

**أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة¹
دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في
سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2008-2016)
الأستاذ المساعد الدكتور**

عبد الخالق ياسين البدران

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم

المالية والمصرفية

المدرس

محمد جاسم محمد

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم

المالية والمصرفية

¹بحث مستل من أطروحة دكتوراه

Effect of the Financial Decisions Interaction on the Value of the Company

An analytical study of a sample of companies in a sample of listed companies in Dubai stock market for the period (2008-2016)

Ass. Prof. Dr. Abdulkhaliq yaseen zaierjasim

L. Mohammed jasim Mohammed

Abstract

This study is aiming at illustrating the effect of the financial decision interaction on the value of the company. The study is based on a theoretical and empirical dilemma of the ongoing intellectual and experimental debate on the interaction in these decisions, a practical problem of management's (managers) lack of interest in the impact of the interaction of financial decisions when adopting those decisions. The study highlights the most important evidence, for or against, of this interaction by putting forward the ideas and foundations it based on. The study has used the empirical analysis targeting a sample of companies Kuwait stock market of 16 companies with 126 observations, for the period (2008-2016). The study adopts a simultaneous equations system and the technique of 3SLS as well as multi regression and OLS technique. The study has used a set of financial and statistical analyses and testes using EXCEL, SPSS, STATA SE V.11.2 and EVIEWS V.9. The study has drawn a set of conclusions: there is an impact of the financial decisions on the company's value, and the power of the interaction depends on the severity of financial constructions faced by companies and the nature of the direction of the financial system. The study concludes a set of recommendations that managers can use to enhance the value of the company.

• المجلد الثاني عشر
• العدد الخامس والعشرون
• حزيران 2020
• استلام البحث: 2019/4/24
• قبول النشر: 2019/5/23

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة

دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق
دبي للأوراق المالية للمدة (2016-2008)

أ.م.د. عبد الخالق ياسين البدران
م. محمد جاسم محمد

المستخلص

هدفت الدراسة إلى بيان أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة، وقد استندت الدراسة إلى معضلة نظرية وتجريبية متمثلة باستمرار الجدول الفكري والتجريبي حول التفاعل بين هذه القرارات، ومشكلة تطبيقية تتعلق بعدم اهتمام الإدارة (المديرين) بتأثير تفاعل القرارات المالية عند اتخاذهم للقرارات. وسلطت الدراسة الضوء على أهم البراهين المثبتة والمفندة لهذا التفاعل عبر طرح الأفكار والمرتكزات التي استند إليها، واستخدمت أسلوب التحليل التجريبي، واستهدفت عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية بلغت 14 شركة بعدد مشاهدات (126) مشاهدة للمدة (2008-2016)، واعتمدت الدراسة على نظام المعادلات الآتية وأسلوب 3SLS فضلاً عن الانحدار المتعدد وأسلوب OLS، واستعانته الدراسة بمجموعة من التحليلات والاختبارات الإحصائية والمالية باستخدام البرامج EXCEL و SPSS و STATA و SE V.11.2 و V.9 EVIEWS. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها، إن هنالك أثراً لتفاعل القرارات المالية في قيمة الشركة، واختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات التي يمكن أن يستفيد منها المديرين لزيادة قيمة الشركة.

الكلمات المفتاحية: القرارات المالية، قيمة الشركة، التمويل بالديون طويلة الأجل، الاستثمار الرأسمالي، مقسوم الأرباح النقدية.

1. المقدمة

تسعى الشركات إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، في مقدمتها هدف تعظيم قيمة الشركة، ويتم ذلك من خلال اتخاذها بعض القرارات المهمة، وضمن إطار الإدارة المالية الحديث والذي يعرف بإطار القرارات تواجه الشركات ثلاثة قرارات رئيسية هي قرارات (الاستثمار والتمويل ومقسوم الأرباح)، ومنذ طروحات (Modigliani & Miller, 1958) التي أوضحت أن قيمة الشركة مستقلة عن هيكل رأس المال وذلك ضمن افتراضات معينة مثل عدم وجود ضرائب، وأن الشركات تعمل في الأسواق المالية التامة تكون قراراتها الاستثمارية مستقلة عن قراراتها التمويلية، وبالتالي اختلاف مصادر التمويل ليست ذات علاقة بتعظيم قيمة الشركة، فضلاً عن أن القرارات الاستثمارية مستقلة عن قرارات التمويل ومقسوم الأرباح، إلا أن الهيكل المالي قد يكون ذو علاقة بالقرارات الاستثمارية للشركات التي تواجه ظروف غير مؤكدة والتي تعمل في الأسواق المالية غير التامة.

وتؤكد طبيعة الأسواق المالية (التامة) على فرضية القرارات المالية التي وضعها (Modigliani & Miller, 1961) بأن قرارات مقسوم الأرباح لا تتأثر بالقرارات الاستثمارية، يؤدي عدم التماثل في المعلومات إلى جانب أوجه القصور في الأسواق (الأسواق غير التامة) إلى الاعتماد المحتمل بين القرارات التي تتخذها الشركة.

فمن جانب تعد دراسة هذه القرارات أحد المبادئ الأساسية لنظرية تمويل الشركات الحديثة (Pruitt & Gitman, 1991)، من جانب آخر يرى البعض أن قرارات الاستثمار والتمويل الخاصة بالشركة لا تعد قرارات مستقلة بعضها عن بعض الآخر، وبالتالي فإن التفاعل (Interaction) بين هذه القرارات ممكن أن يحدث، فضلاً عن ذلك فإن قرارات الشركات من المحتمل أن تكون مترابطة ليس فقط لأنها قد تؤثر بعضها على البعض الآخر بصورة مباشرة، وإنما من المحتمل أيضاً بشكل غير مباشر من خلال المعلومات المتداخلة. فضلاً عن أن افتراض مثالية الأسواق (الأسواق التامة) تم استبعاده من الواقع الفعلي، إذ أن على الشركات النظر في قراراتها الاستثمارية والتمويلية ودفع مقسوم الأرباح بشكل متزامن.

وقد حاولت مجموعة من الدراسات التأكيد من طبيعة العلاقة التجريبية القائمة على وفق مداخل متعددة، وقد حفزت الجدلية حول العلاقة الموجودة بين هذه المتغيرات العديد من الدراسات، لدراسة هذه القرارات سواء كان ذلك بشكل متزامن أو منفصل، فضلاً عن أن دراسة ثلاثية القرارات المالية يعد موضوعاً رئيسياً للبحث في مجال تمويل الشركات والإدارة المالية بصورة عامة، وهي تعد ذات تأثيراً كبيراً في أداء الشركات.

لذلك جاءت هذه الدراسة لإضافة دليل تجريبي لطبيعة التزامن في هذه القرارات والجدلية الفكرية القائمة.

1.1. مشكلة الدراسة

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

وفقاً لمنهج الإدارة المالية الحديث، منهج اتخاذ القرارات تواجه الشركات ثلاثة قرارات رئيسية (قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات مقسوم الأرباح)، وتؤكد أغلب الدراسات أن الشركات تأخذ هذه القرارات بشكل منفصل، ولكن وفق مجموعة من المداخل قد تؤخذ هذه القرارات بشكل متزامن، لذا تتمحور مشكلة الدراسة حول التساؤل الآتي: هل أن القرارات المالية تتفاعل فيما بينها وما هو تأثير هذا التفاعل في قيمة الشركة؟

2.1. فرضيات الدراسة: تضمنت الدراسة فرضيتين رئيسيتين هما: -

الفرضية الأولى: لا يوجد تفاعل بين القرارات المالية.

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للقرارات المالية في قيمة الشركة.

3.1. أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة أنها تختبر واحداً من أهم مناهج الإدارة المالية المنهج الحديث وهو منهج القرارات والتفاعل فيما بينها وأثر هذا التفاعل في قيمة الشركة.

4.1. أهداف الدراسة

استرشاداً بالتساؤل المطروح في مشكلة الدراسة وكل من الأبعاد ومسوغات إجراءات الدراسة يمكن توضيح الهدف الرئيس للدراسة بأنها (اختبار تفاعل القرارات المالية وتحديد أثر هذا التفاعل في قيمة الشركة).

5.1. مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 14 شركة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية بمختلف القطاعات باستثناء الشركات في القطاعات المالية.

ولأجل تحديد التفاعل سيتم استخدام نظام المعادلات الآنية (المتزامنة Simultaneous) الثلاثية لدراسة التفاعل في هذه القرارات والتي وضعها لأول مرة (Dhrymeds & Kurz, 1967). وذلك بعد إجراء العديد من الاختبارات واختبارات الاستقرار للمتغيرات، فضلاً عن إجراء اختبارات العلاقة السببية بين المتغيرات لمعرفة طبيعة توجه السببية بين المتغيرات، وذلك من خلال الاعتماد على أحدث البرامج الإحصائية و STATA SE V.11.2 فضلاً عن الاستعانة بمجموعة من التحليلات والاختبارات الإحصائية والمالية وباستخدام البرامج SPSS و EXCEL و EViews V.9.

2. مراجعة دراسات سابقة

إن الدورة الاقتصادية لأي وحدة من وحدات الأعمال تتمثل في توفير الأموال اللازمة لتكوين المشروعات، ومن ثم استثمار واستغلال هذه الأموال لغرض الحصول على الموجودات التي تساهم في تقديم السلع والخدمات إلى الزبائن من خلال مجموعة من العمليات التشغيلية، وذلك لغرض تحقيق الأرباح وتوزيعها بما يؤثر في زيادة قيمة الشركة، ويأتي هنا دور الإدارة المالية في صنع واتخاذ مختلف القرارات التي من شأنها تحقيق الهدف الشامل وهو تعظيم قيمة الشركة.

