

أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في المنشآت غير المالية

دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

محمد عزت عبد التواب*

ملخص

استهدف الباحث دراسة وتحليل أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وفي سبيل تحقيق ذلك قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على عدد (١٣٠) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة الزمنية من عام (٢٠١٦) إلى عام (٢٠١٩)، وقد استخدم الباحث كل من المنهج الاستقرائي لاستقراء وتحليل أهم الدراسات والبحوث وغيرها من المراجع الأخرى العربية والأجنبية المرتبطة بموضوع البحث، والمنهج الاستنباطي لصياغة الإطار النظري للبحث، والمنهج التحليلي لاختبار فرضي الدراسة وتحليل النتائج التي تم الوصول إليها باستخدام برنامج (STATA)، وقد توصل الباحث إلى قبول الفرض الأول، حيث توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، كما تم قبول الفرض الثاني، حيث يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للقيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

الكلمات المفتاحية: القيود المالية، توزيعات الأرباح، المستحقات المحاسبية الاختيارية.

* مدرس المحاسبة، قسم المحاسبة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان

The Effect of Financial Constraints on the Relationship between Cash Dividends and Discretionary Accounting Accruals in Non-financial Enterprises

An Applied Study on Companies listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract

The researcher aimed to study and analyze the impact of financial constraints on the relationship between cash dividends and discretionary accounting accruals. In order to achieve that, the researcher conducted an applied study on (130) non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the time period from (2016) to (2019), the researcher has used the inductive approach to extrapolate and analyze the most important studies, research and other Arab and foreign references related to the subject of the research, and the deductive approach to formulate the theoretical framework of the research, and the analytical approach to test the applied study hypotheses and analyze the results statistically by using the (STATA) program. The results were referred, for the first hypothesis, it was accepted that there was a statistically significant relationship between cash dividends and discretionary accounting accruals in non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange, As for the second hypothesis, it was accepted that there is a statistically significant effect of financial constraints on the relationship between cash dividends and discretionary accounting accruals in non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Keywords: Financial Constraints, Dividends, Discretionary Accounting Accruals.

الإطار العام للبحث

مقدمة

تلعب توزيعات الأرباح النقدية دوراً هاماً في الأسواق المالية، حيث تعد مكافأة للمستثمرين، ويمكنها أن تعكس الأداء في الماضي، كما يتم استخدامها كمؤشر للتنبؤ بالأداء المستقبلي، ويمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات، إلا أنها قد تقلل أيضاً من سيولة الشركات (Brealey, et al., 2014)، ونتيجة لعدم كفاءة أسواق رأس المال، فإن الشركات تواجه قيود مالية بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة، مما قد يدفعها إلى عدم دفع توزيعات أرباح للمساهمين (Yang, et al., 2000).

وتتمثل القيود المالية في تلك الظروف التي تواجه المنشأة وتتسبب في ضعف قدرة المنشأة من حيث الحصول على التمويل اللازم لأنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية الحالية والمستقبلية، وسواء كان هذا التمويل خارجي أو داخلي أو الاثنین معاً، وتؤثر القيود المالية في القرارات المالية للمنشأة مثل قرار توزيعات الأرباح النقدية وحجم هذه التوزيعات، الأمر الذي قد يدفع إدارة الشركة في حالة عدم توافر الدخل الكافي إلى ممارسة إدارة الأرباح باستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية لزيادة الدخل وبالتالي دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين.

مشكلة البحث

يعد توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين أحد أهم القرارات المالية التي تتخذها إدارة الشركة، حيث تعكس توزيعات الأرباح النقدية إلى أي مدى تستطيع إدارة الشركة تحقيق طموحات المستثمرين وتعظيم العائد على استثماراتهم، كما

تعكس توزيعات الأرباح النقدية تقييماً إيجابياً عن أداء الشركة في الماضي وإلى أي مدى تستطيع الشركة البقاء والاستمرار في المستقبل.

وفي ضوء صراع الوكالة بين الإدارة والمستثمرين تعد سياسة توزيع الأرباح هي استجابة لتفضيلات المستثمرين (Salman, 2019)، حيث تواجه الشركات ضغوطاً من قبل المستثمرين الذين يسعون إلى الاستثمار في شركات ذات سياسات توزيعات أرباح نقدية مرتفعة، وبالتالي يكون من المرجح أن يقوم المديرون بدفع توزيعات أرباح عالية لتلبية تلك التوقعات، وفي مواجهة انخفاض الدخل سوف يكون من الصعب على المديرين تدبير تلك المدفوعات المرتفعة لتوزيعات الأرباح مما قد يدفع إدارة الشركة لاستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية لإدارة الأرباح كوسيلة لزيادة الدخل (Im, et al., 2016).

وتزداد تلك الضغوط على إدارة الشركة في حالة معاناة الشركة من القيود المالية والتي قد تنتج عن عدم تماثل المعلومات، حيث تعتمد الشركات المقيدة مالياً على مصادر التمويل الداخلية، وفي هذه الحالة تقوم تلك الشركات بالمفاضلة بين دفع توزيعات أرباح على المساهمين أو تنفيذ مشروعات استثمارية يتوقع أن تكون مربحة، وبالتالي من المتوقع أن الشركات التي لا تدفع توزيعات أرباح للمساهمين يكون لديها قيود مالية كبيرة مقارنة بالشركات التي تدفع أرباحاً بشكل متكرر (Yang, et al., 2000)، الأمر الذي يعكس آفاق سلبية حول مستقبل الشركة.

وبناء على ما سبق، يعتقد الباحث أن الضغوط الناتجة عن القيود المالية التي تواجه إدارة الشركة بشأن دفع توزيعات أرباح على المساهمين قد تدفع إدارة الشركة لاستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية لتوفير الدخل اللازم لتنفيذ تلك التوزيعات، وقد تستمر هذه الممارسات في حالة الشركات التي تعاني من القيود

المالية من أجل إعطاء إشارة إيجابية حول مستقبل الشركة، وفي ضوء ذلك يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤلات التالية:

١. ما المقصود بتوزيعات الأرباح النقدية؟ وما أهم النظريات المفسرة لها؟
٢. ما المقصود بالمستحقات المحاسبية الاختيارية؟ وما هي نماذج قياسها؟
٣. ما المقصود بالقيود المالية؟ وكيف يمكن قياسها؟
٤. ما هي العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية؟
٥. ما أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية؟

أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث في النقاط التالية:

١. تحديد المقصود بتوزيعات الأرباح النقدية وأهم النظريات المفسرة لها.
٢. تحديد المقصود بالمستحقات المحاسبية الاختيارية ونماذج قياسها.
٣. تحديد المقصود بالقيود المالية وكيفية قياسها.
٤. تحديد العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.
٥. تحديد أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.

أهمية البحث

يستمد البحث أهميته سواء كانت علمية أو عملية من مشكلة البحث وطبيعة العلاقة بين متغيراته وذلك على النحو التالي:

١. يركز البحث على دراسة وتحليل مشكلة هامة تواجه الشركات في بيئة الأعمال والتي تتمثل في القيود المالية، وتؤثر هذه المشكلة على القرارات المالية للشركة، حيث تعد توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين أحد أهم تلك القرارات، مما قد يدفع تلك الشركات إلى استخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية لتوفير الأموال اللازمة لدفع توزيعات أرباح على المساهمين.
٢. زيادة توعية المساهمين الحاليين والمرتبين والمحليين الماليين وغيرهم من أصحاب المصلحة الآخرين بضرورة عدم الاعتماد بشكل أساسي على معيار توزيعات الأرباح النقدية فقط عند دراسة قرار الاستثمار في منشآت الأعمال حيث يمكن أن يكون هذا المعيار ضعيف في المدى المتوسط إذا كانت الشركة تعاني من القيود المالية، وبالتالي ضرورة دراسة وتحليل مدى معاناة الشركة من القيود المالية.
٣. الوصول إلى دليل تطبيقي في بيئة الأعمال المصرية بشأن العلاقة بين العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وكذلك بشأن أثر القيود المالية على تلك العلاقة.
٤. يمثل البحث الحالي مساهمة في الدراسات والبحوث المحاسبية المعاصرة، بسبب ندرة الأبحاث والدراسات المحاسبية السابقة بشأن القيود المالية وأثرها على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.

حدود البحث

يقتصر هذا البحث على العناصر التالية:

١. حدود موضوعية: تتمثل في دراسة العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وكذلك أثر القيود المالية على تلك العلاقة.
٢. حدود مكانية: تتمثل في التطبيق على المنشآت غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية دون غيرها من الشركات.
٣. حدود زمنية: تتمثل في التطبيق خلال الفترة الزمنية من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٩.

منهج البحث

لتحقيق هدف البحث واختبار فروضه تم الاعتماد على كل من:

- المنهج الاستقرائي: وعلى أساسه تم القيام بدراسة نظرية لاستقراء وتحليل أهم الدراسات والبحوث وغيرها من المراجع الأخرى العربية والأجنبية المتعلقة بالعلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وكذلك أثر القيود المالية على تلك العلاقة.
- المنهج الاستنباطي: وعلى أساسه تم صياغة الإطار النظري للبحث من حيث مشكلة البحث وأهدافه وأهميته وفروضه اعتمادا على ما أمكن التوصل إليه من مراجع ودراسات علمية ذات علاقة بموضوع البحث والقيام بدراسة تطبيقية تم فيها استخدام أسلوب تحليل المحتوى للتقارير المالية لجمع البيانات من العينة محل الدراسة.

- المنهج التحليلي: قام الباحث باستخدام المنهج التحليلي لاختبار فروض
الدراسة وتحليل النتائج التي تم الوصول إليها باستخدام الأساليب الإحصائية
الملائمة.

خطة البحث

في ضوء أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه واختبار فروضه يقترح الباحث تقسيم باقي
أجزاء البحث على النحو التالي:

١. الدراسات السابقة، واشتقاق فروض الدراسة.
٢. ماهية وطبيعة القيود المالية.
٣. ماهية وطبيعة توزيعات الأرباح النقدية.
٤. ماهية وطبيعة المستحقات المحاسبية الاختيارية.
٥. توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.
٦. القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.
٧. الدراسة التطبيقية.
٨. النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.
١. الدراسات السابقة، واشتقاق فروض الدراسة

تتاولت الدراسات السابقة موضوع القيود المالية من عدة جوانب وقد ركزت
هذه الدراسات على العلاقة بين القيود المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية أو حساسية
الاستثمار أو غيرها من الجوانب الأخرى، إلا أن الدراسات السابقة وبخاصة
الدراسات السابقة المحاسبية اتسمت بالندرة بشكل عام وفيما يتعلق بأثر القيود
المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية
بشكل خاص، وسوف يقوم الباحث بعرض لأهم الدراسات السابقة المحاسبية التي

تناولت القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية على النحو التالي:

١/١ دراسات تناولت توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.

قام كل من *Haider, et al, (2012)* بدراسة تأثير إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح، وقد تم استخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر على وجود إدارة للأرباح، وقد توصلت النتائج إلى أن إدارة الأرباح لها تأثير سلبي ضعيف على سياسة توزيع الأرباح، إلا أنه خلال فترة الدراسة زادت إدارة الأرباح وبدأت الشركات في تقليص توزيعات الأرباح.

وقد قام كل من *Im, et al., (2016)* بدراسة تأثير مدفوعات توزيعات الأرباح المرتفعة على إدارة الأرباح من خلال فحص علاقتها بالمستحقات المحاسبية الاختيارية وإدارة الأرباح الحقيقية، وقد توصلت النتائج إلى أن سياسة توزيع الأرباح المرتفعة للشركة من المرجح أن تزيد من إدارة الأرباح الشركة لاسيما من خلال المستحقات المحاسبية الاختيارية، وفي نفس السياق توصل كل من *Amar, et al., (2018)* إلى وجود تأثير إيجابي لإدارة الأرباح باستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية على سياسات توزيع الأرباح.

وقد قامت *قربيل، (٢٠١٨)* بفحص واختبار تأثير جودة التقارير المالية (المقاسة على أساس جودة المستحقات المحاسبية) على سياسة توزيع الأرباح، وقد أظهرت النتائج أن جودة التقارير المالية تؤثر إيجابياً على سياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال اختبار تأثير جودة التقارير المالية على كل من قرار دفع التوزيعات ومقدار التوزيعات.

وفي دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وممارسات إدارة الأرباح باستخدام القيمة المطلقة للمستحقات المحاسبية الاختيارية توصل كل من *Azevedo, et al., (2019)* إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين توزيعات الأرباح والقيمة المطلقة للاستحقاقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر على ممارسات إدارة الأرباح.

كما قام كل من *Rampershad and De Villiers, (2019)* بفحص ما إذا كان قرار توزيعات الأرباح وحجمها مرتبطين بجودة المستحقات المحاسبية، وقد توصلت النتائج إلى أن قرار توزيعات الأرباح يرتبط بشكل إيجابي بجودة المستحقات المحاسبية، حيث أن الشركات التي تدفع أرباحًا أكبر ترتبط بمستوى مرتفع من جودة المستحقات، وأن هذه العلاقة أقوى بين الشركات التي تدفع أرباحًا متوسطة الحجم.

وقد قام كل من *Siladjaja and Anwar, (2020)* باختبار مدى مساهمة جودة المستحقات في توقع القيمة السوقية المستقبلية للشركات ودور توزيعات الأرباح في ذلك، وقد أشارت النتائج إلى أن جودة المستحقات المحاسبية لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية المستقبلية كما تعزز سياسات توزيع الأرباح هذا التأثير الإيجابي لجودة المستحقات المحاسبية.

وفي دراسة *مليجي، (٢٠٢٠)* لأثر مراحل دورة حياة الشركة، والمسئولية الاجتماعية، وجودة المستحقات المحاسبية على سياسة توزيعات الأرباح، تشير النتائج فيما يتعلق بأثر جودة المستحقات المحاسبية على سياسة توزيعات الأرباح إلى أن سياسة توزيعات الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بجودة المستحقات المحاسبية.

