

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات  
الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية

د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة القاهرة

[Mohamed.rezk@foc.cu.edu.eg](mailto:Mohamed.rezk@foc.cu.edu.eg)

## المستخلص

**دوافع وهدف البحث:** دراسة أهم محددات توزيعات الأرباح واستقرارها، نظرا لارتباط استقرار توزيعات الأرباح بأكثر من فئة من أصحاب المصالح وبالعديد من قرارات المنشأة المالية والاستثمارية. حيث تم اختبار تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية، ثم دراسة التأثير المعدل للرافعة المالية على تلك العلاقة.

**التصميم والمنهجية:** فى سبيل تحقيق هذا الهدف تم اجراء التحليل الاحصائى لهذا البحث على عينة من 49 منشأة مصرية مدرجة على مؤشر EGX100، وبإجمالى عدد المشاهدات 445 مشاهدة خلال الفترة من عام 2012 وحتى عام 2021.

**النتائج والتوصيات:** أوضحت نتائج التحليل الاحصائى للبحث أن الفرص الاستثمارية تؤثر على استقرار توزيعات الأرباح تأثير خطى عكسى، وتبين أن هذا التأثير معنوى عند قياس الفرص الاستثمارية بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، لكنه غير معنوى عند قياسها بمستوى نمو الاصول. كما توصلت النتائج إلى أن التأثير غير خطى تكعيبي (Cubic) بين الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح يأخذ شكل حرف (N (N-Shape)، بحيث يكون التأثير موجب إذا كانت الرافعة المالية ما بين مستوى 6.4% وحتى 28% فقط. وأخيرا أظهرت النتائج أن إدخال الرافعة المالية كمتغير معدل على العلاقة الخطية العكسية بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات الأرباح يحولها إلى علاقة غير خطية تكعيبية سواء من خلال قياس الفرص الاستثمارية بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تكون العلاقة طردية بين النقطتين 7.5% وحتى 26.1% فقط أما بمستوى نمو الاصول تكون العلاقة طردية بين النقطتين 7.3% وحتى 25% فقط. فى ضوء تلك النتائج يوصى الباحث بضرورة مراعاة تقضيات المساهمين الحاليين والمحتملين عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح وكذلك مراعاة خصائص المنشآت المصرية التشغيلية والاستثمارية.

**الأصالة والإضافة:** تقدم هذه الدراسة مساهمة علمية للأدب المحاسبى فى هذا المجال من خلال اختبار وتحليل تأثير الفرص الاستثمارية والرافعة المالية كمحددات استقرار توزيعات الأرباح فى بيئة الأعمال المصرية.

**الكلمات المفتاحية:** الفرص الاستثمارية، الرافعة المالية، استقرار توزيعات الأرباح ونظرياتها.

## The Moderating Effect of Financial Leverage on the Relationship between Investment Opportunities and Dividend Smoothing on the Egyptian firms

### Abstract:

**Research motivation and objective:** Studying the most important determinants of dividends and dividend smoothing, due to the correlation between dividend smoothing and various categories of stakeholders, in addition to the financial and investment firms' decisions. This research has tested the effect of investment opportunities on dividend smoothing for Egyptian firms as well as, the moderating effect of financial leverage on that relationship.

**Research methodology:** In order to achieve the research aim, this research has been conducted using a sample of 49 Egyptian firms listed in the EGX 100 index, with a total number of 445 observations during the period from 2012 to 2021.

**Results and recommendation:** The empirical study has shown that investment opportunities have a significant negative linear effect on dividend smoothing by measuring investment opportunities using market to book value. However, it is insignificant using the level of asset growth. Additionally, the effect of financial leverage and dividend smoothing is non-linear (cubic) showing an (N-shape) form, which means that the effect between financial leverage is positive if the financial leverage is between the level of 6.4% and up to 28% only. And finally, the results have shown that inserting the financial leverage as a moderating variable on the negative linear relationship between investment opportunities and dividend smoothing has turned the relationship into a non-linear cubic relationship, however, that relationship is positive either by measuring the investment opportunities by market to book value between the two points of 7.5% to 26.1% only or by the level of asset growth between the two points of 7.3% to 25% only. In light of these results, this study recommends the necessity of taking the preferences of current and potential shareholders and the operational and investment characteristics when making a decision to smoothing dividends on the Egyptian firms.

**Originality:** This study presents a scientific contribution to the accounting and finance literature in this field through examining and analyzing the impact of investment opportunities and financial leverage as determinants of dividend smoothing on the Egyptian firms.