1.2. دراسات ذات صلة بتفاعل القرارات المالية

وقد اهتمت العديد من الدراسات في هذه القرارات المهمة وفيما إذا كان هنالك تفاعل بينها. وتعد دراسة (Dhrymeds & Kurz, 1967)، من أولى الدراسات إذ تم دعم الترابط بين القرارات، وتوصلت إلى وجود علاقة قوية بين قرارات الاستثمار ودفع المقسوم، فضلاً عن إن قرارات التمويل الخارجي يتأثر بالقرارين الآخرين في الشركة ولكنهما لا يؤثران عليها كثيراً، باستثناء ما قد يحدث خلال فترات الارتفاع الكبيرة، ويتأثر قرار دفع المقسوم الأرباح بربحية الشركة من عملياتها ونوع النشاط الذي تمارسه والقرارات التي تتخذها فيما يتعلق بالاستثمار والتمويل الخارجي، كما يعتمد التمويل الخارجي على سعر الفائدة، ودرجة الرافعة المالية للشركة، والقرارات المتعلقة بدفع المقسوم والاستثمار. واتفقت نتائج دراسة (Fama, 1974) مع افتراضات (Miller & Modigliani, 1963) على أنه في أسواق رأس المال التامة، يمكن فصل القرارات الاستثمارية التي تتخذها الشركات عن قرارات دفع المقسوم، ومهما كانت العيوب الموجودة في سوق رأس المال فهي ليست كافية لتتسبب برفض فرضية أن هناك درجة تامة نوعاً ما من الاستقلال بين قرارات مقسوم الأرباح والقرارات الاستثمارية للشركات (Fama, 1974). أما في الشركات الفرنسية فقد خلصت النتائج إلى إن فرضية (Miller & Modigliani) في قرارات دفع المقسوم والاستثمارات المستقلة لا يمكن رفضها وذلك بناءً على النتائج التي توصلت إليها بيانات الشركات الفرنسية، كما إن تلازم القرارات الاستثمارية والتمويلية ومقسوم الأرباح وفق إطار المعادلات الأنية لا تدعمها الأدلة التجريبية في الشركات الفرنسية، وبالتالي فإن النتائج التي توصلت إليها الدراسة إن القرارات الاستثمارية وقرارات مقسوم الأرباح مستقلة في الشركات الفرنسية، كما أنها تشكل في نتائج دراسة (Dhrymes & Kurz, 1967) بأن القرارات مترابطة بشكل قوي في أسواق رأس المال الكبيرة كما في الولايات المتحدة (McDonald et al, 1975).

وجد (McCabe, 1979) علاقة ارتباط قوية بين كل من القرارات الأنفاق الاستثماري ودفع مقسوم الأرباح من جانب وقرارات التمويل بالديون الجديدة من جانب آخر، وذلك في الشركات الأمريكية ضمن دراسته للمدة من (1966-1973) وتحدد الإدارة مستوى الأموال على الأجل الطويل للاستثمار والمقسوم والتي تتوافق مع مستوى الأرباح المتوقعة، ثم يمول أي عجز من خلال الديون الجديدة طويلة الأجل وقصيرة الأجل، إذ إن القرارات الاستثمارية لا تتحدد بصورة مستقلة عن المتغيرات المالية الأخرى في الشركة، وتوصلت الدراسة كذلك إلى وجود علاقة تنافسية على مصادر الأموال بين الفرص الاستثمارية ومقسوم الأرباح النقدية. المساهمين يستجيبون بشكل عقلاني لسياسة الاستثمار المعلنة عن طريق اختيار سياسة دفع مقسوم الأرباح وسياسات شراء وبيع الأسهم، كما يتم تحديد سياسة دفع مقسوم الأرباح من قبل المساهمين الكبار (Jodrgensen et al., 1989). وأوضح (Pruitt & Gitman,

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

(1991) أن العلاقة السببية تبدأ من القرارات الاستثمارية باتجاه القرارات التمويلية، كما أن قرار دفع مقسوم الأرباح يعتمد على مستوى الأرباح المتحققة ومقسوم الأرباح في السنة السابقة. وبين (Jensen et al., 1992) إن كل من الملكية الداخلية (Insider Ownership) وقرارات التمويل بالديون ودفع مقسوم الأرباح ترتبط ليس فقط بشكل مباشر وإنما كذلك بشكل غير مباشر، من خلال خصائص الشركات، أي أن القرارات المالية ومستوى الملكية الداخلية مترابطان ويكون لمستوى الملكية الداخلية تأثيراً عكسياً في ديون الشركة ومستوى مقسوم الأرباح المدفوع، كما أن لتكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس تأثيراً في القرارات التمويلية للشركات، وبالتالي دعم لنظرية الالتقاط. وأكد (Chiarella et al., 1992) على كلاً من قرارات الاستثمار ودفع مقسوم الأرباح النقدية هي استخدامات متنافسة للأموال، مما يعني وجود تفاعل بين هذه القرارات في الشركات. فيما بين (Jo et al., 1994) إن الفرص الاستثمارية هي العامل المحدد في السياسة التمويلية للشركات اليابانية، كما أن العلاقة إيجابية بين تكاليف الإفلاس والديون، وانخفاض في مستوى صراع الوكالة الذي كان عكس ما هو موجود في الشركات الأمريكية، والذي يعود لطبيعة العلاقات المؤسسية في الشركات اليابانية، وأن عدم تماثل المعلومات والتأثير الضريبي لا يفسر العلاقة الإيجابية الواضحة بين تمويل الشركات والفرص الاستثمارية في الشركات اليابانية. وأوضح (Elston, 1996) أهمية سياسة دفع مقسوم الأرباح في قرارات الشركات باعتماد مؤشر Q للفرص الاستثمارية، وضعف دور كلاً من قيود السيولة وقرارات الاستثمار للتأثير في قرارات دفع مقسوم الأرباح، كما أن الفرص الاستثمار الحساسة اتجاه قيود السيولة مستقلة عن قرارات دفع مقسوم الأرباح، وتتفق هذه النتائج بشكل عام مع (Fama, 1974) التي تدعم وجهة نظر أسواق رأس المال التامة من خلال إيجاد أدلة كافية لرفض فكرة أن القرارات الاستثمارية وقرارات دفع مقسوم الأرباح مستقلة.

وأكد (Holt, 2003) على وجود الأثر المشترك في كل من القيود المالية وعدم إمكانية العودة في نفس الوقت وليس بشكل منفصل في القرارات التي تتخذها الشركات. وأوضح (Ahmed, 2008) أن قرارات التمويل بالديون تؤثر تأثيراً مباشراً في أداء الشركات بشكل مختلف في ظل وجود أو عدم وجود فرص النمو، وفي حالة إن الشركة لا تواجه أية فرص للنمو فإن زيادة في ديون الشركات لها تأثير عكسي كبير في أداء الشركات، وفي المقابل إن الشركات التي تواجه فرص نمو وتلجئ إلى التمويل الخارجي يولد ذلك أثر مضاعف في أداء الشركات، في حين أن قرارات دفع مقسوم الأرباح تبدو غير مهمة فيها بالنسبة للشركات التي تواجه فرص نمو أو عدم وجود فرص للنمو، ولكنها توفر تفسير أكبر للتأثير المحتمل في أداء الشركة مما يعني أن قرارات دفع المقسوم تبقى أكثر استقراراً في سوق رأس المال التي يتم تقييمها من قبل المستثمرين، كما لا يقدم هيكل الملكية أي تفسير مفيد للأداء. وركز (Abor & Bokpin, 2010) على التحقق من أثر الفرص الاستثمارية وقرارات التمويل في

قرارات مقسوم الأرباح، واتضح أن الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية أكبر وتعمل في الأسواق المالية المتقدمة نسبياً ستحتفظ بالتمويل الكافي للاستثمارات المقبلة ما دامت هذه المشروعات الاستثمارية تسفر عن صافي قيمة حالية موجبة، كما أنها ستتبع سياسة منخفضة جداً في دفع مقسوم الأرباح من أجل الاحتفاظ بالأموال لتمويل استثماراتها، وتعد الربحية مؤشراً رئيساً يؤثر في قدرة الشركة للإعلان عن دفع مقسوم أرباح، كما أن أحد العوامل الرئيسية المحددة لدفع مقسوم الأرباح هو المستوى المتوقع للأرباح المستقبلية. وكشف (Han & Wang, 2010) التفاعل في القرارات المالية وأداء الشركات، وباعتماد علاقة السبب والنتيجة بين القرارات الاستثمارية وقرارات دفع مقسوم الأرباح، إذ اتضح أن الشركات التايوانية تختلف عن الشركات الصينية إذ أن للقرارات الاستثمارية تأثيراً إيجابياً في القرارات التمويلية والأداء المالي للشركات التايوانية، أما في الشركات الصينية فإن قرارات التمويل بالديون تؤثر بشكل إيجابي في القرارات الاستثمارية، وبالتالي تختلف أنماط القرار (العلاقة السببية) بين الاستثمار والتمويل بالنسبة للشركات في تايوان عن الصين. وبحث (Bolton et al., 2011) العلاقة بين القرارات الاستثمارية والتمويلية وإدارة المخاطر في الشركات المقيدة مالياً، والذي يسلط الضوء على أهمية السيولة (النقدية وخط الائتمان) لهذه القرارات، اتضح أن الاعتماد في القرارات الاستثمارية على وفق مؤشر Q على حجم السيولة التي تمتلكها الشركة، فضلاً عن العلاقة بين الاستثمار أو التغيرات في نسبة Q مصدرها التمويل الخارجي، ويرتبط قرار التمويل بالديون وقرارات دفع مقسوم الأرباح النقدية ارتباطاً مباشراً بالنسبة بمستوى النقدية في الشركة.

كما أتضح من دراسة (Subramaniam et al., 2011) هنالك علاقة عكسية وكبيرة بين نمو الفرص الاستثمارية للشركات وقرارات دفع مقسوم الأرباح، وتتميز الشركات ذات النمو المرتفع بتوزيع مقسوم أرباح أقل، فضلاً عن أن نظرية Jensen's-FCF (التدفقات النقدية الحرة) لا تعمل في الشركات المرتبطة بالحكومة وكذلك في الشركات العائلية، وهنالك تفاعل بين مجموعة الفرص الاستثمارية وهيكل الشركات العائلية، وعلاقة عكسية بين النمو المرتفع ودفع مقسوم الأرباح، والعلاقة تكون أقل بالنسبة للشركات التي تسيطر عليها العوائل. تعد دراسة (Meng, 2012) من الدراسات الشاملة لكل من قرارات الاستثمار والتمويل ودفع مقسوم الأرباح للشركات في ظل وجود كل من القيود المالية وعدم التأكد و الثقة الإدارية، إذ بينت أن التزامن بين القرارات أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات الأكثر تقييداً من الناحية المالية، كما أن تأثير عدم التأكد(*) أكثر أهمية بالنسبة للشركات الأقل تقييداً من الناحية المالية

(*) **Uncertainty**: ويشار إليها بمصطلحات عربية عدة كعدم التأكد، اللاتأكد وعدم اليقين، وفي هذه الدراسة سيعتمد مصطلح عدم التأكد.