وبتقييم تلك الدراسات السابقة نجد أنها لم تتناول العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية بشكل مباشر، ولكن تم تناولها بشكل غير مباشر من خلال تناول العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية وإدارة الأرباح أو جودة المستحقات المحاسبية أو جودة التقارير المالية، وفي ضوء ما سبق من دراسات سابقة للعلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية يمكن صياغة فرض الدراسة الأول على النحو التالي:

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

١/٢ دراسات تناولت القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.

فيما يتعلق بالعلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية، قام كل من *Ramalingegowda, et al., (2013)* بدراسة وتحليل دور جودة التقارير المالية في التخفيف من التأثير المقيد لسياسة توزيع الأرباح على قرارات الاستثمار، وقد أشارت النتائج إلى وجود دور مهم لجودة التقارير المالية في التخفيف من حدة الصراع بين استثمارات الشركات وقرارات توزيع الأرباح وبالتالي تقليل احتمالية تخلي الشركات عن مشاريع استثمارية قيمة من أجل دفع توزيعات الأرباح، وفي نفس السياق وبناتج مختلفة، توصل كل من *Sahneh and Hamidian, (2014)* إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة التقارير المالية وسياسة توزيع الأرباح والاستثمار.

وقد قام كل من *Linck, et al., (2013)* بدراسة مدى قدرة المديرين على استخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية في تخفيف القيود المالية، وتوصل

الباحثون إلى أن الشركات المقيدة مالياً ذات الفرص الاستثمارية الجيدة لديها مستحقات محاسبية اختيارية أعلى بكثير قبل الاستثمار مقارنة بنظيراتها غير المقيدة، كما تتمتع الشركات المقيدة ذات المستحقات المحاسبية الاختيارية المرتفعة بتوزيعات أرباح أعلى من الشركات المقيدة ذات المستحقات المحاسبية الاختيارية المنخفضة، وفي نفس السياق توصل *Nasab and Shafü, (2015)* إلى أن الشركات المقيدة مالياً ذات الفرص الاستثمارية الجيدة لديها مستحقات محاسبية اختيارية أعلى بكثير قبل الاستثمار مقارنة بنظيراتها غير المقيدة، وتتمتع الشركات المقيدة مالياً ذات المستحقات المحاسبية الاختيارية المرتفعة بالإعلان عن توزيعات أرباح أعلى من الشركات المقيدة مالياً ذات المستحقات المحاسبية الاختيارية المنخفضة، كما قام كل من *He, et al., (2016)* بدراسة تأثير القيود المالية على العلاقة العكسية بين التمويل الداخلي والخارجي وانعكاسها على سياسات توزيع الأرباح في بيئة الأعمال الصينية، توصلت النتائج إلى أن الشركات التي تتمتع بأكبر قدر من القيود على التمويل الخارجي، أي الشركات المقيدة مالياً، يكون لديها حافز أكبر لدفع توزيعات أرباح نقدية لتعزيز قدراتها التمويلية الخارجية.

وبدراسة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد غير عادية للأسهم توصل كل من *Pathan, et al., (2016)* إلى أن الشركات المقيدة مالياً التي تزيد من توزيعات الأرباح تشهد عوائد غير عادية للأسهم على المدى القصير، ولكنها تعاني من أداء تشغيلي أسوأ مقارنة بالشركات المماثلة غير المقيدة، وقد قام كل من *Arabsalehi, et al., (2017)* بدراسة تأثير جودة التقارير المالية على سياسة توزيع الأرباح، وقد أشارت النتائج إلى أن جودة التقارير المالية لها تأثير إيجابي ومعنوي على سياسة توزيع الأرباح وهذا الارتباط الإيجابي أكثر وضوحاً بين

الشركات ذات التدفق النقدي الحر الأكثر شدة، كما أن النتائج أيضًا لم تقدم أدلة كافية لدعم تأثير جودة التقارير المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات التي تعاني من قيود مالية عالية، وقد قام *Wiersma, (2017)* بدراسة تأثير القيود المالية على توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم، وقد أظهرت النتائج أن القيود المالية ليس لها تأثير سلبي كبير على توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم.

وقد قام كل من *Carvalho and Kalatzis, (2018)* بدراسة العلاقة بين المستحقات المحاسبية الاختيارية كدليل على جودة المستحقات المحاسبية والقيود المالية وقرارات الاستثمار وما إذا كانت جودة الأرباح تؤثر على حساسية الاستثمار والتدفقات النقدية، وقد توصلت النتائج إلى أن جودة المستحقات المحاسبية تؤثر على حساسية الاستثمار والتدفقات النقدية للشركات في ضوء القيود المالية، كما تظهر النتائج أن جودة المستحقات المحاسبية السيئة يمكن أن تؤدي إلى تفاقم المشكلات الناجمة عن تضارب المصالح بين صانعي القرار والمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين.

وقد قام كل من *Mansali, et. al., (2019)* بدراسة أثر المستحقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر على جودة الاستحقاقات المحاسبية على الموجودات النقدية للشركات في ضوء القيود المالية، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات جودة المستحقات المحاسبية الضعيفة تحتفظ بمزيد من السيولة النقدية كما أن الحيازات النقدية تكون أعلى في ظل القيود المالية.

كما استهدفت دراسة *Kirch and Terra, (2020)* تحليل مدى تأثير القيود المالية على ترابط القرارات المالية (الاستثمار، التمويل، توزيعات الأرباح، الاحتفاظ بالنقدية)، وقد أشارت النتائج إلى أن القيود المالية لها تأثير كبير على

القرارات المالية للشركات، كما تشير النتائج أيضًا إلى أن القيود المالية تظهر نفسها في جميع الشركات تقريبًا، مما يشير إلى أن هذه القيود هي مسألة درجة وليست نوعية.

وبتقييم تلك الدراسات السابقة نجد أنها لم تتناول أثر القيود المالية على العلاقة توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وفي ضوء ما سبق من دراسات سابقة لأثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، ويمكن صياغة فرض الدراسة الثاني على النحو التالي:

H2: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٢. ماهية وطبيعة القيود المالية

تلعب القيود المالية دورًا هامًا في السياسات الإدارية للمنشأة (*Farre-* *Mensa and Ljungqvist, 2016*)، حيث وجد أن القيود المالية لها تأثير كبير على القرارات المالية للشركات مثل قرار الاستثمار، وقرار التمويل، وقرار توزيعات الأرباح، وقرار الاحتفاظ بالنقد (*Kirch and Terra, 2020*)، ويؤدي وجود عدم تماثل المعلومات إلى زيادة تكلفة التمويل الخارجي أكثر من تكلفة التمويل الداخلي، مما يؤدي إلى ظهور القيود المالية (*Mansali, et. al., 2019*).

وتعد الشركات ذات الديون المرتفعة أكثر عرضة لقيود الاستثمار المالي الشديدة مقارنةً بالشركات منخفضة الديون (*Tarassow, 2018*)، من ناحية

أخرى، تعد الشركات الأكثر ربحية أقل عرضة لمواجهة قيود التمويل الفعلية، كما أن الشركات التي لديها المزيد من رأس المال العامل ونسب الرافعة المالية المنخفضة من غير المرجح أن تكون مقيدة مالياً (*Ferrando and Mulier, 2013*).

وللقيود المالية تأثير على الاستثمار غير الملموس والذي يرتبط بشكل إيجابي بالمبيعات المستقبلية، ويتكون الاستثمار غير الملموس من ثلاثة مكونات وهي البحث والتطوير، المصروفات البيعية والإدارية والأصول غير الملموسة الأخرى، وباستخدام نفقات الإعلانات كمقياس للاستثمار المرتبط بالترويج تم اكتشاف أن القيود المالية لها تأثير سلبي على الإنفاق الإعلاني (*Mishra and Ewing, 2020*)، وتتأثر مستويات المخزون بالقيود المالية، حيث أن الشركات الأقل قيوداً مالية تمتلك مخزون أقل من الشركات المقيدة مالياً (*Hoberg, et al., 2017*).

وقد قدمت الدراسات السابقة أدلة على أن قيود التمويل تكون مدفوعة بعوامل الاقتصاد الكلي، حيث تقلل فترات الانكماش الاقتصادي من توافر رأس المال، مما يزيد من القيود المالية خاصة في الشركات الضعيفة مالياً (*Love, 2003*)، وتزداد قيود السيولة لدى الشركات مع تشديد السياسة النقدية (*Masuda, 2015*)، كما أنه قد تؤثر المتغيرات المالية مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول والطلب على الائتمان وتطوير المؤسسات المالية بشكل غير مباشر على استثمار الشركات من خلال تأثيرها على قيود التمويل (*Gupta and Mahakud, 2019*)، وبالتالي زيادة القيود المالية.

وتعتمد الشركات المقيدة مالياً على التمويل الداخلي لتوفير الأموال اللازمة لتنفيذ فرص الاستثمار المستقبلية، حيث تقوم الشركات المقيدة مالياً بزيادة حيازاتها النقدية للقيام بمشاريع استثمارية مربحة عندما تزيد التكلفة العالية للتمويل الخارجي من قيودها المالية (Faulkender and Wang, 2006)، وبالتالي تعد الحيازات النقدية أكثر قيمة للشركات المقيدة مالياً منها للشركات غير المقيدة لتخفيف آثار القيود المالية على الاستثمارات المستقبلية (Denis and Sibilkov, 2010; Kirch and Terra, 2020) كما أن تعرض الشركة لمستويات مرتفعة من المخاطر غير المنتظمة مثل القيود المالية يجعل الشركة أكثر تحوطاً للمستقبل وبالتالي فإن الشركة سوف تزيد من مستوى الاحتفاظ بالنقدية (إبراهيم، ٢٠١٨).

٢/١ تعريف القيود المالية

لم تتناول الدراسات السابقة تعريفاً محدداً للقيود المالية، حيث تم التركيز على وصف الشركة المقيدة مالياً، فقد ذكر (Kaplan and Zingales, 1997) أنه تصنف الشركة على أنها مقيدة مالياً إذا واجهت فجوة بين التكاليف الداخلية والخارجية للأموال، كما أن الشركات غير المقيدة مالياً أو الأقل تقييداً هي تلك الشركات التي لديها كميات كبيرة نسبياً من الأصول السائلة والثروة، لذلك.

وفقاً لذلك، من المحتمل أن يتم تصنيف جميع الشركات على أنها مقيدة، حيث أنه قد تكون تكلفة المعاملات لجمع الأموال الخارجية صغيرة إلا أنها وفقاً لما ذكره (Kaplan and Zingales, 1997) تكون كافية لوضع الشركة في فئة الشركات المقيدة مالياً، وبالتالي يرى الباحث أنه لتصنيف الشركة على أنها مقيدة مالياً لا بد وأن تكون تكلفة الحصول على التمويل الخارجي كبيرة.

وقد أشار *Whited and Wu, (2006)* إلى أن الشركة تكون مقيدة مالياً إذا كانت تظهر خصائص تكون مرتبطة عادةً بالتعرض لقيود التمويل الخارجي، وهي شركات صغيرة، وقليلة الاستثمار، ولديها تغطية منخفضة من المحللين، وليس لديها تصنيفات للسندات.

في ضوء ما أشار إليه *Whited and Wu, (2006)* نجد أن الشركات صغيرة الحجم والتي تمتلك استثمارات ضعيفة تصنف على أنها مقيدة مالياً، وبالنسبة لعدم وجود تصنيف لسندات الشركة فهذا الأمر قد يعرض الكثير من الشركات المتوسطة وكبيرة الحجم خاصة في الأسواق المالية الناشئة على أنها مقيدة مالياً.

ويقترح الباحث تعريف القيود المالية بأنها تلك الظروف التي تواجه المنشأة وتتسبب في ضعف قدرة المنشأة من حيث الحصول على التمويل اللازم لأنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية الحالية والمستقبلية، وسواء كان هذا التمويل خارجي أو داخلي أو الاثنين معاً.

٢/٢ مقاييس القيود المالية:

قدمت الدراسات السابقة المرتبطة بالقيود المالية العديد من المؤشرات التي تساعد على قياس مستوى القيود المالية في منشآت الأعمال، وسوف يقوم الباحث باستعراض أهم تلك المؤشرات على النحو التالي:

٢/٢/١ مؤشر KZ-Index

أنشأ *Kaplan and Zingales, (1997)* مؤشراً للقيود المالية بناءً على تحليل متعمق لعدد (٤٩) شركة والتي تم تصنيفها في دراسة سابقة من قبل

Fazzari, et. al., (1988) كشركات مقيدة مالياً بسبب انخفاض مدفوعات توزيعات الأرباح، وقد عرف هذا المؤشر في الدراسات السابقة بمصطلح *KZ-Index* وقد اعتمد *Kaplan and Zingales* في بناء المؤشر على خمسة متغيرات وهي نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، مؤشر *Tobin's Q*، نسبة الرافعة المالية، توزيعات الأرباح ونسبة النقدية، وفيما يلي نموذج مؤشر *Kaplan and Zingales, (1997)*:

$$KZ-Index_{i,t} = -[1.002 \times (CFO_{i,t}/TA_{i,t-1})] - [39.368 \times (DIV_{i,t}/TA_{i,t-1})] - [1.315 \times (Cash_{i,t}/TA_{i,t-1})] + [3.139 \times LEV_{i,t}] + [0.283 \times Q_{i,t}]$$

حيث أن: *KZ-Index_{i,t}* مؤشر *Kaplan and Zingales, (1997)* للقيود المالية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، إجمالي أصول الشركة *i* في آخر الفترة السابقة *t-1*، *CFO_{i,t}* التدفقات النقدية التشغيلية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *DIV_{i,t}* توزيعات الأرباح للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *Cash_{i,t}* رصيد النقدية وما في حكمها مضافاً إليه الاستثمارات المالية بغرض المتاجرة للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *LEV_{i,t}* نسبة الرافعة المالية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *Q_{i,t}* نسبة *Tobin's Q* للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *Tobin's Q* نسبة القيمة السوقية إلى تكلفة استبدال أصولها للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، وطبقاً لمؤشر *KZ-Index* يتم تصنيف الشركة على أنها مقيدة مالياً إذا كانت قيمة المؤشر الخاص بها أعلى من المستوى المتوسط للعينة.