**Keywords:** investment opportunities, financial leverage and dividend smoothing and its theories.

## طبيعة المشكلة:

تتفق منشآت الأعمال الاقتصادية على ضرورة تعظيم الأرباح علاوة على جودتها واستمراريتها، إلا أنها تختلف بشأن سياسة توزيع وطريقة التصرف في تلك الأرباح، حيث تعد سياسة توزيع الأرباح أحد أهم وأصعب قضايا الإدارة المالية إلى الحد الذي أطلق عليها البعض (Chen et al., 2022) لغز توزيعات الأرباح Dividend Puzzle، كما تعتبر مجالاً خصباً للبحث الأكاديمي في المحاسبة والتمويل، وبالرغم من أن المستثمرين هم الفئة الوحيدة التي ليس لها ضمان والتزام بما يحقق مصالحهم إلا بعد تغطية الالتزامات التعاقدية لباقي أصحاب المصالح ومن ثم تسمى العوائد المتبقية؛ إلا إنهم يفضلون وضوح واستقرار عوائد أرباحهم. كما ترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى ارتباطها بأكثر من فئة من أصحاب المصالح التي قد تختلف أو تتعارض مصالحها هذا من جهه، ومن جهة أخرى ارتباطها بالعديد من قرارات المنشأة المالية والاستثمارية. حيث ترتبط سياسة توزيع الأرباح بالعديد من أصحاب المصالح وفي مقدمتهم المساهمين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة خاصة صغار المساهمين، أما الإدارة العليا فإنها تستهدف احتجاز أكبر قدر من الأرباح كمصدر تمويل سهل، كما ترتبط بكل من مصلحة الضرائب والمقرضين والمستثمرين ومدى اعتمادهم عليها عند تقييم أداء الشركات (Larkin et al., 2017; Labhane & Mahakud, 2018). هذا، وترتبط أيضاً وتتفاعل بشكل دوري ومتبادل مع ما تتخذه المنشأة من قرارات مالية وتمويلية واستثمارية مثل هيكل رأس المال وتكلفة مصادر الأموال، وكذلك ارتباطها بالتدفقات النقدية للمنشأة وسيولتها وفرصها الاستثمارية (Erasmus, 2013; Rhee & Park, 2018; Asimakopoulos et al., 2021).

بناءً على ما تقدم، يتضح ضرورة الوصول إلى سياسة متوازنة لتوزيع الأرباح تأخذ في الحسبان الفئات المتعددة والقرارات المرتبطة بها، وذلك بما يحقق أهداف المنشآت المستقبلية وإشباع رغبات المستثمرين وطموحاتهم، وفي نفس الوقت الحفاظ على قيمة المنشأة ومصالح الآخرين، لذلك فإن هناك ضرورة قصوى في عدم تعليق (التوقف المؤقت) توزيعات الأرباح Dividend Suspensions أو عدم انقطاعها أو عدم حدوث تغيرات غير متوقعة لها بشكل ينفر كلا من المستثمرين الحاليين والمرتقبين، ومن ثم فإن من أهم حوافز تفضيل استقرار توزيعات الأرباح هو مقاومة الآثار السلبية لتوقف أو منع توزيعات الأرباح The reluctance to cut dividends (Erasmus, 2013; Leary & Michaely, 2008).

أوضحت دراسة (Lintner (1956) – باعتبارها الدراسة الرائدة The seminal study لاستقرار توزيعات الأرباح- وما لحقها من دراسات في مجال المحاسبة والتمويل أن المنشآت تعطي أهمية كبيرة لاستقرار توزيعات الأرباح، وتوصى تلك الدراسات بالعديد من الأبحاث المستقبلية فيما يخص محددات استقرار توزيعات الأرباح، نظراً لأنها أصبحت سياسة واسعة الانتشار، وأن تزايدها خلال الخمسين سنة الماضية يجعل المديرين أكثر قلقاً اليوم بخصوص مدى الحفاظ على استقرار توزيعات الأرباح ( Abubakar, 2019; Rutto & Miroga, 2020; Asimakopoulos et al., 2021; García-Feijóo et al., 2021).

لذلك يُنظر لاستقرار توزيعات الأرباح على أنه أداة لحوكمة الشركات، لأنها تعد وسيلة للتخفيف من عدم تماثل المعلومات وذلك من خلال نشر المزيد من المعلومات عن توزيعات الأرباح واستقرارها، بما يعطي معلومات قيمة للمستثمرين حول الآفاق المستقبلية للشركة، وهذا يقلل من عدم تماثل المعلومات بين الداخليين والخارجيين، وفي المقابل يرجع عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح إلى الافتقار إلى جودة وشفافية الإفصاح عن الوضع المالي للمنشآت ( Lee & Lin, 2019; Rashidi, 2020; Asimakopoulos et al., 2021).

علاوة على ما تقدم، تزايد أهمية استقرار توزيعات الأرباح عند ارتفاع مخاطر الأعمال خلال أوقات الأزمات المالية بسبب أزمة الائتمان وانخفاض السيولة، بما يضع المنشآت تحت ضغوط تنظيمية تستوجب توفير بديل لمخاطر التخلف عن دفع التوزيعات، وهذا يجعل من الصعب على الإدارة الحفاظ على مستوى توزيعات الأرباح واستقرارها بل قد تتوقف توزيعاتها، خاصة وأنه بعد انتهاء وقت الأزمة قد تتاح للمنشأة فرص استثمارية جديدة ( Rhee & Park, 2018; Koussis & Makrominas, 2019).

هذا، ويركز الباحث على اختبار تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح، حيث تلعب الفرص الاستثمارية دوراً رئيساً في قرار سياسة توزيع الأرباح (Al-Najjar, 2009)؛ (Labhane & Mahakud, 2018)، كما أوصت دراسة (Rutto & Migro (2020) باختبار تأثير فرص النمو وهيكل رأس المال على استقرار توزيعات الأرباح، لأن من أصعب القرارات التي تواجه المنشآت الحفاظ على تحقيق التوازن بين المصالح المختلفة، ومنها التوازن بين توزيعات الأرباح والفرص الاستثمارية المربحة.