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

ولكنه غير مهم بالنسبة للشركات الأكثر تقييداً، والقيود المالية لا تزيد التزامن بين القرارات فقط ولكن أيضاً تقلل من مستوى المرونة الإدارية في تعديل تلك القرارات استجابة لحالة عدم التأكد. وتوصل (Morellec, 2012) إلى أن خصائص الصناعة والشركات تؤثر في قرارات مزيج الديون واستثمارات الشركات، وأن الشركات التي لديها المزيد من خيارات النمو وارتفاع القدرة على المساومة وانخفاض في التدفقات النقدية والتي تعمل في الأسواق التنافسية وتواجه انخفاض المعروض من الائتمان، هي أكثر عرضة لإصدار الدين العام. وأوضح (Ardestanil et al., 2013) أن العمليات السليمة و الحوكمة الرشيدة للشركات توفر لها إمكانية الاستثمار في المشروعات الجديدة، وفي الوقت نفسه دفع التدفقات النقدية الحرة إلى المستثمرين، كما تؤدي الزيادة في دفع مقسوم الأرباح إلى انخفاض في سعر السهم، أما العوامل المهمة التي تؤثر في سياسة دفع مقسوم الأرباح للشركات في القطاع الصناعي فهي كل من مجموعة الفرص الاستثمارية، واستحقاق الديون، والمخاطر والربحية، كما أن لقرارات التمويل بالديون طويلة الأجل علاقة عكسية مع قرارات دفع مقسوم الأرباح، وإن استحقاق الدين يرتبط بعلاقة إيجابية وكبيرة مع سياسة دفع مقسوم الأرباح، وبالإشارة إلى الآثار المترتبة على استحقاق الدين فإن مستوى الديون الأعلى يقيد مدفوعات مقسوم الأرباح، كما اتضح إن للمخاطر علاقة عكسية كبيرة مع دفع مقسوم الأرباح، وإن العلاقة العكسية والكبيرة للربحية ودفع مقسوم الأرباح تدل على أهمية هذه الربحية في قرارات دفع مقسوم الأرباح وقرارات الاستثمار ترتبط بعلاقة غير خطية وذلك من خلال حساسية القرارات الاستثمارية وقرارات دفع مقسوم الأرباح لعدم التأكد في التدفقات النقدية الداخلية في الشركات الصينية، إذ إنه وفي ظل ظروف عدم التأكد في التدفقات النقدية فإن الشركات الصينية لا تخفض مقسوم الأرباح فقط، بل تحافظ على مستوى مرتفع جداً من الاستثمار، وهي تستخدم التمويل الخارجي كمصدر رئيس لتغطية عدم التأكد في التدفقات النقدية، ولا تستخدم الأموال النقدية غير التشغيلية أو تعدل الرصيد النقدي لهذا الغرض، ويمكن تفسير هذه النتائج بالظروف المؤسسية الخاصة بالشركات الصينية. وقدم (Jiang & Jiranyakul, 2013) دراسة لتحديد العوامل التي تؤثر في دفع مقسوم الأرباح للشركات المدرجة في كل من بورصة SSE و NYSE واتضح أن التمويل من خلال إصدار الأسهم هو أكثر وضوحاً كمحدد لقرارات دفع مقسوم أرباح الشركات في بورصة NYSE مما هو عليه في SSE، و وجد أن التمويل بالديون أقل أهمية بالنسبة للشركات في SSE من بورصة NYSE، وهناك علاقة ارتباط وثيقة بين قرارات التمويل بإصدار ديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل، والحفاظ على سيولة نقدية في الشركات وإصدار أسهم جديدة ودفع مقسوم الأرباح. وبينت دراسة (Hanif, 2014) وجود علاقة قوية بين القرارات المالية كما أن قرارات دفع مقسوم الأرباح والاستثمارات مترابطة، وإن قرارات دفع مقسوم الأرباح تؤثر في قيمة الشركة. كما

إن القرارات الاستثمارية قادرة على التأثير في قيمة الشركة سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر، في حين إن قرارات كل من دفع مقسوم الأرباح النقدية وقرارات التمويل غير قادرة على زيادة قيمة الشركة (Efni, 2017).

2.2. دراسات ذات الصلة بقيمة الشركة

الهدف المعاصر للإدارة المالية والأكثر أهمية من الأهداف الأخرى تعظيم قيمة الشركة (زيادة سعر السهم) في الأسواق المالية، إذ يجب على المديرين التركيز على قيمة أسهم الشركة في الأسواق المالية كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين، ولذلك أهتم العديد من الدراسات بقيمة الشركة، وتعد دراسة (Modigliani & Miller) من أولى وأهم الدراسات في هذا المجال فقد كانت الدراسة الأولى (1958) (Modigliani & Miller) التي بنيت على افتراضات غير واقعية إلا أنها تعد من الدراسات الرائدة التي تناولت هيكل رأس المال وقيمة الشركة، إذ بنيت على فرضيتين رئيسيتين هما: عدم وجود ضرائب وأن الأسواق تامة، وقد فصلت الدراسة بين قرار الاستثمار وقرار التمويل، وإن قيمة الشركة تتحدد من خلال موجودات الشركة، ولا علاقة لقيمة الشركة بهيكل رأس المال، وأن كلفة رأس المال مستقلة عن هيكل رأس المال، وأكدت الدراسة إن قيمة الشركة تعتمد على العوائد المتوقعة من الاستثمار في الموجودات، وبالتالي فإن قيمة الشركة المرفوعة مالياً تساوي قيمة الشركة غير المرفوعة مالياً.

عاد (Modigliani & Miller, 1961) لا كمال الأفكار السابقة بعدم علاقة قيمة الشركة بهيكل رأس المال، وهذه المرة من خلال عدم علاقة قيمة الشركة بقرار مقسوم الأرباح، ومن أهم الافتراضات التي قامت عليها الدراسة تآثر أسعار الأسهم بالأسواق التامة، وقد تناولت أثر سياسة مقسوم الأرباح في سعر السهم وذلك لمعرفة فيما إذا كان الاعتماد على سياسة مقسوم الأرباح الكبير يؤدي إلى زيادة سعر السهم، كما هدفت الدراسة إلى البحث عن وجود سياسة مقسوم أرباح مثلى، وأثبتت إن المحدد الرئيس والأهم لقيمة السهم هي ربحية السهم وليس مقسوم الأرباح، وقد تم التأكيد على أنه لا علاقة لقيمة الشركة بقراري التمويل والمقسوم وأن قيمة الشركة تتأثر بالقرارات الاستثمارية وإن قيمة الشركة مستقلة عن سياسة مقسوم الأرباح.

ونتيجة للانتقادات التي وجهت إلى دراسة (Modigliani & Miller, 1958) تم أرشاء بعض الافتراضات في دراسة (Modigliani & Miller, 1963) وذلك من خلال إدخال أثر الضرائب في الشركات وذلك ضمن الدراسة التي سميت دراسة تصحيح دراسة عام 1958 بعنوان ضرائب دخل الشركات وكلف رأس المال، فقد أوضحت الدراسة إن المنافع الضريبية للتمويل بالديون ذات أهمية وذلك بطرح الضريبة على الديون من الوعاء الضريبي، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة بما يساوي الوفرة الضريبية وانخفاض كلفة التمويل، وبالتالي فإن قيمة الشركة غير المرفوعة لا تساوي قيمة الشركة المرفوعة مالياً، وإن قيمة الشركة تزداد بزيادة نسبة

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

القروض في هيكل رأس المال. دراسة (Miller, 1977) قدمت هذه الدراسة تحت عنوان ديون وضرائب وصفاً لنظام الضرائب في الولايات المتحدة الأمريكية في محاولة لإلغاء الضرائب على دخل الأفراد ودخل الشركات وجعل قيمة الشركة مستقلة عن هيكل رأس المال، وقد طور نموذجاً بين فيه إن ضريبة الدخل الشخصية على مدفوعات الفائدة تتساوى تماماً مع قيمة الوفرات الضريبية والناجئة عن فرض ضرائب على دخل الشركات، ومن أهم نتائج الدراسة في ظل وجود ضرائب على دخل الأفراد (المساهمين) لا توجد إي مزايا للاقتراض في هيكل رأس المال. وسعت دراسة (Ross, 1977) إلى تطوير مدخل للحوافز (الإشارة) في محاوله لتقديم نظرية لتحديد هيكل رأس مال الشركة والتي تتسجم مع إطار عمل Modigliani & Miller) إذ أكد صحة نظرية (Modigliani & Miller) إذا كان هنالك تماثل للمعلومات بين المستثمرين والمديرين وتحت افتراض الأسواق التامة، إلا أن بظهور نظرية الإشارة التي افترضت أن المستثمرين لا يمكنهم تحديد قيمة الشركة كما يقوم المديرين، فإنه لا بد من التركيز على الحوافز الإدارية مع الأخذ بتأثير الإشارة، أما فرضيات الدراسة فقد كانت الأولى: أن المديرين يمتلكون معلومات عن الشركة أكثر من الأطراف الخارجية، والثانية: أن المدراء يكافؤون من خلال جدول الحوافز، وأكدت الدراسة أن المديرين يسعون إلى تعظيم حوافزهم، وقد توصلت الدراسة إلى أن التبادل بين العائد والمخاطر يعكس قيمة الشركة ويؤثر في هيكل الحوافز وخيارات التمويل مع الأخذ بنظر الاعتبار أثر الضرائب وكلف الإفلاس.