٢/٢/٢ مؤشر *WW-Index*

قام كل من *Whited and Wu, (2006)* ببناء مؤشر جديد للقيود المالية باستخدام نموذج الاستثمار الهيكلي، ويطلق على هذا المؤشر *WW-Index*، طبقاً لهذا المؤشر نجد أن الشركات المصنفة على أنها مقيدة مالياً تظهر خصائص

مرتبطة عادةً بالتعرض لقيود التمويل الخارجي، ويتناقض هذا المؤشر بشكل كبير مع مؤشر *KZ-Index*، فالشركات المقيدة بمؤشر *WW-Index* صغيرة الحجم، وقليلة الاستثمار، ولديها تغطية منخفضة من المحليين، وليس لديها تصنيفات للسندات، على النقيض من ذلك، فإن الشركات التي تعتبر مقيدة بمؤشر *KZ-Index* كبيرة الحجم، ومفرطة في الاستثمار، ولها تغطية عالية من المحليين، ولديها معدل أعلى بشكل ملحوظ لتصنيفات السندات (*Whited and Wu, 2006*)، ويشتمل مؤشر *WW-Index* على ستة متغيرات وهي نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، توزيعات الأرباح، نسبة الرافعة المالية، إجمالي الأصول، معدل نمو مبيعات الصناعة، ومعدل نمو مبيعات الشركة، وفيما يلي نموذج مؤشر *Whited and Wu, (2006)*:

$$WW-Index_{i,t} = -0.091 \times CFO_{i,t} - 0.062 \times DIV_Dummy_{i,t} + 0.021 \times LEV_{i,t} - 0.044 \times SIZE_{i,t} + 0.102 \times ISG_{i,t} - 0.035 \times SG_{i,t}$$

حيث أن، *WW-Index_{i,t}* مؤشر *Whited and Wu, (2006)* للقيود المالية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *CFO_{i,t}* نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *Div_Dummy_{i,t}* متغير وهمي لتوزيعات الأرباح النقدية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *LEV_{i,t}* نسبة الرافعة المالية للسنة الحالية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *SIZE_{i,t}* اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *ISG_{i,t}* معدل نمو المبيعات للصناعة للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *SG_{i,t}* معدل نمو المبيعات للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، وطبقاً لمؤشر *WW-Index* يتم تصنيف

الشركة على أنها مقيدة مالياً إذا كانت قيمة المؤشر الخاص بها أعلى من المستوى المتوسط للعينة.

٢/٢/٣ مؤشر SA-Index

قام كل من *Hadlock and Pierce (2010)* بدراسة خصائص الشركات المقيدة مالياً في ضوء العديد من المؤشرات السابقة مثل مؤشر *KZ-index* ومؤشر *WW-Index*، وتوصل إلى أن هناك خصائص للشركة يمكن الاعتماد عليها في بناء مؤشر لتصنيف الشركات المقيدة مالياً، وتتمثل هذه الخصائص في حجم الشركة وعمرها، وفيما يلي مؤشر *Hadlock and Pierce (2010)*:

$$SA-Index_{i,t} = -0.737 \times SIZE_{i,t} + 0.043 \times SIZE^2_{i,t} - 0.040 \times AGE_{i,t}$$

حيث أن، *SA-Index_{i,t}* مؤشر *Hadlock and Pierce, (2010)* للقيود المالية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *SIZE_{i,t}* اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *AGE_{i,t}* عمر الشركة منذ إدراجها بسوق الأوراق المالية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، وطبقاً لمؤشر SA-Index يتم تصنيف الشركة على أنها مقيدة مالياً إذا كانت قيمة المؤشر الخاص بها أعلى من المستوى المتوسط للعينة.

بالإضافة إلى ما سبق من مؤشرات للقيود المالية، فقد تناولت الدراسات السابقة العديد من المؤشرات لقياس القيود المالية منها مقياس **حجم الشركة (FIRM SIZE)** حيث أن الشركات صغيرة الحجم تواجه صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي لرأس المال، وطبقاً لمؤشر حجم الشركة يتم تصنيف الشركات المقيدة مالياً إذا كانت قيمتها الدفترية لإجمالي الأصول أقل من المستوى

المتوسط في العينة، ومؤشر توزيعات الأرباح (Dividend Dummy) ، وهو مؤشر وهمي حيث يتم إعطاء الشركة التي تدفع توزيعات أرباح خلال العام قيمة واحد صحيح بينما تحصل الشركة التي لا تدفع توزيعات أرباح خلال العام قيمة صفر (Almeida, et al. 2004)، وقدم كل من (Shen and Wang, 2005) مؤشر القروض البنكية (Banking Loans)، حيث وجد أن الشركات في تايوان تكون أقل قيودًا من الناحية المالية عندما يكون لديها علاقة مصرفية قوية، لذلك تم استخدام القروض المصرفية كمؤشر للعلاقات المصرفية وتصنف الشركات المقيدة ماليًا إذا كان إجمالي قروضها البنكية أقل من متوسط القروض البنكية في العينة. وفي ضوء ما سبق عرضه من مؤشرات لقياس القيود المالية يتفق الباحث مع (La Cava, 2005) على أنه لا يوجد إجماع حول أفضل مؤشر لقياس القيود المالية.

٣. ماهية وطبيعة توزيعات الأرباح النقدية

٣/١ المقصود بتوزيعات الأرباح

يعرف (Ling, et al., 2008) توزيعات الأرباح على أنها توزيعات للأرباح المحتجزة للمساهمين بناءً على نسبة ملكيتهم، وعادة ما يتم دفع أرباح الأسهم نقدًا، ولكن يتم دفعها أحيانًا في صورة أسهم مجانية أو بأية وسائل أخرى، حيث تبحث الشركات دائمًا عن سياسة توزيع الأرباح المثلى للوصول إلى التوازن بين الأرباح الحالية، والنمو المستقبلي، وتعظيم سعر سهم الشركة.

وتلعب توزيعات الأرباح دورًا مهمًا في الأسواق المالية، حيث تعكس العديد من الجوانب الحقيقية للأعمال ويمكن أن تؤدي أدوارًا مميزة للغاية، حيث تعد مكافأة

للمستثمرين الذين يسعون إلى تعظيم قيمة الشركة، كما يمكن أن تعكس الماضي، كما يمكن أن تكون أيضًا إشارة للمستقبل، ويمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات ولكنها تقلل أيضًا من سيولة الشركات (Brealey, et al., 2014).

كما أن سياسة توزيع الأرباح في ضوء نظرية الوكالة يمكن استخدامها كمؤشر للتنبؤ بالأداء المستقبلي، وأن الشركات تميل إلى تنفيذ سياسات توزيع الأرباح لإعطاء إشارة متميزة لأفاق الشركة، بما في ذلك قدرتها على التوسع في الفترة المقبلة (Chaudhary, et al., 2016; Lilian, et al., 2012).

ويعد قرار توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين أحد أهم القرارات التي يتخذها المديرون كل عام، حيث يعكس توزيع الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي لن يتم إعادة استثماره في الشركة في سنة معينة، ولكن يتم دفعه إلى المساهمين في شكل عوائد حالية (Mercer, 2015)، وتنقسم قرارات المديرين الماليين للشركات إلى فئتين رئيسيتين: قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، وتعد قرارات توزيع الأرباح نوع من قرارات التمويل التي تؤثر على مقدار الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين مقابل المبلغ الذي تحتفظ به وتعيد استثماره (Baker, 2009).

٣/٢ المقصود بسياسة توزيع الأرباح

تعتمد توزيعات الأرباح النقدية على سياسة توزيع الأرباح للشركة والتي تعد بمثابة الاستراتيجية التي تستخدمها الشركة في تحديد حجم ونمط التوزيعات النقدية على المساهمين، حيث يضع مجلس إدارة الشركة بمساهمة الإدارة العليا سياسة توزيع أرباح الشركة على المساهمين (Rampershad and De Villiers, 2019; Baker, 2009)، وتعكس سياسة توزيع الأرباح في ضوء صراعات الوكالة بين الإدارة والمستثمرين استجابة لتفضيلات المستثمرين (Salman, 2019)،

وتستخدم سياسة توزيع الأرباح كمؤشر للتنبؤ بالأداء المستقبلي، كما أن الشركات تميل إلى تنفيذ سياسات توزيع الأرباح لإعطاء إشارة متميزة لأفاق الشركة، بما في ذلك قدرتها على التوسع في الفترة المقبلة (Chaudhary, et al., 2016; Lilian, et al., 2012).

وغالبا ما ينطوي تحديد سياسة توزيع الأرباح المناسبة على خيار صعب بسبب الحاجة إلى الموازنة بين تعظيم ثروة المساهمين وقدرة الشركة على الاحتفاظ بالأرباح لاستغلال فرص النمو، ونظراً لأن قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح مترابطة فإنه لا يمكن للإدارة النظر في سياسة توزيع الأرباح بمعزل عن القرارات المالية الأخرى (Pruitt and Gitman, 1991; Baker and Powell, 1999).

كما أشار Baker and Smith (2006) أن هناك سياستين لتوزيع الأرباح وهما سياسة توزيع الأرباح الثابتة وسياسة توزيع الأرباح المتبقية، ففي سياسة توزيع الأرباح الثابتة يرغب المديرون في تحديد نمطاً محدداً لتوزيعات الأرباح على مر السنين باستخدام نسبة مدفوعات مستهدفة طويلة الأجل، وفي سياسة توزيع الأرباح المتبقية تسدد الشركة أولاً جميع نفقاتها وبعد ذلك تدفع الأرباح للمساهمين، ويجب على الشركة التي ترغب في دفع توزيعات أرباح استخدام مزيج من كلا السيارتين لزيادة ثروة المساهمين مع تحقيق صورة أفضل عن المركز المالي للشركة.

٣/٣ نظريات توزيعات الأرباح

ظهر في الفكر المحاسبي بشأن توزيعات الأرباح العديد من النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، وتتمثل أهم هذه النظريات في النقاط التالية:

٣/٣/١ نظرية السوق المثالية (Modigliani and Miller Theory)

في عام ١٩٦١ اقترح كل من *Modigliani and Miller* أنه في ظل ظروف السوق المثالية يكون اختيار الشركة لسياسة توزيع الأرباح ليس له أي تأثير على ثروة المساهمين لأن قيمة الشركة تعتمد على أرباحها واستراتيجية الاستثمار وليس على طريقة توزيع الأرباح، وقد كانت الافتراضات الأساسية وراء هذا الاقتراح هي أن المستثمرين عقلانيين، والسوق فعال، ولا توجد ضرائب، ولا تكلفة للإفلاس، ولا توجد تكلفة وكالة، وتوافر المعلومات المتماثلة (*Muriungia and Mwangib, 2020*).

٣/٣/٢ نظرية عصفور في اليد (Bird in Hand)

تشير نظرية عصفور في اليد إلى أن توزيعات الأرباح ستكون مفضلة على مكاسب رأس المال لأن توزيعات الأرباح المدفوعة اليوم أكثر تأكيداً من مكاسب رأس المال المستقبلية، ففي عام ١٩٦٣ اقترح Gordon إنه بسبب عدم التأكد يفضل المستثمرون النقد المتاح بدلاً من مكاسب رأس المال في المستقبل، حيث يسعى المستثمرون إلى الحصول على الأسهم ذات توزيعات الأرباح المرتفعة، ويرجع ذلك إلى حقيقة أن توزيعات الأرباح تتسم بالتأكد أو المخاطر الأقل (*Issa, 2015*).

٣/٣/٣ نظرية الإشارة (Signaling Theory)

في عام ١٩٥٦ اشتقت فرضية الإشارة التي اقترحها *Linter* من مستوى عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، حيث أشار *Linter* إلى أن المديرين أكثر استعداداً لرفع مستويات توزيعات الأرباح بدلاً من تقليلها، بسبب أن

انخفاض توزيعات الأرباح يرتبط بإشارات سلبية بينما تشير زيادة توزيعات الأرباح إلى أخبار إيجابية، وعلى عكس افتراض السوق المثالية *Modigliani and Miller Theory*، يمكن للمديرين تحديد مستوى توزيع الأرباح ونقل هذه المعلومات الداخلية إلى المستثمرين (*Ji-ming et al. 2009*).

٣/٣/٤ نظرية الوكالة (Agency Theory)

تعد نظرية الوكالة واحدة من أكثر النظريات حيوية في سياسة توزيع الأرباح، ويعد جوهر نظرية الوكالة هو تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، حيث يركز المستثمرون على التأكد من عدم إهدار أموالهم من قبل المديرين في مشاريع غير ناجحة، ويمكن الحد من تضارب المصالح بين المديرين والمستثمرين عن طريق دفع توزيعات الأرباح للمساهمين *Al-Najjar and Hussainey, (2009)*.

وفي ضوء ما سبق، يرى الباحث أن كل من نظرية عصفور في اليد ونظرية الإشارة ونظرية الوكالة هم الأقرب لتفسير سياسة توزيعات الأرباح في منشآت الأعمال.