ولقد تباينت نتائج الدراسات السابقة في اختبارها لتأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح، ويحاول الباحث بالإضافة إلى اختبار ذلك التأثير في بيئة الأعمال المصرية، فحص أسباب ذلك التباين، ثم دراسة التأثير المعدل للرافعة المالية على تلك العلاقة. فاتضح بدايةً أن الأثر السالب لتأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح والذي تذهب إليه معظم تلك الدراسات يرجع إلى محاولة منشآت الأعمال تجنب تكلفة التمويل الخارجي باعتمادها على توزيعات الأرباح لتمويل فرصها الاستثمارية، وقد يرجع الأثر السالب إلى انخفاض الفرص الاستثمارية والتي تعكس مشكلة التدفق النقدي الحر، وبما يعطى إشارة سلبية لسوق رأس المال أو نتيجة لما لدى تلك المنشآت من أزمات ائتمانية (عمار، 2017؛ Rhee & Onali 2016; Park, 2018; Ifadah & Witiastuti, 2021; Pathak & Das Gupta, 2021).

وعلى النقيض من ذلك، وفيما يخص الأثر الموجب للفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح، فيكون ذلك للمنشآت التي تمتلك فرص تمويل مختلفة لاستثمارتها مثل إصدار أسهم جديدة، أو تلك التي تتجنب إرسال إشارة سالبة ومكلفة من خلال التوازن في دفع توزيعات الأرباح مع استغلال الفرص الاستثمارية للمنشأة (Al-Najjar, 2009; Labhane & Mahakud, 2018; Asimakopoulos et al., 2021).

تأسيسًا على ما تقدم، يتضح جليًا أن قرار استقرار توزيعات الأرباح له العديد من الدوافع والمحددات، وتتمثل مشكلة البحث في دراسة أهم تلك المحددات، وذلك من خلال اختبار تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية، ثم دراسة تأثير الرافعة المالية المعدل على تلك العلاقة.

### أهمية البحث

يستمد البحث أهميته بالأساس من أهمية قرار توزيعات الأرباح، لأنه أهم ما يشغل تفكير إدارة منشآت الأعمال ومساهميها وباقي أصحاب المصالح، بالإضافة إلى أن استقرار توزيعات الأرباح يعد استكمالًا وامتدادًا للدراسات السابقة الأجنبية التي استهدفت اختبار محدداتها، بينما اكتفت الدراسات العربية بالتوصية بدراسة تلك المحددات (عمار، 2017)، علاوة على ما تقدم، وبالرغم من أن معظم الدراسات المرتبطة باستقرار توزيعات الأرباح تمت في الدول المتقدمة (Abubakar, 2019)، إلا أن دراسة (Mosionek-schweda, et al. (2017) أوضحت أنه بدأ ينتقل الاهتمام باستقرار توزيعات الأرباح من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة.

لذلك يستوجب اختبار مدى توافق البيئة المصرية مع سياسة استقرار توزيعات الأرباح ونظرياتها المفسرة، بشكل يرشد قرارات كل من الإدارة والمستثمرين والهيئة العامة للرقابة المالية.

**أهداف البحث** تتمثل أهداف البحث الرئيسة فيما يلي:

- 1- فحص تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.
- 2- اختبار تأثير الرافعة المالية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.
- 3- دراسة مدى تغيير الرافعة المالية لتأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

### **منهج البحث**

من أجل تحقيق الهدف الرئيس المنشود لهذا البحث سوف يعتمد الباحث على التحليل النظرى للدراسات السابقة بهدف التعرف على سياسة استقرار توزيعات الأرباح ثم النظريات المفسرة لها، حتى يمكن دراسة تأثير الفرص الاستثمارية لمنشآت الأعمال المصرية على استقرار توزيعات الأرباح بها، ثم اختبار التأثير المعدل للرافعة المالية على تلك العلاقة، واشتقاق فروض البحث، ثم إجراء الدراسة التطبيقية لاختبار مدى صحة تلك الفروض على عينة من 49 منشأة مصرية مسجلة على مؤشر EGX100 خلال الفترة من عام 2012 وحتى 2021.

### **حدود البحث**

يقتصر الباحث على التوزيعات النقدية لأنها تعتبر النوع الشائع لتوزيع الأرباح على المساهمين في مصر، كما يقتصر على تأثير الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات وليس الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المساهمين على استقرار توزيعات الأرباح النقدية.

**خطة البحث** ينتظم الجزء التالى من هذا البحث وذلك فى ضوء المشكلة البحثية وأهداف البحث وأهميته على النحو التالى:

- 1- ال تأصيل النظرى للبحث.
- 2- منهجية ونموذج البحث.
- 3- نتائج التحليل الإحصائى ومناقشة نتائجه.
- 4- الخلاصة والتوصيات.
- 5- الدراسات المستقبلية.
- 6- المراجع.