قدم كل من (Myers & Majluf, 1984) الدراسة الموسومة بـ (تمويل الشركات وقرارات الاستثمار) والتي نصت على إن مديري الشركات يمتلكون معلومات لا يملكها المستثمرون (عدم تماثل المعلومات)، إذ تم تطوير نموذج لموازنة قرارات الاستثمار والتمويل، وقد افترضت الدراسة ضرورة القيام بإصدار الأسهم العادية لغرض استغلال الفرص الاستثمارية كخيار أخير، إذ إن الإدارة تعلم الكثير عن قيمة الشركة من المستثمرين المحتملين، وأن المستثمرين يفسرون أداء الإدارة بالمنطقية وأنها تعمل في مصلحة المستثمرين، وقد بنيت الدراسة على عدم تماثل المعلومات، وقد أعدت هذه الدراسة الركيزة الأساسية لتطوير نظرية الالتقاط. تناول (Myers, 1984) مضمون نظريتي التبادل والالتقاط مع تفسير سلوك هيكل رأس المال، وقد حدد طريقتين للتفكير في هيكل رأس المال، هما نموذج أو إطار التبادل الثابت (Static) الذي يركز على أن هناك نسبة مستهدفة من الدين في هيكل رأس المال تتعلق بقيمة الشركة، وقد أشار إلى أن نظرية التبادل تحدد نسبة الديون المثلى من خلال التبادل بين المنافع المتمثلة بالوفرات الضريبية والكلف الإضافية للديون كلف العسر المالي، وعليه فإن الشركة تبدل بين الدين والملكية لحين الوصول إلى نسبة تعظم فيها قيمة الشركة وهي تتحرك تدريجياً نحو هذه النسبة المستهدفة كما هو الحال في مقسوم الأرباح المستهدف، والطريقة الثانية إطار عمل الالتقاط (Pecking-Order) وفيه

تفضل الشركة التمويل الداخلي على التمويل الخارجي من الدين وحق الملكية، على وفق هذه النظرية لا توجد نسب محددة من الدين إلى قيمة الشركة والمبنية على عدم تماثل المعلومات، وتتجنب الشركة إصدار أسهم لتمويل الاستثمارات، إذ إن التغيرات في هيكل رأس المال تنقل المعلومات إلى المستثمرين، مشيراً بذلك إلى أن الشركات تفضل احتجاز الأرباح كمصدر تمويل داخلي وعند عدم كفاية هذا المصدر لتمويل الفرص الاستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة، فأنها تقوم باستخدام المديونية كونها منخفضة الكلفة، وقد تلجأ الشركة إلى إصدار الأسهم العادية كمصدر أخير للتمويل الخارجي بدلاً من خسارة الفرصة الاستثمارية القيمة، وقد ناقش Myers فكرة الدمج بين النظريتين إما بالتوسع في نظرية التبادل بإدخال كلف التعديل، أي التبادل بين الوفرات والكلف لحين الوصول إلى نسبة المديونية المثلى، والتي تتضمنها المعلومات اللامتماثلة ومشكلة الوكالة أو إن يبدأ مع نموذج عدم تماثل المعلومات ثم ربطها بعناصر نظرية التبادل المتمثلة (الوفرات الضريبية وكلف العسر المالي). وأوضح (Park & Evans, 1996) أن الرفعة المالية للشركات ترتبط ارتباطاً إيجابياً بقيمة الشركة، وأن مقسوم الأرباح يرتبط بقيمة الشركة، كما إن صافي التدفقات الاستثمارية الخارجة (NIF) هو نتيجة المعلومات عن الأرباح المحتجزة المتوقعة ولم يكن من خلال صافي التدفقات النقدية التشغيلية (NOF)، إذ لا وجود لعلاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو قيمة الشركة والرافعة المالية ودفع مقسوم الأرباح.

كما قام كل من (Fama & French, 1998) بدراسة الضرائب وقرارات التمويل بالديون وبقية الشركة، ومن أهم نتائج الدراسة العلاقة العكسية بين الديون وقيمة الشركة، فضلاً عن أن للاستثمار معلومات إيجابية حول الآفاق المستقبلية للشركة، بالمقابل تشير أدلة دراسة الحدث إلى إن استجابة تغيرات أسعار الأسهم لإعلان الاستثمار ضعيفة، وهناك دليل على أن دفع مقسوم الأرباح ينقل معلومات أكبر في قيمة الشركة. كما تناولت دراسة (Mollik, 2008) كل من الرافعة المالية والقيمة السوقية، وتوصلت الدراسة إلى إن قيمة الشركة ترتفع بشكل ملحوظ مع الرافعة المالية. وبعد مدة من الرفع المالي المنخفض تقوم الشركات بزيادة الإنفاق الرأسمالية وزيادة الاستثمار وتجد هذه الاستثمارات الجديدة تمول من خلال إصدار الديون الجديدة، وإن المرونة المالية له دلالة إحصائية واقتصادية كبيرة كما تكشف اختبارات الأداء على المدى الطويل إن الشركات المرنة مالياً لا تستثمر أكثر فحسب بل تستثمر بشكل أفضل أيضاً (Marchica & Mura, 2010). الشركات الناجحة هي أكبر حجماً وتستحق تقييم سوقي أفضل مقارنة بالقيمة الدفترية، وعادةً ما تكون مربحة، ومن الأرجح إن تستفيد من التأثيرات المالية الإيجابية، مما يسهم في ارتفاع معدلات النمو المستدام والنمو المربح على الأجل الطويل (Liow, 2010). وقد اهتمت دراسة (Sola et al., 2013) بتوضيح أثر الاحتفاظ بالسيولة النقدية في قيمة الشركة وقد وفرت نتائج الدراسة دعماً كبيراً للتبادل، إذ أن وجود المستوى الأمثل من السيولة النقدية، ينتج عن

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

تبادل فوائد السيولة النقدية وتكلفتها، كما تؤكد النتائج وجود المستوى الأمثل من السيولة النقدية يزيد من قيمة الشركة، ويختلف هذا المستوى باختلاف خصائص الشركات من إمكانات النمو والوصول إلى أسواق رأس المال وحجم الشركات والرفعة المالية، كما أن الانحراف عن المستوى الأمثل يقلل من قيمة الشركة، ومن ثم فإن إدارة السيولة النقدية للشركة عنصر مهم يؤثر في قيمة المساهمين. إن هيكل رأس المال يؤثر في قيمة الشركة بشكل ملحوظ، والعلاقة بين هيكل رأس المال (الرافعة المالية) وقيمة الشركة عكسية (WU *et al.*, 2013).

أن الرافعة المالية والاحتفاظ بالسيولة النقدية يرتبطان بعلاقة عكسية، وترتبط المستويات الكبيرة من السيولة النقدية بانخفاض الرافعة المالية وتفضل الشركات تمويل الاستثمارات من الأرباح المحتجزة، والشركات الأصغر أكثر عرضة للقيود المالية، وبالتالي فإن الشركات المقيدة مالياً تملك المزيد من السيولة النقدية، وكل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل والقيود المالية لها تأثير عكسي في قيمة الشركة (Loncan & Caldeira, 2014). أن قيمة الشركة المرفوعة مالياً أكبر من قيمة الشركة غير المرفوعة عند عدم الأخذ بنظر الاعتبار تكاليف الإفلاس، وإذا أخذت في أن واحد فوائد وتكلفة الدين، فإن الرافعة المالية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بقيمة الشركة حتى تصدر الشركة ديون كافية لتحقيق هيكل رأس المال الأمثل، ثانياً: الأثر الإيجابي للرافعة المالية في قيمة الشركة يميل إلى أن يكون أكبر في الشركات ذات الجودة المالية العالية، والشركات التي لديها فرص نمو أكبر والشركات ذات معدلات ضريبية أعلى، ثالثاً: الأثر العكسي للرافعة المالية في قيمة الشركة يميل إلى أن يكون أكبر إذا حدثت زيادات في التدفقات النقدية الحرة للشركة وعدم وجود معدل ضريبية على ديون للشركة، أو معدل التضخم الذي يختبره أقل، وقد يكون للرافعة المالية أثر إيجابي في قيمة الشركة بشرط أن تكون الشركة تتمتع بتدفقات نقدية حرة أعلى، أو معدل تضخم مناسب، قادرة على الاستفادة بشكل سليم من الفرص الناتجة (Cheng & Tzeng, 2014). هنالك علاقة عكسية أحادية الاتجاه بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، مما يشير إلى أن هيكل رأس المال يشكل قيمة الشركة، يؤدي انخفاض نسبة الديون الإجمالية إلى انخفاض في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، كما أن نتائج الدراسة تدعم أيضاً صحة فرضية نظرية التبادل التي تتوقع وجود علاقة إيجابية بين مستوى الدين وقيمة الشركة لمستوى معين (Demirgunes, 2017).

3. منهجية الدراسة

1.3. بناء المعادلات السلوكية للقرارات

أن تقدير المعادلة الفردية هو الأسلوب المفضل في التحليلات التجريبية للقرارات المالية، إلا إن استخدام نظام المعادلات يساعد على تجنب أي إسناد زائف للسببية بين القرارات الثلاثة التي تنتبثق فعلياً من الارتباطات الزائفة (Jensen *et al.*, 1992: 252) وبالتالي فإن النموذج الذي تم اعتماده في هذه الدراسة هو نموذج المعادلات

المتزامن (الأنبي) الذي يسمح لقرارات الشركات بالتفاعل وذلك خلاف المعادلات المفردة والتي لا تسمح بتفاعل القرارات، نموذج المعادلات الثلاثي لقرارات الشركات تم اعتماده لأول مرة من قبل (Dhrymeds & Kurz, 1967) ثم بعد ذلك كل في من (McDonald *et al.*, 1975) و (McCabe, 1979) و (Peterson & Benesh,) و (Jensen *et al.*, 1992) و (Chiarella *et al.*, 1992) و (Meng, 1983) و (2012).

وقد تم إجراء بعض التعديلات في نموذج المعادلات الثلاث في الدراسات السابقة وهو ما دأبت إليه الدراسة الحالية دون المساس في البناء الهيكلي له (فيما يتعلق بالمتغيرات الداخلية وهي القرارات الثلاث) وبما يناسب مع المتغيرات البيئية والتطورات اللاحقة والتي وجدت مبرراً لها.