٤. ماهية وطبيعة المستحقات المحاسبية الاختيارية

٤/١ المقصود بالمستحقات المحاسبية الاختيارية

يقصد بالمستحقات المحاسبية (*Accounting Accruals*) بشكل عام أنها الفرق بين الأرباح المسجلة والتدفقات النقدية من العمليات (*Shin and Oh, 2017*)، وتنقسم المستحقات المحاسبية من حيث قدرة إدارة المنشأة على التحكم فيها إلى مستحقات محاسبية غير اختيارية (*Nondiscretionary Accounting*)

(Accounting Accruals اختيارية *Accruals* ومستحقات محاسبية اختيارية *Discretionary*)

حيث أن المستحقات المحاسبية غير الاختيارية تكون خارج نطاق تحكم الإدارة فهي تعكس ظروف العمل العادية في المنشأة، بينما نجد أن المستحقات المحاسبية الاختيارية تعتمد على الحكم والتقدير من قبل إدارة المنشأة، لذلك يعد هذا النوع من المستحقات مؤثر جيد على مدى جودة المستحقات المحاسبية وإلى أي مدى تتحيز الإدارة في تقدير المستحقات المحاسبية لتحقيق منافع خاصة (محمد، ٢٠١٧)، وعادة ما تستخدم المستحقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر على إدارة الأرباح وجودة المستحقات المحاسبية (Ball and Shivakumar, 2006).

٤/٢ قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية

استخدمت الدراسات السابقة المستحقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر عكسي على جودة المستحقات المحاسبية، ودليل على إدارة الأرباح، ويتم قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية وفقاً للخطوات التالية:

٤/٢/١ قياس المستحقات المحاسبية الكلية:

استخدمت الدراسات السابقة في الفكر المحاسبي العديد من المداخل لقياس المستحقات المحاسبية الكلية، حيث أشار (Hribar and Collins, 2002) إلى أن هناك مدخلين رئيسيين لقياس المستحقات المحاسبية الكلية وهما مدخل الميزانية العمومية ومدخل قائمة التدفقات النقدية وذلك على النحو التالي:

٤/٢/١/١ مدخل الميزانية العمومية

طبقاً لهذا المدخل يمكن قياس المستحقات الكلية كما يلي:

$$TACC_{it} = \Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STDEB_{it} - DEP_{it}$$

حيث أن، $TACCit$ الاستحقاقات المحاسبية الكلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $\Delta CAit$ التغير في الأصول المتداولة للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $\Delta CLit$ التغير في الخصوم المتداولة للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $\Delta Cashit$ التغير في النقدية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $STDEBTit$ التغير في أقساط الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل في الخصوم المتداولة للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $DEPit$ الإهلاك للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

٤/٢/١/٢ مدخل قائمة التدفقات النقدية

طبقاً لهذا المدخل يمكن قياس المستحقات الكلية على النحو التالي:

$$TACCit = EBXit - CFOit$$

حيث أن، $TACCit$ الاستحقاقات المحاسبية الكلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $EBXit$ صافي الربح قبل البنود الاستثنائية والعمليات غير المستمرة للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $CFOit$ التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

وفي كلا المدخلين السابقين يتم قسمة جميع المتغيرات على إجمالي الأصول في آخر الفترة السابقة $t-1$ وذلك للتحكم في التباين في المقياس، ويعد مدخل قائمة التدفقات النقدية أكثر دقة بسبب أن مدخل الميزانية العمومية قد يبتعد عن الدقة عند وقوع أحداث غير تشغيلية مثل عمليات إعادة التصنيف والاستحواذ والتصفية والتغييرات المحاسبية وتحويل العملات الأجنبية، وبالتالي قد تكون تقديرات المستحقات المحاسبية على أساس مدخل الميزانية العمومية متحيزة (Hribar and Collins, 2002).

٤/٢/٢ قياس المستحقات المحاسبية غير الاختيارية والاختيارية.

بعد قياس المستحقات المحاسبية الكلية يتم تحليلها إلى جزئين وهما
المستحقات غير الاختيارية (*NDACC*) والمستحقات المحاسبية الاختيارية
(*DACC*)، وطبقاً للدراسات السابقة في مجال المستحقات المحاسبية تم استخدام
العديد من النماذج والتي يتمثل أهمها فيما يلي:

Jones, (1991) نموذج ٤/٢/٢/١

يعد نموذج Jones, (1991) نموذجاً رائداً في الفصل بين المستحقات
المحاسبية غير الاختيارية (*NDACC*) والمستحقات المحاسبية الاختيارية
(*DACC*)، ووفقاً لهذا النموذج يتم قياس كل من المستحقات غير الاختيارية
(*NDACC*) والمستحقات المحاسبية الاختيارية (*DACC*) على النحو التالي من
خلال المعادلات التالية:

في البداية يتم تقدير معاملات النموذج على النحو التالي:

$$\left[\frac{TACCit}{TAit-1} \right] = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPEit}{TAit-1} \right] + \varepsilon it$$

حيث أن، *TACCit* الاستحقاقات المحاسبية الكلية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية
t، *TAit-1* إجمالي الأصول للشركة *i* في آخر الفترة السابقة *t-1*، $\Delta REVit$ التغير
في الإيرادات للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *PPEit* الأصول الثابتة للشركة *i*
في آخر الفترة الحالية *t*، εit بواقي النموذج وتستخدم كمقياس للمستحقات
الاختيارية، α_0 ، α_1 ، α_2 تمثل معاملات النموذج.

ويتم قياس المستحقات غير الاختيارية (*NDACC*) على النحو التالي:

$$NDACCit = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPEit}{TAit-1} \right]$$

ثم يتم قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية (*DACC*) على النحو التالي:

$$DACC_{it} = TACC_{it} - NDACC_{it}$$

Dechow, et al., (1995) نموذج ٤/٢/٢/٢

نظراً للانتقادات التي وجهت لنموذج Jones, (1991) من حيث افتراض أن المبيعات غير اختيارية وبالتالي افتراض أن المبيعات الآجلة مستحقات محاسبية غير اختيارية ولا يمكن ممارسة إدارة الأرباح عن طريق المبيعات الآجلة، لذلك قام كل من Dechow, et al., (1995) بافتراض إمكانية إدارة الأرباح عن طريق المبيعات الآجلة وحسابات العملاء (Gurkan, 2016)، وقد تم تعديل نموذج Jones, (1991) على النحو التالي:

في البداية يتم تقدير معلمات النموذج على النحو التالي:

$$\left[\frac{TACC_{it}}{TA_{it-1}} \right] = \alpha_0 \left[\frac{1}{TA_{it-1}} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TA_{it-1}} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right] + \varepsilon_{it}$$

حيث أن، ΔREC_{it} التغير في حسابات العملاء للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

ويتم قياس المستحقات غير الاختيارية (NDACC) على النحو التالي:

$$NDACC_{it} = \alpha_0 \left[\frac{1}{TA_{it-1}} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}} \right] + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TA_{it-1}} \right]$$

ثم يتم قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية (DACC) على النحو التالي:

$$DACC_{it} = TACC_{it} - NDACC_{it}$$

Larcker and Richardson, (2004) نموذج ٤/٢/٢/٣

قام كل من Larcker and Richardson, (2004) بتعديل نموذج Jones, (1991) بإضافة متغيرين مستقلين إضافيين لنموذج Dechow, et al., (1995) مرتبطة بمقاييس الاستحقاقات غير المتوقعة وهما متغير القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشركة والمتغير الثاني هو التدفقات النقدية التشغيلية للشركة، وقد يرجع السبب وراء ذلك إلى أن توقعات السوق للنمو المستقبلي يمكن أن تضع ضغطاً أكبر على الإدارة والأداء الحالي ويمكن أن يخلق ذلك حوافز لممارسة إدارة

الأرباح (Gurkan, 2016)، وقد تم تعديل نموذج Jones, (1991) على النحو التالي:

في البداية يتم تقدير معاملات النموذج على النحو التالي:

$$\left[\frac{TACCit}{TAit-1} \right] = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPEit}{TAit-1} \right] + \alpha_3 [BMit] + \alpha_4 \left[\frac{CFOit}{TAit-1} \right] + \varepsilon_i$$

حيث أن $BMit$ القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $CFOit$ التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

ويتم قياس المستحقات غير الاختيارية ($NDACC$) على النحو التالي:

$$NDACCit = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_3 [BMit] + \alpha_4 \left[\frac{CFOit}{TAit-1} \right]$$

ثم يتم قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية ($DACC$) على النحو التالي:

$$DACCit = TACCit - NDACCit$$

Kothari et al., (2005) نموذج ٤/٢/٢/٤

قام كل من Kothari et al., (2005) بتعديل نموذج Jones, (1991)

وذلك بإضافة متغير مستقل إضافي لنموذج Dechow, et al., (1995)، يتمثل في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك للسيطرة على أداء الشركات التي تحقق نمواً مفرطاً أثناء فترة الدراسة، وقد تم تعديل نموذج Jones, (1991) على النحو التالي:

في البداية يتم تقدير معاملات النموذج على النحو التالي:

$$\left[\frac{TACCit}{TAit-1} \right] = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPEit}{TAit-1} \right] + \alpha_3 [ROAit] + \varepsilon_i$$

حيث أن $ROAit$ معدل العائد على الأصول للشركة i في آخر الفترة الحالية t . ويتم قياس المستحقات غير الاختيارية ($NDACC$) على النحو التالي:

$$NDACCit = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_3 [ROAit]$$

ثم يتم قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية ($DACC$) على النحو التالي:

$$DACCit = TACCit - NDACCit$$

٥. توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية

تناولت الدراسات السابقة العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، حيث تم استخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر عكسي لجودة المستحقات المحاسبية أو لجودة الأرباح المحاسبية أو لجودة التقارير المالية، وقد اختلفت نتائج الدراسات في تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، حيث يجد البعض أن توزيعات الأرباح تحد من السلوك الانتهازي للمديرين وبالتالي تقلل من ممارسة إدارة الأرباح، في حين يرى البعض الآخر أن ضغط المساهمين وتفضيلهم لسياسات توزيعات الأرباح المرتفعة ومع انخفاض الدخل قد تدفع المديرين لإدارة الأرباح باستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية لتوفير الدخل اللازم لتنفيذ توزيعات الأرباح.

فقد رأى *Sirait and Siregar, (2014)* أن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين يؤدي إلى التضارب بين الوكالات لأن المديرين لديهم حوافز للاحتفاظ بالنقود الزائدة من أجل الحصول على منافع شخصية، ويمكن النظر إلى توزيعات الأرباح على أنها نموذج لتقليل السلوك الانتهازي للمديرين لأن الشركات التي تدفع أرباحًا لديها موارد متاحة أقل وأكثر خضوعًا لمراقبة السوق، مما يقلل من الحوافز للمشاركة في ممارسات إدارة الأرباح.

في حين يرى *Im, et al., (2016)* أن الشركات تواجه ضغوطاً لدفع توزيعات الأرباح من قبل المستثمرين الذين يسعون إلى الاستثمار في الشركات ذات سياسات توزيعات الأرباح المرتفعة، في مثل هذه الحالات من المحتمل أن يقوم المديرين بتنفيذ مدفوعات أرباح مرتفعة لتلبية توقعات المساهمين، ومع ذلك، في مواجهة انخفاض الدخل أو الخسائر، سيكون من الصعب على المديرين تدبير المدفوعات المرتفعة لتوزيعات أرباح المساهمين، لذلك يكون من المرجح أن يعتمد المديرين على إدارة الأرباح باستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية كوسيلة لزيادة الدخل لمواجهة الضغط للحفاظ على توزيعات الأرباح، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح المرتفعة للشركة من المرجح أن تقود إلى إدارة أرباح الشركة لا سيما من خلال المستحقات المحاسبية الاختيارية.

كما يرى *Haider, et al., (2012)* أن هناك علاقة سلبية بين توزيعات الأرباح النقدية ومستوى المستحقات المحاسبية الاختيارية، مما يعني أن الشركات ذات المستوى المرتفع من إدارة الأرباح تدفع توزيعات أرباح أقل، كما يرتبط حجم الشركة سلباً بدفع توزيعات الأرباح مما يعني أن الشركات الكبيرة تدفع توزيعات أرباحاً أقل والشركات الصغيرة تدفع المزيد من توزيعات الأرباح، ويرتبط العائد على حقوق الملكية ارتباطاً إيجابياً بتوزيعات الأرباح مما يعني أن المزيد من العائد على حقوق المساهمين سيؤدي إلى المزيد من الأرباح.

وقد ترتبط حالة توزيع الأرباح وحجمها بجودة المستحقات المحاسبية، حيث أشار *Rampershad and de Villiers, (2019)* أن حالة دفع الأرباح ترتبط بشكل إيجابي بجودة المستحقات المحاسبية، كما أن الشركات التي تدفع أرباحاً أكبر ترتبط بجودة المستحقات المحاسبية الأفضل، ويتفق في ذلك *Azevedo, et al.,*

(2019)، وفي نفس السياق أشار **مليجي، (٢٠٢٠)** إلى أن سياسة توزيعات الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بجودة المستحقات المحاسبية، كما وجد **(Amar, et al., 2018)** أن هناك تأثيرًا إيجابيًا لإدارة الأرباح باستخدام الاستحقاقات الاختيارية على سياسات توزيع الأرباح.

ويرى **Siladjaja and Anwar, (2020)** أن لسياسة توزيعات الأرباح دور وسيط في تعزيز العلاقة الإيجابية بين جودة المستحقات المحاسبية والقيمة السوقية المستقبلية للشركة، حيث يمكن أن تساعد سياسة توزيع الأرباح في تقليل استخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية وبالتالي زيادة تصورات المستثمرين حول آفاق الفترة المستقبلية للشركة وخاصة فيما يتعلق بمدى الثقة في المعلومات عن الأرباح وإعطاء صورة صحيحة للظروف والقدرات الفعلية للشركة.

وترتبط توزيعات الأرباح النقدية ارتباطاً وثيقاً بالتقلبات في أسعار الأسهم السوقية، وقد زادت هذه العلاقة من جودة المستحقات المحاسبية، حيث يتم إجراء توزيعات الأرباح النقدية في الشركات التي لديها مستوى منخفض من المستحقات المحاسبية الاختيارية، كما تعكس توزيعات الأرباح جودة أرباح الشركات عندما يكون عائد توزيعات الأرباح مرتفعاً **(Ebrahimpour, et al., 2013)**.