## 1-التأصيل النظرى للبحث.

### 1-1 استقرار توزيعات الأرباح

#### 1-1-1 مفهوم وأساليب استقرار توزيعات الأرباح.

يجب بدايةً التأكيد على أن مجلس الإدارة يقترح سياسة توزيع الأرباح على الجمعية العامة للمساهمين بهدف المصادقة على تنفيذها، وعادةً ما تتضمن سياسة التوزيع ثلاث قضايا رئيسية وهي: نسبة الأرباح الواجب توزيعها، وشكل هذه التوزيعات سواء نقدية أو أسهمًا مجانية، وأخيرًا مدى استقرار سياسة التوزيع. هذا، ونظرًا لندرة تناول مصطلح Dividend smoothing في الكتابات العربية يقترح الباحث أكثر من مرادف له باللغة العربية مثل استقرار، تمهيد، تجانس، اتساق، تنعيم، تسوية، انسيابية، استمرارية، انتظام توزيعات الأرباح، إلا أن ما يُستخدم داخل هذا البحث هو استقرار توزيعات الأرباح.

ولقد أوضح (Lintner 1956) أن المديرين على استعداد لتحمل نفقات كبيرة لمنع تخفيض توزيعات الأرباح، وعليه فإن استقرار توزيعات الأرباح هو استهداف المديرين نسبة مدفوعات من الأرباح طويلة الأجل كتوزيعات على المساهمين ويتم تمهيدها من عام لآخر، ويرتبط ذلك أولاً باستدامة الأرباح التي تحققها المنشآت، وهذا يعنى أن التغيير فى توزيعات الأرباح يتفاعل ويتحرك ببطء مع التغيير فى الأرباح ( Anyalechi, 2017; Asimakopoulos et al., 2021).

ومن زاوية أخرى، تنشأ فكرة استقرار التوزيعات من أجل الرغبة فى الحفاظ على الظروف المالية أو جعلها أفضل من الظروف السابقة وعدم تركها للصدفة ( Leary & Michaely, 2011; AnjanaRaju & Rane (2018) ، ولذلك عرفت دراسة (Asimakopoulos et al., 2021)، استقرار توزيعات الأرباح بأنها السياسة أو الاستراتيجية اللازمة لتحديد مستوى توزيعات الأرباح والذي يستخدمه المديرون لتجنب رد الفعل العكسى للسوق والمستثمرين.

وبناءً على ما تقدم، يعتقد الباحث أن استقرار توزيعات الأرباح هو السياسة التى تؤدى دورًا واضحًا بشأن عدم تدهور الظروف المالية والاستثمارية، ثم الحفاظ على تلك الظروف، وكذلك تأمين استمرار الظروف المالية الأفضل مستقبلاً وذلك مع مراعاة هذا الترتيب. وقد أكد على ذلك



Asimakopoulos et al., (2021) بأن المديرين قد يكونون على استعداد لزيادة توزيعات الأرباح عندما يشعرون بدوام الزيادة في الإيرادات والأرباح المستقبلية، وإلا فإنهم يفضلون استقرارها عن زيادتها خاصة في حالة عدم التأكد بشأن الأرباح المستقبلية.

هذا، ويأخذ استقرار توزيع الأرباح سواء استقرار نسبة الأرباح الموزعة أو استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية أحد الصور التالية:

أ- **توزيعات الأرباح المستقرة:** تقوم المنشأة بتوزيع أرباح ذات قيمة مستقرة (مبلغ ثابت في كل مدة يتخذ فيها قرار التوزيع)، ولا تتيح للأرباح الموزعة بالتقلب أو التذبذب كلما تغيرت أرباح المنشأة، أى أن هناك التزاماً ضمنياً من الإدارة بأن تحافظ على هذا المستوى المستقر من الأرباح الموزعة، وذلك بغض النظر عن الظروف المستقبلية خاصة احتمالات ارتفاع أو انخفاض أرباح المنشأة مستقبلاً (عمار، 2017)، ولا تعتمد هذه السياسة على قرارات التمويل والاستثمار وإنما تتحدد بناءً على عوامل خارجية كـرغبة وميول من المساهمين (خليفة، 2001).

ب- **توزيعات أرباح منخفضة منتظمة مع توزيعات إضافية في سنوات الرواج:** تلتزم المنشأة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة في كل فترة توزيع مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في الفترات التي ترتفع فيها أرباح المنشأة، وعلى ذلك فإن هذه التوزيعات الإضافية تتوقف على أرباح المنشأة ومدى احتياجها للأموال، ومن ثم تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بشكل مستدام. ولذلك فإن هذه السياسة تناسب المنشآت التي تتميز بتقلبات في أرباحها الدورية (عمار، 2017).

ت- **توزيعات الأرباح ذات النسبة الثابتة:** يعتمد هذا الأسلوب على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ونظراً لأن الأرباح تتغير من عام لآخر فإن العائد النقدي الموزع على المساهمين سوف يتغير تبعاً لذلك (عمار، 2017).

ث- **سياسة توزيع الفائض:** تعتمد تلك السياسة على قرارات التمويل والاستثمار، أى عدم التوزيع إلا بعد تمويل كافة الاستثمارات المربحة مع المحافظة على نسبة مستهدفة من الديون إلى حقوق الملكية (Rhee & Park, 2018). وعليه فإن تلك السياسة تعد سياسة غير مستقرة.

