويل التوسع، خاصة مع وجود قيود مالية.
- **العائد على الأصول: ROA_{it}**: نسبة مالية تقيس مدى كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح. يُعد هذا المؤشر من أهم مؤشرات الربحية.
- **نسبة مصروف الفائدة إلى الأرباح التشغيلية (ICR)**: تمنح صورة دقيقة عن عبء الذي تشكله الفوائد على الأرباح التشغيلية للشركة (Debrun & Kinda, 2013).

$$\frac{\text{مصروف الفائدة السنوي}}{\text{EBIT}} = \text{ICR}_{it}$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المتغيرات الضابطة:

- $Covid19_{it}$: هو متغير ثنائي يعكس جائحة كوفيد 19 يلتقط تأثير الصدمات الخارجية يأخذ القيمة واحد إذا كانت السنة 2020 و 2021، والقيمة صفر خلاف ذلك.

مؤشر (Whited and Wu (2006): بناءً على هذا المؤشر، تم تصنيف الشركات إلى شركات مقيدة ماليًا وشركات غير مقيدة ماليًا استنادًا إلى عشرينيات مؤشر (WW) تُعد الشركات المقيدة ماليًا تلك الواقعة في أعلى ثلاثة عشرينيات من المؤشر ، في حين تدرج الشركات غير المقيدة ماليًا ضمن العشرينيات الأخرى.

مكونات المؤشر

- نمو المبيعات السنوي (SG): معدل نمو المبيعات السنوي.
- اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Log TA): اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
- معدل نمو المبيعات في القطاع (ISG): معدل نمو المبيعات في الصناعة.
- التوزيعات DIVPOS : التوزيعات النقدية اذا كانت الشركة وزعت أرباح أم لا
- التدفق النقدي (CF): نسبة التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول
- نسبة الدين إلى الأصول في القطاع (IDAR): نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول.

$$WW_{it} = - 0.091CF_{it} - 0.062DIVPOS_{it} + 0.021*TLTD_{it} - 0.044*LNTA_{it} + 0.102*ISG_{it} - 0.035*SG_{it}$$

حيث:

- WW_{it} : مستوى القيود المالية للشركة i في الزمن t .
- تشير القيمة الأعلى لـ WW إلى درجة أعلى من القيود المالية
- بعد حساب المؤشر تقسم العينة إلى شركات مقيدة ماليًا وشركات غير مقيدة من خلال حساب مايلي:

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

(الشركات ذات القيود المالية تقع في أعلى 3 أقسام من مؤشر WW بينما الشركات غير المقيدة ماليًا هي

الشركات في الأقسام الأخرى، يؤخذ المؤشر قيمة 1 اذا كانت الشركة مقيدة ماليًا وصفر خلاف ذلك). (Whited

and Wu, 2006)

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المبحث الثاني: مجتمع الدراسة والأساليب الاحصائية المعتمدة

يقدم المبحث مجتمع الدراسة وعينتها في مطلبه الأول ، ويتناول متغيرات الدراسة وكيفية قياسها في المطلب الثاني.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

سيتم توضيح مجتمع وعينة الدراسة المستخدمة في دراستنا التطبيقية من خلال مايلي:

ركزنا من خلال دراسة على الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® ببورصة ناسداك العالمية، بناءً على دراسة الأدبيات التطبيقية للدراسة الحالية، حيث كان العدد الإجمالي لعدد الشركات 100 شركة

يحتفل بتاريخ 30 يناير 2025 مؤشر Nasdaq-100® بسنته الأربعين عاما 40 منذ تأسيسه، ليصبح أحد أكثر المؤشرات شيوعا بقيمة سوقية تفوق 27 تريليون دولار أمريكي بنهاية 2024، مستحوذا على مختلف الأسهم وصناديق الاستثمار المتداولة والعقود الآجلة وعقود الخيار ناهيك عن مختلف أنواع المنتجات الأخرى مثل المنتجات المهيكلية والمعاشات التقاعدية، ويبلغ إجمالي قيمة تداولها يوميا أكثر من 620 مليار دولار أمريكي.

أولا: مجتمع الدراسة

1- نشأة مؤشر Nasdaq-100®

يجب عدم الخلط بين مؤشر Nasdaq-100® ومؤشر ناسداك الشامل (Nasdaq Composite® Index)، يمثل مؤشر ناسداك الشامل كل شركة مدرجة على ناسداك، وقد تم إطلاقه في عام 1971، بالتزامن مع إطلاق سوق أسهم ناسداك.

ولد مؤشر Nasdaq-100® في 31 يناير 1985، وهو مصمم لتمثيل أفضل 100 سهم (غير مالية) مدرجة في ناسداك، بلغ إجمالي القيمة السوقية 58 مليار دولار فقط في ذلك الوقت، وحاضرا يظم معظم أكبر الأسهم في العالم، بما في ذلك أبل (AAPL)، وأمازون (AMZN)، وإنفيديا (NVDA)، وجوجل (GOOGL)، تصل القيمة السوقية الإجمالية إلى 27 تريليون دولار، وحقق ارتفاعا بحوالي 20,000٪ نهاية 2024، ويعد ذلك عائداً مركباً سنوياً

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

مشيراً للإعجاب بنسبة 14.25%، مقارنة بعائد 11.57% لمؤشر S&P 500 في نفس الفترة، ويصبح هذا الأمر أكثر إثارة للإعجاب عند الأخذ في الاعتبار أن المؤشر كان مثلاً بارزاً لفقاعة التكنولوجيا، حيث انخفض المؤشر بنسبة 83% عند انفجار الفقاعة. (Mackintosh, 2025)

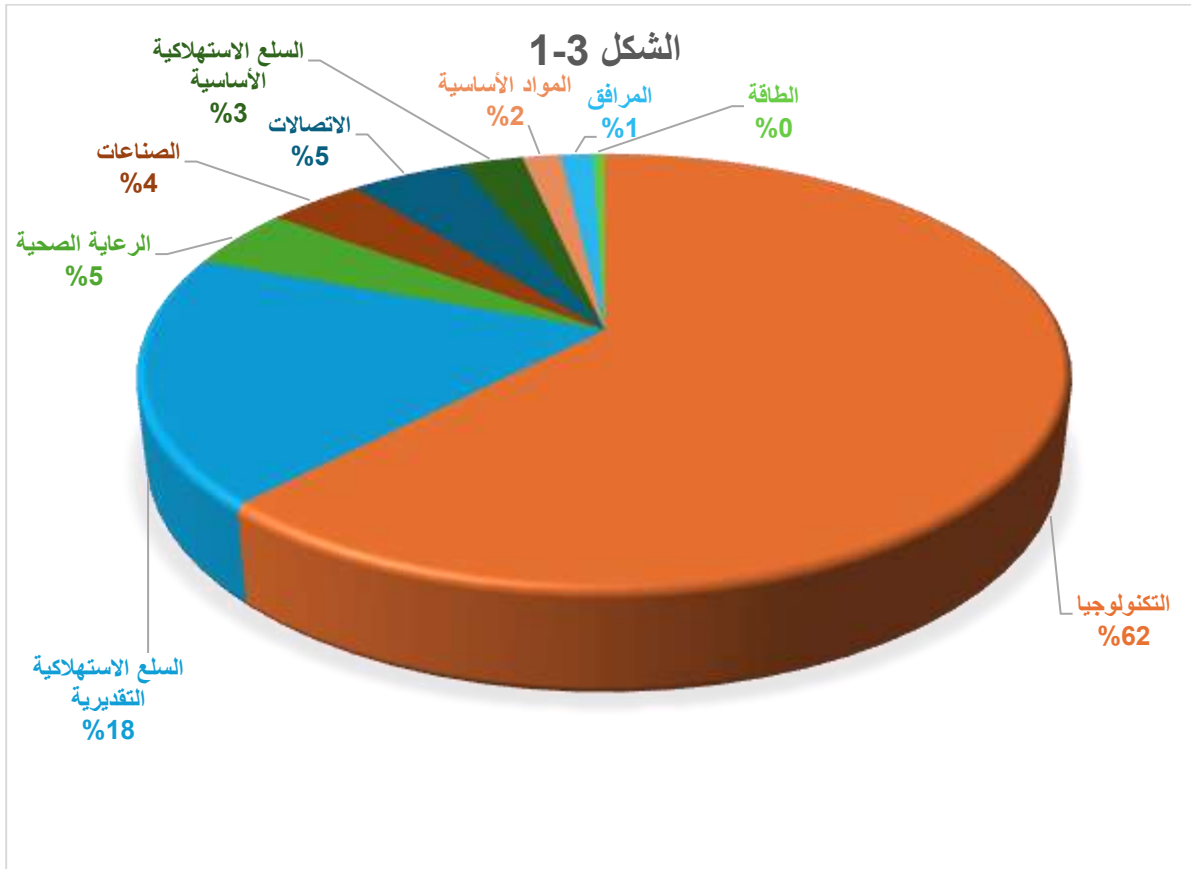
2- حجم مؤشر Nasdaq-100®

على مدى الأربعين عامًا الماضية، احتوى مؤشر ناسداك-100 على أكثر من 500 شركة مختلفة في أوقات مختلفة، ولا تزال ست شركات فقط من الشركات الأصلية موجودة في المؤشر حتى اليوم، وهي (Apple Micron Technology, Intel, KLA-Tencor, PACCAR , Costco). وزن أسهم التكنولوجيا في المؤشر تغير مع مرور الزمن، حيث تراوح بين 25% كحد أدنى وما يقرب من 70% كحد أقصى، ويعتبر أحد أسباب تفوقه وفق سرعة النمو لهذه الأسهم في العالم، وتفاوتت القطاعات الأخرى في التمرکز في أوقات مختلفة مثل قطاعات الخدمات الاستهلاكية/الترفيهية، والاتصالات، والرعاية الصحية وحسب معيار تصنيف الصناعات ** (ICB) تم إلغاء قطاع الخدمات الاستهلاكية وظهور قطاع الاستهلاك الترفيهي من بين شركات هذا القطاع، تشمل بيبيسي، ستاربكس، كوستكو، هانيويل، جلياد، أميجن، وبيوجين، وفيما يلي الشكل 3-1 القطاعات التي يضمها المؤشر في حين الجدول 3-1 يوضح أكبر الشركات في مؤشر ناسداك 100 وتأثيرها النسبي في المؤشر خلال سنة 2024.

يضم مؤشر ناسداك 100 أصولاً في قطاعات متنوعة، باستثناء قطاع الخدمات المالية، ويبلغ إجمالي القطاعات ثمانية، وهي كما يلي اعتباراً من 2 سبتمبر 2025:

** معيار تصنيف الصناعات (ICB) هو منهجية تصنيف شاملة وشفافة، مبنية على قواعد محددة، وتستند إلى الأبحاث واتجاهات السوق، وتهدف إلى دعم حلول الاستثمار. أُطلق هذا المعيار عام 2005، وحُسن عام 2019 بدمج نظام تصنيف راسل العالمي للقطاعات (RGS) وتحسينات هيكلية إضافية.

الشكل: 1-3 القطاعات التي يظنها مؤشر ناسداك 100



المصدر: من اعداد الطالب بالإعتماد على المعطيات من موقع investopedia (Chen, 2025)

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول: 3-1 أكبر 10 شركات من حيث الوزن في مؤشر ناسداك 100 اعتباراً من 30 يونيو 2025

الشركة	رمز السهم	القطاع	النسبة في المؤشر
Nvidia	NVDA	أشباه الموصلات	9.17%
Microsoft	MSFT	التكنولوجيا	8.79%
Apple	AAPL	التكنولوجيا	7.29%
Amazon	AMZN	التجارة الإلكترونية	5.54%
Broadcom	AVGO	أشباه الموصلات	5.10%
Meta	META	التكنولوجيا	3.81%
Netflix	NFLX	الترفيه	3.33%
Tesla	TSLA	السيارات الكهربائية	2.75%
Costco Wholesale	COSTCO	تجارة التجزئة	2.57%
Alphabet (Google) Class A	GOOGL	التكنولوجيا	2.44%

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات من موقع investopedia (Chen, 2025)

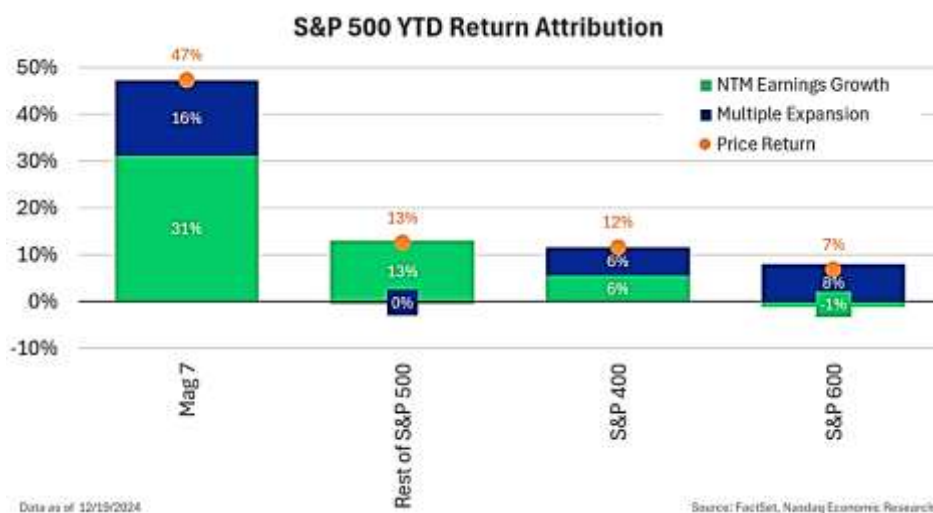
عند إلقاء نظرة فاحصة على الأرباح في مؤشرات الشركات ذات رأس المال الكبير، نلاحظ أن نمو الأرباح في مؤشر S&P 500 كان مدفوعاً في الغالب بما يُسمى بأسهم "Mag 7"^{††}، جميع هذه الأسهم معرضة للإنفاق على الذكاء الاصطناعي، الذي يقدر بعضهم أنه يتجاوز 200 مليار دولار سنوياً، تقوم شركة إنفيديا بصنع شرائح GPU التي تُستخدم في معايرة نماذج الذكاء الاصطناعي. أمازون، مايكروسوفت، وجوجل تدير جميعها مراكز بيانات سحابية، وهي أساسية لمعالجة جميع البيانات، بينما تعد أبل، تسلا، وميتا من أوائل الشركات التي تستخدم الذكاء الاصطناعي في منتجاتها، وتعمل على تطوير أجهزة وبرامج الذكاء الاصطناعي، الحافز الذي جعل مؤشر Nasdaq-100®

^{††} أسهم "Mag 7" يشير إلى مجموعة من أكبر وأبرز سبع شركات تقنية في سوق الأسهم الأمريكية التي تلعب دوراً محورياً في دفع نمو أرباح مؤشر S&P 500، حيث تضم قائمة "Mag 7" شركات كبرى مثل أبل (Apple)، مايكروسوفت (Microsoft)، أمازون (Amazon)، جوجل (Google/Alphabet)، فيسبوك (Meta)، تسلا (Tesla)، وإنفيديا (Nvidia).

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

يشهد فترة أخرى من الأداء المتفوق منذ نهاية الأزمة المالية متجاوزًا مؤشرات أمريكية وعالمية أخرى، ونظرًا لأن جميع هذه الشركات مدرجة في ناسداك، فإنها تشكل نسبة أكبر ضمن مؤشر Nasdaq-100®، مما يساعده في التفوق على مؤشر S&P 500 الأوسع نطاقًا.

الشكل: 2-3 مقارنة عائد أسهم "Mag 7" مع عائد المؤشرات الأخرى



المصدر: (Mackintosh & Normyle, 2024)

3- خصائص تكوين مؤشر Nasdaq-100®

الشركات 100 في مؤشر Nasdaq-100® تمثل الاقتصاد العالمي لأن المؤشر يشمل شهادات الإيداع الأمريكية (ADRs)^{##}، فإنه يشمل شركات يعتبرها بعض المؤشرات تنتمي إلى دول أخرى، في نهاية عام 2024 احتوى عشر شركات "غير أمريكية"، وتمثل وزناً يقارب 4% من المؤشر، منها ARM ، ليندي، وأسترازينيكا، بالإضافة إلى ذلك،

^{##} مختصر (American Depositary Receipts)، وهي أدوات مالية تصدرها البنوك الأمريكية لتمثل ملكية عدد معين من أسهم شركة أجنبية، يتم تداول هذه الشهادات في البورصات الأمريكية مثل أسهم الشركات الأمريكية تمامًا (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012)

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

تمتلك معظم الشركات في المؤشر منتجات وعمالة عالمية، حيث تشير تقارير FactSet^{§§} إلى أن ما يقرب من نصف إيرادات مؤشر Nasdaq-100[®] تأتي من دول أخرى، مع وجود إيرادات كبيرة من دول آسيوية.

يعتبر كنظام بيئي ضخم من السيولة والمستثمرين، حيث تمكن المستثمرون من اغتنام عوائد المؤشر عبر إطلاق خيارات NDX في 1994، وعقود NDX الآجلة في 1996، وصندوق QQQ المتداول في 1999، مع الزمن أضيفت استثمارات متنوعة أخرى، منها صناديق الاستثمار المتداولة ذات الرفع المالي وصناديق تستخدم الخيارات لتحقيق الدخل والحماية (Mackintosh, 2025).

وتصل السيولة الإجمالية لمؤشر Nasdaq-100[®] إلى أكثر من 620 مليار دولار يوميًا، موزعة على:

- 173 مليار دولار يوميًا يعبر عن تداول الأسهم المدرجة في مؤشر Nasdaq-100[®]
- عشرات صناديق الاستثمار المتداولة التي تستخدم مؤشر Nasdaq-100[®] كمعيار، ويتجاوز حجم تداولها 23 مليار دولار يوميًا.
- تقدر تداولات العقود الآجلة بحوالي 201 مليار دولار يوميًا.
- تداولات الخيارات على الأسهم، والمؤشر، وصناديق الاستثمار المتداولة المتبعة، تُقدَّر بحوالي 113 مليار دولار يوميًا.

^{§§} FactSet منصة رقمية تقدم حلولاً للشركات، تُقدم بيانات مالية وتحليلات وتقنيات مفتوحة للمستخدمين حول العالم. يعتمد عملاؤها من المشترين والبائعين، بالإضافة إلى مديري الثروات وشركات الاستثمار الخاص والشركات الكبرى، لتبسيط سير عملهم واتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة.