٦. القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية

تتمثل القيود المالية في تلك الظروف التي تواجه المنشأة وتتسبب في ضعف قدرة المنشأة من حيث الحصول على التمويل اللازم لأنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية الحالية والمستقبلية، وسواء كان هذا التمويل خارجي أو داخلي أو الائتين معاً، وتؤثر القيود المالية في القرارات المالية للمنشأة مثل قرار توزيعات الأرباح وحجم هذه التوزيعات، الأمر الذي قد يدفع إدارة الشركة في حالة

عدم توافر الدخل الكاف إلى ممارسة إدارة الأرباح باستخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية لزيادة الدخل وبالتالي دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين.

وعلى الرغم من عدم تناول الدراسات السابقة لأثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية بشكل مباشر، إلا أنه قد تناولت بعض الدراسات السابقة بشكل منفصل العلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية، والعلاقة بين القيود المالية والمستحقات المحاسبية الاختيارية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

فقد اقترح *Linck, et al., (2013)* أن الشركة المقيدة مالياً ذات المشاريع المربحة يمكنها استخدام المستحقات المحاسبية الاختيارية للإشارة إلى الآفاق الإيجابية بشأن وضع الشركة مما يمكنها من زيادة رأس المال للحصول على المزيد من التمويل سواء بالأسهم أو بالديون للقيام بالاستثمارات، وأن الشركات المقيدة مالياً ذات الفرص الاستثمارية الجيدة لديها مستحقات محاسبية اختيارية أعلى بكثير قبل الاستثمار مقارنة بنظيراتها غير المقيدة، وتتمتع الشركات المقيدة ذات المستحقات المحاسبية الاختيارية المرتفعة بالإعلان عن توزيعات أرباح أعلى من الشركات المقيدة ذات المستحقات المحاسبية المنخفضة، وتستثمر في المشاريع التي يبدو أنها تحسن الأداء *(Nasab and Shafü, 2015)*.

ويرى كل من *Carvalho and Kalatzis, (2018)* أن جودة المستحقات المحاسبية المقاسة باستخدام مستوى الاستحقاقات المحاسبية الاختيارية تؤثر على حساسية الاستثمار والتدفقات النقدية للشركات في ضوء القيود المالية، حيث أن جودة المستحقات المحاسبية الضعيفة يمكن أن تؤدي إلى تفاقم المشاكل الناجمة عن تضارب المصالح بين إدارة المنشأة والمساهمين أو أصحاب المصلحة الآخرين.

كما يرى *Eliwa, et al., (2019)* يوجد ارتباط سلبي معنوي بين جودة المستحقات المحاسبية وتكلفة الديون، وبالتالي فإن الشركات ذات جودة المستحقات المحاسبية الضعيفة تحتفظ بمزيد من السيولة النقدية وأن الحيازات النقدية في تلك الشركات تكون أعلى في ظل القيود المالية، كما تميل الشركات إلى زيادة احتياطاتها النقدية في ظل وجود عدم تماثل كبير في المعلومات والذي يرجع بشكل ملحوظ إلى وجود قيود مالية قوية (*Mansali, et. al., 2019*)، ويشير ذلك إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين المستحقات المحاسبية الاختيارية وتكلفة الديون، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث كلما زاد مستوى المستحقات المحاسبية الاختيارية زادت تكلفة التمويل الخارجي مما يدفع الشركات إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة القيود المالية على التمويل الخارجي.

وفي إطار العلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية، أشارت العديد من الدراسات أن الشركات ولا سيما الشركات المقيدة مالياً لديها حوافز لاستخدام توزيعات الأرباح للتخفيف من عدم تماثل المعلومات، وإنشاء سمعة جيدة لها، وبالتالي تقليل تكاليف التمويل المستقبلية، مما يدفع الشركات إلى دفع توزيعات أرباح أعلى لإنشاء سمعة جيدة وتقليل تكاليف التمويل المستقبلية (*La Porta, et al., 2000*)، وأن الشركات المقيدة مالياً قد لا تقطع توزيعات الأرباح لزيادة الأموال الداخلية نتيجة القيود على التمويل الخارجي (*Almeida and Campello, 2010; Pathan et al., 2016*)، كما أن الشركات المقيدة مالياً التي تزيد من توزيعات الأرباح تشهد عوائد غير عادية للأسهم على المدى القصير، ولكنها تعاني من أداء تشغيلي أسوأ مقارنة بالشركات المماثلة غير المقيدة (*Pathan, et al., 2016*).

ويرى البعض أن جودة التقارير المالية لها تأثير إيجابي وهام على سياسة توزيعات الأرباح، إلا أنه لا توجد أدلة كافية لدعم تأثير جودة التقارير المالية على سياسة توزيعات الأرباح في الشركات التي تعاني من قيود مالية عالية (Arabsalehi, et al., 2017)، ويرى البعض الآخر أن الشركات المقيدة مالياً تكون أكثر تحفظاً لدفع توزيعات أرباح نقدية للمحافظة على الأموال الداخلية، كما أن الشركات المقيدة مالياً هي أيضاً أكثر حرصاً على زيادة التمويل بالأسهم مقارنة بالشركات غير المقيدة (He, et al., 2016).

ولما كان زيادة توزيعات الأرباح تؤدي إلى نقص النقدية وبالتالي نقص السيولة المالية للشركة، فإنه بالنسبة للشركات التي كانت مقيدة مالياً من قبل وتقوم بزيادة التوزيعات فإن التخفيضات في سيولة تلك الشركات يمكن أن تكون ضارة بشكل كبير (Pathan, et al., 2016)، حيث يؤدي نقص السيولة إلى انخفاض الاستثمار في سوق المنتجات وتقليل القدرة التنافسية (Almeida, et al., 2004; Lamont et al., 2001) وبالتالي فإن المبالغة في دفع توزيعات أرباح نقداً تؤدي إلى احتمال عودة القيود المالية لتلك الشركات مرة أخرى.

وفي الأسواق المالية غير الكاملة، يمكن لقيود التمويل الخارجي التي تتجم عن عدم تماثل المعلومات ومشكلات الوكالة أن تجبر الشركات على التخلي عن مشاريع استثمارية قيمة من أجل دفع توزيعات الأرباح (Sahneh and Hamidian, 2014)، أما الشركات التي لديها تقارير مالية ذات جودة عالية تتمتع بفرص أفضل للوصول إلى الأموال الخارجية وبالتالي فهي لا تتخلى عن المشاريع الاستثمارية القيمة من أجل دفع توزيعات الأرباح (Ramalingegowda, et al., 2013).

وعلى المدى الطويل يلاحظ أن الشركات التي لا تدفع توزيعات أرباح لديها قيود تمويلية كبيرة، مقارنة بالشركات التي تدفع توزيعات أرباح بشكل متكرر (Yang, et al., 2000)، إلا أنه في دراسة (Wiersma, 2017) بشأن تأثير القيود المالية على توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم، توصل إلى أن القيود المالية ليس لها تأثير سلبي كبير على توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم (Wiersma, 2017)، وبالتالي قد لا تؤثر القيود المالية بشكل سلبي في قرار توزيع الأرباح، إلا أنه من المحتمل أن تؤثر القيود المالية في مقدار التوزيعات.

٧. الدراسة التطبيقية

بعد قيام الباحث بعرض الإطار النظري في الأجزاء السابقة من حيث الدراسات السابقة، ماهية وطبيعة القيود المالية، ماهية وطبيعة توزيعات الأرباح النقدية، ماهية وطبيعة المستحقات المحاسبية الاختيارية، العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، والعلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، سوف يقوم الباحث بإجراء الدراسة التطبيقية على النحو التالي:

٧/١ أهداف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار الفروض التي انتهى إليها الباحث في ضوء ما قام به من استقراء للدراسات السابقة بشأن العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية وأثر القيود المالية على تلك العلاقة، ويمكن تحديد أهداف الدراسة التطبيقية من خلال النقاط التالية:

١. تحديد مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية.

٢. تجميع البيانات المرتبطة بعينة الدراسة التطبيقية.
 ٣. تحديد نموذجين إحصائيين لاختبار فرضي الدراسة التطبيقية.
 ٤. إعداد الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في نموذجي اختبار فرضي الدراسة.
 ٥. اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية وأثر القيود المالية على تلك العلاقة، ثم استخلاص النتائج.
- ٧/٢ مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٩، ويوضح الجدول رقم (١) عدد شركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية خلال سنوات الدراسة كما يلي:

جدول رقم (١) شركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية

٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	البيان
٢١٨	٢٢٠	٢٢٢	٢٢٢	سوق داخل المقصورة
٢٩	٣٢	٣٢	٣٢	سوق خارج المقصورة
٢٤٧	٢٥٢	٢٥٤	٢٥٤	الإجمالي

(المصدر: البورصة المصرية، ٢٠١٩).

وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للمعايير التالية:

١. استمرار قيد وتداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية المصري خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٩، وبالتالي استبعاد الشركات التي تم شطب أسهمها أو توقف تداولها بالبورصة المصرية بشكل نهائي.

٢. توافر التقارير المالية للشركات خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٩، وذلك لإمكانية الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة.
٣. أن تعد الشركات تقاريرها المالية في ١٢/٣١ من كل عام لتقابلية البيانات للمقارنة.
٤. استبعاد شركات قطاع البنوك وشركات قطاع الخدمات المالية غير المصرفية نظراً لاختلاف طبيعة نشاطهما فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأرصدة النقدية وفقاً لقواعد واشتراطات قانونية يخضع لهما شركات كلا القطاعين.
- وبتطبيق المعايير السابقة، بلغ عدد شركات عينة الدراسة (١٣٠) شركة موزعة على (١٦) قطاع، وقد بلغ إجمالي عدد المشاهدات المتاحة للتحليل الإحصائي لبيانات عينة الدراسة (٥٢٠) مشاهدة، ويمكن توضيح التوزيع الاقتصادي لشركات العينة ومشاهداتها على قطاعات البورصة من خلال الجدول رقم (٢) على النحو التالي:
- جدول رقم (٢) التوزيع الاقتصادي لشركات ومشاهدات العينة على قطاعات البورصة

م	القطاع	شركات العينة بكل قطاع		
		العدد	المشاهدات	نسبة المشاهدات
١	عقارات	٢٧	١٠٨	٢٠.٧٧%
٢	أغذية ومشروبات وتبغ	١٧	٦٨	١٣.٠٨%
٣	الموارد الأساسية	١٣	٥٢	١٠.٠٠%
٤	رعاية صحية وأدوية	١١	٤٤	٨.٤٦%
٥	سياحة وترفيه	١٥	٦٠	١١.٥٤%
٦	مواد البناء	١٣	٥٢	١٠.٠٠%
٧	مقاولات وإنشاءات هندسية	٨	٣٢	٦.١٥%
٨	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٩	٣٦	٦.٩٢%

أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في المنشآت غير المالية - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

٩	منسوجات و سلع معمرة	٤	١٦	٣.٠٨%
١٠	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	٥	٢٠	٣.٨٥%
١١	تجارة وموزعون	١	٤	٠.٧٧%
١٢	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٣	١٢	٢.٣٠%
١٣	خدمات النقل والشحن	١	٤	٠.٧٧%
١٤	خدمات تعليمية	١	٤	٠.٧٧%
١٥	طاقة وخدمات مساندة	١	٤	٠.٧٧%
١٦	مرافق	١	٤	٠.٧٧%
	الإجمالي	١٣٠	٥٢٠	١٠٠%

(المصدر: الباحث).

٧/٣ مصادر الحصول على بيانات الدراسة التطبيقية

قام الباحث بتجميع بيانات الدراسة التطبيقية من واقع التقارير المالية لشركات العينة خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٩، وقد اعتمد الباحث في الحصول على هذه البيانات من العديد من المصادر المتاحة على شبكة الإنترنت وهي موقع البورصة المصرية، موقع مباشر مصر بما يحتويه من تقارير مالية لشركات العينة خلال فترة الدراسة، وكذلك المواقع الإلكترونية لشركات العينة.

٧/٤ توصيف متغيرات الدراسة التطبيقية وطريقة قياسها

في ضوء مشكلة وأهداف البحث واعتماداً على الدراسات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية وأثر القيود

المالية على تلك العلاقة، يمكن تحديد متغيرات الدراسة وطرق قياسها على النحو التالي:

٧/٤/١ المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في المستحقات المحاسبية الاختيارية (*DACC*)، وقد استخدمت الدراسات السابقة المستحقات المحاسبية الاختيارية كمؤشر عكسي على جودة المستحقات المحاسبية، وقد اعتمد الباحث في قياسها على نموذج *Jones* (1991) المعدل بواسطة *Dechow, et al., (1995)* والذي يفترض إمكانية إدارة الأرباح عن طريق المبيعات الآجلة وحسابات العملاء، ووفقاً لهذا النموذج يتم قياس كل من المستحقات غير الاختيارية (*NDACC*) والمستحقات المحاسبية الاختيارية (*DACC*) على النحو التالي من خلال المعادلات التالية:

في البداية يتم تقدير معلمات النموذج على النحو التالي:

$$\left[\frac{TACCit}{TAit-1} \right] = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPEit}{TAit-1} \right] + \varepsilon it . (1)$$

ويتم قياس المستحقات غير الاختيارية (*NDACC*) على النحو التالي:

$$NDACCit = \alpha_0 \left[\frac{1}{TAit-1} \right] + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REVit - \Delta RECit}{TAit-1} \right] + \alpha_2 \left[\frac{PPEit}{TAit-1} \right] \dots\dots(2)$$

ثم يتم قياس المستحقات المحاسبية الاختيارية (*DACC*) على النحو التالي:

$$DACCit = TACCit - NDACCit \dots\dots\dots(3)$$

حيث أن، *TACCit* المستحقات المحاسبية الكلية للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *TAit-1* إجمالي الأصول للشركة *i* في آخر الفترة السابقة *t-1*، $\Delta REVit$ التغير في الإيرادات للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، حيث أن، $\Delta RECit$ التغير في حسابات العملاء للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *PPEit* الأصول الثابتة للشركة

i في آخر الفترة الحالية t ، Et بواقي النموذج وتستخدم كمقياس للمستحقات الاختيارية، $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ تمثل معاملات النموذج.