إن المدخل المعتمد في هذه الدراسة هو مدخل التدفقات النقدية والذي يشكل الأساس، ومن ثم يتم بناء المعادلات السلوكية للقرارات المالية الثلاث (الاستثمار والتمويل ودفع مقسوم الأرباح النقدية)، وبالنظر إلى النظرية التي تعتمد في هذا القرار مع المبررات والمسوغات في اعتمادها. ومن أهم ما يميز نموذج الدراسة إنه ادخل بعض المتغيرات الخارجية في كل معادلة من المعادلات، والذي يلاءم التطورات التي تشهد الساحة المالية من نظريات و مؤشرات ومقاييس، فقد تم الاعتماد على حجم الشركة وذلك للاستقرار النسبي الذي يتمتع به حجم الشركة مقارنة بالمتغيرات الأخرى، إذ تم اعتماد المبيعات في بعض الدراسات مثل دراسة (Chiarella *et al.*, 1992)، باستثناء دراسة (Meng, 2012) والتي اعتمدت (beginning-of-period capital stock) والسبب في ذلك يعود أن تأثير المبيعات في النشاط الاستثماري ينعكس بالتغير في متغير المبيعات، والذي يتطلب التمويل ومن ثم دفع مقسوم الأرباح، في حين يرى (Meng, 2012:p131) أن اعتماد أسهم رأس المال بدلاً من بعض المتغيرات الأخرى هو أكثر استقراراً نسبياً مع مرور الوقت وأقل عرضة للتشويه بسبب الظروف الاقتصادية، وبالتالي يمكن إن تكون السياسات المؤسسية معزولة بشكل أفضل.

1.1.3. معادلة قرار الاستثمار

معادلة قرار الاستثمار والتي تمثل دالة للديون طويلة الأجل ودفع مقسوم الأرباح النقدية، وقد تم اعتماد نموذج توبن Q المبسط فضلاً عن توسيع معادلة قرار الاستثمار للمتغيرات الخارجية إذ تضمن التدفقات النقدية والاستثمار المتباطئ زمنياً، ويتوقع أن يكون متغير الديون طويلة الأجل ذا علاقة طردية مع الاستثمار، أما دفع مقسوم الأرباح فهو ذو علاقة عكسية مع الاستثمار، وهذا على وفق نتائج وافترضات أغلب الدراسات، إذ تم إثبات أن كلاً من دفع مقسوم الأرباح والاستثمار هي قرارات متنافسة على الأموال، ويأتي ذلك ضمن الفرضية القائلة إن استثمارات الشركة تكون مدفوعة أساساً من توافر الأموال من شقيها التدفقات النقدية الداخلية والديون طويلة الأجل و

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

الاستخدام المتنافس في الاستثمار ودفع مقسوم الأرباح، ناهيك عن الاستخدامات الأخرى للتدفقات النقدية الحرة مثل إعادة شراء الأسهم المصدرة وغيرها. كما تتميز معادلة الاستثمار في دراستنا فضلاً عن ذلك فهي لا تتضمن القيود المالية الخارجية صراحة وإنما بهيأة ضمنية ضمن مؤشر الفرص الاستثمارية Q إذا أدرجت القيود المالية الداخلية والخارجية ضمن معادلة التمويل وهو عكس ما دأبت إليه أغلب الدراسات وذلك من خلال دراسة مجموعة الفرص الاستثمارية والقيود المالية، والمبرر في ذلك هو فضلاً عن إشباع دراسة علاقة متغير(القيود ومجموعة الفرص الاستثمارية) فإن إدراج القيود المالية لا يعتمد فقط على الفرص الاستثمارية وإنما كذلك دفع مقسوم أرباح والحفاظ على نسبة دفع مقسوم للأرباح مستقرة وذلك على وفق مفهوم الرافعة المالية محلية الصنع التي تقترض الاقتراض لدفع مقسوم الأرباح إن استوجب ذلك (Rose, 2013: 585) كما أن مقسوم الأرباح هو إشارة للمستثمرين وذلك على وفق نظرية الإشارة، وبالتالي فإن احتياجات الأموال هي تتعلق بالقرارين الآخرين ولا تقتصر على قرار الاستثمار، وعندها تكون المعادلة السلوكية لقرار الاستثمار على وفق الآتي:

$$\frac{INV}{SZit} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{NDF}{SZit} + \alpha_2 \frac{DIV}{SZit} + \alpha_3 \frac{CF}{SZit} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha \frac{INV_{it-1}}{SZit} + \epsilon_{it}$$

2.2.4.3. معادلة قرار التمويل

معادلة قرار التمويل التي تمثل الديون طويلة الأجل هي دالة للاستثمار ودفع مقسوم الأرباح، ويتوقع أن تكون هذه المتغيرات (الاستثمار ودفع مقسوم الأرباح) التي تعد متغيرات داخلية لمعادلة قرار الديون طويلة الأجل، ذات علاقة طردية بالديون طويلة الأجل، ويأتي ذلك ضمن الفرضية الفائلة إن الأموال الخارجية المطلوبة هي لتمكن الشركة من تمويل الاستثمارات و القيام بدفعات ثابتة أو تتسم بالثبات نوعاً ما من مقسوم الأرباح النقدية، إذ قد لا تكون الأرباح المحتجزة كافية لتغطية هذه المدفوعات، ويأتي هذا ضمن جوهر نظرية الالتقاط، كما يتوقع أن يكون صافي مبلغ التمويل الخارجي مدفوعاً من خلال العجز في توفير الأموال من المصادر الداخلية،

وعلى وفق ما طرح في بعض الأدبيات الحديثة في مجال الإدارة المالية أن نظرية الالتقاط لا تفسر قرارات التمويل في الشركات إلا بشكل جزئي، لذا واستكمالاً لهدف الدراسة تم إدخال متغير القيود المالية كمحدد لقدرة الشركة في الوصول إلى أسواق رأس المال، إذا لم يعد افتراض أن الأسواق المالية تامة قائم في العالم الحقيقي، لذا وضمن بعض من مميزات دراستنا نقوم بإدخال متغيرات مثل الموجودات الملموسة كمؤشرات على القيود المالية الخارجية وهذا كما في دراسة (Meng, 2012) إذ إن الشركات ذات الموجودات الملموسة أو الاستثمار في الموجودات الملموسة الأكثر تتسم بدرجة أكبر من الثبات والأمان والانخفاض في درجة المخاطرة، والتدفقات النقدية كمؤشر على القيود المالية الداخلية، كما أننا أخذنا بنظر الاعتبار جوهر الانتقادات التي وجهت إلى (Modigliani & Miller) والتي مفادها أن كلفة التمويل هو دالة للرافعة

المالية فقط، في حين أنه يعتمد على حجم الشركة وتركيبية الموجودات فضلاً عن معدل النمو في العائد، وعندها تكون المعادلة السلوكية لقرار الديون طويل الأجل على وفق الآتي:

$$\frac{NDF}{SZit} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{INV}{SZit} + \gamma_2 \frac{DIV}{SZit} + \gamma_3 \frac{CF}{SZit} + \gamma_4 \frac{TAN}{SZit} + \epsilon_{it}$$

3.2.4.3. معادلة قرار مقسوم الأرباح

لقد تم تصميم معادلة مقسوم الأرباح على وفق الجدول في الدراسات السابقة في انتقاء المتغيرات الخارجية فقد اتفقت مع بعضها وجاءت مختلفة مع بعضها الآخر، إذ يرى (Peterson & Benesh, 1983) أهمية تضمين متغيرات متباطئة زمنياً مثل مقسوم الأرباح المتباطئ زمنياً كمتغير تفسيري، إذ إن حذف هذا المتغير يؤدي إلى نموذج غير محدد، على العكس من ذلك يرى بعضهم الآخر أن مقسوم الأرباح المتباطئ لا يفسر مستوى مقسوم الأرباح الحالية، بل هو بمثابة بديل للعوامل الأخرى التي قد تؤثر في مقسوم الأرباح الحالية، وقد يفتر هذا الادعاء إلى مزايا إذا ما نظر إليه بالاقتران مع ملاحظة أن معظم الشركات مترددة في خفض مقسوم الأرباح النقدية حتى في أوقات الأزمات (Peterson & Benesh, 1983: 442).

ويرى (Meng et al., 2010) أن عدم وجود نظرية واحدة يمكن أن تفسر تماماً لغز دفع مقسوم الأرباح هو الدافع إلى استخدام متغيرات أخرى خارجية وهذا ما دأبت إليه دراساتنا، إذ تم الاعتماد على فلسفة نظرية الإشارة في بناء معادلته دفع مقسوم الأرباح ومتغيرات خارجية أخرى وهي كل من مقسوم الأرباح المتباطئ زمنياً وصافي الأرباح المتحققة للشركة، فضلاً عن التدفقات النقدية وتضمين المعادلة نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية. وعندها تكون المعادلة السلوكية لقرار دفع مقسوم الأرباح على وفق الآتي:

$$\frac{DIV}{SZit} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{NDF}{SZit} + \alpha_2 \frac{INV}{SZit} + \alpha_3 \frac{CF}{SZit} + \alpha_4 \frac{Pit}{SZit} + \alpha_5 \frac{DIV_{it-1}}{SZit} + \alpha_6 \frac{RE}{TEit} + e_{it}$$

إذ إن:

- NDF: التمويل في السنة t
 INV: الاستثمارات الرأسمالية في السنة t
 DIV: مقسوم الأرباح النقدية المدفوع في السنة t
 CF: التدفقات النقدية الداخلية في السنة t
 SZ: حجم الشركة في السنة t
 TAN: الموجودات الملموسة في السنة t
 INV_{it-1}: الاستثمارات الرأسمالية في السنة t-1
 Q: مؤشر توبن في السنة t

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

P_{it} : صافي الأرباح في السنة t-1
 DIV_{it-1} : مقسوم الأرباح النقدية للسنة السابقة t-1
 RE/TE : نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية في السنة t
 e, ϵ, ξ : الخطأ المعياري للنموذج في كل معادلة حسب ترتيب المعادلات في السنة t

2.3. تفاعل القرارات باستخدام نماذج المعادلات الآنية (المتزامنة)

ولأجل تحديد التفاعل بين القرارات سيتم استخدام نظام المعادلات الآنية (المتزامنة Simultaneous) الثلاثية لدراسة التفاعل بين هذه القرارات التي وضعها لأول مرة (Dhrymeds & Kurz, 1967). فطبيعة العلاقات بين قرارات الشركات المتزامنة أدت إلى استخدام نماذج المعادلات الآنية (المتزامنة) وذلك منذ طروحات (Dhrymeds & Kurz, 1967) وذلك لتسهيل دراسة القرارات والعوامل المؤثرة في تلك القرارات، إذ تتبادل المتغيرات الداخلية مواقعها لتكون متغيرات خارجية في معادلات أخرى.