<https://www.factset.com/faq#general-overview>

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

ثانياً: عينة الدراسة:

تمثل العينة في هذه الدراسة جميع الشركات المدرجة ضمن مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017-2024)، حيث يبلغ عددها 100 شركة غير مالية مدرجة في بورصة ناسداك، ويُعد هذا المؤشر من أكثر المؤشرات العالمية أهميةً وموثوقيةً، نظرًا لاحتوائه على شركات ذات ثقل اقتصادي عالمي في قطاعات متنوعة، أبرزها التكنولوجيا، الاتصالات، الرعاية الصحية، والخدمات الاستهلاكية، وقد جاء اختيار هذه العينة انطلاقاً من عدة اعتبارات:

(1) أهمية المؤشر في الاقتصاد العالمي:

يعتبر مؤشر Nasdaq-100® انعكاساً لمجمل الأداء الاقتصادي للشركات الكبرى غير المالية في الولايات المتحدة والعالم، حيث تمثل الشركات المدرجة فيه قاطرة الابتكار والنمو التكنولوجي، ومن ثم فإن تحليل سياسات التمويل والتوزيع في هذا الإطار يعكس ديناميكيات أسواق المال المتقدمة.

(2) وفرة البيانات ودقتها:

تتميز الشركات المدرجة في هذا المؤشر بمتطلبات إفصاح صارمة، إذ تلتزم بتقديم تقارير مالية دورية وفق المعايير المحاسبية الدولية (IFRS) أو الأمريكية (US GAAP)، مما يتيح بيانات مالية غنية وموثوقة للتحليل الإحصائي.

(3) القدرة على تعميم النتائج:

بالنظر إلى أن هذه الشركات تنشط في قطاعات متنوعة وتمثل مختلف مراحل دورة حياة الشركات (شركات نمو – شركات ناضجة)، فإن نتائج التحليل يمكن تعميمها بدرجة مقبولة على أسواق مشابهة، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة.

تقسيم العينة وفق مؤشر القيود المالية (Whited & Wu, 2006)

بغية اختبار فرضيات الدراسة المتعلقة بدور القيود المالية في تشكيل العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح، تم تصنيف الشركات في العينة إلى مجموعتين:

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

أ) الشركات المقيدة ماليًا: تلك التي جاءت في أعلى ثلاثة عشر من مؤشر Whited & Wu (WW Index)، بما يعني أنها تواجه صعوبات نسبية في الحصول على التمويل الخارجي نتيجة لمستويات عالية من المديونية أو ضعف في التدفقات النقدية.

ب) الشركات غير المقيدة ماليًا: وهي بقية الشركات التي تقع في العشرية الأخرى، والتي تتميز بمرونة تمويلية أكبر وبقدرة أفضل على النفاذ إلى الأسواق المالية الدولية.

ج) تقسيم زمني إضافي (أثر الأزمات)

نظرًا للتغيرات الاقتصادية التي شهدتها الفترة المدروسة، خاصةً أزمة جائحة كوفيد-19 (2020-2021)، فقد جرى تقسيم العينة إلى أربع فئات فرعية:

- الشركات المقيدة ماليًا في فترة الأزمة.
- الشركات غير المقيدة ماليًا في فترة الأزمة.
- الشركات المقيدة ماليًا في الفترات العادية.
- الشركات غير المقيدة ماليًا في الفترات العادية.

هذا التقسيم يتيح المقارنة بين السلوك التمويلي للشركات في الأوضاع الطبيعية وفي ظل الأزمات، ويكشف عن مدى مرونة سياسات التوزيع في مواجهة الصدمات الاقتصادية.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المطلب الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة

من خلال هذا المطلب يتم توضيح الأساليب الإحصائية المعتمد عليها في الدراسة

أولاً: أساليب الإحصاء الوصفي:

تم الاعتماد على الوسط الحسابي (Mean) للتمكن من وصف متغيرات الدراسة، ثم إبراز أدنى قيمة، وأعلى قيمة (Max, Min) للتعرف على الحد الأعلى و الحد الأدنى في سلسلة البيانات، والانحراف المعياري (Std.dev) لمعرفة انحراف القيم عن وسطها الحسابي.

ثانياً: أساليب الإحصاء الاستدلالي:

بما أن البيانات المستخدمة في هذه الدراسة هي بيانات Panel Data ، فقد تم اعتماد نماذج اللحظات المعممة (GMM) إلى جانب نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحليلها، في البداية قمنا بإختبارات التالفة بدالة ب (Pearson Correlations) لاختبار معاملات الارتباط بين المتغيرات المقترحة في الدراسة، وكذلك اختبار Multicollinear (VIF) لإكتشاف عدم تداخل المتغيرات المستقلة والمتغيرات الضابطة، واختبار استقراره السلاسل الزمنية (Fisher-Type Phillips-Perron) ، ثم اختبار (Breusch-Pagan LM) لكشف عدمية وجود تجانس بين متغيرات كل نموذج، وأخيراً اختبار (Hausman test) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة. جرى تقدير النموذج باستخدام منهجية GMM على كامل الفترة الممتدة من 2017 إلى 2024، وذلك لجميع الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® ، بعد ذلك تم تقسيم العينة إلى مجموعتين بالاعتماد على مؤشر القيود المالية WW، حيث شملت المجموعة الأولى الشركات المقيدة مالياً، في حين ضمت المجموعة الثانية الشركات غير المقيدة مالياً، مع دراسة كل مجموعة خلال الفترة الزمنية الكاملة.

لاحقاً، أُعيد تقسيم العينة وفقاً للمؤشر نفسه مع الأخذ بعين الاعتبار الفترات الزمنية، بحيث نتج عن ذلك أربع فئات فرعية: (1) الشركات المقيدة مالياً خلال فترة الأزمة (أزمة Covid-19) ، (2) الشركات غير المقيدة مالياً خلال فترة الأزمة، (3) الشركات المقيدة مالياً خلال الفترات العادية، و(4) الشركات غير المقيدة مالياً خلال الفترات العادية، تم تقدير النماذج الخاصة بهذه الفئات باستخدام نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

بعد التطرق الى أسلوب الدراسة ومتغيراتها والمنهج المتبع وتوضيح مصدر البيانات وكذلك متغيرات الدراسة وكيفية قياسها وتم توضيح مجتمع الدراسة المتمثل في بورصة ناسداك وعينته المتمثلة في الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® وكذلك تم توضيح الأساليب الإحصائية المستخدمة في القياس، إضافة إلى النماذج المستخدمة لتحديد العلاقة والأثر بين متغيرات الدراسة. نمر إلى المبحث الثالث المنضوي تحت اسم نتائج التحليل القياسي واختبار الفرضيات الذي من خلاله يتم تطبيق الأساليب الإحصائية والنماذج على عينة الدراسة لتحديد مدى تأثير التمويل الخارجي على سياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المبحث الثالث: نتائج التحليل القياسي واختبار الفرضيات

يُشكّل هذا المبحث الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث يسعى إلى تحليل أثر التمويل الخارجي على سياسة توزيع الأرباح في ظل وجود قيود مالية، وذلك من خلال دراسة ميدانية على عينة من الشركات خلال الفترة (2017-2024) المدرجة في مؤشر Nasdaq-100®، وتكتسب هذه المرحلة أهمية خاصة كونها تجسّد اختباراً مباشراً للفرضيات النظرية المطروحة، عبر توظيف أدوات الاقتصاد القياسي المعتمدة لتحليل بيانات البانل، بما في ذلك نموذج اللحظات المعمّمة (GMM) ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية.

انطلاقاً من تصنيف الشركات حسب درجة القيود التمويلية بناءً على مؤشر (Whited and Wu, 2006)، تُقدّم الدراسة تحليلاً معمّقا لسلوك التوزيع داخل فئات الشركات المختلفة، مع مراعاة أثر الأزمات، لا سيما جائحة كوفيد-19، على أنماط اتخاذ القرار المالي، كما يتضمن الفصل اختباراً للإحصاءات الوصفية، وتحليلاً للتربط بين المتغيرات، واختبارات استقرارية السلاسل الزمنية، بما يضمن بناء نموذج قياسي موثوق يُفضي إلى نتائج دقيقة وقابلة للتفسير اقتصادياً، ومن ثم يُعد هذا المبحث محورياً جوهرياً لفهم العلاقة المركبة بين السيولة، المديونية، الربحية، والقيود المالية في تحديد سياسة توزيع الأرباح داخل بيئة اقتصادية ديناميكية كسوق ناسداك، وعليه وبناءً على ما سبق سيتم وصف البيانات وفحص خصائصها الإحصائية قبل الشروع في تقدير النماذج، وذلك لضمان سلامة النتائج وموثوقيتها.

المطلب الأول: الإحصاء الوصفي وتحليل مصفوفة الارتباط

أولاً: الوصف الإحصائي للمتغيرات

يتناول عرض الإحصاءات الوصفية الأساسية لمتغيرات الدراسة (المتوسطات، الانحرافات المعيارية، القيم الدنيا والقصوى)، بما يسمح بفهم أولي لخصائص البيانات وتوزيعها.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-2 ملخص الإحصاءات الوصفية لجميع الشركات

Descriptive Statistics					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Payout	794	.481	1.422	-18.781	7.397
L.Payout	794	.807	.395	0	1
Leverage	794	.273	.244	0	4.79
WW	794	.402	.034	.195	.533
ROA	794	.074	.106	-.544	.9
ICR	794	.049	.834	-12.88	10.91
covid19	794	.253	.435	0	1
RG	794	.188	.354	-.606	6.523

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

يوفر الجدول رقم (3-2)، ملخص الإحصاءات الوصفية التي تعطي نظرة شاملة على للمتغيرات الرئيسة المستخدمة في نموذج الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100 في بوسة ناسداك خلال الفترة التي تتراوح ما بين سنة 2017-2024، تحتوي المعلومات الوصفية على قيم المتوسط، والانحرافات المعيارية، والقيم الدنيا والقصى للمتغيرات الرئيسة المستخدمة في الدراسة. بالنسبة للعينة الكاملة، التي تمثل جميع الشركات (المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً)،

تظهر النتائج أن متوسط نسبة التوزيع (Payout) يبلغ 0.48، وهو مستوى منخفض نسبياً، غير أن الانحراف المعياري المرتفع (1.42) إلى جانب القيمة الدنيا الشديدة السلبية (-18.78) يعكسان وجود قيم متطرفة ملحوظة، ما قد يشير إلى حالات تخفيض في الأرباح أو توزيعات سالبة، أما متغير كاشف دفع الأرباح في السنة السابقة (L.Payout)، والذي يمثل متغيراً ثنائياً، فقد بلغ متوسطه 0.807، مما يشير إلى أن نحو 81% من الشركات في العينة قامت بتوزيع أرباح في الفترة السابقة.

أما بالنسبة لمتغير الرفع المالي (Leverage)، فقد بلغ متوسطه 0.27، وهو مؤشر على وجود مستويات معتدلة من الدين، إلا أن القيمة القصوى التي بلغت 4.79، تدل على وجود شركات ذات درجات مرتفعة من الاعتماد على التمويل بالدين.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

من جهة أخرى، مؤشر Whited and Wu المستخدم لقياس القيود المالية (WW)، يبدى تبايناً طفيفاً (المتوسط = 0.402، والانحراف المعياري = 0.034)، متجانس نسبياً بين الشركات فيما يتعلق بمستوى القيود المفروضة على التمويل. أما ربحية الشركات، المقاسة بالعائد على الأصول (ROA)، فقد بلغ متوسطها 7.4%، إلا أن الحد الأدنى البالغ -54.4% يعكس وجود شركات تعاني من خسائر حادة، في حين أن الحد الأقصى البالغ 90% يشير إلى شركات ذات أداء ربحي استثنائي، وتُظهر نسبة تغطية الفوائد (ICR) تقلباً ملحوظاً، حيث يتراوح نطاقها بين -12.88 و 10.91، مع متوسط قريب من الصفر، ما يعكس تفاوتاً كبيراً في قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها المالية.

متغير (COVID19)، الذي يبرز أثر صدمة الجائحة خلال سنتي 2020 و 2021، ما يقارب 25% من الملاحظات تقع ضمن هذه الفترة، بينما يبلغ متوسط معدل نمو الإيرادات (RG) نحو 18.8%، مع انحراف معياري مرتفع (0.354) وحد أقصى يبلغ 6.52، وهو ما يدل على أن بعض الشركات شهدت معدلات نمو غير اعتيادية خلال فترة الدراسة. بشكل عام، تعكس الإحصاءات وجود تباين جوهري بين الشركات، لا سيما فيما يتعلق بالرفع المالي، توزيعات الأرباح، الربحية، والقدرة على تغطية الفوائد، وهو ما يُبرز أهمية مراعاة القيم المتطرفة واختلاف التوزيعات في التحليلات الكمية اللاحقة.

ثانياً: معاملات الارتباط ومصفوفة بيرسون

يُعنى هذا المطلب بعرض معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وتحليلها، للكشف عن قوة واتجاه العلاقات المبدئية.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-3 مصفوفة الارتباط

Matrix of correlations								
Variable	Payout	L.Payout	leverage	WW	covid19	ROA	RG	ICR
Payout	1.000							
L.Payout	0.215***	1.000						
leverage	0.050	0.077**	1.000					
WW	-0.152***	-0.373***	0.108***	1.000				
covid19	-0.043	-0.002	0.027	-0.015	1.000			
ROA	0.143***	0.317***	0.084**	-0.105***	-0.045	1.000		
RG	-0.073**	-0.331***	-0.089**	-0.105***	-0.001	-0.172***	1.000	
ICR	0.241***	0.015	0.068*	-0.006	0.016	0.041	-0.050	1.000
N	794							

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

تعكس مصفوفة الترابط بين المتغيرات المالية (الجدول رقم 3-3) عدداً من العلاقات ذات الدلالة الاقتصادية والإحصائية، وتُعد متسقة إلى حد كبير مع ما أوردته الأدبيات السابقة، تظهر علاقة موجبة معنوية بين توزيعات الأرباح (Payout) وكل من ربحية الشركة (ROA) والقدرة على تغطية الفوائد (ICR)، وهو ما يدعم النظريات التقليدية لتوزيع الأرباح، مثل نظرية الإشارة (Signaling Theory) التي تشير إلى أن الشركات المربحة والتي تتمتع بقدرة أكبر على تغطية التزاماتها المالية تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة على متانتها المالية واستقرارها مثلما سبق في الأدبيات السابقة (Miller & Rock, 1985; Lintner, 1956; مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024).

العلاقة الإيجابية بين Payout ومتغير L.Payout (0.215^{***}) تشير إلى تأثير السلوك التاريخي لتوزيع الأرباح على القرارات الحالية، وهو ما يتماشى مع فرضية تثبيت سياسة الأرباح (Dividend Smoothing) التي تؤكد أن الشركات تميل إلى الحفاظ على سياسة توزيع مستقرة عبر الزمن، وهو ما يتوافق مع دراسة كل من (مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024).

من ناحية أخرى، يُظهر مؤشر (WW)، كمقياس للقيود التمويلية، علاقة سلبية ذات دلالة معنوية مع توزيعات الأرباح (-0.152^{***})، تتوافق هذه النتيجة مع دراسات مثل (Falavigna & Ippoliti, 2021; Hadlock & Pierce, 2010; Whited & Wu 2006) التي توضح أن الشركات التي تواجه قيوداً تمويلية تميل إلى تقليص توزيعاتها للحفاظ على

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

السيولة الداخلية، كما يُلاحظ وجود علاقة سالبة بين القيود المالية والربحية، مما يشير إلى أن الشركات المقيدة ماليًا غالبًا ما تعاني أيضًا من ضعف في الأداء التشغيلي.

أما العلاقة السالبة بين معدل نمو الإيرادات (RG) وكل من دفع الأرباح السابق (-0.331^{***}) والربحية (-0.172^{***})، فتعكس ما أشارت إليه أدبيات دورة حياة الشركات، والتي تفترض أن الشركات ذات النمو المرتفع تميل إلى إعادة استثمار الأرباح في الفرص التوسعية بدلاً من توزيعها (Hasan & al, 2024)، هذه العلاقة مدعومة كذلك بفرضية البدائل الاستثمارية (Investment Opportunities Hypothesis) التي ترى أن الشركات ذات فرص النمو الأعلى تحتفظ بالأرباح لتمويل هذه الفرص (موصو، 2022؛ الخليفي، 2023؛ Akpadaka & al, 2024).

أخيرًا، وبالنظر إلى قيم الترابط عمومًا، يمكن ملاحظة أن معظم معاملات الارتباط تقع في نطاق ضعيف إلى متوسط، وهو ما يقلل من احتمالية وجود مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity) بشكل يؤثر سلباً على تقديرات النماذج الانحدارية لاحقًا، وذلك وفقًا لمعايير (Gujarati & Porter, 2009).

المطلب الثاني: اختبار صلاحية البيانات

يشمل اختبارات الجذر الوحدوي للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية، إضافة إلى اختبار التعدد الخطي (Multicollinearity) لضمان عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة.

أولاً: معامل تضخم التباين

بالاستناد إلى تحليل مصفوفة الترابط، يبين الجدول رقم (3-4)، جدول معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor – VIF) تقييم احتمالية وجود مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة في النموذج الانحداري. تشير القيم الواردة في الجدول إلى أن جميع معاملات VIF تقع ضمن النطاق بين 1.008 و1.058، مع متوسط إجمالي يعادل 1.045، وهي مستويات منخفضة للغاية مقارنة بالحدود المعيارية الشائعة. وفقًا لـ (Gujarati & Porter, 2009)، فإن قيم VIF التي تقل عن 5 تعتبر آمنة ولا تشير إلى وجود مشكلة تداخل خطي.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

خطير، في حين تعتبر بعض الأدبيات مثل (Studenmund, 2017) أن القيم التي تتجاوز 10 فقط هي التي تثير القلق الجاد.

الجدول رقم: 3-4 معامل تضخم التباين

Variance inflation factor		
Variables	VIF	1/VIF
leverage	1.055	0.948
WW	1.048	0.954
covid19	1.008	0.992
ROA	1.057	0.946
RG	1.045	0.957
ICR	1.058	0.945
Mean VIF	1.045	

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

بناءً عليه، فإن القيم المنخفضة لكل من (Growth Revenue، ROA، COV19، Whited and Wu، leverage) تشير إلى أن ICR) التي تمثل الرفع المالي، مؤشر القيود المالية، متغير جاححة كورونا، الربحية، نمو الإيرادات وتغطية الفوائد، تشير إلى أن كل متغير من هذه المتغيرات يضيف معلومات فريدة إلى النموذج، ولا يوجد تكرار زائد في المحتوى التفسيري لأي منها. كما أن القيم العالية لـ VIF (جميعها تقارب 0.95) تعكس كذلك عدم وجود ترابط خطي قوي بين المتغيرات، حيث تتسق هذه النتائج مع مصفوفة الترابط السابقة، التي أظهرت بدورها أن معظم معاملات الارتباط الثنائية كانت متوسطة إلى ضعيفة، مما يعزز من موثوقية النموذج الانحداري المتوقع ويعطي ثقة أكبر في نتائج التقديرات، سواء من حيث الاتساق أو التفسير الاقتصادي.