٧/٤/٢ المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل للدراسة في توزيعات الأرباح النقدية ($DIV-Index$)، وهو متغير وهمي ($Dummy Variable$) يأخذ قيمة الواحد الصحيح في حالة قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية خلال العام، ويأخذ قيمة الصفر في حالة قيام الشركة بعدم دفع توزيعات أرباح نقدية خلال العام ($Tong and Miao, 2011; Sirait and Siregar, 2014; Rampershad, 2019$)

٧/٤/٣ المتغير الوسيط

يتمثل المتغير الوسيط في القيود المالية (FC)، والمقاسة مؤشر $KZ-Index$ ، ويعد هذا المؤشر من أكثر مؤشرات القيود المالية استخداماً في الدراسات السابقة، وقد اعتمد $Kaplan and Zingales$ في بناء المؤشر على خمسة متغيرات وهي التدفقات النقدية التشغيلية، Tobin's Q، الرافعة المالية، توزيعات

الأرباح والنقدية، وفيما يلي نموذج مؤشر $Kaplan and Zingales, (1997)$:
 $KZ Index_{i,t} = -[1.002 \times (CfO_{i,t} / TA_{i,t-1})] - [39.368 \times (DIV_{i,t} / TA_{i,t-1})] - [1.315 \times (Cash_{i,t} / TA_{i,t-1})] + [3.139 \times LEV_{i,t}] + [0.283 \times Q_{i,t}] \dots \dots \dots (4)$

حيث أن: $KZ-Index_{i,t}$ مؤشر $Kaplan and Zingales, (1997)$ للقيود المالية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، إجمالي أصول الشركة i في آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $CfO_{i,t}$ التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $DIV_{i,t}$ للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $Cash_{i,t}$ رصيد النقدية وما في حكمها مضافاً إليه الاستثمارات المالية بغرض المتاجرة للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $LEV_{i,t}$ نسبة الرافعة المالية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $Q_{i,t}$

نسبة *Tobin's Q* للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، *Tobin's Q* نسبة القيمة السوقية إلى تكلفة استبدال أصولها للشركة *i* في آخر الفترة الحالية *t*، وطبقاً لمؤشر *KZ- Index* يتم تصنيف الشركة على أنها مقيدة مالياً إذا كانت قيمة المؤشر الخاص بها أعلى من المستوى المتوسط للعينة.

٧/٤/٤ المتغيرات الرقابية

تشتمل المتغيرات الرقابية على عدد من العوامل التي يتوقع أن يكون لها تأثير على جودة المستحقات المحاسبية (المتغير التابع)، وهذه المتغيرات لم تتضمنها مشكلة البحث وقد تم إضافتها بهدف ضبط العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، وقد اعتمد الباحث في تحديد تلك المتغيرات على ما تناولته الدراسات السابقة في هذا الشأن كما هو موضح في الجدول رقم (٣) على النحو التالي:

جدول رقم (٣) المتغيرات الرقابية لنموذجي الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة قياس المتغير والمصدر من الدراسات السابقة
حجم الشركة	<i>SIZE</i>	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية كل فترة مالية (Kim and Jeong, 2018).
العمر	<i>AGE</i>	اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة منذ إدراجها بالبورصة (Rampershad, 2019).
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية	<i>CFO</i>	التدفقات النقدية التشغيلية للعام الحالي مقسومة على إجمالي الأصول في السنة السابقة (Azevedo, et al., 2019).
نسبة الرافعة المالية	<i>LEV</i>	إجمالي الديون للعام الحالي مقسومة على إجمالي الأصول في السنة الحالية (Aldamen and Duncan, 2016).

أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في المنشآت غير المالية - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

صافي الربح للسنة الحالية مقسوماً على إجمالي الأصول في السنة السابقة (Ferentinou and Anagnostopoulou, 2016)	<i>ROA</i>	معدل العائد على الأصول
صافي الربح للسنة الحالية مقسوماً على حقوق الملكية للسنة السابقة (Mouselli, et al., 2014)	<i>ROE</i>	معدل العائد على حقوق الملكية
الأصول المتداولة مقسومة على الخصوم المتداولة (Amar, et al., 2018)	<i>LIQ</i>	نسبة السيولة للشركة
التغير في المبيعات السنوية (مبيعات العام الحالي - مبيعات العام السابق) مقسوماً على مبيعات العام السابق (Zhao, F., 2019)	<i>GROWTH</i>	نسبة التغير في المبيعات
التغير في سعر السهم (سعر السهم آخر الفترة - سعر السهم أول الفترة) مضافاً إليه توزيعات الأرباح للسهم مقسوماً على سعر السهم أول الفترة (Makhija and Trivedi, , 2020)	<i>TSR</i>	العوائد الكلية للسهم

(المصدر: الباحث).

٧/٥ النموذج المستخدم في الدراسة التطبيقية.

لتحقيق أهداف البحث واختبار فروضه قام الباحث بإعداد نموذجين

الانحدار التاليين:

(Model 1) ٧/٥/١ نموذج الانحدار الأول

لاختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية

الاختيارية، وقد قام الباحث بتمثيل هذه العلاقة من خلال معادلة الانحدار الخطي

المتعدد التالية:

$$DACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV-Index_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} TSR_{i,t} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

حيث أن، $DACC_{i,t}$ المستحقات المحاسبية الاختيارية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $DIV-Index_{i,t}$ متغير وهمي يعبر عن توزيعات الأرباح النقدية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $SIZE_{i,t}$ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة i خلال الفترة الحالية t ، AGE_{it} اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة i خلال الفترة الحالية t منذ إدراجها بالبورصة، $CFO_{i,t}$ التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $LEV_{i,t}$ نسبة الرافعة المالية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $ROA_{i,t}$ معدل العائد على الأصول للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $ROE_{i,t}$ معدل العائد على حقوق الملكية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $LIQ_{i,t}$ نسبة السيولة المالية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $GROWTH_{i,t}$ نسبة التغير في المبيعات للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $TSR_{i,t}$ العوائد الكلية للسهم للشركة i خلال الفترة الحالية t ، ε_{it} الخطأ المقدر في النموذج للشركة i خلال الفترة الحالية t .

٧/٥/٢ نموذج الانحدار الثاني (Model 2)

لاختبار أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، حيث قام الباحث بتمثيل هذه العلاقة من خلال معادلة الانحدار الخطي المتعدد التالية:

$$DACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV-Index_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} TSR_{i,t} + \beta_{11} FC_{i,t} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

حيث أن، $DACC_{i,t}$ المستحقات المحاسبية الاختيارية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $DIV-Index_{i,t}$ متغير وهمي يعبر عن توزيعات الأرباح النقدية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $SIZE_{i,t}$ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $AGE_{i,t}$ اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة i خلال الفترة الحالية t منذ إدراجها بالبورصة، $CFO_{i,t}$ التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $LEV_{i,t}$ نسبة الرافعة المالية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $ROA_{i,t}$ معدل العائد على الأصول للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $ROE_{i,t}$ معدل العائد على حقوق الملكية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $LIQ_{i,t}$ نسبة السيولة المالية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $GROWTH_{i,t}$ نسبة التغير في المبيعات للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $TSR_{i,t}$ العوائد الكلية للسهم للشركة i خلال الفترة الحالية t ، $FCI_{i,t}$ مؤشر القيود المالية للشركة i خلال الفترة الحالية t ، ε_{it} الخطأ المقدر في النموذج للشركة i خلال الفترة الحالية t .

٧/٦ أساليب التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

قام الباحث باستخدام برنامج (EXCELL) في تسجيل وإعداد بيانات الدراسة التطبيقية من خلال القيام بالعمليات الحسابية اللازمة لأغراض التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، كما قام الباحث باستخدام برنامج (STATA) إصدار رقم (16) في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية، وقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression) لاختبار مدى صحة فروض الدراسة التطبيقية، كما اعتمد الباحث على طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Lest Squares) (OLS) في تقدير معالم نموذجي الدراسة التطبيقية حيث تتميز هذه الطريقة بعدم التحيز، وحيث أن حجم

العينة يبلغ (٥٢٠) مشاهدة فإن قيمها تتجه نحو اتباع التوزيع الطبيعي، ولاختبار مدى ملائمة بيانات الدراسة التطبيقية لإفتراضات طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تحليل الانحدار الخطي المتعدد قام الباحث باختبار التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity Test)، واختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)، للتحقق من عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة وعدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي للحصول على أفضل تقديرات خطية غير متحيزة وتكون نتائج التحليل الإحصائي دقيقة.

٧/٦/١ نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity Test)

من الافتراضات التي يقوم عليها نموذج الانحدار الخطي هي عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة وهو ما يسمى بالتداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity)، ويترتب على مشكلة التداخل الخطي المتعدد أن يكون تقديرات معالم نموذج الانحدار الخطي المتعدد غير جيدة وتكون نتائج التحليل الإحصائي غير دقيقة، ويمكن استخدام معامل تضخم التباين (VIF) Inflation Factor، وقيمة التباين المسموح به (Tolerance)، حيث أنه كلما زادت قيمة معامل (VIF) دل ذلك على وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد، وحيث أنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على ما إذا كانت قيمة (VIF) كبيرة من عدمه (صافي، ٢٠١٥، ص: ٤٦-٦٠)، فقد اتفق أغلب الباحثين على أنه كلما زادت قيمة (VIF) عن (١٠)، وكانت قيمة (Tolerance) أقل من (٠.٠٥) دل ذلك على معاناة نموذج الانحدار الخطي من مشكلة التداخل الخطي المتعدد (Mohamed, 2011)، والجدول رقم (٤) يوضح نتائج اختبار (VIF) لكلا نموذجي الدراسة التطبيقية على النحو التالي:

جدول رقم (٤) نتائج اختبار (VIF) لكلا النموذجين للدراسة التطبيقية

Variables	Model 1		Model 2	
	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance
DIV- Index	1.130	0.885	1.373	0.728
SIZE	1.476	0.678	1.478	0.676
AGE	1.033	0.968	1.033	0.968
CFO	1.484	0.674	1.578	0.634
LEV	1.900	0.526	2.637	0.379
ROA	1.206	0.829	1.206	0.829
ROE	1.011	0.989	1.012	0.988
LIQ	1.044	0.958	1.049	0.953
GROWTH	1.006	0.994	1.006	0.994
TSR	1.035	0.966	1.036	0.965
FC	-	-	1.74	0.575

(المصدر: مخرجات برنامج STATA)

من الجدول السابق رقم (٤) نلاحظ أن قيمة (VIF) لكلا النموذجين أقل من (١٠)، كما أن قيمة التباين المسموح به (Tolerance) لكلا النموذجين أكبر من (٠.٠٥)، ويشير ذلك إلى عدم معاناة نموذجي الانحدار الخطي من مشكلة التداخل الخطي المتعدد.

٧/٦/٢ اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

تشتط طريقة المربعات الصغرى العادية في الانحدار الخطي عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي للحصول على أفضل تقديرات خطية غير متحيزة، وعادة ما ينشأ الارتباط الذاتي في حالة وجود بيانات سلاسل زمنية، ويقصد بالارتباط الذاتي هو أن قيم المتغير العشوائي التي تحدث خلال فترة زمنية ϵ_i ترتبط بقيم المتغير التي تسبقها أو تليها، ومن أهم أساليب التحليل الكمي للكشف عن ظاهرة الارتباط

الذاتي بين البواقي هو اختبار Durbin Watson (DW)، حيث اقترح Durbin Watson أن قيمة الاختبار تتراوح بين حدين وهما الحد الأدنى (DL)، والحد الأعلى (DU)، وتتراوح قيمة الحدين بين (٤,٠)، فإذا كانت قيم الاختبار المحسوبة (D-W) تقع بين الحدين الأدنى والأعلى فهذا يعني عدم معاناة النموذج الخطي من ظاهرة الارتباط الذاتي (صافي، ٢٠١٥، ص: ١٣-٩١)، والجدول رقم (٥) يوضح نتيجة اختبار Durbin Watson لظاهرة الارتباط الذاتي بين البواقي لنماذج الدراسة التطبيقية على النحو التالي:

جدول رقم (٥) نتيجة اختبار Durbin Watson لنموذجي الدراسة التطبيقية

Model	(DL)	(DU)	(D-W)
(1)	1.81352	1.89521	1.84961
(2)	1.81473	1.89862	1.85272

(المصدر: مخرجات برنامج STATA)

من الجدول السابق رقم (٥) نجد أن قيم (D-W) المحسوبة لكلا نموذجي الدراسة التطبيقية هما (1.84961)، (1.85272) على التوالي وكل قيمة منهما تقع بين القيم الجدولية الدنيا (DL) والقيم الجدولية العليا (DU)، مما يشير إلى أن كلا نموذجي الدراسة لا يعانيان من مشكلة الارتباط الذاتي.

٧/٧ نتائج الدراسة التطبيقية.