إن نموذج المعادلات الآنية الخاص بنموذج الدراسة يتألف من المتغيرات الداخلية $\left(\frac{INV}{SZit}; \frac{NDF}{SZit}; \frac{DIV}{SZit}\right)$ والمتغيرات المحددة مسبقاً: $\left(\frac{DIV_{it-1}}{SZit}; \frac{INV_{it-1}}{SZit}\right)$ والمتغيرات الخارجية $\left(\frac{CF}{SZit}; \frac{TAN_{it}}{SZit}; \frac{P_{it}}{SZit}; Q_{it}; \frac{RE}{TE_{it}}\right)$ وحدد الخطأ العشوائي لكل معادلة وكما موضح أدناه:-

$$\begin{aligned} \frac{INV}{SZit} &= \alpha_0 + \alpha_1 \frac{NDF}{SZit} + \alpha_2 \frac{DIV}{SZit} + \alpha_3 \frac{CF}{SZit} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 \frac{INV_{it-1}}{SZit} + \epsilon_{it} \\ \frac{NDF}{SZit} &= \gamma_0 + \gamma_1 \frac{INV}{SZit} + \gamma_2 \frac{DIV}{SZit} + \gamma_3 \frac{CF}{SZit} + \gamma_4 \frac{TAN_{it}}{SZit} + \epsilon_{it} \\ \frac{DIV}{SZit} &= \mu_0 + \mu_1 \frac{NDF}{SZit} + \mu_2 \frac{INV}{SZit} + \mu_3 \frac{CF}{SZit} + \mu_4 \frac{P_{it}}{SZit} + \mu_5 \frac{DIV_{it-1}}{SZit} + \mu_6 \frac{RE}{TE_{it}} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

4. النتائج

1.4. الوصف الإحصائي لمتغيرات

الجدول (2) يوضح بعض المؤشرات الإحصائية الوصفية لعينة الدراسة، وبالنظر إلى متغيرات الدراسة وفق الآتي:

فقد حقق متوسط الاستثمار الرأسمالي (INV) إلى إجمالي الموجودات 0.0143، بانحراف معياري 0.1546، وبلغ متوسط التمويل الخارجي (الديون الجديدة) (NDF) إلى إجمالي موجودات الشركات -0.0127، وبانحراف معياري 0.2542، وبالنظر إلى متوسط مقسوم الأرباح النقدية المدفوعة (DIV) إلى إجمالي موجودات الشركات البالغ 0.0230، وبانحراف معياري 0.0380.

كما بلغ متوسط التدفقات النقدية الناتجة من العمليات التشغيلية في الشركة (CF) إلى إجمالي الموجودات 0.0272، بانحراف معياري 0.0635، وحقق نموذج توبن Q في الشركات 1.8056 وبانحراف معياري 2.2773، وبالرغم من تحقيق القيمة المعيارية

الأكبر من الواحد الصحيح، إلا أن الانحراف المعياري لا يعكس استقرار الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، كما تمتلك الشركات عينة الدراسة موجودات ملموسة (TAN) إلى إجمالي الموجودات بمتوسط 0.9170، وبانحراف معياري 0.1430، وكان متوسط صافي الأرباح (PIT) إلى إجمالي الموجودات 0.0379 بانحراف معياري 0.1048، وحقق متوسط نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية (ER) 0.1135 بانحراف معياري 1.2977.

الجدول (2) بعض المؤشرات الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة عينة للمدة 2008-2016

المؤشر	RE	PIT	TAN	Q	CF	DIV	NDF	INV
Mean	0.1135	0.0379	0.9170	1.8056	0.0272	0.0230	-0.0127	0.0143
Median	0.0515	0.0442	0.9864	1.1766	0.0001	0.0062	0.0000	0.0207
Maximum	14.0061	0.2848	1.1099	13.2643	0.2705	0.3074	1.8119	0.5307
Minimum	-3.2990	-0.6513	0.0995	-1.6135	-0.1041	0.0000	-1.9533	-0.7612
Std. Dev.	1.2977	0.1048	0.1430	2.2773	0.0635	0.0380	0.2542	0.1546
Observations	126	126	126	126	126	126	126	126

1.2.4. نتائج تقدير نموذج المعادلات الآتية (المتزامنة) عينة الدراسة اختبار الفرضية الأولى

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

من أجل اختبار صحة الفرضية الأولى (لا يوجد تفاعل بين القرارات المالية)، عينة الدراسة الشركات الإماراتية المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، تظهر نتائج تقديرات 3SLS لنظام المعادلات الأنية للشركات في الجدول (3) وبالنظر إلى القرارات ووفق الآتي:-

1. قرار الاستثمار: حقق كل من التمويل بالديون طويلة الأجل والتدفقات النقدية الداخلية فضلاً عن الاستثمار الرأسمالي المتباطئ زمنياً، تأثيراً إيجابياً ومعنوياً في قرار الاستثمار الرأسمالي، وهذا يتطابق مع علاقة الارتباط الموضحة في مصفوفة الارتباط جدول (4)، باستثناء التدفقات النقدية الداخلية ذات العلاقة العكسية المعنوية، إذ يفسر تأثير التمويل بالديون طويلة الأجل بأن الشركات قد اعتمدت في دفع مقسوم الأرباح النقدية من التدفقات النقدية الداخلية كما تم تمويل القرار الاستثماري عن طريق الاقتراض طويل الأجل، وهذا ينطبق مع أشهر وأكثر النظريات قبولاً، وهي نظرية الانتقال Becking Order Theory (Myers, 1984)، وكذلك نظرية Residual Theory of Dividends في دفع مقسوم الأرباح، إي إن الشركات تعمل على تمويل الفرص الاستثمارية و دفع المقسوم النقدي من خلال الفائض أو الاقتراض في حالة حصول عجز لتمويل الفرص الاستثمارية وفق مبدأ تدفق الأموال، أما تأثير الاستثمار الرأسمالي المتباطئ زمنياً، فهو نتيجة الاستثمارات السابقة والمثمرة والتي حفزت على الاستثمار الجديد من خلال كل من زيادة الأرباح الناتجة عن الاستثمار السابق وانعكاسها في تكوين التدفقات النقدية وحصول الشركات على وضع أفضل في الأسواق المالية الذي جعلها أكثر قدرة في الوصول إلى التمويل الخارجي ورفع قدرتها على الاقتراض وعلى الاستفادة من الوفورات الضريبية التي تتحقق لاحقاً. في حين كان لنموذج الفرص الاستثمارية الذي تم اعتمادها توبن Q تأثير إيجابي غير معنوي، النقطة التي تطلب الإشارة إليها هنا عدم المعنوية في تكوين القرار الاستثماري يعود بالاعتماد الأكبر الذي أصبح على الاستثمار المتباطئ زمنياً من قبل الشركات في اتخاذ القرارات والتي بموجبها تحدد الشركات استثماراتها. كما حقق مقسوم الأرباح النقدية تأثيراً عكسياً ومعنوياً وفق مفهوم التنافسية في التعامل مع الأموال الشحيحة، وهذا ما موجود فعلاً في أغلب الدراسات وأكثر الشركات التي تعمل وفق أولوية وأهمية التعامل مع مصادر التمويل والذي جاء مطابق لعلاقة الارتباط.

2. قرار التمويل: حققت كل من معاملات الاستثمار الرأسمالي والموجودات الملموسة التي تمتلكها الشركات تأثيراً إيجابياً ومعنوياً في قرار التمويل، إذ إن تأثير الاستثمار الرأسمالي ينطبق مع علاقة الارتباط المشخصة، إذ ضمن تسلسل ثلاثية القرارات المالية تقوم الشركات بتحديد الفرص الاستثمارية المجزية ثم تقوم بالبحث عن أفضل مصادر لتمويل تلك الفرص، إلا إن الوضع يختلف في حالة توفر التمويل ومن ثم البحث عن الفرص الاستثمارية، فضلاً عن إن منطق الإدارة المالية يتفق مع نتائجنا

في طبيعة التأثير، وكما هو متوقع تعد الموجودات الملموسة أحد أهم محددات الحصول على مصادر التمويل الخارجي، وبالتالي أتفق التأثير الإيجابي لهذا المؤشر في قرار التمويل، إذ إن المديرين في الشركات الإماراتية يعملون على امتلاك هذه النوع من الموجودات والتي تعزز قدرتهم في الحصول على التمويل الخارجي فكلما امتلكت الشركات موجودات ملموسة أكثر ارتفعت نسبة الأمان لدى المقرضين (إذ تعد احد مؤشرات القيود المالية)، فضلاً عن كونها سبب تدفق الأموال الداخلية نتيجة ما تولده من تدفقات نقدية، وما يعزز ذلك علاقة الارتباط الإيجابية والمعنوية المشخصة في مصفوفة الارتباط جدول (4). وحققت التدفقات النقدية تأثيراً عكسياً ومعنوياً يتفق مع علاقة الارتباط والدراسات التجريبية، كما إنها ذات مغزى مالي إذ إن الشركات التي تتمتع بتدفقات نقدية كبيرة تلبى احتياجات الشركة أو معظم احتياجاتها تقلل من مصادر التمويل الخارجي (الديون) وذلك لأن جزء من هذه التدفقات النقدية يمثل الأرباح المحتجزة التي تقرر الشركة احتجازها نتيجة انخفاض كلفة التمويل لهذا المصدر (الأرباح المحتجزة) وهو ما ينعكس بالعلاقة العكسية والمعنوية. كما حقق مقسوم الأرباح النقدية تأثيراً عكسياً متفق مع علاقة الارتباط إلا إنها غير معنوية وهذا قد يعود إلى سياسة الشركة في مقسوم الأرباح ونسبة التباين الموجودة في مدى الثبات أو الاعتماد على مقسوم معين والذي تم توضيحها ضمن الإحصاءات الوصفية.