ثانياً: اختبار السكون في بيانات البانل:

يعرض الجدول رقم (3-5) الخاص باختبار الجذر الوحدوي (Fisher-Type Phillips-Perron) نتائج اختبار السكون (Stationarity) لمتغيرات السلاسل الزمنية ضمن بيانات البانل المستخدمة في الدراسة، حيث جميع المتغيرات محل الاختبار أظهرت قيمة إحصائية ($P=0.0000$)، ما يعني أن الفرضية الصفرية بوجود جذر

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

وحدوي مرفوضة بشدة عند مستويات دلالة تقليدية (1% و 5%)، ويترب على ذلك قبول الفرضية البديلة القائلة بأن السلسلة ساكنة (Stationary) .

الجدول رقم: 3-5 اختبار جذر الوحدة

Fisher-Type Phillips-Perron		
Variables	p-Value	inference
Payout	0.0000	ساكن (Stationary)
L.Payout	0.0000	ساكن (Stationary)
Leverage	0.0000	ساكن (Stationary)
WW	0.0000	ساكن (Stationary)
covid19	0.0000	ساكن (Stationary)
ROA	0.0000	ساكن (Stationary)
RG	0.0000	ساكن (Stationary)
ICR	0.0000	ساكن (Stationary)

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

تؤكد هذه النتائج أن المتغيرات الاقتصادية والمالية المستخدمة، مثل (Payout)، الرفع المالي (leverage)، مؤشر القيود المالية (WW)، ومتغيرات الأداء (ROA، ICR)، ومعدل نمو الإيرادات (RG)، لا تعاني من مشكلة عدم السكون، وهذا أمر بالغ الأهمية في سياق نماذج البائل الثابتة أو الديناميكية، حيث إن استخدام متغيرات غير ساكنة في نماذج الانحدار يؤدي غالباً إلى نتائج متحيزة وغير صحيحة إحصائياً (spurious regressions)، كما أوضحت العديد من الأدبيات في تحليل السلاسل الزمنية (Wooldridge, 2010; Baltagi, 2005)، علاوة على ذلك فإن ثبات المتغيرات يسمح بتطبيق نماذج الانحدار الخطي الكلاسيكي دون الحاجة إلى تحويلات إضافية مثل التفريق الأول أو التحول إلى معدلات النمو اللوغاريتمية، مما يعزز من موثوقية التقديرات ويوفر أساساً قوياً لبناء النماذج الاقتصادية التجريبية اللاحقة، سواء باستخدام نماذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، أو حتى نماذج GMM عند الحاجة.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المطلب الثالث: عرض النتائج واختبار الفرضيات

ينطوي المطلب على تحليل نتائج الدراسة المعتمدة على مخرجات برنامج (STATA17) لنتائج الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) وكذا نتائج الانحدار لنماذج التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية، ختاماً بمناقشة الفرضيات من خلال المطلب الثاني.

أولاً: كشف وإستقراء النتائج

نستهل المطلب بمخرجات برنامج (STATA17) لنماذج الانحدار بالاعتماد على أساليب تحليل بيانات البانل والمتمثلة في (Random-effects GMM, Fixed-effects).

1- نتائج تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) للشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq-100

تُظهر نتائج نموذج الانحدار الديناميكي المقدّر بطريقة Two-step System GMM، كما هو موضح في الجدول رقم (3-6)، علاقات ذات دلالة اقتصادية قوية بين المتغيرات المستقلة وسلوك توزيعات الأرباح (Payout) للشركات المدرجة.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-6 الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) لكل العينة

Dependent variable: Cash dividend payout ratio					
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
L.Payout	0.441	0.117	3.76	0.000	***
Leverage	-0.472	0.176	-2.68	0.009	***
WW	-2.08	0.693	-3	0.003	***
covid19	-0.099	0.108	-0.91	0.363	
ROA	-0.446	0.433	-1.03	0.306	
RG	0.098	0.167	0.59	0.556	
ICR	0	0	0.89	0.377	
Constant	1.904	0.676	2.82	0.006	***
Mean dependent var		0.453		SD dependent var	3.345
Number of obs		693		F-test	395.8
*** $p<.01$, ** $p<.05$, * $p<.1$					
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: $z = -1.61$ $\Pr > z = 0.248$					
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: $z = -1.13$ $\Pr > z = 0.258$					

Sargan test of overid. restrictions: $\chi^2(6) = 3.40$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.758$					
(Not robust, but not weakened by many instruments.)					
Hansen test of overid. restrictions: $\chi^2(6) = 6.11$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.411$					
(Robust, but weakened by many instruments.)					
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:					
GMM instruments for levels					
Hansen test excluding group: $\chi^2(4) = 3.65$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.456$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(2) = 2.47$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.291$					
gmm(L.Payout, collapse eq(diff) lag(2 3))					
Hansen test excluding group: $\chi^2(4) = 4.82$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.306$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(2) = 1.29$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.523$					
gmm(L.Payout, collapse eq(level) lag(2 3))					
Hansen test excluding group: $\chi^2(4) = 3.65$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.456$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(2) = 2.47$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.291$					

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

نتائج اختباري AR(1) و AR(2) ($p = 0.248$ ، $p = 0.258$) تأكد عن عدم وجود ارتباط ذاتي في

البواقي، مما يُعزز من صحة فروض النموذج (Arellano & Bond, 1991) ، كما أن اختباري Sargan و Hansen

($p = 0.411$ ، $p = 0.758$) على التوالي، يدعمان صلاحية الأدوات المستخدمة وعدم ارتباطها بالمخلفات، وهي نتائج

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

ضرورية لضمان الاتساق (consistency) في تقديرات GMM ، كما أوصى (Roodman, 2009) ، جميع اختبارات الصلاحية تؤكد موثوقية نموذج GMM المقدر.

نستهل التحليل بالتأثير الإيجابي والمعنوي لمتغير توزيعات الأرباح المؤجلة (L.Payout) (معامل = 0.441، $p < 0.01$) ، المؤكد على وجود أثر ديناميكي واضح في سلوك التوزيع، إذ تميل الشركات إلى تعديل توزيعاتها تدريجيًا بناءً على سياساتها السابقة، بما يتماشى مع نموذج (Lintner, 1956) الذي افترض أن الشركات تتحرك نحو مستوى مستهدف من التوزيع وفق نهج تدريجي لتفادي إعطاء إشارات سلبية للمستثمرين، وقد دعمت هذه الفرضية أيضًا دراسات حديثة مثل (Brav et al, 2005; مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024) التي أكدت تفضيل المدراء الحفاظ على استقرار التوزيعات باعتبارها أداة للتواصل مع الأسواق.

ثانيًا، وجود علاقة سالبة ومعنوية بين الرفع المالي (Leverage) وتوزيعات الأرباح (معامل = -0.472، $p < 0.01$)، ما يعكس حقيقة أن الشركات المثقلة بالديون تفضّل تقليص توزيعاتها بهدف تقوية مركزها المالي الداخلي. يتسق هذا مع ما طرحته نظرية المفاضلة (Trade-Off Theory)، والتي تفترض أن تكلفة الدين المرتفعة تدفع الشركات إلى تفضيل التمويل الداخلي. وقد أشار (Jensen, 1986) إلى أن ارتفاع مستويات الدين يفرض انضباطًا ماليًا على الشركات ويجعلها أكثر تحفظًا في قرارات التوزيع.

ثالثًا، تأثير مؤشر (WW) الخاص بالقيود المالية يبرز علاقة سالبة قوية ومعنوية مع توزيعات الأرباح (معامل معنوي = -2.08، $p < 0.01$)، ما يشير إلى أن الشركات التي تواجه قيودًا تمويلية أعلى تميل إلى الاحتفاظ بالأرباح لتلبية احتياجاتها التمويلية الذاتية، بدلاً من توزيعها على المساهمين. يتوافق ذلك مع النتائج التي توصلت إليها دراسة كل من (Whited & Wu, 2006; Hadlock & Pierce, 2010; موصو، 2022) والتي أشارت إلى أن محدودية الوصول إلى الأسواق المالية تؤدي إلى تقليص الإنفاق على الأنشطة غير الأساسية مثل التوزيعات.

في المقابل، لم تُظهر المتغيرات الأخرى مثل (ICR، RG، ROA، covid19) دلالة إحصائية، مما يُشير إلى أن هذه العوامل قد لا تلعب دورًا مباشرًا في قرارات توزيع الأرباح، أو أن أثرها قد يكون غير خطي أو مرتبط بخصائص

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

قطاعية معينة، وبالرغم من أهمية جائحة COVID-19 كمحدد خارجي، فإن عدم دلالة في النموذج يوضح تفاوت تأثيره بين الصناعات، وهو ما أشار إليه (Thuy et al, 2022) في تحليلهما لتأثير الجائحة على سلوك الشركات والأسواق المالية.

2- نتائج تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) للشركات المقيدة ماليا والمدرجة في مؤشر Nasdaq-100

يعكس نموذج الانحدار الديناميكي المطبق على الشركات المصنفة كمقيدة مالياً، الجدول (3-7) وفق مؤشر (WW) مجموعة من الأنماط السلوكية المختلفة مقارنة بالعينة الكاملة، حيث تشير النتائج إلى تغير في محددات توزيع الأرباح في ظل الضغوط التمويلية المستمرة، وهو ما يتسق مع ما أورده الأدبيات حول تأثير القيود المالية على سياسات التوزيع (Hadlock & Pierce, 2010; Whited & Wu, 2006).

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-7 الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) للشركات المقيدة ماليا

Dependent variable: Cash dividend payout ratio					
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
L.Payout	-0.389	0.295	-1.32	0.187	
Leverage	-0.873	0.698	-1.25	0.211	
ROA	2.758	1.177	2.34	0.019	**
RG	-0.187	0.57	-0.33	0.743	
ICR	0.188	0.078	2.39	0.017	**
Constant	0.341	0.254	1.35	0.179	
Mean dependent var		0.183		SD dependent var	1.822
Number of obs		174		F-test	13.343
*** $p<.01$, ** $p<.05$, * $p<.1$					
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: $z = -0.61$ $\Pr > z = 0.541$					
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: $z = -1.45$ $\Pr > z = 0.146$					

Sargan test of overid. restrictions: $\chi^2(5) = 0.86$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.973$					
(Not robust, but not weakened by many instruments.)					
Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:					
GMM instruments for levels					
Sargan test excluding group: $\chi^2(3) = 0.65$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.885$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(2) = 0.21$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.899$					
gmm(L.Payout, collapse eq(diff) lag(2 3))					
Sargan test excluding group: $\chi^2(3) = 0.01$ $\text{Prob} > \chi^2 = 1.000$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(2) = 0.85$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.654$					
gmm(L.Payout, collapse eq(level) lag(2 3))					
Sargan test excluding group: $\chi^2(3) = 0.65$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.885$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(2) = 0.21$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.899$					

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

اختبارا (AR1)، (AR2) غير معنويين ($p > 0.1$) ، مما يؤكد غياب الارتباط الذاتي في البواقي، وهو أمر ضروري لصحة تقديرات النموذج. (Arellano & Bond, 1991) ، واختبار Sargan والاختبارات الفرعية: جميعها غير معنوية وبقيم مرتفعة ($p > 0.85$) ، مما يدل على أن الأدوات المستخدمة في النموذج سليمة وغير مرتبطة بالمخلفات، ما يُعزز من موثوقية النتائج. إضافة إلى ذلك، عدم رفض الاختبارات الفرعية (Difference-in-Sargan) يدعم الفرضية القائلة بأن الأدوات الخارجية صحيحة. (Roodman, 2009)

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

جاء معامل التوزيع المؤجل (L.Payout) سالبًا وغير معنوي ($-0.389, p = 0.187$)، بخلاف ما لاحظناه في العينة العامة. هذا يشير إلى غياب أو ضعف سلوك تثبيت التوزيعات داخل هذه الفئة من الشركات، وهو أمر متوقع في ظل الأولوية المعطاة للسيولة الداخلية على حساب استقرار السياسة التوزيعية. تعكس هذه النتيجة أن القيود التمويلية قد تُجبر الشركات على كسر الأنماط التوزيعية التقليدية كما أشير إليها (Fazzari et al; 1988) في دراستهم حول سلوك الشركات المقيدة.

بالرغم من أن العلاقة بين الرفع المالي وتوزيع الأرباح كانت سالبة ($-0.873, p = 0.211$)، إلا أنها غير معنوية ($p = 0.211$)، ما يعكس أن مستوى الدين بحد ذاته ليس المحدد الحاسم في ظل القيود التمويلية، بل العوامل التشغيلية والسيولة اللحظية. هذه النتيجة قد تعكس تشبع الشركات المقيدة أصلاً بمستويات دين عالية، مما يجعل تأثير الزيادة الإضافية في الرفع محدودًا (Jensen, 1986).

معامل الربحية (ROA) موجبٌ ومعنوي ($2.758, p = 0.019$) ، ما يؤكد أن تحسن الأداء التشغيلي للشركات المقيدة ماليًا يدفعها لزيادة التوزيع، كمحاولة لإرسال إشارات إيجابية للمستثمرين، هذه النتيجة تنسجم مع فرضية الإشارة (Signaling Theory) كما طرحها (Miller & Rock; 1985)، والتي ترى أن الربحية الإيجابية تُستخدم كأداة لإعادة بناء السمعة المالية.

ظهر متغير (ICR) موجبٌ ومعنوي ($0.188, p = 0.017$) ، مما يعكس أن الشركات التي تتحسن قدرتها على تغطية ديونها قبل إلى استئناف أو رفع توزيعاتها، حتى في ظل وجود قيود تمويلية. هذه النتيجة تشير إلى أن المرونة التمويلية الجزئية (من حيث تغطية الفوائد) قد تعيد بعض الاستقلالية في القرارات التوزيعية.

معدل نمو الإيرادات (RG) غير معنوي وسالب ($-0.187, p = 0.743$) ، نتيجة تتماشى مع التوقعات النظرية، حيث أن الشركات ذات القيود المالية المرتفعة تفضل إعادة استثمار الإيرادات (إن توفرت) بدلاً من توزيعها (Hasan et al, 2024).

توضح النتائج أنه في ظل القيود التمويلية، تصبح الربحية اللحظية والقدرة على تغطية الالتزامات قصيرة الأجل من أهم المحفزات لقرارات توزيع الأرباح، وهو ما يفسر غياب أثر التوزيع السابق في النماذج الديناميكية لعينة الشركات المقيدة

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

مالياً. إذ لم تلتزم هذه الشركات بأنماط التوزيع المستقرة، بل تصرفت وفقاً للمرونة المالية المرحلية وتفاعلاً مع الأداء الفوري، كما أكدت ذلك دراسات سابقة مثل (Whited and Wu, 2006; Almeida et al, 2004; Fazzari et al;1988)، والتي أظهرت أن الشركات المقيدة تمويلياً تُظهر سلوكاً مالياً تكيفياً لا يستند إلى النماذج الثابتة، بل يتأثر مباشرة بالتدفقات النقدية والربحية. كما دعمت نتائج دراسة (Hasan et al, 2024)، هذا الطرح من خلال ربط دورة حياة الشركة بمحدودية التوزيع في فترات القيود.

3- نتائج تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) للشركات غير المقيدة مالياً والمدرجة في مؤشر Nasdaq-100.

الجدول (3-8) يظهر المؤشرات الإحصائية واختبارات الصلاحية أن النموذج صالح وتمثل في: اختبار (AR1) ظهر معنوياً ($p = 0.033$)، وهو أمر مقبول ضمن نماذج GMM، بشرط أن لا يظهر (AR2) كمعنوي، وهو ما تحقق هنا ($p = 0.109$)، مما يُشير إلى أن الافتراض الأساسي لعدم وجود ارتباط ذاتي في المرتبة الثانية قائم، اختبار (Sargan ($p = 0.160$) واختبارات الفروقات في Sargan تُظهر أن الأدوات المستخدمة صحيحة وغير مرتبطة بالمخلفات، وهو شرط أساسي لثبات التقديرات. (Roodman, 2009).

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-8 تحليل الانحدار الديناميكي باستخدام نظام (two-step system GMM) للشركات غير

المقيدة ماليا

Dependent variable: Cash dividend payout ratio					
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
L.Payout	1.045	0.371	2.81	0.005	***
Leverage	-0.741	0.372	-1.99	0.046	**
ROA	-1.769	1.64	-1.08	0.281	
RG	-0.02	0.031	-0.66	0.512	
ICR	1.327	0.617	2.15	0.031	**
Constant	0.282	0.151	1.87	0.061	*
Mean dependent var		0.676		SD dependent var	1.231
Number of obs		445		F-test	292.473
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$					
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: $z = -2.13$ $\Pr > z = 0.033$					
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: $z = -1.60$ $\Pr > z = 0.109$					

Sargan test of overid. restrictions: $\chi^2(2) = 3.67$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.160$					
(Not robust, but not weakened by many instruments.)					
Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:					
GMM instruments for levels					
Sargan test excluding group: $\chi^2(1) = 0.30$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.587$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(1) = 3.37$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.066$					
gmm(L.Payout, collapse eq(diff) lag(2 2))					
Sargan test excluding group: $\chi^2(1) = 1.94$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.164$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(1) = 1.73$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.189$					
gmm(L.Payout, collapse eq(level) lag(2 2))					
Sargan test excluding group: $\chi^2(1) = 0.30$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.587$					
Difference (null H = exogenous): $\chi^2(1) = 3.37$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.066$					

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

أظهر متغير التوزيع المؤجل (L.Payout) أثراً إيجابياً قوياً ومعنوياً (1.045, $p = 0.005$)، ما يعكس التزام هذه الفئة من الشركات بسياسات توزيعية مستقرة ومتواصلة، على عكس الشركات المقيدة مالياً التي غاب فيها هذا الأثر، هذه النتيجة تؤكد فرضية الاستقرار في سياسة التوزيع التي طرحها (Lintner, 1956)، حيث تميل الشركات إلى تعديل توزيعاتها

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

تدريجياً وفق سلوكها الماضي، وهو ما يُفسَّر بوجود ثقة تمويلية ومثانة داخلية تتيح الالتزام بخطط طويلة الأجل في توزيع الأرباح (مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024)

معامل الرفع المالي سالب ومعنوي ($-0.741, p = 0.046$)، مما يشير إلى أن زيادة الاعتماد على الدين تؤثر سلباً على قرارات التوزيع حتى في الشركات ذات الوضع المالي الجيد، هذه النتيجة تتسق مع نظرية المفاضلة (Trade-Off Theory) التي ترى أن ارتفاع الديون يجعل الشركات أكثر تحفظاً في توزيع الأرباح لتفادي زيادة المخاطر التمويلية. (Jensen, 1986)، ومع أن هذه الشركات غير مقيدة رسمياً، فإنها لا تزال تأخذ في الاعتبار توازن الهيكل الرأسمالي قبل اتخاذ قرارات توزيعية.