فيما يلي يعرض الباحث نتائج الدراسة التطبيقية

٧/٧/١ الإحصاءات الوصفية:

يعرض الجدول رقم (٦) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في

نموذجي الدراسة للتعرف على الخصائص المميزة لتلك المتغيرات كما يلي:

جدول رقم (٦) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات نموذجي الدراسة

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>DACC</i>	520	0.000	0.310	-4.678	0.947
<i>DIV- Index</i>	520	0.510	0.500	0.000	1.000
<i>FC</i>	520	0.530	0.500	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	520	20.303	2.052	15.155	25.367
<i>AGE</i>	520	2.659	0.618	1.386	3.611
<i>CFO</i>	520	-0.001	0.225	-0.582	3.461
<i>LEV</i>	520	0.472	0.322	0.001	3.726
<i>ROA</i>	520	0.085	0.135	0.000	0.958
<i>ROE</i>	520	0.050	1.284	-20.357	9.783
<i>LIQ</i>	520	5.537	35.614	0.103	180.814
<i>GROWTH</i>	520	-1.248	13.232	-32.471	1.000
<i>TSR</i>	520	1.132	7.249	-0.980	100.556

(المصدر: مخرجات برنامج STATA)

يوضح الجدول السابق رقم (٦) أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية من حيث عدد المشاهدات، المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأعلى لقيم كل متغير وذلك على مستوى عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٩، حيث نجد أن قيم متغير المستحقات المحاسبية الاختيارية (*DACC*) (المتغير التابع) والمعد على أساس نموذج (*Dechow, et al., 1995*) والمعدل لنموذج (*Jones, 1991*) تتراوح بين (- 4.678) و(0.947) بمتوسط قدره (0.000) وانحراف معياري قدره (0.310)، وتتراوح قيم متغير مؤشر توزيعات الأرباح (*DIV- Index*) (المتغير المستقل) وهو متغير وهمي بين الصفر والواحد الصحيح، بمتوسط بلغ (0.510)، وانحراف معياري قدره (0.500)، وهذا يعني أن ٥١% من شركات العينة قد قامت بعمل

توزيعات أرباح نقدية خلال فترة الدراسة، بالنسبة لمتغير القيود المالية (FC) (متغير وسيط) تتراوح قيمته بين الصفر والواحد الصحيح بمتوسط بلغ (0.530)، وانحراف معياري قدره (0.500)، وهذا يعني أن ٥٣% من شركات العينة تواجه قيود مالية وان كانت بدرجات متفاوتة، وبالنسبة لباقي المتغيرات (المتغيرات الرقابية)، نجد أن قيم متغير حجم الشركة SIZE تتراوح بين (15.155) و (25.367) بمتوسط قدره (20.303) وانحراف معياري قدره (2.052)، ونجد أن قيم متغير عمر الشركة AGE تتراوح بين (1.386) و(3.611) بمتوسط قدره (2.659) وانحراف معياري قدره (0.618)، ونجد أن قيم متغير نسبة التدفقات النقدية التشغيلية CFO تتراوح بين (-0.582) و(3.461) بمتوسط قدره (-0.001) وانحراف معياري قدره (0.225)، ونجد أن قيم متغير نسبة الرافعة المالية LEV تتراوح بين (0.001) و(3.726) بمتوسط قدره (0.472) وانحراف معياري قدره (0.322)، ونجد أن قيم معدل العائد على الأصول ROA تتراوح بين (0.000) و (0.958) بمتوسط قدره (0.085) وانحراف معياري قدره (0.135)، ونجد أن قيم معدل العائد على حقوق الملكية ROE تتراوح بين (-20.357) و(9.783) بمتوسط قدره (0.050) وانحراف معياري قدره (1.284)، ونجد أن قيم متغير نسبة السيولة LIQ تتراوح بين (0.103) و(180.814) بمتوسط قدره (5.537) وانحراف معياري قدره (35.514)، ونجد أن قيم متغير نسبة التغير في المبيعات GROWTH تتراوح بين (-32.471) و(1.000) بمتوسط قدره (-1.248) وانحراف معياري قدره (13.232)، ونجد أن قيم متغير العوائد الكلية للسهم TSR تتراوح بين (-0.980) و (100.556) بمتوسط قدره (1.132) وانحراف معياري قدره (7.249)، كما نلاحظ أنه لا توجد قيم متطرفة بشكل كبير بين الحد الأدنى والحد الأعلى لمتغيرات

الدراسة وهذا يعني أن هناك تجانس وتوازن في البيانات خلال فترة الدراسة التطبيقية.

٧/٧/٢ نتائج اختبار الفرض الأول

قام الباحث باختبار الفرض الأول من خلال تشغيل النموذج الأول للدراسة باستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Analysis من خلال برنامج (STATA) وذلك عند مستويات المعنوية المتعارف عليها في الدراسات المحاسبية السابقة (١٠%، ٥%، ١%)، وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد كما هو موضح بالجدول رقم (٧) على النحو التالي:

جدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرض الأول

DACC	Coef.	t-value	p-value	Sig
<i>Constant</i>	0.200	3.510	0.001	***
<i>DIV-Index</i>	0.038	3.550	0.000	***
<i>SIZE</i>	-0.006	-1.870	0.063	*
<i>AGE</i>	-0.023	-3.210	0.001	***
<i>CFO</i>	-1.214	-44.640	0.000	***
<i>LEV</i>	-0.120	-5.570	0.000	***
<i>ROA</i>	0.125	3.060	0.002	***
<i>ROE</i>	0.024	6.080	0.000	***
<i>LIQ</i>	0.000	-2.330	0.020	**
<i>GROWTH</i>	-0.002	-4.250	0.000	***
<i>TSR</i>	-0.002	-3.310	0.001	***
<i>R-squared</i>	0.901			
<i>Number of Obs.</i>	520			
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$				

(المصدر: مخرجات برنامج STATA)

من الجدول السابق رقم (٧) تظهر نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة معامل التحديد R-squared بلغت (٠.٩٠١) مما يعني أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية بنموذج الدراسة الأول تفسر (٩٠.١%) من التغيرات في المتغير التابع (المستحقات المحاسبية الاختيارية)، وأن (٩.٩%) من هذه التغيرات ترجع إلى عوامل أخرى.

وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة معنوية إيجابية بين توزيعات الأرباح النقدية (المتغير المستقل) والمستحقات المحاسبية الاختيارية (المتغير التابع) حيث بلغت قيمة المعنوية (P-value) = (٠.٠٠٠) عند مستوى معنوية (١%)، ما يعني أن هناك تأثير إيجابي لتوزيعات الأرباح النقدية على مستوى المستحقات المحاسبية الاختيارية، حيث قد تدفع توزيعات الأرباح النقدية في منشآت الأعمال إلى زيادة المستحقات المحاسبية الاختيارية لتوفير الموارد اللازمة لتنفيذ تلك التوزيعات، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Im, et al., 2016; Amar, et al., 2018; Azevedo, et al., 2019) وفي ضوء تلك النتيجة نقبل الفرض الأول (H1)، أي أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية نجد أن هناك علاقة معنوية إيجابية بين كل من متغير معدل العائد على الأصول، متغير معدل العائد على حقوق الملكية والمستحقات المحاسبية الاختيارية عند مستوى معنوية (١%)، بينما نجد أن هناك علاقة معنوية سلبية بين متغير حجم الشركة والمستحقات المحاسبية الاختيارية عند مستوى معنوية (١٠%)، وكذلك نجد أن هناك علاقة معنوية سلبية بين متغير نسبة

السيولة والمستحقات المحاسبية الاختيارية عند مستوى معنوية (٥%)، وأخيراً هناك علاقة معنوية سلبية بين كل من متغير عمر الشركة، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة الرافعة المالية، نسبة التغير في المبيعات، العوائد الكلية للسهم والمستحقات المحاسبية الاختيارية عند مستوى معنوية (١%).

٧/٧/٢ نتائج اختبار الفرض الثاني

لأغراض اختبار الفرض الثاني قام الباحث باستخدام مؤشر القيود المالية KZ-Index في تصنيف شركات العينة إلى شركات غير مقيدة مالياً (Unconstraint Firms)، وشركات مقيدة مالياً (Constraint Firms)، كما قام الباحث باختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في حالتين، الأولى بالتطبيق على الشركات غير المقيدة مالياً، والثانية بالتطبيق على الشركات المقيدة مالياً، وذلك لاختبار أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية من خلال تشغيل النموذج الثاني للدراسة في كلا الحالتين باستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Analysis بواسطة برنامج (STATA) وذلك عند مستويات المعنوية المتعارف عليها في الدراسات المحاسبية السابقة (١٠%، ٥%، ١%)، وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد في الحالتين كما هو موضح بالجدول رقم (٨) على النحو التالي:

جدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرض الثاني

DACC	Unconstraint Firms				Constraint Firms			
	Coef.	t-value	p-value	Sig	Coef.	t-value	p-value	Sig
Constant	0.130	1.790	0.075	*	0.218	3.000	0.003	***
DIV-Index	0.019	1.300	0.194		0.030	1.940	0.048	**
SIZE	-0.005	-1.490	0.137		-0.006	-1.650	0.061	*

AGE	0.002	0.300	0.767		-0.020	-1.860	0.072	*
CFO	-0.091	-16.240	0.000	***	-1.242	-34.250	0.000	***
LEV	-0.249	-6.730	0.000	***	-0.119	-3.530	0.001	***
ROA	0.258	3.350	0.001	***	0.078	1.700	0.092	*
ROE	0.514	6.900	0.000	***	0.023	5.810	0.000	***
LIQ	-0.001	-2.050	0.042	**	0.00	-2.000	0.047	**
GROWTH	0.000	-1.470	0.144		-0.006	-6.760	0.000	***
TSR	-0.001	-0.810	0.418		-0.004	-4.060	0.000	***
R-squared	0.784				0.939			
No. of Obs.	248				272			
*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10								

(المصدر: مخرجات برنامج STATA)

من الجدول السابق رقم (٨) تظهر نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة معامل التحديد R-squared في حالة الشركات غير المقيدة مالياً بلغت (٠.٧٨٤) مما يعني أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية بنموذج الدراسة الثاني في حالة الشركات غير المقيدة مالياً تفسر (٧٨.٤%) من التغيرات في المتغير التابع (المستحقات المحاسبية الاختيارية)، وأن (٢١.٦%) من هذه التغيرات ترجع إلى عوامل أخرى، بينما تظهر نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة معامل التحديد R-squared في حالة الشركات المقيدة مالياً قد زادت، حيث بلغت (٠.٩٣٩) مما يعني أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية بنموذج الدراسة الثاني في حالة الشركات المقيدة مالياً تفسر (٩٣.٩%) من التغيرات في المتغير التابع (المستحقات المحاسبية الاختيارية)، وأن (٦.١%) من هذه التغيرات ترجع إلى عوامل أخرى. وتحليل أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية نجد أنه في حالة الشركات غير المقيدة مالياً لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية حيث بلغت قيمة المعنوية (P-value) = (٠.١٩٤)، بينما نجد أنه في حالة

الشركات المقيدة مالياً توجد علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية حيث بلغت قيمة المعنوية (P-value) = (٠.٠٤٨) عند مستوى معنوية (٥%)، وتشير هذه النتيجة إلى أن هناك تأثير للقيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وفي ضوء تلك النتيجة نقبل الفرض الثاني (H2)، أي أنه يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للقيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية في الحالتين نجد أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من متغير حجم الشركة، متغير عمر الشركة، والمستحقات المحاسبية الاختيارية وذلك في ضوء حالة الشركات غير المقيدة مالياً، بينما نجد في حالة الشركات المقيدة مالياً أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من متغير حجم الشركة، متغير عمر الشركة، والمستحقات المحاسبية الاختيارية، كما نجد أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير نسبة التغير في المبيعات والمستحقات المحاسبية الاختيارية وذلك في ضوء حالة الشركات غير المقيدة مالياً، بينما نجد في حالة الشركات المقيدة مالياً أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة التغير في المبيعات والمستحقات المحاسبية الاختيارية.

وبالنسبة لباقي المتغيرات الرقابية (نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، نسبة السيولة، العوائد الكلية للسهم) لم تختلف طبيعة العلاقة بينها وبين المستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المقيدة مالياً عنها في الشركات المقيدة مالياً.

٨. النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية

٨/١ النتائج

استهدف الباحث دراسة وتحليل أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وقد توصل الباحث من خلال الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية:

١. ندرة الأبحاث والدراسات السابقة المحاسبية بشأن العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، وانعدامها بشأن دراسة أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.

٢. اقترح الباحث تعريف القيود المالية بأنها تلك الظروف التي تواجه المنشأة وتتسبب في ضعف قدرة المنشأة من حيث الحصول على التمويل اللازم لأنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية الحالية والمستقبلية، وسواء كان هذا التمويل خارجي أو داخلي أو الاثنین معاً.

٣. لا يوجد إجماع حول أفضل مؤشر لقياس القيود المالية، حيث استخدمت الدراسات السابقة العديد من المؤشرات منها مؤشر KZ-Index، مؤشر WW index، مؤشر SA-index، حجم الشركة (FIRM SIZE)، مؤشر توزيعات الأرباح (Dividend Dummy)، مؤشر القروض البنكية (Banking Loans).

٤. لتحقيق أهداف البحث واختبار فروضه قام الباحث بإعداد نموذجين انحدار، حيث استخدم نموذج الانحدار الأول (Model 1) في اختبار العلاقة بين

- توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية، واستخدم نموذج الانحدار الثاني (Model 2) في اختبار أثر القيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية.
٥. توصل اختبار التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity Test) بين المتغيرات المستقلة لكلا نمودجي الدراسة إلى عدم معاناة نمودجي الانحدار من مشكلة التداخل الخطي المتعدد.
٦. توصل اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) بين المتغيرات المستقلة لكلا نمودجي الدراسة إلى عدم معاناة نمودجي الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي.
٧. توصل الباحث من خلال الدراسة التطبيقية إلى أنه بالنسبة للفرض الأول تم قبول الفرض الأول (H_1)، حيث توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
٨. توصل الباحث من خلال الدراسة التطبيقية إلى أنه بالنسبة للفرض الثاني تم قبول الفرض الثاني (H_2)، حيث يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للقيود المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والمستحقات المحاسبية الاختيارية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٨/٢ التوصيات والبحوث المستقبلية

في ضوء النتائج التي توصل إليها البحث يوصي الباحث بما يلي:

١. زيادة الوعي لدى المساهمين الحاليين والمرتبين والمحليين الماليين وغيرهم من أصحاب المصلحة الآخرين بضرورة عدم الاعتماد بشكل أساسي على معيار

توزيعات الأرباح النقدية فقط عند دراسة قرار الاستثمار في منشآت الأعمال حيث يمكن أن يكون هذا المعيار ضعيف في المدى المتوسط إذا كانت الشركة تعاني من القيود المالية، وبالتالي ضرورة دراسة وتحليل مدى معاناة الشركة من القيود المالية.