3. **قرار مقسوم الأرباح النقدية:** يشير الجدول إلى وجود تأثير ايجابي ومعنوي لكل من التمويل بالديون طويلة الأجل ومتغير صافي الأرباح ومقسوم الأرباح النقدية المتباطئ زمنياً، إذ أثبتت نتائج العلاقة السببية إن التمويل بالديون طويلة الأجل لا تسبب مقسوم الأرباح، فضلاً عن إن علاقة الارتباط قد شخصت علاقة عكسية ومعنوية ذلك وفق مصفوفة الارتباط الجدول (4)، إلا أن التفسير المالي لذلك التأثير الإيجابي ينطلق من فكرة مصدرها تسلسل القرارات المالية، فالشركات تحدد الفرص الاستثمارية المجزية ثم تقوم بالبحث عن مصادر التمويل (الديون الخارجية طويلة الأجل كأحد المصادر) ومن ثم توزع ثمار هذا الاستثمار على المساهمين (بعائد يتناسب مع مستوى المخاطر التي تم تحملها وذلك بالمشاركة التمويل) بعد تسديد الالتزامات من الديون وفوائدها، وهذا ما يؤدي إلى التأثير الإيجابي للديون في قرار مقسوم الأرباح. أما تأثير صافي الأرباح المتحققة فهو متفق مع علاقة الارتباط الموضحة في مصفوفة الارتباط جدول (4)، فضلاً عن كونها نتيجة منطقية بأن مصدر مقسوم الأرباح النقدية هو صافي الأرباح المتحققة، وقد تظهر نتائج مختلفة وذلك اعتماداً على الشركة فيما إذا كانت توزع أرباح سابقة. إن تضمين متغير متباطئ زمنياً مثل متغير مقسوم الأرباح النقدية يعطي صورة عن طبيعة سياسة الشركة في اتخاذ قرار مقسوم الأرباح النقدية ومدى الاعتماد أو الحفاظ على السياسة السابقة، فقد حقق هذا المتغير تأثيراً إيجابياً ومعنوياً، وبالتالي فإن الشركات تعمل وفق المبدأ أعلاه، وما يعزز ذلك علاقة الارتباط الموضحة في مصفوفة الارتباط الجدول (4). حققت كل من التدفقات النقدية ونسبة الأرباح

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية في قرار مقسوم الأرباح تأثيرات غير معنوية إيجابية وعكسية على التوالي، إذ إن التأثير غير المعنوية للتدفقات النقدية الداخلية لا تعني عدم وجود تأثير، ولكن لا يمكن تعميم هذا التأثير و إنما هو حالة خاصة وتتعلق بالشركات الإماراتية و المدرجة في سوق دبي حصراً، أي لا يعني إن التأثير غير موجود، إن كل من الدراسات السابقة والنظرية المالية المثبتة توضح أن يكون المصدر الرئيس للمقسوم من خلال ما تحققه الشركات من أرباح والذي ينعكس بالتدفقات النقدية الداخلية، فضلاً عن ما يطرحه ويفسره الإحصائيين بعد إمكانية تعميم النتائج، وكذلك الحال في ما يتعلق بنسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية ذات التأثير العكسي غير المعنوي، فضلاً عن التغيرات المصاحبة لكل من نسبة الأرباح المحتجزة وحق الملكية والتي يجب إن تؤخذ بنظر الاعتبار، وهذا ما يعطي تأثيراً عكسياً وفق ما أوضحته علاقة الارتباط جدول (4).

نلاحظ أن قيمة معامل التحديد المصحح ($Adj R^2$) للقرارات المالية بلغت 71% و 14% و 21% على التوالي، وهذا يشير إلى أهمية المتغيرات المعتمدة في الدراسة كمتغيرات تفسيرية للقرارات المالية. كما تشير قيمة اختبار DW إلى خلوا النماذج الثلاث من مشكلة الارتباط الذاتي، إذ نلاحظ أن معاملات الارتباط لجميع المعادلات تقترب من 2 صحيح.

من خلال النتائج أعلاه والتي جاءت مطابقة لبعض علاقات الارتباط بين المتغيرات، فضلاً عن نتائج بعض الدراسات السابقة، فإن التزامن ضعيف، وبالتالي فإن تفاعل قرارات الشركات ضعيف والذي يفسر درجة القيود المالية التي تواجهها الشركات (ضعف القيود) عينة الدراسة، في الحصول على مصادر التمويل والاستخدام المتنافس للأموال وما أكد ذلك طبيعة علاقة التأثير الضعيفة وغير المعنوية في بعض الأحيان. إلا إن الصلاحية التفسيرية للقرارات وطبيعة توجه التأثير تحققت لـ (5) من مجموع (6) من إجمالي المتغيرات الداخلية، نحن نرفض الفرضية الأولى (لا يوجد تفاعل بين القرارات المالية) ونقبل الفرضية البديلة أي إن القرارات المالية تتفاعل فيما بينها.

وبالتالي النتائج تتفق مع نتائج عدد من الدراسات منها (Mang, 2012) في المملكة المتحدة و (Wang, 2010) في الصين و (Ding & Murinde, 2010) في المملكة المتحدة و (Peterson & Benesh, 1983) في الولايات المتحدة و تختلف عن نتائج دراسات أخرى مثل (Mc Donald et al., 1975) في فرنسا و (1974 Fama, في الولايات المتحدة).

الجدول (3) نتائج تفاعل القرارات المالية للشركات عينة الدراسة للمدة (2008-2016)

قرار مقسوم الأرباح		قرار التمويل		قرار الاستثمار		المتغير
Prob	Value	Prob	Value	Prob	Value	
0.0549*	-0.2132	0.000***	0.2006			الاستثمار الرأسمالي
3***00.0	0.0552			173***00.	0.0748	الديون طويلة الأجل
		0.3938	-0.5965	0.0185**	1-0.013	مقسوم الأرباح

						النقدية
0.1640	0.0816	0.001***	-0.1023	0.0056***	0.1454	التدفقات النقدية
				0.3306	0.0052	Q نموذج توبين
				0.0000***	0.8172	الاستثمار الرأسمالي المتباطئ زمنياً
		0.0157**	0.1474			الموجودات الملموسة
0.0059**	0.0424					متغير صافي الأرباح
0.0105**	0.2320					مقسوم الأرباح النقدية المتباطئ زمنياً
0.8399	5-0.000					نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية
				0.0023***	0.1120	B01
		0.0232**	-0.1554			B02
0.9296	-0.0013					B03
126		126		126		Observations
0.2127		0.1431		0.7091		Adjusted R-squared
2.0946		2.0043		2.0597		Durbin-Watson stat

الجدول (4) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات عينة الدراسة للمدة (2016-2008)

CF	INV _{t-1}	RE	Q	TAN	PIT	DIV _{t-1}	DIV	INV	NDF	المتغير
									1	NDF
								1	0.3856*	INV
							1	-0.0042	-0.0452	DIV
						1	0.2396***	-0.0003	-0.0289	DIV _{t-1}
					1	0.0969	0.1761**	0.1169	-0.0496	PIT
				1	-0.0863	-0.065	-0.083	-0.0708	0.2009**	TAN
			1	0.1522*	0.0458	0.0298	0.0923	0.0392	0.1819**	Q
		1	-0.0176	0.0237	-0.0933	-0.0395	-0.0627	-0.154*	-0.0415	RE
	1	-0.1923**	-0.1166	0.0652	0.1529	-0.0021	0.0074	0.8423***	0.351**	INV _{t-1}
1	-0.233***	-0.0284	-0.0746	0.2192**	0.0719	-0.226**	0.0996	0.2451***	-0.1394	CF

2.2.4. اختبار أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة للشركات عينة الدراسة

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

من أجل اختبار صحة الفرضية الثانية والتي تنص على (عدم وجود أثراً ذو دلالة إحصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة)، فقد تم بناء المعادلة السلوكية لهذه الفرضية من خلال الاعتماد على القيمة السوقية لأسهم الشركات كمتغير معتمد والقرارات المالية كمتغيرات مستقلة وفق الآتي: -

من خلال نتائج الجدول (5) والتي تشير إلى وجود تأثيراً معنوياً لقرار الاستثمار الرأسمالي في قيمة الشركة وهذا منطقي وذو مغزى مالي وينطبق على ما أكدت عليه بعض الدراسة السابقة بدءاً من (Modigliani & Miller, 1958) على إن قيمة الشركة تعتمد على العوائد المتوقعة من الاستثمار في الموجودات، وإن قرارات الاستثمارات المجزية (ذات صافي القيمة الموجبة) التي تتخذها الشركات تتعكس وبشكل كبير في تكوين الاستثمارات الرأسمالية مما منح الشركات تدفقات نقدية داخلية موجبة، وبالتالي مقدرة على تسديد أو خدمت الدين الممول لهذه الاستثمارات ضمن حدود المخاطر، وكذلك تحقيق رضا المساهمين بمقسوم من الأرباح النقدية سواء كان مدفوعاً أو محتجز. في حين كان هنالك تأثيراً غير معنوي لقرارات التمويل بالديون طويلة الأجل، وهذا يعطي تفسير بعدم إمكانية تعميم هذه النتيجة (الأثر الناتج من القرار).

إن القرار الثالث والمهم والذي يمثل إشارة الإدارة للسوق وهو مقسوم الأرباح النقدية المدفوع للمساهمين فقد حقق تأثيراً إيجابياً ومعنوياً، وهذا ما يعطي ويؤكد أهمية هذا القرار وينطبق نظرياً بشكل مطلق مع كل من النظريات المفسرة لمقسوم الأرباح والدراسات السابقة، حول مقسوم الأرباح ذو التأثير الإيجابي لقيمة الشركة أي إن الشركات التي تقوم بدفع مقسوم الأرباح النقدية لدى مديريها معلومات حول مستقبل وإمكانيات الشركة بدفع المقسوم والاستمرار في مستوى المقسوم، إلا إن هذا الاستنتاج لا يتفق مع دراسة (Modigliani & Miller, 1961) حول إن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بقرارات مقسوم الأرباح النقدية ويعود ذلك إلى الافتراضات غير الواقعية، فضلاً عن نتائج بعض الدراسات الأخرى ذات العلاقة العكسية مثل (Park & Evans, 1996). كما نلاحظ من نتائج معادلات الانحدار إن قيمة معامل التحديد المصحح ($Adj R^2$) 68% وهذا يشير إلى أهمية المتغيرات المعتمدة في الدراسة كمتغيرات تفسيرية في قيمة الشركة إذ تشير هذه النسبة أن 68% من التغير في قيمة الشركات ككل فسرت من خلال المتغيرات التفسيرية، في حين تشير النسبة المتبقية 32% إلى متغيرات أخرى لم تتضمن في النموذج. وتشير قيمة اختبار DW إلى خلو النماذج من مشكلة الارتباط الذاتي إذ نلاحظ أن معاملات الارتباط للمعادلة يقترّب من 2 صحيح.

بناءً على ما تحقق في قرارات الشركات الثلاث من تأثير في قيمة الشركة ومعنوياتها يدفعا إلى رفض الفرضية الثانية: لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية

للقرارات المالية بقيمة الشركة، وقبول الفرضية البديلة أي إن القرارات المالية ذات أثراً معنوياً بقيمة الشركة.