ظهور نتيجة (ROA) سالبة وغير معنوية ($-1.769, p = 0.281$)، يوضح أن الربحية وحدها ليست محدداً مباشراً لتوزيعات الأرباح في الشركات غير المقيدة، والتي لديها بدائل استراتيجية أخرى لاستعمال الأرباح مثل إعادة الشراء الذي هو منتشر بقوة ضمن الشركات في بوصات الولايات الأمريكية المتحدة، أو التوسع الاستثماري، وهي نتيجة مشابهة لما وجدته (Akpada et al, 2024؛ موصو، 2022)، العديد من الشركات المربحة لم تعد تفضل التوزيع النقدي كخيار أول.

معدل نمو الإيرادات (RG) غير معنوي ($p = 0.512$)، ما يؤكد أن النمو التشغيلي لا يلعب دوراً مباشراً في قرارات التوزيع في هذه الفئة، وهو ما قد يعكس رؤية الإدارة نحو الحفاظ على الأرباح لمشاريع توسعية مستقبلية. (Hasan et al, 2024).

معامل تغطية الفوائد (ICR) أظهر تأثيراً موجباً ومعنوياً ($1.327, p = 0.031$)، ما يعني أن الشركات التي تمتلك قدرة أعلى على تغطية التزاماتها المالية تُظهر ميلاً أكبر لتوزيع الأرباح، وهذا يتسق مع ما أشارت إليه دراسات كل من (Whited & Wu, 2006؛ موصو، 2022) بمعنى قوة الوضع المالي تعزز القرارات التوزيعية.

توضح النتائج أن الشركات غير المقيدة مالياً تعتمد بقوة على سلوك التوزيع السابق في قراراتها، مما يعكس سياسة توزيعية مستقرة تنسجم مع الأدبيات التقليدية التي ترى أن الشركات تسعى إلى الحفاظ على استقرار توزيعات الأرباح تفادياً لإشارات سلبية في السوق (مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024)، في المقابل، تُظهر هذه الشركات حساسية

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

واضحة تجاه متغيرات مثل الرفع المالي وتغطية الفوائد، حيث تُفضل تخفيض التوزيع عند ارتفاع مستويات الدين، تماشيًا مع ما ورد في نظرية المفاضلة (Jensen, 1986)، بينما تكون أكثر استعدادًا للتوزيع عند تحسن مؤشرات تغطية الالتزامات قصيرة الأجل (Whited & Wu, 2006)، أما الربحية أو النمو، فلا يظهران كمحددات أساسية مباشرة لسلوك التوزيع، وهي نتيجة تتسق مع ملاحظات (الخليلي، 2023؛ Akpadaka et al, 2024) حول تغير طبيعة الشركات الموزعة في العصر الحديث.

بذلك، يمكن القول إن الحرية التمويلية تسمح لهذه الشركات بالالتزام بأنماط توزيع راسخة، لكنها لا تمنعها من التفاعل مع ضغوط هيكلية مثل الديون، وهي نتيجة تؤكد أهمية التمييز بين المحددات اللحظية (مثل السيولة وتغطية الفوائد) والاستراتيجية (مثل سياسة توزيع مستقرة) عند دراسة سلوك التوزيع (موصو، 2022؛ Hasan et al, 2024).

تعكس النتائج في كلا النموذجين السابقين وجود فروقات جوهرية في محددات سياسة توزيع الأرباح بين الشركات المقيدة ماليًا وكذا غير المقيدة ماليًا، حيث تبدي تباينًا في الأهداف التمويلية والاستراتيجيات المالية لكلا الفئتين، ومن جهة أخرى تبرز التزاما واضحًا بسياسة توزيع مستقرة من طرف الشركات غير المقيدة ماليًا، مع حرصها على تجنب التقلبات الحادة في توزيعات الأرباح، هذا التوجه يؤكد أيضًا (مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024)، الذين أشاروا إلى أن الشركات ذات الأوضاع المالية الجيدة تسعى للحفاظ على استقرار التوزيع كأداة لتعزيز ثقة السوق، في المقابل الشركات المقيدة ماليًا ظهرت الربحية قصيرة الأجل وتغطية الفوائد كمحفزين أساسيين لسلوك التوزيع، ما يعكس حالة من التكيف المالي مع القيود التمويلية المفروضة، وهي نتيجة منسجمة مع ما طرحه كل من (Whited and Wu, 2006; Fazzari et al, 1988)، حول حساسية الشركات المقيدة للتدفقات النقدية والربحية.

تظهر المقارنة أن المرونة التمويلية تتيح التزامًا أكبر بالأنماط التوزيعية المستقرة في الشركات غير المقيدة، بينما تؤدي القيود التمويلية إلى نمط أكثر تفاعلاً واستجابة للظروف المرحلية، ما يؤكد ضرورة التمييز بين المحددات الاستراتيجية والمحددات الظرفية عند تحليل سلوك توزيع الأرباح.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

4- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات المقيدة ماليا خلال الفترة 2020-2021

استنادًا إلى نموذج التأثيرات الثابتة للشركات المقيدة مالياً خلال فترة الأزمة الصحية العالمية (2020-2021)، الجدول (3-9)، تعكس النتائج رؤية تعبر عن تغير أنماط التوزيع في ظل القيود التمويلية والظروف الاقتصادية الاستثنائية.، هذا النموذج يختلف عن النماذج الديناميكية السابقة (GMM) من حيث الافتراضات، إلا أن نتائجه تؤكد الاتجاهات العامة التي كشفتها التحليلات السابقة مع إضافات ظرفية مرتبطة بتأثير جائحة كورونا، قيمة $R^2 = 0.446$ تدل على أن المتغيرات المدرجة تُفسر جزءًا لا بأس به من التباين في التوزيع، لا سيما في ظل صدمة اقتصادية عالمية، ($F\text{-Statistic} = 3.214$ ($p = 0.003$)) تؤكد معنوية النموذج ككل، مما يمنحه صفة الصلاحية الإحصائية العامة، وأظهر اختبار Hausman قيمة إحصائية مرتفعة ($\chi^2 = 21.635$, $p = 0.001$)، مما يدل على أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة مقارنة بالتأثيرات العشوائية، هذا يعني أن هناك ارتباطاً معنوياً بين المتغيرات المستقلة والتأثيرات غير الملحوظة الخاصة بكل شركة، ما يُبرر استخدام هذا النموذج لتفادي تحيز التقديرات (Wooldridge, 2010; Baltagi, 2005).

الجدول رقم: 3-9 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات المقيدة ماليا

Dependent variable: Cash dividend payout ratio						
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig	
L.Payout	-0.458	1.418	-0.32	0.75		
Leverage	15.697	4.758	3.3	0.004	***	
ROA	-1.303	3.412	-0.38	0.707		
RG	5.106	4.537	1.13	0.274		
ICR	-0.4	0.427	-0.94	0.361		
Constant	-5.121	2.107	-2.43	0.025	**	
Mean dependent var		-0.086		SD dependent var		2.001
R-squared		0.446		Number of obs		61
F-test		3.214		Prob > F		0.003
Akaike crit. (AIC)		126.657		Bayesian crit. (BIC)		139.323
*** $p<.01$, ** $p<.05$, * $p<.1$						
Hausman (1978) specification test			Coef.			
Chi-square test value			21.635			
P-value			0.001			

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

أظهر متغير الرفع المالي (**Leverage**) تأثيراً موجباً ومعنوياً قوياً على توزيعات الأرباح ($\text{Coef} = 15.697$, $p = 0.004$)، وتفسير هذه النتيجة في سياق الأزمة يُشير إلى أن الشركات المقيدة ذات الدين المرتفع سعت للحفاظ على صورة مالية إيجابية من خلال التوزيع لتعزيز ثقة المستثمرين، أو أنها اعتمدت على التمويل الخارجي للحفاظ على توزيعاتها، وهو ما يتوافق مع فرضية الإشارة. (Miller & Rock, 1985)

متغير الربحية (**ROA**) ومعدل نمو الإيرادات (**RG**) لم يكن لهما تأثير معنوي، يعكس أن الشركات المقيدة خلال فترة الجائحة أعادت ترتيب أولوياتها، مركزة على السيولة والاستدامة بدلاً من العائد قصير الأجل.

متغير تغطية الفوائد (**ICR**) أظهر علاقة سلبية غير معنوية، ما يعزز الرؤية بأن الوضع المالي الحرج خلال الجائحة قلل من أهمية تغطية الالتزامات كشرط مسبق للتوزيع، ربما نتيجة تدخلات حكومية أو رغبة في الحفاظ على الثقة السوقية.

عدم معنوية (**L.Payout**) تؤكد مرة أخرى أن الشركات المقيدة لا تعتمد على سلوك توزيعي تراكمي، بل تتخذ قراراتها استناداً للمرونة التمويلية اللحظية.

توضح نتائج هذا النموذج أن فترة الجائحة شكّلت حالة استثنائية أعادت ترتيب محددات سلوك توزيع الأرباح لدى الشركات المقيدة مالياً، حيث تجاوزت بعض الشركات القيود التقليدية مثل تغطية الفوائد أو ضعف الربحية في سبيل الحفاظ على الثقة السوقية والاستمرارية، كما أن الرفع المالي أصبح أداة محفزة للتوزيع في هذا السياق لتلبية توقعات المستثمرين.

5- نموذج التأثيرات الثابتة (**Fixed-effects**) للشركات غير المقيدة مالياً خلال الفترة 2020-2021

من الجدول (3-10) تقدر جودة النموذج التفسيرية من خلال قيمة $R^2 = 0.333$ التي تشير إلى أن نحو 33% من التباين في توزيعات الأرباح يمكن تفسيره من خلال المتغيرات المدرجة، وهي نسبة معقولة بالنظر إلى خصوصية الظرف الزمني وعدد الملاحظات. ($N = 140$)، كما كانت قيمة $F\text{-test} = 6.000$ ($p < 0.001$) والتي تؤكد معنوية نموذج التأثيرات الثابتة للشركات غير المقيدة مالياً خلال الفترة الحرجة 2020-2021، والذي تم الاعتماد عليه لنتيجة اختبار Hausman المرتفعة ($\chi^2 = 18.311$, $p = 0.003$) تدعم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة، وتؤكد أن هناك تبايناً غير ملاحظاً خاصاً بكل شركة يرتبط بمعاملات النموذج، وهو ما يمنح مصداقية أكبر للتقديرات المتحصل عليها (Wooldridge, 2010; Baltagi, 2005).

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-10 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات غير المقيدة ماليا

Dependent variable: Cash dividend payout ratio						
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig	
L.Payout	-1.396	0.802	-1.74	0.087	*	
Leverage	-0.057	1.713	-0.03	0.974		
ROA	1.51	1.55	0.97	0.334		
RG	0.156	0.156	1	0.32		
ICR	2.431	0.523	4.65	0	***	
Constant	1.513	0.995	1.52	0.134		
Mean dependent var		-0.086		SD dependent var		2.001
R-squared		0.395		Number of obs		610
F-test		3.461		Prob > F		0.003
Akaike crit. (AIC)		124.721		Bayesian crit. (BIC)		125.421
*** $p<.01$, ** $p<.05$, * $p<.1$						
Hausman (1978) specification test			Coef.			
Chi-square test value			18.311			
P-value			0.003			

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

متغير (L.Payout) جاء بتأثير سلبي ومعنوي عند مستوى 10% ($-1.396, p = 0.087$)، وهو اتجاه غير تقليدي، خاصة في عينة شركات غير مقيدة مالياً حيث فضّلت بعض الشركات تقليص التوزيع رغم كونها غير مقيدة رسمياً، في محاولة للحفاظ على السيولة (Thuy et al, 2022)، كما يبرز تغير أولويات الشركات أثناء الجائحة، يعكس هذا الانخفاض إعادة هيكلة مؤقتة في السياسة التوزيعية استجابةً للأزمة.

تغطية الفوائد (ICR)، كان له تأثيراً موجباً ومعنوياً عند مستوى 1% ($2.431, p < 0.01$)، وهو ما يوضح أن الشركات المحافظة على قوة تغطية ديونها هي الأكثر قدرة على الحفاظ على توزيعات الأرباح، حتى في ظل الجائحة، تؤكد النتيجة تؤكد الدور الحاسم للسيولة التشغيلية والمرونة المالية عند اتخاذ قرارات التوزيع، وتدعم ما توصل إليه (Whited & Wu, 2006)، بشأن أهمية قدرة الشركات على تلبية التزاماتها كشرط أساسي للتوزيع.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الرفع المالي (Leverage) لم يظهر له أثر معنوي أو اقتصادي مهم ($p = 0.974$) ، مما يشير إلى أن الديون لم تكن محدداً حاسماً لسلوك التوزيع خلال الجائحة في هذه الفئة من الشركات، يفسر ذلك على أن الشركات غير المقيدة تمكنت من إدارة التزاماتها دون التأثير المباشر على سياسة التوزيع.

الربحية (ROA) ومعدل نمو الإيرادات (RG) كلا المتغيرين لم يكن لهما أثر معنوي على التوزيع، ما يرجح أن الشركات اختارت المحافظة على التوزيع لأسباب تتعلق بالثقة السوقية أو الاستقرار الاستراتيجي بدلاً من الاعتماد على الربحية كمحدد مباشر (موصو، 2022؛ الخليلي، 2023؛ Akpadaka et al, 2024).

بالمقارنة مع نتائج الشركات المقيدة مالياً لنفس الفترة، يُلاحظ أن الشركات غير المقيدة حافظت إلى حد ما على استقلالية قراراتها التوزيعية، معتمدةً في المقام الأول على قدرتها على تغطية التزاماتها المالية قصيرة الأجل (ICR)، دون أن تعول بشكل كبير على الربحية أو التاريخ التوزيعي السابق، ما يبرز نزعة استراتيجية مدروسة تعتمد على الثقة بالملاءة وليس على الأداء اللحظي فقط. في حين أن الشركات المقيدة أظهرت سلوكاً أكثر اضطراباً في تلك الفترة، حيث تأثرت توزيعاتها إما سلباً أو ظلت مرهونة بالمرونة التمويلية العاجلة.

6- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات المقيدة مالياً خلال الفترة العادية بدون الصدمة

الجدول (3-11) أظهر اختبار Hausman معنوية مرتفعة ($\chi^2 = 27.261, p = 0.000$) ، مما يؤكد تفضيل نموذج التأثيرات الثابتة، وكانت قيمة $R^2 = 0.163$ تشير إلى أن النموذج يفسر حوالي 16% من التباين في التوزيع، وهي نسبة معتدلة نسبياً، لكنها مقبولة بالنظر إلى طبيعة البيانات، ($F\text{-test} = 4.864, p = 0.000$) تؤكد معنوية النموذج.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-11 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects) للشركات المقيدة ماليا

Dependent variable: Cash dividend payout ratio					
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
L.Payout	-1.962	0.612	-3.21	0.002	***
Leverage	2.241	1.089	2.06	0.042	**
ROA	2.683	1.335	2.01	0.047	**
RG	-0.434	0.836	-0.52	0.604	
ICR	0.106	0.085	1.25	0.213	
Constant	0.738	0.456	1.62	0.108	
Mean dependent var	0.264		SD dependent var		1.665
R-squared	0.163		Number of obs		182
F-test	4.864		Prob > F		0
Akaike crit. (AIC)	641.63		Bayesian crit. (BIC)		660.854
*** $p<.01$, ** $p<.05$, * $p<.1$					
Hausman (1978) specification test			Coef.		
Chi-square test value			27.261		
P-value			0		

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

أظهر متغير التوزيع السابق (L.Payout) أظهر تأثيراً سلبياً قوياً ومعنوياً ($-1.962, p = 0.002$)، يوضح أن هذه الشركات المقيدة قد تكون قد اتجهت نحو تقليص التوزيع بعد فترات توزيع مرتفعة في السابق، بهدف تصحيح اختلالات تمويلية سابقة، وهو ما يعكس حالة من رد الفعل على ضغوط تمويلية مستمرة، حتى في بيئة غير متقلبة، في حين سجل متغير الرفع المالي (Leverage) تأثيراً موجباً ومعنوياً ($2.241, p = 0.042$)، يبين ذلك بأن الشركات ذات الرفع المالي المرتفع واصلت توزيع الأرباح رغم القيود، وهو ما قد يشير إلى سلوك انطباعي لتعزيز ثقة الأسواق أو المساهمين، وهو ما يعكس المفاضلة بين المخاطرة التمويلية واستقرار العلاقات مع المستثمرين. (Miller & Rock, 1985; Jensen, 1986).

متغير العائد على الأصول (ROA) جاء معنوي وموجب ($2.683, p = 0.047$)، ما يُشير إلى أن الشركات المقيدة خلال الظروف العادية لا تزال تربط بين مستوى الربحية وقرارات التوزيع، بما يتماشى مع الأدبيات السابقة، هذه النتيجة تدل على أن الربحية لا تزال متغيراً مؤثراً حين لا تكون هناك صدمة خارجية.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

معدل نمو الإيرادات (RG) غير معنوي ($p = 0.604$) ، وهي نتيجة متكررة في نماذج أخرى، ما يعزز الفرضية القائلة بأن النمو التشغيلي لا يُعتبر حافزًا مباشرًا للتوزيع، بل غالبًا ما تُفضل الشركات توجيه العوائد المرتبطة بالنمو نحو الاستثمار بدل التوزيع (Hasan et al, 2024).

(ICR) لم يظهر معنويًا إحصائيًا في هذا النموذج ($p = 0.213$) ، هذا يدل على أن الشركات المقيدة خلال الفترة العادية لم تكن تعتبر القدرة على تغطية الفوائد كشرط رئيسي للتوزيع، خاصة إذا كانت تعتمد على مصادر تمويل مستمرة أو مدعومة (Whited & Wu, 2006) .

7- نموذج التأثيرات العشوائية (Random-effects) للشركات غير المقيدة ماليًا خلال الفترة العادية بدون الصدمة من الجدول (3-12) واستنادًا إلى نموذج التأثيرات العشوائية للشركات غير المقيدة ماليًا خلال الفترة العادية، أظهر اختبار Hausman قيمة غير معنوية ($\chi^2 = 9.905, p = 0.078$) ، مما يُشير إلى أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب لتحليل هذه العينة، هذا يدل على أن الفروق غير المرصودة بين الشركات غير مرتبطة بشكل منهجي بالمتغيرات المستقلة، وبالتالي فإن تقديرات النموذج العشوائي غير متحيزة. (Wooldridge, 2010; Baltagi, 2005).