### 1-1-2 الأسباب والنظريات المفسرة لاستقرار توزيعات الأرباح:

أكدت دراسة Erasmus (2013) على ضرورة فهم العوامل والأسباب التي يمكنها التأثير في قرار توزيع الأرباح، وكذلك النظريات المفسرة لاستقرار توزيعات الأرباح، وفيما يتعلق بالأسباب المتعددة والمحفة لاتباع وتفضيل سياسة استقرار توزيعات الأرباح أشار (Fliers 2017) إلى عدم التوصل لإجماع حول تلك الأسباب، وفيما يلي يتناول الباحث أهمها وذلك من وجهة نظر أصحاب المصالح:

- تحاول الإدارة دائماً فرض سيطرتها على سياسة توزيعات الأرباح بأن تعمل على ضمان حد معين من التوزيعات خلال السنوات القادمة إذا تعرضت المنشأة إلى أزمة مالية (خليفة، 2001).
- تسعى المنشآت إلى الحفاظ على نسب توزيعاتها عند مستوى أقل حتى تتجنب منع أو انقطاع توزيعات الأرباح؛ لأن الأثر السالب الناتج عن منع التوزيعات يفوق بدرجة كبيرة الأثر الموجب الناتج عن زيادتها (Rutto & Miroga, 2020)، وأهمها كما يرى خليفة (2001) رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح.
- يزيد المحتوى الإعلامي لإتباع سياسيات استقرار توزيعات الأرباح من قدرة المنشأة على الحصول على التمويل، وعلى عكس ذلك فإن سياسة توزيع الفائض والتغير والتذبذب في توزيع الأرباح يخلق حالة مرتفعة من عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات، بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الملكية وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها (Rutto & Miroga, 2020).
- يعطى استقرار توزيعات الأرباح الأمان والاطمئنان والثقة للمستثمرين بشأن نصيبهم من الأرباح المحققة، لأن المستثمرين يساورهم الشك في قدرتهم على الحصول عليها مستقبلاً، ويزداد الشك إذا كان للمنشأة تاريخ في فشل استثماراتها (عمار، 2017؛ Abubakar, 2019).

ترتيباً على ما تقدم من أسباب مبررة لانتهاج سياسات استقرار توزيعات الأرباح، يستعرض الباحث أهم النظريات المفسرة لذلك، والتي تعتمد بصفة أساسية على عدم تماثل المعلومات بمنشآت الاعمال:

1- **نظرية الوكالة Agency Theory**: يرتبط استقرار توزيعات الأرباح بخفض تكاليف الوكالة وارتفاع عدم تماثل المعلومات، وانخفاض فرص النمو بمنشآت الأعمال (Rutto & Miroga, 2020; Lee & Lin, 2019) وذلك نتيجة لما يتحقق من زيادة نظام مراقبة المستثمرين لتلك المنشآت (Larkin et al., 2017). حيث يسعى المساهمون في ظل البيئة الاستثمارية والتي تنحسر بها فرص الاستثمار المجدية إلى تخفيض التدفقات النقدية الحرة لدى المديرين من خلال تصويتهم بتوزيع الأرباح لتفادي استغلال الإدارة لتلك النقدية في تحقيق مصالحها الشخصية أو الوقوع في خطأ الاستثمار الزائد عن الحد غير الخاضع للرقابة أو الاستثمار دون المستوى Suboptimal Investment (Asimakopoulos et al., 2021).

2- **نظرية الإشارة Signaling Theory**: ينظر المستثمرون إلى توزيعات الأرباح على أنها تحتوى على معلومات عن الربحية المستقبلية للمنشأة، وأنها ترسل إشارة مالية Financial Signaling تعكس مدى النجاح المتوقع حول الأداء المالى المستقبلى (Rutto & Miroga, 2020). وبالتالي يرى (Abubaker, 2019) أن المديرين لا يفضلون تغيير توزيعات الأرباح (عدم استقرارها)؛ لأن ذلك يعطى إشارة سلبية للمستثمرين (Negative signal). وجدير بالذكر أن كلا من نظرتى الوكالة والإشارة من أهم نظريات تفسير استقرار توزيعات الأرباح (Erasmus, 2013; Anyalechi, 2017).

3- **نظرية العميل Catering Theory**: تسعى المنشآت إلى تلبية متطلبات وتقضيات المستثمرين عن طريق توفير أسلوب توزيعات الأرباح الذى يطلبه السوق، وبالتالي فهي ترتبط بمجال التمويل السلوكي، فإذا كان المستثمرون من النوع الذى يفضل توزيع الأرباح فإن على المديرين إعطاء حوافز لهم بدفع توزيعات الأرباح بشكل مستمر والعكس صحيح (Erasmus, 2013; Anyalechi, 2017).

4- **نظرية عصفور فى اليد Bird-in-Hand Theory**: يفضل بعض المساهمين توزيعات الأرباح العادية؛ لأنها أقل مخاطرة عن الانتظار للأرباح الرأسمالية عند بيع السهم إذا ارتفع سعره السوقى (Anyalechi, 2017). ولذلك فإن المديرين يقومون بضبط توزيعات الأرباح بشكل تدريجي نحو نسبة الدفع المستهدفة طويلة الأجل واستقرارها (Mosionek-schweda et al., 2017).

5- **نظرية الثبات Persistence Theory**: يتردد المديرون فى زيادة توزيعات الأرباح ما لم يعتقدوا أن مستوى هذه الزيادة مستدام مستقبلاً (Lintener, 1956)، ويعتقد الباحث أن هذا التردد يزداد عند خفض أو إلغاء توزيعات الأرباح الحالية خاصة إذا كانت المنشأة تاريخياً موزعةً للأرباح Dividend Company.