جدول (5) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لعينة الدراسة للمدة (2008-2016)

التأثير		المتغير
Prob	Value	
7***060.0	0.0770	قرار الاستثمار الرأسمالي
0.5771	0.2952	قرار التمويل بالديون طويلة الأجل
0.0264**	3.8725	قرار مقسوم الأرباح النقدية
0.0000***	1.326	Constant
261		Observations
0.6845		Adjusted R-squared
2.2761		Durbin-Watson stat

5. الاستنتاجات والتوصيات

1.5.1 الاستنتاجات

1. هنالك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً لكل من التمويل بالديون طويلة الأجل والتدفقات النقدية الداخلية.
2. حقق مقسوم الأرباح النقدية تأثيراً عكسي معنوي في أغلب النتائج مع الاستثمار الرأسمالي، وهذا يعكس إن الشركات تعتمد الاستخدام المتنافس في الأموال بين الاستثمار ومقسوم الأرباح النقدية.
3. هنالك تأثير إيجابياً ومعنوياً للاستثمار الرأسمالي في قرار التمويل.
4. حققت المتغيرات المتباطئ زمنياً دوراً عند تضمينها في النموذج وخصوصاً مقسوم الأرباح النقدية والذي يعكس مدى تأثر قرار مقسوم الأرباح الحالية بالسياسة السابقة لتحديد مستوى القيود وسياسة الشركة في إرسال إشارة للسوق، وبالتالي إعطاء صورة عن وضع ومستقبل الشركة.
5. تعتمد الشركات على مدخل تدفق الأموال، وذلك من خلال تخصيص التدفقات النقدية الداخلية في دفع مقسوم الأرباح النقدية والتمويل الخارجي في تمويل الفرص الاستثمارية.
6. هنالك علاقة أثر إيجابية ذات دلالة إحصائية للقرارات المالية للشركات في قيمة الشركة باستثناء قرار التمويل بالديون طويلة الأجل غير المعنوي.

2.5 التوصيات

1. ضرورة أهتمام مديري الشركات بأهمية تفاعل القرارات المالية ولتلازمة التي ترافق اتخاذها، وذلك في ظل محدودية مصادر التمويل المتاحة.

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة...

2. اعتماد التبادل بين كلف وفوائد مصادر التمويل للوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، إذ اثبت إن الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية من خلال احتجاز الأرباح يعطي إشارة قد تكون لها أثراً أكبر من كلف التمويل الخارجية في الشركة، لذلك هنالك كلفة أو فائدة أخرى تتضمن الإشارة المرسله للسوق.
3. منح مصادر التمويل الداخلي الأولوية في تمويل الفرص الاستثمارية مع مراعاة سياسة مقسوم الأرباح وذلك لقوة الإشارة المنقولة من خلالها.
4. ضرورة توسيع حجم العينة أو دراسات شركات أخرى وذلك لغرض تعميم النتائج بشكل أكثر شمولية.
5. ضرورة تضمين بعض المعادلات متغيرات أخرى مثل صافي الأرباح المتحققة والمتباطئ زمنياً، وذلك لان مقسوم الأرباح النقدية يؤخذ أيضاً بالنظر إلى صافي الأرباح المتباطئ زمنياً، وذلك كون صافي الأرباح لهذا العام قد تعرضت إلى صدمات والشركة لا ترغب في تغيير سياسة الشركة ومن ثم التأثير في سعر السهم (القيمة السوقية للشركة).
6. على الشركات عينة الدراسة الاعتماد بشكل أكبر على الأساليب الحديثة في اتخاذ القرارات الاستثمارية (تقييم الاستثمارات) ومنها نظرية الخيارات الحقيقية، لما توفره من مرونة إدارية في تعديل القرارات في الوقت المناسب دون تكبد الخسائر أو الأرباح دون المستوى المطلوب، على العكس من الأساليب التقليدية والتي لا تمتلك المرونة الإدارية.

المصادر

- 1- Abor, J. and Bokpin, A. G. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy Evidence from emerging markets. *Journal of Studies in Economics and Finance*, 27 (3), 180-194.
- 2- Ahmed, H. J. A. (2008). The Impact of Financing Decision, Dividend Policy, corporate ownership on Firm Performance at Presence or absence of growth. Opportunity: Panel Data Approach Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange. 21st Australasian Finance and Banking Conference, Curtin University of Technology Malaysia Branch.
- 3- Ardestani, H. S., Rasi, S. A., Basiruddin, R. and Mehri, M. (2013). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(1), 123-136.
- 4- Bolton, P., Chen, H. and Wang, N. (2011). A Unified Theory of Tobin's q, Corporate Investment, Financing, and Risk Management. *Journal of Finance*, 5.1545-1578.

- 5- Cheng, C. M. and Tzeng, C. Z. (2014). Effect of Leverage on Firm Market Value and How Contextual Variables Influence this Relationship. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 17(1).1 -63.
- 6- Chiarella, C., Pham, M. T., Sim, B., A. and Tan, M. M. (1992). The interaction of financing and investment decisions: preliminary results in the Australian context. *Asia pacific Journal of management*, 9(2), 209-229.
- 7- Demirgunes, K. (2017). Capital Structure Choice and Firm Value: New Empirical Evidence from Asymmetric Causality Test. *International Journal of Financial Research*, 8 (2), 75-91.
- 8- Deng, L., Li, S., Liao, M. and Wu, W. (2013). Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *Journal of International Review of Economics and Finance*, 23.112–124.
- 9- Dhrymes, P. J. and Kurz, M. (1967). Investment, dividend, and external finance behaviour offirms. In Ferber, R. (ed.), *Determinants of Investment Behaviour* (New York: Columbia University Press).
- 10- Efni, Y. (2017). The mediating effect of investment decisions and financing decisions on the effect of corporate risk and dividend policy against corporate value. *Journal of Investment Management and Financial Innovations*, 14(2), PP: 27-37.
- 11- Elston, A., Julie. (1996). Dividend Policy and Investment: Theory and Evidence from US Panel Data. *Journal of Managerial and Decision Economics*, 17.PP:267-275.
- 12- Fama, E. F. (1974). The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of firms. *American Economic Review*, 64. 304-318.
- 13- Fama, E. F. and French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3). 819-843.
- 14- Han, D.and Wang, M. (2010). Corporate investment, financing, and dividend policies in the high-tech industry, *Journal of Business Research*, PP. 486–489.
- 15- Hanif, H. (2014). The Dynamic Relationship among Dividend, Earning and Investment: Empirical Analysis of Karachi Stock Exchange. *International Journal of Management Bus. Res*, 4 (1), 55-63.
- 16- Holt, W.P. Richard. (2003). Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 27, 467- 502.

- 17- Ross, S. A., Westerfield , R. W. and Jordan , B. D. (2013) . Corporate Finance. 10th Edition, Irwin / McGraw- Hill.
- 18- Jensen, R., Gerald, Solberg, P. Donald. and Zorn, S. Thomas. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2) ,247-263.
- 19- Jiang, J. and Jiranyakul, K. (2013). Capital Structure Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges. *International Journal of Economics and Financial*, 3(1), 113-121.
- 20- Jo, H., Pinkerton, J. M., and Sarin,A. (1994). Financing decisions and the investment opportunity set: Some evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2,227-242.
- 21- Jorgensen, S., Kort, M. Peter. and Van Schijndel, J. Geert. (1989). Optimal investment, financing, and dividends. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 13, 339-377. North-Holland.
- 22- Liow, H. K. (2010). Firm value, growth, profitability and capital structure of listed real estate companies: an international perspective. *Journal of Property Research*, 27(2), 119–146.
- 23- Loncan, R., Tiago, and Caldeira, F., Joao. (2014). Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms. *R. Cont. Fin. – USP, Sao Paulo*, 25(64), 46-59.
- 24- Marchica,T., Maria. and Mura, R.(2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. *Financial Management*, 39(4) 1339-1365.
- 25- McCabe, George M. (1979).The Empirical Relationship between Investment and Financing: A New Look. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14. 119-135.
- 26- McVanel, D. and Perevalov, N. (2008). Financial Constraints and the Cash-Holding Behavior of Canadian Firms. *Bank of Canada Discussion Paper -16*.
- 27- Mollik, T. A. (2008). Corporate Capital Structure and Firm Value: Panel Data Evidence from Australia's Dividend Imputation Tax System. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accountin*, 205-237.
- 28- Morellec, E., Valta, P. and Zhdanov, A. (2012). Financing Investment: The Choice between Public and Private Debt, Swiss Finance

- Institute and University of Lausanne. Available at SSRN: <https://ssrn.com>.
- 29- Myers , S. C. , and Majluf , N. S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial of Economy*, No. 13.
- 30- Myers, S. C. (1984). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, *The Journal of Finance*, Vol. XXIX, No. 1.
- 31- Park, W., Kwang, and Evans, J. (1996). Firm Value, Free Cash Flows and Financing Decision: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 29, 337-363.
- 32- Peterson, P., Pamela. and Benesh, A., Gary. (1983) A Reexamination of the Empirical Relationship Between Investment and Financing Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18(4), 439-453.
- 33- Sola, M., Cristina, García -Teruel, J., Pedro. And Martínez-Solano, M. (2013) Corporate cash holding and firm value. *Journal of*
- 34- Subramaniam, R, Devi, S. and Marimuthu, M. (2011). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia. *Journal of Business Management*, 5(24), 10128-10143.
- 35- WU, H., Kang, Y. and FU, S. (2013). An Empirical Study on the Correlation between Capital Structure and Firm Value from the Perspective of Different Monetary Policy ICCREM, International Conference on Construction and Real Estate Management, held in Karlsruhe, Germany, October 10-11, 828-835.
- 36- Meng, Q. (2012). Corporate investment, financing, and dividend Decision: Evidence from UK-Listed Companies. *A thesis submitted to the University of Birmingham for the degree of doctor of philosophy, Department of Accounting and Finance, Birmingham Business Birmingham School.*

التقارير

- 37- تقارير سوق دبي للأوراق المالية للسنوات من 2007 ولغاية 2016.
- 38- تقارير الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات من 2007 ولغاية 2016، بشكل منفرد لكل شركة، كلاً حسب موقعها.