$R^2 = 0.346$ ، أي أن المتغيرات تفسر حوالي 35% من التباين في توزيعات الأرباح، وهي نسبة جيدة نسبيًا، $\text{Chi-square} = 217.181$ ($p < 0.001$)، تؤكد معنوية النموذج الإحصائية العامة، وارتفاع قيمة $R^2 \text{ within} = 0.364$ يدعم فعالية المتغيرات في تفسير التغير داخل الشركات عبر الزمن.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

الجدول رقم: 3-12 نموذج التأثيرات العشوائية (Random-effects) للشركات غير المقيدة ماليا

Dependent variable: Cash dividend payout ratio					
Independent variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
L.Payout	0.183	0.19	0.96	0.335	
Leverage	-0.679	0.418	-1.63	0.104	
ROA	1.612	0.761	2.12	0.034	**
RG	0.015	0.024	0.61	0.541	
ICR	2.857	0.197	14.49	0	***
Constant	0.343	0.204	1.68	0.092	*
Mean dependent var	0.627		SD dependent var		1.271
R-squared	0.346		Number of obs		411
F-test	217.181		Prob > F		0
Akaike crit. (AIC)	0.364		Bayesian crit. (BIC)		0.303
*** $p<.01$, ** $p<.05$, * $p<.1$					
Hausman (1978) specification test			Coef.		
Chi-square test value			9.905		
P-value			0.078		

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Stata17

تغطية الفوائد (ICR) تأثيره كان موجباً وقوياً للغاية من الناحية الإحصائية ($p < 0.01$, 2.857)، هذا يشير إلى أن الشركات غير المقيدة تعتمد بقوة على قدرتها على تغطية الفوائد في اتخاذ قرارات التوزيع، حيث تمثل هذه القدرة مؤشراً مباشراً على السيولة والاستقرار المالي قصير الأجل، كما تؤكد هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسات (Whited & Wu, 2006 ; موصو، 2022)، التي ربطت بين قدرة الشركات غير المقيدة على استغلال الفوائد لتوزيع الأرباح، وأبرزت أهمية الكفاءة التشغيلية والملاءة كمحفز للتوزيع في الشركات غير المقيدة.

الربحية (ROA) كان لها تأثير موجب ومعنوي عند مستوى 5% ($p = 0.034$, 1.612)، حيث تعزز هذه النتيجة التوجه التقليدي بأن الشركات ذات الربحية الأعلى تميل إلى توزيع أرباح أكبر، كما يدل على أن غياب القيود المالية يمنح الشركات الحرية في تكييف توزيعاتها بما يتوافق مع الأداء الفعلي وليس الظروف التمويلية الطارئة.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

متغير (L.Payout) لم يكن له أثر معنوي ($p = 0.335$) ، مما يشير إلى أن الشركات غير المقيدة لا تعتمد بالضرورة على استمرارية تاريخ التوزيع، يرتبط ذلك بطبيعة العينة (شركات ناسداك الكبرى)، التي تعتمد على سياسات مرنة، بما فيها إعادة الشراء بدل التوزيع النقدي. (مرهج و قلاب، 2019؛ Njoku & Lee, 2024)

الرفع المالي (Leverage) حقق علاقة سلبية لكنها غير معنوية ($-0.679, p = 0.104$) ، ما يعني أن ارتفاع الدين لا يثبط التوزيع في الشركات غير المقيدة، خصوصًا تلك ذات الوصول السهل إلى أسواق التمويل، وهذا يعزز فكرة أن الشركات ذات التصنيف الائتماني المرتفع قادرة على تحقيق توازن بين توزيع الأرباح والتمويل الخارجي. (Jensen, 1986)

معدل نمو الإيرادات (RG) لم يظهر كعامل مؤثر على التوزيع ($p = 0.541$) ، مما ينسجم مع أغلب النماذج السابقة، مما يوضح أن الشركات توجّه العوائد الناتجة عن النمو إلى الاستثمار بدل التوزيع.

توضح نتائج هذا النموذج أن الشركات غير المقيدة ماليًا خلال الفترات المستقرة تتخذ قرارات توزيع الأرباح بناءً على مزيج من الربحية وتغطية الالتزامات المالية، دون الاعتماد على تاريخ التوزيع السابق أو النمو التشغيلي، وهذا يعكس اعتمادها على نموذج توزيعي مرن واستراتيجي، يستند إلى مؤشرات الأداء المالي المباشر بدلًا من الالتزام بسياسات توزيعية جامدة. كما أن سلوكها ينسجم مع أدبيات الحوكمة القوية والشفافية المالية التي تُميز الشركات الكبرى. (مرهج و قلاب، 2019؛ Thuy et al, 2022 ;Njoku et al, 2024)

ثانيا: اختبار الفرضيات

أظهر تحليل النماذج القياسية عن نتائج متباينة عكست اختلاف المحددات بين الشركات المقيدة ماليًا وتلك غير المقيدة، كما أبرزت دور المناخ الاقتصادي في إعادة تشكيل سلوك التوزيع، أكدت النتائج أن الفرضية الأولى (H1) الخاصة بأثر التوزيع السابق على القرارات الحالية مقبولة فقط في الشركات غير المقيدة ماليًا، وهو ما يعكس التزام هذه الشركات بسياسات توزيعية مستقرة مدعومة بمرونتها التمويلية، في حين غاب هذا الأثر لدى الشركات المقيدة التي اضطرت إلى التكيف مع قيودها التمويلية بعيدًا عن نمط التوزيع التراكمي. أما الفرضية الثانية (H2) ، التي تفترض وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي وسياسة التوزيع، ظهرت صحيحة في الشركات غير المقيدة ماليًا فقط، مما يدل على أن حتى الشركات ذات الأوضاع الجيدة لا تغفل عن مخاطر ارتفاع مستويات الدين عند اتخاذ قراراتها التوزيعية.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

علاوة على ذلك دعمت النتائج الفرضية الثالثة (H3) التي نصت على أن القيود المالية تؤدي إلى تقليص التوزيع بغرض الحفاظ على السيولة، وهو ما برز بوضوح في حالة الشركات المقيدة ماليًا، بينما لم يظهر أثر معنوي للجائحة (COVID-19) في مجمل العينة، مما يجعل الفرضية الرابعة (H4) مقبولة.

النتائج أظهرت أن الرفع المالي قد يتحول إلى مؤشر إيجابي خلال الأزمات بالنسبة للشركات المقيدة، حيث استخدم كأداة لتعزيز الثقة، وهو ما ينسجم مع الفرضية الخامسة (H5)، وتم قبول الفرضية السادسة (H6) التي تفترض تغير محددات التوزيع في الأزمات، حيث أصبحت السيولة وتغطية الفوائد محددات رئيسية بدلاً من الربحية أو التاريخ التوزيعي.

وبالنسبة للربحية (H7)، كان أثرها الإيجابي على التوزيع فقط في الشركات المقيدة ماليًا، بينما لم يكن لها تأثير معنوي في الشركات غير المقيدة، مما يعكس اختلاف أولويات الفئتين، كما أكدت النتائج بقوة الفرضية الثامنة (H8)، حيث تبين أن تغطية الفوائد (ICR) تمثل محددًا جوهريًا للتوزيع، خاصة في الشركات غير المقيدة، ختامًا مع الفرضية التاسعة (H9) والمتعلقة بأثر معدل نمو الإيرادات (RG) على كبح التوزيعات لصالح إعادة الاستثمار، رفضتها النتائج لعدم وجود دلالة إحصائية قوية تدعمها

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

جدول اختبار الفرضيات:

بناءً على ما سبق، يتضح أن اختبار الفرضيات عزز من وجهة الإطار النظري للدراسة، مع إبراز التباين بين سلوك الشركات وفقاً لدرجة القيود المالية والمناخ الاقتصادي، حيث أظهرت الشركات غير المقيدة ميلاً أكبر للحفاظ على استقرار التوزيعات، بينما أبدت الشركات المقيدة استجابات ظرفية مرهونة بالسيولة والأداء الآني، و يلخص الجدول الموالي تحت رقم 3-13 النتيجة العامة لكل فرضية.

الجدول رقم 3-13 جدول اختبار الفرضيات

الرقم	الفرضية	النتيجة العامة
H1	تتأثر توزيعات الأرباح بشكل إيجابي بالتوزيع السابق بما يعكس سياسة توزيع مستقرة.	مقبولة فقط في الشركات غير المقيدة
H2	يؤثر الرفع المالي سلباً على قرارات توزيع الأرباح.	مقبولة فقط في الشركات غير المقيدة
H3	تؤدي القيود المالية إلى تقليص توزيعات الأرباح للحفاظ على السيولة.	مقبولة
H4	لا تلعب جائحة COVID-19 دوراً معنوياً في التأثير على سياسة توزيع الأرباح.	مقبولة
H5	خلال الأزمات، قد يصبح الرفع المالي مؤشراً إيجابياً إذا استخدم لتعزيز الثقة.	مقبولة في الشركات المقيدة
H6	خلال الأزمات، تتغير محددات التوزيع وتصبح السيولة أولوية بدل الربحية أو التوزيع السابق.	مقبولة
H7	الربحية (ROA) تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.	مقبولة فقط في الشركات المقيدة
H8	تؤثر تغطية الفوائد (ICR) إيجابياً على توزيعات الأرباح.	مقبولة بقوة
H9	معدل نمو الإيرادات (RG) يثبط توزيعات الأرباح لصالح إعادة الاستثمار.	مرفوضة

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

خاتمة الفصل:

كرس هذا الفصل التحقيق التجريبي للمشكلة البحثية الأساسية: تقييم تأثير التمويل الخارجي والقيود المالية على سياسة توزيع الأرباح لدى الشركات المدرجة في بورصة ناسداك ضمن مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017-2024)، وقد تم الاعتماد على بيانات بانل، وتوظيف نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، إضافة إلى نموذج (Two-Step System GMM) لمعالجة إشكاليات التباطؤ الذاتي والتحيز الداخلي وضمان متانة النتائج، وسعى التحليل إلى اختبار الفرضيات، وتقديم النتائج رؤى دقيقة عديدة تؤكد الاطار النظري وتمتد إليه، كما تتحقق من المقترحات النظرية الأساسية.

توفر النتائج التجريبية تأكيداً قوياً للإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة: القيود المالية والرافعة الخارجية عوامل حاسمة في سلوك توزيعات الأرباح، حيث يدعم مؤشر (Whited & Wu, 2006)، والرافعة السالبة والمعنوية إحصائياً عبر العينة الكاملة (الجدول 3-6) الفرضيتين H2 و H3 بشكل قوي، يتوافق ذلك مع دراسة (Fazzari et al., 1988) و (Petersen, 1988) ومبادئ نظرية الترتيب الهرمي (Myers & Majluf, 1988) المتطرق إليها في الفصل الأول، تعطي الشركات التي تواجه تكاليف أعلى أو وصولاً محدوداً إلى أسواق رأس المال الخارجية سواء بسبب احتكاكات السوق أو أعباء الديون العالية الأولوية منطقياً للسيولة الداخلية، مما يحافظ على النقد من خلال تقليل توزيعات الأرباح، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسات سابقة في مراجعة الأدبيات، مثل (العلي، 2022) حول الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان، التي سجلت علاقة سالبة بين مستويات الديون والأرباح، كما تعكس نتائج دراسات دولية مثل (Li & Roberts, 2023)، الذين وجدوا أن الشركات المقيدة مالياً في نيوزيلندا تميل نحو سياسات صفر رافعة للحفاظ على المرونة المالية.

كما يكشف التحليل المفكك حسب حالة القيود المالية والفترة الزمنية (الجدول 3-7 إلى 3-12) عن واقع أكثر تعقيداً ومشروطاً، وهو مساهمة رئيسية لهذه الدراسة، تُميّز النتائج بوضوح بين سلوك التوزيع للشركات المقيدة مالياً مقابل غير المقيدة.

بالنسبة للشركات غير المقيدة، يؤكد معامل المتغير المتأخر للتوزيع (L.Payout) الإيجابي والمعنوي في نموذج GMM (الجدول 3-8) الفرضية H1، ويقدم دليلاً قوياً على سلوك تمهيد الأرباح، كما نظر إليه (Lintner, 1956) ودعمه

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

في ذلك الطرح دراسات لاحقة مثل (Njoku & Lee, 2024) ودراسة (مرهج وقلاب، 2019)، حيث تمتلك هذه الشركات الاستقرار المالي للالتزام بسياسة توزيع أرباح طويلة الأمد مستقرة، وتتأثر قراراتها أيضاً بشكل معنوي بقدرتها على خدمة الديون (ICR)، هذا ما يتوافق مع نظرية التوازن (Jensen, 1986)، ما يشير للقدرة السليمة على تغطية الفوائد إلى للفجوة المالية اللازمة لاستدامة التوزيعات.

بشكل ملحوظ، لم تكن الربحية (ROA) محركاً معنوياً لهذه المجموعة في النموذج الديناميكي، مما يشير إلى أن الأرباح بالنسبة لهذه الشركات العملاقة والغنية بالنقد هي التزام استراتيجي وليست وظيفة بسيطة، يتوافق ذلك مع نتائج دراسات مثل (السيد، 2017) و (Hasan et al., 2024)، من خلال إظهار أن الرابط بين الربحية والأرباح مشروط بمرونة الشركة المالية.

على النقيض، تُظهر الشركات المقيدة مالياً منطقاً مختلفاً جذرياً، غياب التأثير المتأخر المعنوي للتوزيع (رفض الفرضية H1 هذه العينة الفرعية يشير إلى انقطاع عن الأنماط التاريخية؛ قرارات أرباحها، موجهة بالواقع المالي الفوري، حيث تبرز الربحية (ROA) وقدرة تغطية الفوائد (ICR) كمحركين إيجابيين ومعنويين (الجدول 3-7)، ويدعم ذلك الفرضية H7 ويتوافق مع نظرية الإشارة (Miller & Rock, 1985)، بالنسبة لشركة مقيدة، يُعد اندفاع الربحية أو تحسن القدرة على تلبية الالتزامات إشارة قوية قد تختار الإدارة إيصالها إلى سوق متذبذب من خلال بدء أو زيادة الأرباح، هذا الاستخدام الاستراتيجي للأرباح لبناء المصداقية في وجه الصعوبات هو رؤية رئيسية، تتردد مع نتائج (Falavigna & Ippoliti, 2021) حول الشركات الصغيرة والمتوسطة الإيطالية وحجج (Miller & Rock, 1985) حول المعلومات غير المتكافئة.

يوفر تحليل فترة جائحة كوفيد-19 (2020-2021) اختباراً فريداً للضغط، مؤكداً الفرضية H6 ويكشف عن تحول عميق في محركات التوزيع أثناء صدمة خارجية، يدعم معامل الرافعة الإيجابي والمعنوي في نموذج الشركات المقيدة أثناء الأزمة (الجدول 3-9) الفرضية H5 تشير هذه النتيجة المضادة للبديهية إلى أن في أزمة نظامية، قد تحافظ الشركات المثقلة بالديون على الأرباح ليس من قوة مالية، بل كإشارة بائسة للحيوية لمنع انهيار ثقة المستثمرين وتحمّد كامل في الوصول إلى رأس المال، يتوافق ذلك مع منظور نظرية الوكالة (Jensen, 1986)، حيث يمكن أن يكون الحفاظ على الأرباح آلية لضمان أصحاب المصلحة، أما بالنسبة للشركات غير المقيدة أثناء الجائحة (الجدول 3-10)، فقد كان المحرك الوحيد المعنوي هو

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

نسبة تغطية الفوائد (ICR) ، مؤكداً أن حتى أقوى الشركات أعطت الأولوية للسيولة وقدرة خدمة الديون على الربحية أو الأنماط التاريخية، وهي نتيجة تتوافق مع (Thuy et al., 2022) حول تأثير الجائحة على احتياجات التمويل الخارجي في فيتنام.

في الختام، تُظهر نتائج هذا الفصل أن العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح ليست أحادية الشكل أو جامدة، بل تتسم بتعقيد سياقي واضح، وتؤكد هذه النتائج الفرضيتين الرئيسيتين H2 و H3، حيث تعمل الرافعة المالية والقيود المالية كعوامل مقيدة ذات دلالة إحصائية قوية على توزيعات الأرباح.

ومع ذلك، تُمثّل مساهمة هذا البحث امتداداً هاماً للأدبيات الموجودة من خلال إثبات الطابع السياقي العالي لهذا التأثير:

- الاستقرار المتوقع بنموذج لينتير (H1) يُعدّ رفاهية خاصة بالشركات غير المقيدة مالياً.
 - الإشارة عبر الأرباح (H7)، (H8) تتحول إلى أداة استراتيجية حيوية للشركات المقيدة مالياً.
- تُبيّن الصدمات الخارجية، مثل جائحة كوفيد-19، قدرة هذه الديناميكيات على إعادة الصياغة المؤقتة، حيث تتقدم السيولة وقدرة التغطية (ICR) كأولوية عليا (H6) ، كما يُشير رفض الفرضية (H9) عدم دلالة نمو الإيرادات (RG) عبر معظم النماذج إلى أن قرارات التوزيع النقدي للشركات الناضجة ذات رأس المال الكبير تتأثر أساساً بهيكل رأس المال واحتياجات السيولة أكثر من النمو الإيرادات.

من خلال اختبار هذه الديناميكيات بشكل منهجي على مؤشر سوق متقدم رئيسي، يقدم هذا الفصل تحقّقاً تجريبياً قوياً للإطار النظري ويوفر فهماً مُصنّفاً يتجاوز نتائج الدراسات السابقة المركزة على أسواق فردية أو ناشئة.

وعليه، يمكن اعتبار أن نتائج هذا الفصل جاءت في مجملها متسقة مع الإطار النظري المعتمد، ومع جزء معتبر من الأدبيات السابقة، مع تقديم إضافة تطبيقية تتمثل في اختبار هذه العلاقة في سوق أمريكي متقدم، خلال فترة حديثة تضمنت صدمة عالمية، وباستخدام منهجية قياسية ديناميكية تعزز من موثوقية النتائج.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

وبذلك يكون هذا الفصل قد استكمل الجانب التطبيقي للدراسة، مما يمهد للانتقال إلى عرض الاستنتاجات العامة للدراسة، واستخلاص التوصيات النظرية والتطبيقية، واقتراح آفاق البحث المستقبلية.

جاءتكم
الجنة
حارة

خاتمة

تناولنا في هذه الدراسة موضوعاً حيوياً في مجال المالية المعاصرة، يتمثل في العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية، مع تطبيق عملي على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة (2017-2024). وتأتي أهمية هذه الدراسة من كونها لا تنحصر في البعد الأكاديمي المحض، وإنما تمتد إلى تقديم رؤى عملية لصانعي القرار المالي، المستثمرين، والهيئات التنظيمية، في ظل بيئة اقتصادية عالمية تتسم بدرجة عالية من التعقيد والتقلب.