6- **نظرية دورة حياة المنشأة Firm Life Cycle Theory**: تقترض هذه النظرية أنه مع تقدم وازدياد عمر المنشأة، فإن قابليتها لإنتاج الأموال تفوق قابليتها لجذب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فالخيار الأفضل لدى تلك المنشأة هو استغلال التدفق النقدي الحر بتوزيعه كأرباح على المساهمين (عمار، 2017).

### 3-1-1 مزايا تطبيق المنشآت لسياسات استقرار توزيعات الأرباح:

تتعدد المزايا التي تتحقق لمنشآت الأعمال من اتباع سياسات استقرار توزيعات الأرباح، والتي أهمها ضمان حد معين من توزيعات الأرباح خلال السنوات القادمة، وهذا يسهل على المنشأة تجاوز أوقات الركود والأزمات التي يمر بها القطاع التشغيلي أو السوق. كما أنها أقل مخاطرة، بما يمكن من التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. بالإضافة إلى ذلك يفضل المستثمرون استقرار توزيعات الأرباح؛ لأن ذلك يخرجهم من دائرة الشك وعدم اليقين، ويترك آثاراً إيجابية بشأن قدرة المنشأة على جذب مزيد من المستثمرين، بما يؤثر بشكل جيد على قيمة وصورة السهم فى السوق، وهذا يشجع المساهمين على الاحتفاظ بالسهم نظراً لإطمئنانهم إلى توافر دخل منتظم ناتج عن استثماراتهم. وأخيراً، يفضل كل من الإدارة والمستثمرين استقرار توزيعات الأرباح؛ لأن عدم الاستقرار يؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية بما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم (عمار، 2017؛ Mosionek-schweda, et al., 2017؛ Abubakar, 2019).

هذا، وعلى الرغم من تعدد مزايا تطبيق سياسة استقرار توزيعات الأرباح إلا أن المديرين قد يتخلوا عن الفرص الاستثمارية المجدية، وتظهر مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم، وهذا بسبب التزام المنشأة بتوزيعات الأرباح أو استقرارها (Asimakopoulos et al., 2021)، ولكن يمكن التغلب على ذلك إذا ما توافرت القدرة الاقتراضية للمنشأة وتمتعها بمركز مالي قوي يمكنها من الحصول على الموارد المالية بسرعة وبشروط ملائمة، ومن ثم يمكنها انتهاز الفرص الاستثمارية ومواجهة الأزمات دون الإخلال بالتزامها بشأن توزيع الأرباح. لهذا فقد أكد كل من Erasmus (2013) و Michaely & Roberts (2006) على ضرورة أن تقوم المنشآت بإعادة استثمار أرباحها إذا كان لديها إمكانية للوصول إلى الفرص الاستثمارية التي تخلق القيمة، خاصة إذا ما توافرت نظم حماية للمستثمر تطمئنه على الأرباح المستقبلية لتلك الفرص.

## 1-2 الفرص الاستثمارية محددًا لاستقرار توزيعات الأرباح.

لا يهّم المستثمرون مستوى توزيعات الأرباح فقط بل الأهم هو استقرارها بمرور الوقت، ولأن المستثمرين يبنون قرارهم الاستثماري على سياسة توزيع الأرباح، وجب على الإدارة أن تدرك حقيقة أن التغيرات غير المتوقعة في توزيعات الأرباح المدفوعة قد تنفر المستثمرين الحاليين والمحتملين (Erasmus, 2013).

على الرغم من انتشار سياسة استقرار توزيعات الأرباح، وأهمية توزيعات الأرباح واستقرارها عند اتخاذ القرار المالي، لم تتوصل الدراسات السابقة إلى اتفاق مُجمع ومتفق عليه بشأن محددات استقرار توزيعات الأرباح (Rutto & Miroga, 2020; Fliers, 2017)، حيث تنوعت محددات استقرار توزيعات الأرباح سواء المالية أو غير المالية التي اختبرتها الدراسات السابقة والتي من أهمها: دراسة تأثير الربحية والرافعة المالية ومخاطر الأعمال والمخاطر المالية والسيولة ونضج المنشأة سواء عمرها أو حجمها (Al-Najjar, 2009; Labhane & Mahakud, 2018) والأزمات المالية (Anyalechi, 2017; Rhee & Park, 2018) والقدرة الإدارية للمنشآت (Rashidi & Ebrahimi, 2021)، ودراسة تأثير جودة الإفصاح وبيئة المعلومات وحوكمة الشركات (Ahmed et al., 2020; Rashidi, 2020)

وفى ضوء ما استهدفه البحث، وفيما يخص اختبار تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح، يستعرض الباحث نتائج اختبار تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح وتفسير تعارضها، وقبل البداية فى عرض وجهتي النظر يُجمل الباحث أسباب ذلك التعارض فى تفضيلات المستثمرين ومدى جدوى الفرص الاستثمارية للمنشأة وربحيتها وأفضليتها عما يتاح للمستثمر من فرص أخرى، بالإضافة إلى خصائص المنشآت والبيئة الاستثمارية لتلك المنشآت.