٢. قيام المراجع الخارجي بتضمين تقرير المراجعة إلى أي مدى تعاني منشآت الأعمال من القيود المالية وذلك لمصلحة الأطراف ذات المصلحة في تلك المنشآت.

٣. ضرورة قيام الشركات التي تعاني من القيود المالية بمراعاة توظيف الموارد المالية الداخلية المتاحة بما يحقق التوازن بين سياسات توزيعات الأرباح النقدية والمشروعات الاستثمارية المتوقع أن تكون مربحة.

٤. إجراء مزيد من الأبحاث العلمية المستقبلية بشأن دراسة أثر القيود المالية على العلاقة بين إدارة الأرباح والمؤشرات المالية في منشآت الأعمال.

٥. إجراء مزيد من الأبحاث العلمية المستقبلية بشأن القيود المالية باستخدام مؤشرات أخرى لقياس القيود المالية في منشآت الأعمال المقيدة بالبورصة المصرية.

٦. إجراء مزيد من الأبحاث العلمية المستقبلية بشأن أثر القيود المالية في منشآت الأعمال على تقرير المراجع الخارجي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، فريد محرم فريد، (٢٠١٨)، "المخاطرة غير المنتظمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم: دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX 100"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد (٢٢)، العدد (٨).
- البورصة المصرية، (٢٠١٩)، بيانات السوق، البيانات التاريخية، متاح على: <https://www.egx.com.eg>
- صافي، سمير خالد، (٢٠١٥)، "مقدمة في تحليل نماذج الانحدار باستخدام EVIEWS"، الجزء الثاني، مكتبة آفاق، غزة، فلسطين.
- قراييل، سناء سليمان محمد، (٢٠١٨)، "أثر جودة التقارير المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، مجلد رقم (٩)، العدد رقم (٣).
- حمد، تامر سعيد عبد المنعم، (٢٠١٧)، "قياس أثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين جودة المستحقات وعدم تماثل المعلومات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد رقم (٢١)، العدد (٣).
- مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم، (٢٠٢٠)، "أثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الإجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EGX-100"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة، قسم المحاسبة والمراجعة، مجلد ٤، عدد ٢.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

- Aldamen, H. and Duncan, K., (2016), "Does Good Corporate Governance Enhance Accruals Quality During Financial Crises?", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 31, No. 4-5.
- Almeida, H., and Campello, M., (2010), "Financing Frictions and The Substitution between Internal and External Funds", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 45.
- Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M., (2004), "The Cash Flow Sensitivity of Cash", **Journal of Finance**, Vol. 59.
- Al-Najjar, B., and Hussainey, K., (2009), "The Association between Dividend Payout and Outside", **Journal of Applied Accounting Research**, Vol. 10.
- Amar, A., Salah, O. and Jarboui, A., (2018), "Do Discretionary Accruals Affect Firms Corporate Dividend Policy? Evidence from France", **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Vol. 16, No. 2.
- Arabsalehi, M., Mirzaie, M. and Maleki, N., (2017), "The Effect of Financial Reporting Quality on Corporate Dividend Policy with Respect to Free Cash Flow Problem, Financial Constraints and Quiet life Problem", **Quarterly Financial Accounting Journal**, Vol. 9, No. 35.
- Azevedo, Y., Livia, J., Anzani, M. and Giao, L., (2019), "CUE353-Dividend Payment and Earning Management Practices in Brazilian Public Firms Aatoria", Available At: <https://www.semanticscholar.org>.
- Baker, K., (2009), "**Dividends and Dividend Policy**", John Wiley and Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.
- Baker, K. and Gary, P., (1999), "How Corporate Managers View Dividend Policy", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 38, No. 2.

- Baker, K. and Smith, M. (2006), "In search of A Residual Dividend Policy", **Review of Financial Economics**, Vol. 15, No. 1.
- Ball, R. and Shivakumar, L., (2006), "The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition", **Journal of Accounting Research**, Vol. 44, No 2.
- Brealey, A., Myers, C. and Allen, F., (2014), "**Principles of Corporate Finance**", 11th Edition, Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Carvalho, F. and Kalatzis, A., (2018), "Earnings Quality, Investment Decisions, and Financial Constraint", **Review of Business Management**, Vol. 20, No. 4.
- Chaudhary, M., Hashmi, H. and Younis, A., (2016), "Does Dividend Announcement Generate Market Signal? Evidence from Pakistan", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 6, No. 1.
- Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A., (1995), "Detecting Earnings Management", **The Accounting Review**, Vol. 70.
- Denis, D. and Sibilkov, V., (2010), "Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings", **The Review of Financial Studies**, Vol. 23, No. 1.
- Ebrahimpour, M., Salteh, H. and Zadeh, R., (2013), "The Study of the Effect of Dividend Earnings on the Quality of Earnings with Emphasis on the Industry Type", **European Online Journal of Natural and Social Sciences**, Vol. 2, No. 3.
- Eliwa, Y., Gregoriou, A. and Paterson, A., (2019), "Accruals Quality and the Cost of Debt: The European Evidence", **International Journal of Accounting and Information Management**, Vol. 27, No. 2.
- Farre-Mensa, J. and Ljungqvist, A., (2016), "Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?", **Review of Financial Studies**, Vol. 2, No. 2.
- Faulkender, M. and Wang, R., (2006), "Corporate Financial Policy and the Value of Cash", **Journal of Finance**, Vol. 61.

- Fazzari, S., Hubbard, R. and Petersen, B., (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1.
- Ferentinou, A. and Anagnostopoulou, S., (2016), " Accrual-Based and Real Earnings Management Before and After IFRS Adoption: The Case of Greece", **Journal of Applied Accounting Research**, Vol. 17, No. 1.
- Ferrando, A. and Mulier, K., (2013), "Firms' Financing Constraints Do Perceptions Match the Actual Situation?", European Central Bank, **Working Paper Series**, No. 1577.
- Gupta, G. and Mahakud, J. (2019), "Alternative Measure of Financial Development and Investment Cash Flow Sensitivity: Evidence from an Emerging Economy", **Financial Innovation**, Vol. 5, No. 1.
- Gurkan, S., (2016), "Comprehension of Discretionary Accruals Models: Evidence of Turkey and EU", **The Macro theme Review**, Vol. 5, No. 4.
- Hadlock, C. and Pierce, J., (2010), "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", **The Review of Financial Studies**, Vol. 23, No. 5.
- Haider, J., Ali, A. and Sadiq, T., (2012), "Earning Management and Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies", **European Journal of Business and Management**, Vol. 4, No.1.
- Hoberg, K., Protopappa-Sieke, M. and Steinker, S., (2017), "How Do Financial Constraints and Financing Costs Affect Inventories? An Empirical Supply Chain Perspective", **International Journal of Physical Distribution and Logistics Management**, Vol. 47, No. 6.
- Hribar, P. and Collins, D., (2002), "Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research", **Journal of Accounting Research**, Vol. 40.
- He, Z., Chen, X., Huang, W., Pan, R. and Shi, J., (2016), "External Finance and Dividend Policy: A Twist by Financial Constraints", **Accounting and Finance**, Vol. 56.

- Im, C., Kim, J. and Choi, M., (2016), "Dividend Policy and Earnings Management: Based on Discretionary Accruals and Real Earnings Management", **International Journal of u-and e-Service, Science and Technology**, Vol.9, No. 2.
- Issa, A., (2015), "The Determinants of Dividend Policy: Evidence from Malaysian Firms", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. 6, No.18.
- Ji-ming, L., and Zhao-hua W., (2009), "An Empirical Study of the Relationship between Corporate Dividend Policy and Financial Performance of Chinese Listed Companies", **IEEE**, Doi: 10.1109/CCCM.2009.5270472.
- Jones, J., (1991), "Earnings Management during Import Relief Investigations", **Journal of Accounting Research**, Vol. 29.
- Kaplan, N. and Zingales, L., (1997), "Do Investment Cash-Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 112, No. 1.
- Kim, H. and Jeong, S., (2018), "Gender Diversity in Employees and Discretionary Accruals: the Korean Evidence", **International Journal of Accounting and Information Management**, Vol. 26, No. 3.
- Kirch, G. and Terra, P., (2020), "Financial Constraints and the Interdependence of Corporate Financial Decisions: A Cross-Country Study", **RAUSP Management Journal**, Vol. 55, No. 3.
- Kothari, S., Leone, A. and Wasley, C., (2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39.
- La Cava, G., (2005), "Financial Constraints, the User Cost of Capital and Corporate Investment in Australia ", RBA Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia, Available At: <https://www.rba.gov.au>
- La Porta, R., De Silanes, F., Vishny, R. and Shleifer, A., (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", **Journal of Finance**, Vol. 60.

- Larcker, D. and Richardson, S., (2004), "Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choices, and Corporate Governance", **Journal of Accounting Research**, Vol. 42, No 3.
- Lamont, O., Polk, C. and Saa-Requejo, J., (2001), Financial Constraints and Stock Returns", **Review of Financial Studies**, Vol. 14.
- Lilian, N., Wen, H., Nataliya, Z. and Zhang, B. (2012), "Do Dividends Signal Earnings Manipulation?", **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, No. 3.
- Linck, J., Netter, J. and Shu, T., (2013), "Can Managers Use Discretionary Accruals to Ease Financial Constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment", **The Accounting Review**, Vol. 88, Issue 6.
- Ling, S., Mutalip, A. and Shahrin, R., (2008), "Dividend Policy: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia", **International Review of Business Research Papers**, Vol. 4, No. 4.
- Love, I., (2003), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", **Review of Financial Studies**, Vol. 16, No. 3.
- Makhija, H. and Trivedi, P., (2020), "An Empirical Investigation of the Relationship between TSR, Value-Based and Accounting-Based Performance Measures", **International Journal of Productivity and Performance Management**, Vol. 70.
- Mansali, H., Derouiche, I. and Jemai, K., (2019), "Accruals Quality, Financial Constraints, and Corporate Cash Holdings", **Managerial Finance**, Vol. 45, No. 8.
- Masuda, K., (2015), "Fixed Investment, Liquidity Constraint, and Monetary Policy: Evidence from Japanese Manufacturing Firm Panel Data", **Japan and the World Economy**, Vol. 33,
- Mercer, C., (2015), "An Introduction to Dividends and Dividend Policy for Private Companies", Mercer Capital Professional, Available At: <https://www.mercercapital.com>

- Mishra, S. and Ewing, M., (2020), "Financial Constraints and Marketing Investment: Evidence from Text Analysis", **European Journal of Marketing**, Vol. 54, No. 3.
- Mohamed, I., (2011), "Effects of Multicollinearity on the Estimation of Macroeconomic Variables by Using Data from Sudan", Available At: <https://www.ssrn.com>
- Mouselli, S., Abdulraouf, R. and Jaafar, A., (2014), "Corporate Governance, Accruals Quality and Stock Returns: Evidence from the UK", **Corporate Governance**, Vol. 14, No. 1.
- Muriungia, A. and Mwangi, M., (2020), "Dividend Theory and Empirical Evidence: A Theoretical Perspective", **Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies**, Vol. 6, No. 3.
- Nasab, V. and Shafii, H., (2015), "The Effects of Accruals on Financial Constraints in Tehran Stock Exchange", **European Online Journal of Natural and Social Sciences**, Vol.4, No.1.
- Pathan, S., Faff, R., Méndez, C. and Masters, N., (2016), "Financial Constraints and Dividend Policy", **Australian Journal of Management**, Vol. 41, No. 3.
- Pruitt, S. and Gitman, L., (1991), "The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms", **Financial Review**, Vol. 26, No. 3.
- Ramalingegowda, S., Wang, C. and Yu, Y., (2013), "The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions", **The Accounting Review**, Vol. 88, No. 3.
- Rampershad, A. and De Villiers, C., (2019), "The Association between Dividends and Accruals Quality", **Australian Accounting Review**, Vol. 29, Issue 1.
- Sahneh, M. and Hamidian, M., (2014), "The Role of Financial Reporting Quality in Reduction the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions in Tehran Stock Exchange", **Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences**, Vol. 4 (S1).

- Salman, A., (2019), "Determinants of Dividend Policy", **Investment Management and Financial Innovations**, Vol. 16, No. 1.
- Shen, C. and Wang, C., (2005), "Does Bank Relationship Matter for A Firm's Investment and Financial Constraints? The Case of Taiwan", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 13, Issue 2.
- Shin, H. and Oh, H., (2017), "The Effect of Accruals Quality on the Association between Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Korea", **The Journal of Applied Business Research**, Vol. 33, No. 1.
- Siladjaja, M. and Anwar, Y., (2020), "The Impact of Innate Accruals Quality on the Future Market Value Moderated by Dividend Policy", **Asian Journal of Accounting Research**, Vol. 5, No. 2.
- Sirait, F., and Siregar, V., (2014), "Dividend Payment and Earnings Quality: Evidence from Indonesia", **International Journal of Accounting and Information Management**, Vol. 22, No. 2.
- Tarassow, A., (2018), "Financial Constraints on German Firms after the Crisis: Evidence from Threshold Panel Estimation", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol. 80, No. 5.
- Tong, H. and Miao, B., (2011), "Are Dividends Associated with the Quality of Earnings?", **Accounting Horizons**, Vol. 25, No. 1.
- Whited, T. and Wu, G., (2006), "Financial Constraints Risk", **The Review of Financial Studies**, Vol. 19, Issue 2.
- Wiersma, M., (2017), "The Effects of Financial Constraints on Dividends and Share Repurchases: Empirical Evidence from the Netherlands", Available At: <http://www.purl.utwente.nl>
- Yang, C., Lin, C. and Lu, Y., (2000), "Investment Strategy, Dividend Policy and Financial Constraints of the Firm", **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, Vol. 3, No. 2.
- Zhao, F., (2019), "Accruals Quality around the Implementation of FIN 46", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, Vol. 23, Issue 1.