انطلقت الأطروحة من خلفية نظرية غنية أبرزت التباين الكبير الذي أظهرته الأدبيات السابقة بشأن طبيعة العلاقة بين التمويل الخارجي والتوزيعات النقدية، فمنذ دراسة (Lintner, 1956) التي أوضحت ميل الشركات إلى استقرار سياسات توزيعاتها، مروراً بدراسة (Miller & Rock, 1985) التي أبرزت دور التوزيعات كإشارات للسوق في ظل عدم تماثل المعلومات، وصولاً إلى الأدبيات الحديثة، يتضح أن هذه العلاقة ليست خطية أو بسيطة، بل تتأثر بمحددات مؤسسية وهيكلية مثل الحوكمة، القيود المالية، وديناميكيات السوق

نتائج الدراسة

أظهرت النتائج التطبيقية المستخلصة من التحليل الإحصائي لبيانات 100 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq-100®، أن التوزيعات السابقة كانت عاملاً مؤثراً بشكل معنوي في تحديد توزيعات الأرباح اللاحقة، مما يعزز فرضية "تثبيت سياسة التوزيع" التي تدعمها النماذج الكلاسيكية، كما بينت النتائج أن نسبة الدين كان لها أثر سلبي ومعنوي على قرارات التوزيع، مما يعكس أن الشركات المثقلة بالديون تفضل الاحتفاظ بالأرباح لتقوية مراكزها المالية بدلاً من توزيعها، وهو ما يتماشى مع فرضية المقايضة (Trade-off Theory).

في المقابل، أظهر مؤشر القيود المالية (WW) تأثيراً سلبياً قوياً ومعنوياً على توزيعات الأرباح، مؤكداً أن الشركات المقيدة مالياً أكثر ميلاً للاحتفاظ بأرباحها لتمويل احتياجاتها التشغيلية والاستثمارية، هذه النتيجة

تنسجم مع ما توصلت إليه أدبيات مثل (Pierce, 2010 ; Wu & Whited, 2006) التي ربطت محدودية الوصول إلى التمويل الخارجي بتقليص التوزيعات، أما بالنسبة إلى المتغيرات الأخرى مثل العائد على الأصول (ROA)، معدل نمو الإيرادات (RG)، ونسبة تغطية الفوائد (ICR)، فقد أظهرت نتائج غير معنوية إحصائياً في النموذج الكلي، وإن كانت بعض المؤشرات قد عكست أثراً قطاعياً متفاوتاً، خصوصاً في حالة الشركات ذات الأداء الربحي العالي أو النمو السريع

أما فيما يخص الأزمات، فإن جائحة كوفيد-19 لم يكن لها أثر معنوي مباشر في تفسير سلوك التوزيعات، وهو ما قد يعكس تفاوتاً قطاعياً في استجابة الشركات؛ فبينما اضطرت بعض الشركات لتعليق أو تخفيض توزيعاتها حفاظاً على السيولة، واصلت أخرى سياسات توزيعات مستقرة باعتبارها أداة للحفاظ على ثقة المستثمرين، هذه النتيجة تتماشى مع دراسات مثل (Thuy et al, 2022) التي أبرزت أن أثر الأزمات يختلف باختلاف طبيعة النشاط ومستوى مرونة الهياكل المالية للشركات

يمكن القول إن الدراسة الحالية قدمت إسهاماً علمياً مزدوجاً: فمن جهة، اختبرت صلاحية النظريات المالية التقليدية مثل فرضية الإشارة (Signaling Theory) وفرضية المقايضة (Trade-off Theory) في بيئة معاصرة معقدة، ومن جهة أخرى، سلطت الضوء على التفاعل الديناميكي بين التمويل الخارجي والقيود المالية وسياسة التوزيع في سوق عالمي رائد مثل ناسداك.

وتتجلى الأهمية العملية لهذه الدراسة في أنها توفر إطاراً يمكن من خلاله لمديري الشركات صياغة سياسات توزيعات أكثر مرونة تأخذ بعين الاعتبار مستوى القيود التمويلية والظروف السوقية، كما تساعد المستثمرين على فهم أعمق لكيفية تفاعل السياسات التوزيعية مع ظروف التمويل، بما يمكنهم من اتخاذ قرارات أكثر رشداً، خاصة في القطاعات التقنية ذات النمو المتسارع، كما تقدم للهيئات الرقابية مؤشرات عملية يمكن أن تساهم في صياغة أطر تنظيمية أكثر توازناً تراعي خصوصية القيود التمويلية وتضمن استقرار أسواق رأس المال.

الاقتراحات:

على ضوء ما سبق من طرح اطار نظري وتحليل ميداني، من المنتظر أن تساهم نتائج هذه الأطروحة في تقديم توصيات عملية حول كيفية تبني سياسات توزيعات أكثر مرونة تراعي مستوى القيود التمويلية وتعزز من ثقة المستثمرين، وتساعد المخرجات في توجيه المستثمرين نحو فهم أعمق لسلوك الشركات التوزيعي في ظل ضغوط التمويل الخارجي، فضلاً عن إمداد الهيئات التنظيمية وصانعي القرار بمؤشرات عملية لتطوير أطر تنظيمية توازن بين حماية المستثمرين وضمان استقرار الأسواق المالية.

1- توصي النتائج بضرورة تبني سياسات تمويلية أكثر مرونة للشركات التي تواجه قيوداً مالية مرتفعة، وذلك عبر تنويع مصادر التمويل الخارجي، وتخفيف الاعتماد المفرط على الدين قصير الأجل، بما يتيح للشركات الحفاظ على سياسة توزيع أرباح أكثر استقراراً دون التأثير سلباً على سيولتها التشغيلية، حيث يمكن تحقيق ذلك من خلال إصدار أدوات تمويل هجينة مثل السندات القابلة للتحويل أو تمويلات الأسهم الممتازة.

2- أظهرت الدراسة وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيود المالية (WW) ونسبة توزيعات الأرباح، وعليه يُوصى المديرون الماليون باعتماد مؤشرات القيود المالية كمدخل أساسي في تقييم قدرة الشركات على توزيع الأرباح، بما يضمن توازناً بين الحفاظ على الاستدامة المالية وإرضاء المساهمين.

3- أثبت نموذج GMM الديناميكي أن التوزيعات السابقة تؤثر بشكل كبير في قرارات التوزيع اللاحقة لدى الشركات غير المقيدة مالياً، بينما تغيب هذه العلاقة في الشركات المقيدة، لذا يُقترح تطوير نماذج داخلية للتوزيعات قائمة على “المرونة المشروطة (Conditional Payout Flexibility)”، بحيث تتغير التوزيعات تبعاً لتقلبات التدفقات النقدية، ومستوى المديونية، ودرجات القيود التمويلية.

4- بما أن الرفع المالي أظهر تأثيراً سلباً على توزيعات الأرباح عبر مختلف النماذج، يُوصى بتبني مبدأ “التمويل الداخلي أولاً” وفقاً لنظرية الترتيب الهرمي (Pecking Order Theory)، على أن

يُستخدم التمويل الخارجي فقط في الحالات التي تكون فيها تكلفة رأس المال أقل من العائد المتوقع على الاستثمار.

5- لتقليل أثر القيود المالية، يُستحسن أن تعزز الشركات مستوى الشفافية في تقاريرها المالية، لاسيما الإفصاح عن مخاطر السيولة، وهيكل رأس المال، وسياسات توزيع الأرباح المستقبلية، إذ يساهم ذلك في خفض درجة عدم التماثل المعلوماتي (Asymmetric Information) ويقلل تكلفة التمويل الخارجي.

6- تشير النتائج إلى أن القيود التمويلية تؤثر سلبًا على سلوك التوزيع، لذلك يُنصح بدعم تطوير أدوات تمويل بديلة موجهة للشركات ذات القيود المرتفعة، مثل منصات الإقراض المؤسسي أو الصناديق المخصصة للشركات المبتكرة، ما يخفف الضغط على السيولة ويضمن استدامة سياسات التوزيع.

7- بالنظر إلى الاتجاهات الحديثة في الأسواق الأمريكية حيث تميل الشركات إلى إعادة شراء الأسهم بدلاً من التوزيع النقدي، تقترح الدراسة اعتماد سياسات تحفيزية لتحقيق التوازن بين الطريقتين، لضمان استقرار تدفقات الدخل للمستثمرين وحماية حقوق المساهمين على المدى الطويل. كشفت النتائج أن متغير جائحة (COVID-19) لم يكن ذا دلالة قوية، لكنه يمثل نموذجًا لصدمات خارجية محتملة، لذلك توصي الدراسة بدمج مؤشرات الصدمات الاقتصادية والصحية في التقديرات المستقبلية لسياسات التوزيع، خصوصًا في ظل هشاشة بعض القطاعات أمام الأزمات الدورية.

8- من أجل مواجهة فترات الانكماش أو ارتفاع القيود التمويلية، يُستحسن أن تعتمد الشركات سياسة “الاحتياطي التوزيعي المرن”، التي تسمح بتكوين محصنات من الأرباح في الفترات الجيدة تُستخدم لاحقًا لتثبيت توزيعات الأرباح في الفترات الحرجة، بما يعزز الثقة لدى المستثمرين.

9- يُنصح بإجراء دراسات مقارنة مستقبلية بين القطاعات (التكنولوجيا، الرعاية الصحية، الاستهلاك، الاتصالات) لتحديد مدى اختلاف تأثير القيود المالية على سياسة التوزيع، إذ أظهرت النتائج الأولية وجود تباينات محتملة في الاستجابة للأزمات التمويلية بين القطاعات.

- 10- توصي الدراسة بإضافة المتغيرات السلوكية (مثل توجهات الإدارة، أو مستوى التفاؤل الإداري، أو حوكمة مجلس الإدارة) في النماذج القياسية المستقبلية، لقياس الأثر النفسي والتنظيمي على القرارات التوزيعية، بما يتماشى مع الاتجاهات الحديثة في التمويل السلوكي.
- 11- يمكن توسيع التحليل ليشمل مؤشرات دولية أخرى لمقارنة تأثيرات القيود التمويلية في بيئات اقتصادية مختلفة، بالإضافة إلى تمديد الفترة الزمنية لتشمل العقد القادم، لمراقبة التحولات في سياسات التوزيع في ظل التطور التكنولوجي والذكاء الاصطناعي في الأسواق المالية.
- 12- توصي الدراسة بتطوير نماذج تحليلية تدمج بين مؤشرات الحوكمة المؤسسية ومؤشرات القيود المالية، لقياس مدى قدرة نظم الحوكمة الجيدة على تخفيف القيود التمويلية وتحسين سياسات التوزيع.

آفاق الدراسة

على صعيد آفاق البحث المستقبلية، فإن هذه الدراسة تفتح آفاقاً علمية واسعة للباحثين المهتمين بمجال التمويل المؤسسي وسياسات التوزيع في ظل القيود التمويلية، لاسيما في البيئات الاقتصادية المتقدمة، إذ إن ما توصلت إليه النتائج الحالية يشير إلى أن العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح ليست علاقة خطية ثابتة، بل ديناميكية ومعقدة تتأثر بعوامل هيكلية وسلوكية وسياقية متعددة.

انطلاقاً من ذلك، يمكن تحديد مجموعة من الاتجاهات البحثية المستقبلية التي من شأنها توسيع نطاق الفهم النظري والتطبيقي لهذا الموضوع:

- 1- يُمكن تعميم النموذج الحالي من خلال تطبيقه على عينات مماثلة من الشركات المدرجة في مؤشرات مالية عالمية أخرى مثل **S&P 500** أو **FTSE 100** أو **Nikkei 225**، بما يسمح بإجراء مقارنات دولية بين الأسواق المتقدمة والناشئة في كيفية تفاعل التمويل الخارجي مع القيود المالية وسياسات التوزيع، من شأن هذه المقارنات أن تُبرز الفروق الهيكلية في الأنظمة المالية ومستوى تطور أسواق رأس المال وتأثيرها على استدامة التوزيعات.

2- نظراً لهيمنة الشركات التكنولوجية في مؤشر Nasdaq-100®، يمكن في الدراسات اللاحقة إدخال البعد القطاعي كمتغير تفاعلي ضمن النموذج القياسي، لقياس ما إذا كانت القطاعات ذات الكثافة الابتكارية العالية (كالتكنولوجيا والذكاء الاصطناعي) تتبع أنماطاً مختلفة في التوزيع مقارنة بالقطاعات التقليدية، كما يمكن تحليل دور الإنفاق على البحث والتطوير (R&D) في تخفيف أو تعميق أثر القيود التمويلية على القرارات التوزيعية.

3- تُعد الحوكمة عاملاً جوهرياً في تفسير كيفية استجابة الشركات للقيود المالية، لذلك يُقترح في الأبحاث المستقبلية توسيع النموذج ليشمل مؤشرات جودة الحوكمة، ودرجة استقلالية مجلس الإدارة، وتركيز الملكية المؤسسية، لفحص ما إذا كانت الحوكمة الجيدة تقلل من حدة أثر القيود التمويلية وتدعم استقرار سياسة توزيع الأرباح.

4- تشير الأدبيات الحديثة في التمويل السلوكي إلى أن توجهات المديرين الماليين ومستوى تفاؤهم أو نفورهم من المخاطر قد تؤثر على القرارات التمويلية والتوزيعية بنفس القدر الذي تؤثر به المؤشرات الكمية، عليه يُستحسن أن تتناول الدراسات المستقبلية هذه الأبعاد عبر أدوات تحليل نوعية أو مقاييس سلوكية كمية لتعميق الفهم حول القرارات غير الرشيدة في ظل القيود التمويلية.

5- مع تزايد الاهتمام العالمي بمعايير الاستدامة، يمكن أن تشكل دراسات المستقبل مجالاً خصباً لتحليل أثر التزامات الشركات بالمعايير البيئية والاجتماعية والحوكومية على سياسات توزيع الأرباح، خاصة أن الامتثال لمعايير ESG قد يؤثر على توافر التمويل الخارجي وبالتالي على قدرة الشركات على توزيع الأرباح بشكل مستدام.

إن الآفاق المستقبلية المقترحة لا تسعى فقط إلى توسيع نطاق الدراسة الحالية، بل إلى إعادة صياغة العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسات توزيع الأرباح في ظل عالم مالي متغير، تتداخل فيه القيود التمويلية مع التكنولوجيا والحوكمة والذكاء الاصطناعي، ومن ثم فإن تطوير هذا الخط البحثي سيسهم في بناء نموذج أكثر تكاملاً وواقعية لسلوك الشركات المالية الكبرى، ويعزز قدرة الباحثين وصناع القرار على فهم وتوجيه سياسات التوزيع بما يخدم الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي طويل الأجل.

ختاماً، من خلال تناولها موضوع التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية بمنهجية تحليلية دقيقة، وبتطبيق عملي على عينة من كبريات الشركات العالمية، وتفتح آفاقاً بحثية مستقبلية تتعلق بمدى تأثير الابتكارات المالية، التحولات الرقمية، والسياسات الاقتصادية الكلية على قرارات التوزيع في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء، وكذلك يرسم ملامح برنامج بحثي أوسع يمكن أن يُثري الأدبيات المالية.

الملاح

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أولا: الكتب

(1) عيسى بدروني، حمزة غري، و مصطفى قمان، (2020)، "سياسة توزيع الأرباح". مصر: دار حميثرا للنشر.

ISBN: 978-977-6723-26-9

https://www.researchgate.net/publication/341408482_syast_twzy_alarbah

(2) الحسيناوي، صلاح سالم، (2017)، "الإدارة المالية الحديثة"، (الطبعة 1)، جامعة القادسية - كلية الإدارة

والاقتصاد <https://www.scribd.com/document/850121991>

(3) الأنصاري، أسامة عبد الخالق ، الجزيري، خيرى على ، وأبو ناعم، عبد الحميد مصطفى، (1999)،

"أساسيات التمويل"، كلية التجارة-جامعة القاهرة. I.S.B.N/977-223-327-4-7-4

<https://www.scribd.com/document/567999108>

(4) الحسناوي، سالم صلال راهي، (2017)، "الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية"، (الطبعة 1)، القاهرة،

مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، I.S.B.N 978-977-477-171-5

(5) الميداني، محمد أيمن عزت، (2015)، "الإدارة التمويلية في الشركات" (الإصدار 3)، العبيكان للنشر.

I.S.B.N 6035037895, 9786035037891

<https://books.google.dz/books?id=41NWCgAAQBAJ>

ثانيا: المجلات والدوريات:

(6) العدل، أحمد سمير ، وعبد العليم، محمد محمود ، (يوليو 2023)، "تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات

أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري"، مجلة البحوث الإدارية، مجلد 41،

الصفحات 1-30. doi: 10.21608/jso.2024.261386.1243

- (7) عبد الستار، اسلام عادل ، (2024)، "أثر الرافعة المالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية: دراسة تطبيقية"، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، مج 8، ع 3، الصفحات، 268-213. <https://search.emarefa.net/detail/BIM-1606473>
- (8) بجيت، م، (2019)، "العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في البورصة المصرية خلال الفترة من 2012 حتى 2017"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مجلد 10، 858-819، <http://search.mandumah.com/Record/981574>
- (9) بريش، عبد القادر، وبدروني عيسى ، (2013)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية، 5، الصفحات 22-12. تم الاسترداد من <https://asjp.cerist.dz/en/article/73513>
- (10) عمار خيرى، (12، 2022)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية - دراسة تحليلية لنماذج توزيع الأرباح"، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، مجلد 6، الصفحات 35-52، <https://asjp.cerist.dz/en/article/207954>
- (11) الداوي، خيرة، غريب، بولرباح، وخويلد، ابراهيم ، (2021)، "تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)"، مجلة المؤسسة، مجلد 10، 153-163.
- (12) السيد، رشا محمد زغلول، (2017)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مج 8، ع 3 (sup)، الصفحات 333-310. <https://search.emarefa.net/detail/BIM-1081865>

- 13) مصطفى، سامح عبد السلام ، زين الدين، علي نبوي علي، هندي، نصر الدين علي محمد علي ، وكمال الدين، بهاء الدين فوزي، (12, 2018)، "العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي للشركة في إطار نظريتي الوكالة والاشارة: دراسة تحليلية"، المجلة العلمية-كلية التجارة، 38، الصفحات 113-146،
doi: 10.21608/sjcf.2018.227773
- 14) موصو سراح، (10, 2022)، "دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر *S&p100*"، مجلة مجاميع المعرفة، مجلد 8، 55-70 .
<https://asjp.cerist.dz/en/article/204606>
- 15) لقمان، ح & دادن، ع، (مارس 2021)، "القيود المالية وأثرها على استثمارات الشركات الجزائرية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الجزائرية خلال الفترة 2012-2012"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، مجلد 8، 191-204 .
<https://asjp.cerist.dz/en/article/172552>
- 16) عطية، متولي السيد متولي ، (سبتمبر 2021)، "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية"، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية- قسم المحاسبة و المراجعة، المجلد 4، الصفحات 475-513 .
<https://www.asjp.cerist.dz/en/article/177198>
- 17) محمد، محمد جاسم ، والبدران، عبدالحالق ياسين زاير ، (جوان 2019)، "أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة في ظل القيود المالية: دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة (2008-2016)"، مجلة الأقتصادي الخليجي، الصفحات 93 - 136.
doi:10.33762/1287-000-041-004
- 18) مرهج، منذر عبدالكريم ، فلاب، فارس حلمي ،(01-2021)، تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين -

سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية , مجلد 43 الصفحات 581 – 551 .

<https://political-encyclopedia.org/library/5619>

(19) مرهج، منذر عبدالكريم ، فلاب، فارس حلمي ، (01-2019)، "تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع

الأرباح (بالتطبيق على سوقي دمشق وعمان للأوراق المالية)"، مجلة جامعة تشرين - سلسلة العلوم

الاقتصادية والقانونية، 3، 93-119 <https://political-encyclopedia.org/library/5273>

(20) محمدي، سناء ماهر مسعود ، (مايو 2021)، "أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع

الأرباح وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية

للبحوث المحاسبية، مجلد 5، العدد 2 الصفحات 1-58. <http://search.mandumah.com/Record/1207738>

(21) يوسف، ناجي نجيب، الزهيري، أحمد خليل عبدالحال، و الدسوقي، فاطمة محمود إبراهيم ، (2022)،

"العلاقة بين القيود المالية وتكلفة حقوق الملكية في شركات المساهمة المصرية: دراسة إختبارية"، مجلة

البحوث التجارية، مج44، ع1 ، 178 - 206،

<http://search.mandumah.com/Record/1233520>

(22) يوسف، عاشور، بن عمور، سمير، شروقي، زين الدين، (12, 2021)، "أثر الخصائص المالية على سياسة

توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية (عينة من البنوك العمومية والخاصة)"، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي،

مجلد 18، 255-277 ، <https://asjp.cerist.dz/en/article/172769>

ثالثا الرسائل العلمية:

(23) عريقات، أماني محمود يوسف ، (01, 2024)، "أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح والقيمة

السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين" (رسالة ماجستير)، القدس-فلسطين، عمادة الدراسات العليا

جامعة القدس. <https://dspace.alquds.edu/handle/20.500.12213/9109>

- 24) بن الضب، علي، (2009)، "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة" (رسالة ماجستير)، ورقلة- الجزائر، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح.
- 25) الخليلي، سماح محمد نور ذيب، و إدريس، محمد إبراهيم، (2023)، "أثر الرفع المالي في العلاقة بين توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان" (رسالة ماجستير)، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، عمان-الأردن، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة.
<http://search.mandumah.com/Record/1587358>
- 26) العلي، أمة الله محمد بحيري، و الرقيبات، غازي عبدالمجيد سهو، (2022, 01)، "أثر الهيكل الأمثل لرأس المال على توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في بورصة عمان"، (رسالة ماجستير)، كلية الأعمال، عمان-الأردن، جامعة آل البيت.
<http://search.mandumah.com/Record/1253215>
- 27) قريني، وردة، (17, 04, 2024)، "أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي"، قالمة، الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي قالمة، (أطروحة دكتوراة).
<http://dspace.univ-guelma.dz/jspui/handle/123456789/15859>

المراجع باللغة الأجنبية:

First: BOOKS

- 1) Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data* (3rd ed., pp. 243–250). John Wiley & Sons.
- 2) Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- 3) Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory & practice* (15th ed.). Cengage Learning.
- 4) Fabozzi, F. J. (2015). *Handbook of structured financial products*. Wiley Finance.

- 5) Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed., pp. 339–351). McGraw-Hill.
- 6) Studenmund, A. H. (2017). *Using econometrics: A practical guide* (7th ed., pp. 260–268). Pearson.
- 7) Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed., pp. 408–411). MIT Press.

Second: Journald and Periodicals

- 8) "An ADR is a negotiable certificate that evidences an ownership interest in American Depositary Shares" (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012, p. 1)
- 9) Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C. (2021). *Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy*. The Review of Financial Studies, 34(3), 1388–1431. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa114>
- 10) Agung, G., Hasnawati, S., & Huzaimah, R. (2021, January 31). *The Effect of Investment Decision, Financing Decision, Dividend Policy on Firm Value* . Jurnal Bisnis Dan Manajemen (JBM), 17(1), pp. 1-12. doi: <https://doi.org/10.23960/jbm.v17i1.189>
- 11) Aharony, J., & Swary, I. (1980). *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis*. Journal of Finance, 35(1), 1–12. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb03466.x>
- 12) Akpadaka, O., Farouk, M., Dang, D., & Fodio, M. (2024). *Does Profitability Moderate the Relationship Between the Leverage and Dividend Policy of Manufacturing Firms in Nigeria and South Africa?* Journal of Risk and Financial Management, 17, p. 563. Retrieved from <https://doi.org/10.3390/jrfm17120563>
- 13) Alfianita , A., & Santosa, P. (2022). *Effect of Dividend Policy, Capital Structure, Profitability, and Growth on Firm Value*. Journal of Accounting Management and Economics Research (JAMER), 1, pp. 1-18. doi:10.33476/jamer.v1i1.3
- 14) Al-Khazali, O., & Zoubi, T. (2005). *Empirical testing of different alternative proxy measures for firm size*. Journal of Applied Business Research, 21(3), 79–90.
- 15) Al-Kuwari, D. (2009). *Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges: The case of GCC countries*. Global Economy & Finance Journal, 2(2), 38–63.
- 16) Allen, F., & Michaely, R. (2003). *Payout policy*. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 337–429). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01011-2](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01011-2)
- 17) Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). *The cash flow sensitivity of cash*. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>

- 18) Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2019). *What drives dividend smoothing? An international survey of the literature*. International Review of Financial Analysis, 61, 255–273.
- 19) Arellano, M., & Bond, S. (1991). *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations*. The Review of Economic Studies, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- 20) Asquith, P., & Mullins, D. W. (1983). *The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth*. Journal of Business, 56(1), 77–96. <https://doi.org/10.1086/296187>
- 21) Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). *Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms*. Financial Practice and Education, 10(1), 29–40.
- 22) Banyl, M. L., & Kahle, K. M. (2014). *Declining propensity to pay? A re-examination of the lifecycle theory of dividends*. Journal of Corporate Finance, 27, 345–366. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- 23) Bashir, Z., Rafique, Z., & Toor, K. (2022, march). *How do dynamic financing decisions explain the behavior of dividend payout policies?* Financial Internet Quarterly, 18(1), pp. 1-15. doi: <https://doi.org/10.2478/fiqf-2022-0001>
- 24) Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy*. Bell Journal of Economics, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- 25) Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). *Payout policy in the 21st century*. Journal of Financial Economics, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- 26) Brockman, P., & Unlu, E. (2009). *Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt*. Journal of Financial Economics, 92(2), 276–299.
- 27) Carreira, C., & Silva, F. (2013). *Do Size, Age and Dividend Policy Provide Useful Measures of Financing Constraints? New Evidence from a Panel of Portuguese Firms*. Estudos do GEMF, 26, pp. 1-38. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/gmf/wpaper/2013-26..html>
- 28) Chen, C., Shi, S., Song, X., & Zheng, S. (2021). *Financial constraints and cross-listing*. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 71, p. 101290. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101290>
- 29) Custódio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). *Why are US firms using more short-term debt?* Journal of Financial Economics, 108(1), 182–212. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.009>
- 30) Dai, Z., Shackelford, D., Zhang, H., & Chen, C. (2013). *Does Financial Constraint Affect the Relation between Shareholder Taxes and the Cost of Equity Capital?* The

- Accounting Review, 88, pp. 1603-1627. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/23525997>
- 31) DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2009). *Corporate payout policy. Foundations and Trends in Finance*, 3(2-3), 95-287. <https://doi.org/10.1561/05000000020>
 - 32) DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory*. Journal of Financial Economics, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
 - 33) Debrun, X., & Kinda, T. (2013). That squeezing feeling: *The interest burden and public debt stabilization* (IMF Working Paper No. WP/13/125). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/That-Squeezing-Feeling-The-Interest-Burden-and-Public-Debt-Stabilization-40589>
 - 34) Dyreng, S., & Markle, K. (2016). *The Effect of Financial Constraints on Income Shifting by U.S. Multinationals*. American Accounting Association, 91, pp. 1601-1627. doi: <http://www.jstor.org/stable/24907169>
 - 35) Easterbrook, F. H. (1984). *Two agency-cost explanations of dividends*. American Economic Review, 74(4), 650-659.
 - 36) Falavigna, G., & Ippoliti, R. (2021). *Financial Constraints and the Sustainability of Dividend Payout Policy*. Sustainability, 13, pp. 1-15. doi: <https://doi.org/10.3390/su13116334>
 - 37) Fama, E. F., & French, K. R. (2001). *Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?* Journal of Financial Economics, 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
 - 38) Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2015). *Do measures of financial constraints measure financial constraints?* The Review of Financial Studies. Advance Access published October 2, 2015. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv052>
 - 39) Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. (2017). *Payout policy*. Annual Review of Financial Economics, 9, 75-134.
 - 40) Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). *Financing constraints and corporate investment*. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1), 141-206. <https://doi.org/10.2307/2534426>
 - 41) Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure*. Journal of Financial Economics, 67(2), 217-248.
 - 42) Fu, L., Singhal, R., & Parkash, M. (2016). *Tobin's q ratio and firm performance*. International Research Journal of Applied Finance, 7(4), 1-20. <https://doi.org/10.0704/article-2>

- 43) Gordon, M. J. (1963). *Optimal investment and financing policy*. Journal of Finance, 18(2), 264–272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- 44) Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). *Are dividend changes a sign of firm maturity?* Journal of Business, 75(3), 387–424. <https://doi.org/10.1086/339889>
- 45) Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). *New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index*. Review of Financial Studies, 23(5), 1909–1940. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- 46) Hartono, J., Tinungki, G. M., & Widyaningrum, M. E. (2024). *Revisiting dividend policy in Indonesian green investment firms and associated market reaction: An in-depth analysis over crisis period*. International Journal of Energy Economics and Policy, 14(1), 135–147.
- 47) Hasan, F., Shafique, S., Das, B., & Shome, R. (2024). *R&D intensity and firms dividend policy: evidence from BRICS countries*. Journal of Applied Accounting Research, Emerald Group Publishing Limited, 23, pp. 846-862. doi:DOI: 10.1108/JAAR-02-2022-0027
- 48) He, Z., Chen, X., Huang, W., Pan, R., & Shi, J. (2016). *External finance and dividend policy: a twist by financial constraints*. Accounting and Finance, 56(4), 935-959. <https://doi.org/10.1111/acfi.12245>
- 49) Hermansyah, A. (2023). *The Effect of Dividend Policy on Corporate Financial Performance*. Journal of Contemporary Administration and Management, 1, pp. 5-8. doi: <https://doi.org/10.61100/adman.v1i1.2>
- 50) Hoghoghi, M., & Emamimibody, M. (2025). *The effect of Intensity of R&D, financial constraints and dividend distribution policy on the company value*. New Applied Studies in Management, Economics & Accounting, 8, pp. 49-60. Retrieved from <https://doi.org/10.22034/NASMEA.2025.197784>
- 51) Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. The American Economic Review, 76(2), 323–329.
- 52) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- 53) Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). *Do investment–cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?* Quarterly Journal of Economics, 112(1), 169–215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- 54) Kim, J., Yang, I., Yang, T., & Koveos, P. (2021). *The effect of Intensity of R&D, financial constraints and dividend distribution policy on the company value*. Finance Research Letters, 40(101802), pp. 1-12. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101802>

- 55) Kim, S., & Lee, E. (2008, 08). *Corporate governance and dividend policy under external financing constraints and agency problems*. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 37. Retrieved from <https://repository.hanyang.ac.kr/handle/20.500.11754/104936>
- 56) Kim, W., & Weisbach, M. S. (2008). *Motivations for public equity offers: An international perspective*. Journal of Financial Economics, 87(2), 281–307. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.010>
- 57) Koh K(R.). *Revisiting the investment anomaly: Financing constraints or limits-to-arbitrage?*. Rev Financ Econ. 2020; 38: 655–673. <https://doi.org/10.1002/rfe.1098>
- 58) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). *Agency problems and dividend policies around the world*. Journal of Finance, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- 59) 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(01\)00098-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(01)00098-7)
- 60) Lewis, C. M., Rogalski, R. J., & Seward, J. K. (2003). *Industry conditions, growth opportunities and market reactions to convertible debt financing decisions*. Journal of Banking & Finance, 27(1), 153–181. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00219-8](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00219-8)
- 61) Li, M., & Roberts, H. (2023). *Zero leverage and dividend policy*. Finance Research Letters, 58(ISSN 1544-6123), pp. 1-9. Doi : <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104430>
- 62) Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. American Economic Review, 46(2), 97–113.
- 63) Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices, and supply of capital to corporations. Review of Economics and Statistics, 44(3), 243–269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- 64) Loughran, T., & Ritter, J. R. (1997). *The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings*. Journal of Finance, 52(5), 1823–1850.
- 65) Mackintosh, P. (2025, January 31). Nasdaq-100 Index® celebrates 40 years of innovation. Nasdaq. <https://www.nasdaq.com/articles/nasdaq-100-indexr-celebrates-40-years-innovation>
- 66) Mackintosh, P., & Normyle, M. (2024, December 20, 12:45 p.m. EST). *Goldilocks economy faces uncertainty in 2025*. Nasdaq. <https://www.nasdaq.com/articles/goldilocks-economy-faces-uncertainty-2025>
- 67) Miller, M. H., & Rock, K. (1985). *Dividend policy under asymmetric information*. Journal of Finance, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- 68) Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*. American Economic Review, 53(3), 433–443.
- 69) Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. Journal of Finance, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

- 70) Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- 71) Nguyen, H., & Tran, T. (2020). *Dividend policy during financial crises: A comparison across sectors*. *Dividend Policy and Crisis*, 1–18. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3728030>
- 72) Njoku, O., & Lee, Y. (2024). *Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market*. *International Journal of Financial Studies*, 12, pp. 1-35. doi: <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>
- 73) Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1985). *The economic effects of dividend taxation*. In *E. I. Altman & M. G. Subrahmanyam (Eds.), Recent advances in corporate finance* (pp. 227–284). Richard D. Irwin.
- 74) Raed, K. (2020, October). *Dividend Policy and Companies' Financial Performance*. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 7, pp. 531–541. doi:10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.531
- 75) Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). *Feverish stock price reactions to COVID-19*. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- 76) Rashid, A., & Jabeen, N. (2018). *Financial frictions and the cash flow – external financing sensitivity: evidence from a panel of Pakistani firms*. *Financ Innov*, 4, pp. 1-20. doi: <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0100-6>
- 77) Roodman, D. (2009). *A note on the theme of too many instruments*. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135–158. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>
- 78) Ross, S. A. (1977). *The determination of financial structure: The incentive-signalling approach*. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- 79) Rozeff, M. S. (1982). *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- 80) Saeed, A., & Nadeem, M. (2022). *Corporate governance, financial constraints, and dividend policy: Evidence from Pakistan*. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(2), 241–262. <https://doi.org/10.1108/JFEP-03-2021-0075>
- 81) Sari, P., Hermuningsih, S., Hidayat, R., & Rahmawati, A. (2024). *Determinant of Financial Flexibility: Internal Funding, External Funding, and Moderating of Investment Firms Listed in Indonesia Stock Exchange*. *International journal of economics and management review*, 2, pp. 36-48. Retrieved from <https://doi.org/10.58765/ijemr.v2i3.203>

- 82) Sharawi, H. (2023). *How Does Capital Structure Moderate the Relationship Between Dividend Policy and Firm Performance in Egypt?* Alexandria Journal of Accounting Research, 7, pp. 89-130. doi:doi: 10.21608/aljalexu.2023.320481
- 83) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- 84) Simamora, H., & Hidayat, R. (2025). *The Effect Of Firm Size, Managerial Ownership, Capital Structur, and Dividend Policy On Financial Perfomance*. Azzukhruf : Journal of Accounting and Finance, 1, pp. 20-38. Retrieved from <https://ojs.azzukhrufcendikia.or.id/index.php/ajaf/article/view/11>
- 85) Thuy, V., Ngoc, H., Ngoc, T., & Le, H. (2022). *Cash Flow and External Financing in The Covid Pandemic Context and Financial Constraints*. Journal of Organizational Behavior Research, 7, pp. 109-119. doi: <https://doi.org/10.51847/p5cjIAXsr4>
- 86) Tinungki, G. M., Widyaningrum, M. E., & Hartono, J. (2025). *Revisiting dividend policy in Indonesian green investment firms and associated market reaction: An in-depth analysis over crisis period*. Working paper.
- 87) Whited, T. M., & Wu, G. (2006). *Financial constraints risk*. Review of Financial Studies, 19(2), 531–559. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>

Third: Websites

- 88) Chen et,al .(2025 ,7 26) .*Nasdaq 100 Index: What It Is, How It's Weighted and Traded* . investopedia: https://www.investopedia.com/terms/n/nasdaq100.asp?utm_source
- 89) Hayes and scott .(2025 ,8) .*Nasdaq Explained: History, Trading System, and Financial Insights* .investopedia: https://www.investopedia.com/terms/n/nasdaq.asp?utm_source
- 90) *Index Methodology* .(2025) .*Nasdaq Global Indexes:* https://indexes.nasdaq.com/docs/Methodology_NDX.pdf?utm_source
- 91) *Nasdaq-100 (2025)* .https://www.nasdaq.com: https://www.nasdaq.com/solutions/global-indexes/nasdaq-100?utm_source

المعاليق
الحمد لله

الملحق رقم (1): قائمة الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq-100® والمدرجة في بورصة ناسداك

Company	Symbol	GICS Sector	GICS Sub-Industry
Adobe Inc.	ADBE	Information Technology	Application Software
Advanced Micro Devices	AMD	Information Technology	Semiconductors
Airbnb	ABNB	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines
Alphabet Inc. (Class A)	GOOGL	Communication Services	Interactive Media & Services
Alphabet Inc. (Class C)	GOOG	Communication Services	Interactive Media & Services
Amazon	AMZN	Consumer Discretionary	Broadline Retail
American Electric Power	AEP	Utilities	Electric Utilities
Amgen	AMGN	Health Care	Biotechnology
Analog Devices	ADI	Information Technology	Semiconductors
Ansys	ANSS	Information Technology	Application Software
Apple Inc.	AAPL	Information Technology	Technology Hardware, Storage & Peripherals
Applied Materials	AMAT	Information Technology	Semiconductor Equipment
AppLovin	APP	Information Technology	Application Software
Arm Holdings	ARM	Information Technology	Semiconductors
ASML Holding	ASML	Information Technology	Semiconductor Equipment
AstraZeneca	AZN	Health Care	Pharmaceuticals
Atlassian	TEAM	Information Technology	Application Software
Autodesk	ADSK	Information Technology	Application Software
Automatic Data Processing	ADP	Industrials	Human Resource & Employment Services
Axon Enterprise	AXON	Industrials	Aerospace & Defense
Baker Hughes	BKR	Energy	Oil & Gas Equipment & Services
Biogen	BIIB	Health Care	Biotechnology
Booking Holdings	BKNG	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines

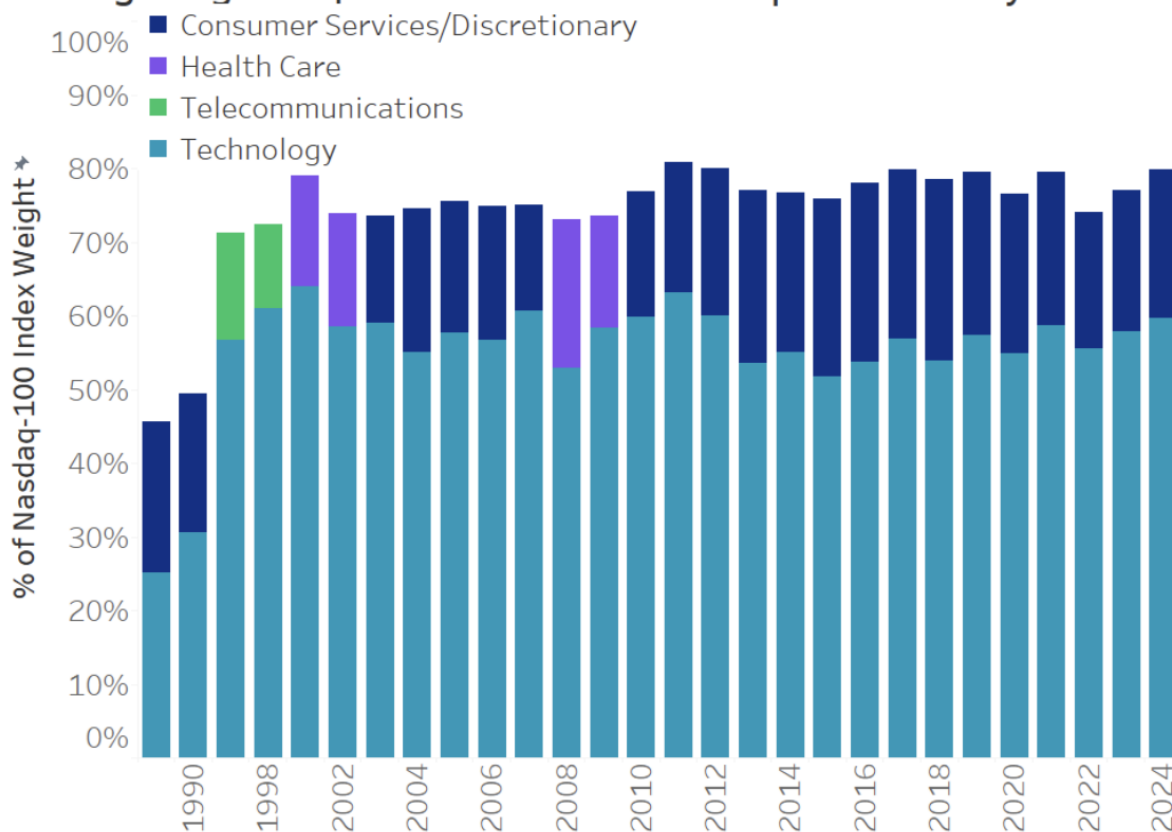
Broadcom	AVGO	Information Technology	Semiconductors
Cadence Design Systems	CDNS	Information Technology	Application Software
CDW Corporation	CDW	Information Technology	Technology Distributors
Charter Communications	CHTR	Communication Services	Cable & Satellite
Cintas	CTAS	Industrials	Diversified Support Services
Cisco	CSCO	Information Technology	Communications Equipment
Coca-Cola Europacific Partners	CCEP	Consumer Staples	Soft Drinks & Non-alcoholic Beverages
Cognizant	CTSH	Information Technology	IT Consulting & Other Services
Comcast	CMCSA	Communication Services	Cable & Satellite
Constellation Energy	CEG	Utilities	Electric Utilities
Copart	CPRT	Industrials	Diversified Support Services
CoStar Group	CSGP	Real Estate	Real Estate Services
Costco	COST	Consumer Staples	Consumer Staples Merchandise Retail
CrowdStrike	CRWD	Information Technology	Systems Software
CSX Corporation	CSX	Industrials	Rail Transportation
Datadog	DDOG	Information Technology	Application Software
DexCom	DXCM	Health Care	Health Care Equipment
Diamondback Energy	FANG	Energy	Oil & Gas Exploration & Production
DoorDash	DASH	Consumer Discretionary	Specialized Consumer Services
Electronic Arts	EA	Communication Services	Interactive Home Entertainment
Exelon	EXC	Utilities	Electric Utilities
Fastenal	FAST	Industrials	Trading Companies & Distributors
Fortinet	FTNT	Information Technology	Systems Software
GE HealthCare	GEHC	Health Care	Health Care Equipment
Gilead Sciences	GILD	Health Care	Biotechnology
GlobalFoundries	GFS	Information Technology	Semiconductors

Honeywell	HON	Industrials	Industrial Conglomerates
Idexx Laboratories	IDXX	Health Care	Health Care Equipment
Intel	INTC	Information Technology	Semiconductors
Intuit	INTU	Information Technology	Application Software
Intuitive Surgical	ISRG	Health Care	Health Care Equipment
Keurig Dr Pepper	KDP	Consumer Staples	Soft Drinks & Non-alcoholic Beverages
KLA Corporation	KLAC	Information Technology	Semiconductor Equipment
Kraft Heinz	KHC	Consumer Staples	Packaged Foods & Meats
Lam Research	LRCX	Information Technology	Semiconductor Equipment
Linde plc	LIN	Materials	Industrial Gases
Lululemon Athletica	LULU	Consumer Discretionary	Apparel, Accessories & Luxury Goods
Marriott International	MAR	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines
Marvell Technology	MRVL	Information Technology	Application Software
MercadoLibre	MELI	Consumer Discretionary	Broadline Retail
Meta Platforms	META	Communication Services	Interactive Media & Services
Microchip Technology	MCHP	Information Technology	Semiconductors
Micron Technology	MU	Information Technology	Semiconductors
Microsoft	MSFT	Information Technology	Systems Software
MicroStrategy	MSTR	Information Technology	Application Software
Mondelez International	MDLZ	Consumer Staples	Packaged Foods & Meats
MongoDB Inc.	MDB	Information Technology	Systems Software
Monster Beverage	MNST	Consumer Staples	Soft Drinks & Non-alcoholic Beverages
Netflix, Inc.	NFLX	Communication Services	Movies & Entertainment
Nvidia	NVDA	Information Technology	Semiconductors
NXP Semiconductors	NXPI	Information Technology	Semiconductors
Old Dominion Freight Line	ODFL	Industrials	Cargo Ground Transportation

Onsemi	ON	Information Technology	Semiconductors
O'Reilly Automotive	ORLY	Consumer Discretionary	Automotive Retail
Paccar	PCAR	Industrials	Construction Machinery & Heavy Transportation Equipment
Palantir Technologies	PLTR	Information Technology	Internet Services & Infrastructure
Palo Alto Networks	PANW	Information Technology	Systems Software
Paychex	PAYX	Industrials	Human Resource & Employment Services
PayPal	PYPL	Financials	Transaction & Payment Processing Services
PDD Holdings	PDD	Consumer Discretionary	Broadline Retail
PepsiCo	PEP	Consumer Staples	Soft Drinks & Non-alcoholic Beverages
Qualcomm	QCOM	Information Technology	Semiconductors
Regeneron Pharmaceuticals	REGN	Health Care	Biotechnology
Roper Technologies	ROP	Information Technology	Electronic Equipment & Instruments
Ross Stores	ROST	Consumer Discretionary	Apparel Retail
Starbucks	SBUX	Consumer Discretionary	Restaurants
Synopsys	SNPS	Information Technology	Application Software
Take-Two Interactive	TTWO	Communication Services	Interactive Home Entertainment
Tesla, Inc.	TSLA	Consumer Discretionary	Automobile Manufacturers
Texas Instruments	TXN	Information Technology	Semiconductors
T-Mobile US	TMUS	Communication Services	Wireless Telecommunication Services
Trade Desk (The)	TTD	Communication Services	Advertising
Verisk Analytics	VRSK	Industrials	Research & Consulting Services
Vertex Pharmaceuticals	VRTX	Health Care	Biotechnology
Warner Bros. Discovery	WBD	Communication Services	Broadcasting
Workday, Inc.	WDAY	Information Technology	Application Software
Xcel Energy	XEL	Utilities	Multi-Utilities
Zscaler	ZS	Information Technology	Application Software

الملحق (2): أوزان قطاع التكنولوجيا في مؤشر Nasdaq-100®

% Weighting of Top Two Sectors in Nasdaq-100 Index by Year

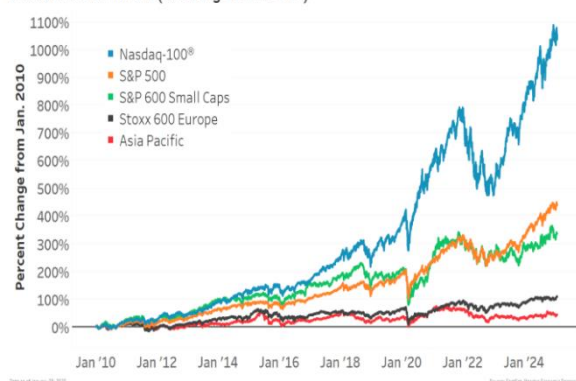


Index % weighting determined using FTSE ICB Industry Classification System

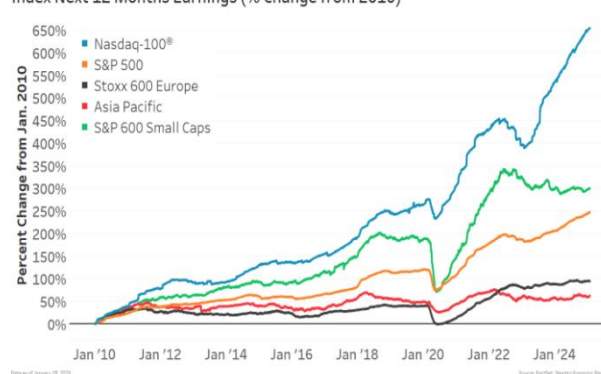
Source: Nasdaq Index Research

الملحق (3): أداء المؤشر بعد الأزمة المالية Nasdaq-100®

Index Price Evolution (% Change from 2010)



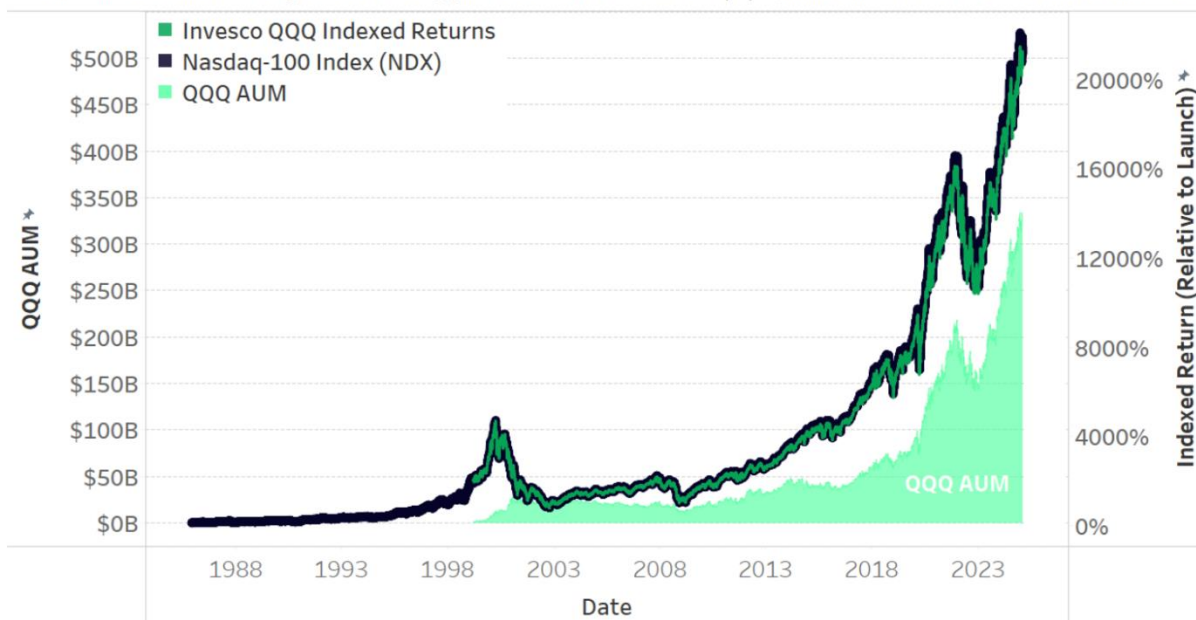
Index Next 12 Months Earnings (% Change from 2010)



الملحق رقم (4): عوائد مؤشر Nasdaq-100® خلال الفترة 1988-2023

Nasdaq-100 (ETF vs. Underlying Benchmark)

Note: NDX indexed return to earliest day of data available. QQQ indexed return relative to launch on 3/10/99, and normalized to NDX's indexed value on the same date.



Source: Nasdaq Economic Research, Factset

الفصل
الاول
في

الفهرس:

رقم الصفحة	الفهرس
III	اهداء
IV	شكر
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة المختصرات
XIV	قائمة الملاحق
أ - ح	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح
3	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
3	أولاً: تعريف سياسة توزيع الأرباح
4	ثانياً: أهمية سياسة التوزيع في قرارات الشركة
6	ثالثاً: أشكال التوزيعات المختلفة
7	رابعاً: أشكال إضافية للتوزيعات
10	المطلب الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح
10	أولاً: نظرية بقاء الأرباح (Residual Theory)
13	ثانياً: نظرية التوازن (Modigliani & Miller, 1961)
16	ثالثاً: نظرية الإشارة (Signaling Theory)
18	رابعاً: نظرية الوكالة (Agency Theory)
20	خامساً: نظرية عصفور في اليد (Bird-in-the-Hand Theory)
24	المطلب الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح

24	أولاً: العوامل الداخلية
26	ثانياً: العوامل الخارجية
28	المبحث الثاني: التمويل الخارجي والقيود المالية
28	المطلب الأول: مفهوم التمويل الخارجي
28	أولاً: التعريف بالتمويل الخارجي (External Financial)
29	ثانياً: أشكال التمويل الخارجي
31	ثالثاً: مميزات وعيوب كل مصدر من مصادر التمويل الخارجي
33	المطلب الثاني: القيود المالية
33	أولاً: التعريف بالقيود المالية (Financial Constraints)
34	ثانياً: مؤشرات قياس القيود المالية
38	ثالثاً: أسباب القيود المالية
41	المطلب الثالث: العلاقة بين التمويل الخارجي والقيود المالية
42	أولاً: أثر القيود المالية على قرارات التمويل الخارجي
43	ثانياً: التحديات التي تواجه المؤسسات في بيئات ناشئة ومتقدمة
43	ثالثاً: نظرية الترتيب الهرمي (Pecking Order Theory)
45	المبحث الثالث: التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح والتمويل الخارجي في ظل القيود المالية
45	المطلب الأول: دور القيود المالية في تشكيل سياسة التوزيع
45	أولاً: تقليص التوزيعات لمواجهة نقص السيولة
46	ثانياً: استخدام التوزيع كإشارة لتعزيز الثقة في ظل القيود
46	المطلب الثاني: العلاقة الجدلية بين التمويل الخارجي والتوزيعات
47	أولاً: كيف تؤثر مستويات الديون والرفع المالي على سياسة التوزيع؟
47	ثانياً: دور التمويل بالملكية في تخفيف القيود المالية واستدامة التوزيعات
48	المطلب الثالث: النماذج النظرية والتجريبية المفسرة للعلاقة
48	أولاً: نموذج ميلر وروك (Miller & Rock) في ظل المعلومات غير المتماثلة
48	ثانياً: نموذج (Lintner, 1956) حول استقرار سياسة التوزيع
49	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: مراجعة الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالدراسة الحالية	

51	تمهيد
52	المبحث الأول: الدراسات التي درست أحد المتغيرات
52	المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح
52	الفرع الأول: الأدبيات السابقة باللغة العربية
52	أولاً: الأدبيات التي عالجت سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع
55	ثانياً: الدراسات التي عالجت سياسة توزيع الأرباح كمتغير مستقل
57	الفرع الثاني: الأدبيات السابقة باللغة الأجنبية
57	أولاً: الأدبيات السابقة التي درست تأثير سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها بالآداء المالي للشركات وقرارات الاستثمار، وقيمة الشركة
60	ثانياً: عرض الأدبيات السابقة المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في ظل القيود المالية
65	المطلب الثاني: التمويل الخارجي والقيود المالية
65	الفرع الأول: الأدبيات السابقة باللغة العربية
67	الفرع الثاني: الأدبيات السابقة باللغة الأجنبية
71	المبحث الثاني: العلاقة بين التمويل الخارجي وسياسة توزيع الأرباح في ظل وجود قيود مالية
71	المطلب الأول الأدبيات السابقة باللغة العربية
73	المطلب الثاني: الأدبيات السابقة باللغة العربية
77	المبحث الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة ومقارنتها بالدراسة الحالية
77	المطلب الأول: تلخيص الأدبيات السابقة
88	المطلب الثاني: مناقشة الأدبيات السابقة والمقارنة بينها وبين الدراسة الحالية
88	أولاً: أوجه التشابه مع الدراسات السابقة
89	ثانياً: أوجه الاختلاف مع الدراسات السابقة:

90	خاتمة الفصل
	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية
92	تمهيد
93	المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة
93	المطلب الأول: أسلوب الدراسة
93	مصادر البيانات
93	المصادر الثانوية
93	المصادر الأولية
94	المطلب الثاني: طبيعة الدراسة ونموذجها
98	المبحث الثاني: مجتمع الدراسة والأساليب الإحصائية المعتمدة
98	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة
98	أولاً: مجتمع الدراسة
98	نشأة مؤشر Nasdaq-100®
99	حجم مؤشر Nasdaq-100®
102	خصائص تكوين مؤشر Nasdaq-100®
104	ثانياً: عينة الدراسة
106	المطلب الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة
107	أولاً: أساليب الإحصاء الوصفي:
109	ثانياً: أساليب الإحصاء الاستدلالي:
108	المبحث الثالث: نتائج التحليل القياسي واختبار الفرضيات
110	المطلب الأول: الإحصاء الوصفي وتحليل مصفوفة الارتباط
110	أولاً: الوصف الإحصائي للمتغيرات
111	ثانياً: معاملات الارتباط ومصفوفة بيرسون
112	المطلب الثاني: اختبار صلاحية البيانات
113	أولاً: معامل تضخم التباين
114	ثانياً: اختبار السكون في بيانات البائل
115	المطلب الثالث: عرض النتائج واختبار الفرضيات
133	أولاً: كشف وإستقراء النتائج

135	ثانيا: اختبار الفرضيات
138	خاتمة الفصل
140	خاتمة عامة
148	قائمة المراجع
157	الملاحق
161	الفهرس