يتناول الباحث أولاً الأثر السالب للفرص الاستثمارية على توزيعات الأرباح واستقرارها، والذي تذهب إليه معظم الدراسات السابقة (Pathak & Das Gupta, 2021). كما يرى عمار (2017) أن الشركات التي يتاح لها فرص استثمارية عالية تفضل أن تمول تلك الاستثمارات من الأرباح كتمويل ذاتي بدلاً من الاقتراض لتجنب تكلفة التمويل الخارجي، خاصةً إذا كانت تلك المنشآت فى بداية عمرها وصغيرة الحجم وتعاني من ضعف قدرتها على الاقتراض. حيث إن قرار توزيعات الأرباح مشروط بمدى المتاح من التدفق النقدي والفرص الاستثمارية، بما يعكس حجم مشكلة التدفق النقدي الحر، ولذلك يفسر المستثمرون الزيادة فى توزيعات الأرباح على أنها مؤشر على نقص فرص الاستثمار، بما يعطى إشارة سلبية للمستثمرين وذلك لأن خيارات الاستثمار تعد فرصة للتطوير (Ifadah & Michaely, 2008; Leary & Michaely, 2006; Robets, 2006; Michaely & Witiastuti, 2021). وأيضاً لأن المنشآت ذات المستوى العالي من عدم تماثل المعلومات تنخفض بها الفرص الاستثمارية وتكون أكثر استقراراً فى توزيعات أرباحها (Lee & Lin, 2019).

وفى نفس السياق، أشار (Onali, 2016) إلى أنه مع افتراض ثبات العوامل الأخرى فإن احتمالية توقف أو نقص التوزيعات يكون أكثر احتمالاً للمنشآت الأقل ربحية والأحدث، ولديها أصول غير ملموسة أكبر، وذات فرص استثمارية أفضل، وتتقلب أرباحها بشكل أكبر، نظراً لأن الفرص الاستثمارية تستهلك ما تحتفظ به المنشأة من سيولة متراكمة. وبناءً على ذلك، يرى Rhee & Park (2018) أن الأزمة المالية تؤدي إلى أزمة ائتمانية، ومن ثم تخفض المنشآت من استقرار توزيعات أرباحها إذا ما توافرت لها الفرص الاستثمارية الجيدة.

وعلى النقيض من ذلك، توصلت دراسة (AL-Najjar 2009) إلى أن هناك علاقة موجبة بين معدل نمو الاستثمار ومدفوعات توزيعات الأرباح، وتلك النتيجة تتعارض مع نظرية الوكالة وهذا يعنى أن للمنشآت الأردنية فرص تمويل مختلفة لفرصها الاستثمارية، وهذا يجعلها أكثر قدرة على توزيع الأرباح، ولقد أضاف (Chen & Wu 1999) فى نفس الاتجاه أن المنشآت تدفع توزيعات أرباح وتصدر أسهمًا جديدة لتمويل فرصها الاستثمارية، وهذا بدوره يولد أرباحًا، ومن ثم توزيعات أرباح عن تلك الفرص مستقبلاً.

علاوةً على ذلك، ووفقًا لنظرية الإشارة والتي تقترض أن المنشآت ذات الفرص الاستثمارية المرتفعة تميل إلى دفع توزيعات أرباح، بما يرسل إشارة عن آفاق أفضل عن مستقبل المنشأة. وعليه تميل تلك المنشآت إلى استقرار توزيعات أرباحها بشكل أكبر؛ لأن الانحراف عن ذلك يرسل إشارة سالبة ومكلفة عن هذه المنشآت (Labhane & Mahakud, 2018; Asimakopoulos et al., 2021).

وبناءً على ما تقدم، يحاول الباحث الوقوف على أسباب اختلاف تلك النتائج، ومن أهمها؛ أن يتوقف اختيار المنشأة لسياسة توزيع أرباحها سواء مستقرة أو متقلبة (مقدار وموعد الدفع) على ما لدى تلك المنشأة من تدفقات نقدية وطبيعة نشاطها، وما يتاح لها من فرص استثمارية (Pathak & Das Gupta, 2021). ولما كان من الصعب على المستثمرين الخارجيين تقييم الفرص الاستثمارية للمنشأة، لذلك قد تعاني تلك المنشآت من مستوى عالٍ من عدم تماثل المعلومات (Labhane & Mahakud, 2018). لذلك قد تمنع توزيعات الأرباح إهدار التدفق النقدي الحر لمنشآت الأعمال فى فرص استثمارية غير مجدية، وقد يقلل من استغلال الفرص الاستثمارية. كما يُرجع (Pathak & Das Gupta 2021) تفسير ذلك لاختلاف وتنوع بيانات التطبيق، سواء جودة تطبيقها آليات الحوكمة أم نظم حماية المستثمر والبيئة القانونية لتلك المنشآت. واعتماداً على ذلك، يمكن اشتقاق الفرض الأول على النحو التالي:

**H1: تؤثر الفرص الاستثمارية تأثيرًا معنويًا على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.**

### 1-3 تأثير العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات الأرباح بالرافعة المالية.

تعمل المنشآت المرنة ماليًا إلى استقرار توزيعات أرباحها بشكل أكبر في سبيل تخفيف حدة تقلبات الأرباح، وتخفيض مشاكل الاستثمار أقل مما يجب، والحفاظ على مخاطر منخفضة وتخفيض تكلفة الوصول لأسواق رأس المال، حيث تميل المنشآت التي لديها المقدرة على الحفاظ على القدرة الاقتراضية غير المستخدمة إلى استقرار توزيعاتها بشكل أكبر (Fliers, 2017). حيث إن المنشآت التي لديها فرص استثمارية كبيرة وكذلك ديون أكثر تقل بها توزيعات الأرباح النقدية (Al-Najjar & Kilincarslan, 2017). وبناءً على ذلك، يمكن اشتقاق الفرض الثاني على النحو التالي:

#### H2: تؤثر الرافعة المالية تأثيرًا معنويًا على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

هذا، ومن خلال ما تقدم يتضح أنه عندما يكون رأس مال المنشأة ممتصًا للصدمات، فإن سياسة التوزيع المثلى هي الأكثر استقرارًا. وتؤكد دراسة (Labhane & Mahakud (2018) ودراسة (Leary & Michaely (2011) على أن من أهم محددات استقرار توزيعات الأرباح الفرص الاستثمارية والرافعة المالية سواء كانت المنشآت قابضة أم مستقلة، وتوصلت إلى أن المنشآت صغيرة الحجم التي تتمتع بفرص استثمارية عالية ورافعة مالية منخفضة ومخاطر تجارية مرتفعة، تميل إلى استقرار توزيعات أرباحها بشكل أكبر، خاصةً إذا توفرت لها السيولة الكافية، وذلك في سبيل نقل معلومات موثوقة إلى السوق. وتوصلت دراسة (Abubakar (2019 إلى أن الشركات كبيرة الحجم تعمل على التوازن بين دفع التوزيعات لتلبية رغبات المستثمرين وتنفيذ متطلبات الاستثمار.

وتأسيسًا على ما تقدم، يشير (Labhane & Mahakud (2018 إلى أن المنشآت القابضة ذات الفرص الاستثمارية المرتفعة تميل إلى استقرار توزيعاتها بشكل أكبر مقارنة بالمنشآت المستقلة، وذلك نتيجة زيادة عدم تماثل المعلومات لديها مقارنة بالمنشآت المستقلة، كما أن المنشآت المستقلة أكثر اعتمادًا على التمويل الخارجي. كما قد تلجأ منشآت الأعمال إلى استثمار أرباحها المحتجزة في أصول أكثر سيولة حتى يمكنها الحصول على تلك الأموال وتوجيهها في



الوقت المناسب إلى الفرص الاستثمارية المربحة (عمار، 2017). وبناء على ذلك، يمكن اشتقاق الفرض الثالث على النحو التالي:

**H3: الرافعة المالية تغير من تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.**

## 2- منهجية ونموذج البحث.

قام الباحث بتصميم نموذج البحث بشأن اختبار الفروض البحثية للتأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات أرباح منشآت الأعمال المصرية، حتى يتحقق للبحث أهدافه المنشودة، ويشتمل هذا الجزء على إجراءات المعاينة؛ سواء تحديد مجتمع الدراسة واختيار العينة نوعاً وحجماً، وكذلك فترة العينة ومصادر جمع البيانات، ثم تصميم نموذج البحث المقترح، متضمناً توصيف وقياس المتغيرات، وأساليب التحليل الإحصائي المستخدمة. ويرى الباحث أن أهم ما في هذا الجزء هو بيان معايير عملية اختيار كل ما سبق وتبرير (Justification) استخدام كل بند منها وتوثيقه بشكل يدعم نتائج البحث، ومن ثم يتحقق للبحث أهدافه المنشودة وبموضوعية.

### 1-2 منهجية البحث.

يتناول هذا الجزء مجتمع وعينة الدراسة مصادر البيانات اللازمة لقياس المتغيرات البحثية، حيث يمثل مجتمع الدراسة في جميع المنشآت المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال عشرة سنوات هي فترة الدراسة التطبيقية وذلك من عام 2012 وحتى عام 2021، وتعد سلسلة زمنية طويلة نسبياً نظراً لما يستوجبه طبيعة قياس المتغير التابع استقرار توزيعات الأرباح واتساقاً مع ما تم بمعظم الدراسات السابقة. اعتمد الباحث على عينة تحكمية عمدية ( Purposive Sample) ويتم اختيارها من البيانات الثانوية المنشورة في القوائم والتقارير المالية، وتمثل تلك العينة من منشآت أنشط 100 منشأة مسجلة وهي المدرجة بمؤشر EGX100، على أن يتم استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لطبيعتها الخاصة، كما اقتضت عينة الدراسة على الشركات غير المالية والموزعة للأرباح لمدة لا تقل عن 6 سنوات خلال فترة الدراسة وذلك

بصورة تتشابه لما تم في بعض الدراسات السابقة ( Leary & Michaely, 2011; Fliers, ) (2019).

بتطبيق تلك المعايير يصبح عدد القطاعات التي تتشكل منها عينة الدراسة (8) قطاعات وفقاً لمعيار تصنيف قطاعات الصناعة العالمي The Global Industry Classification Standard (GICS)، وقد تم استبعاد المنشآت التي لم يتوافر عنها بيانات داخل تلك القطاعات خلال فترة الدراسة، ويمكن بيان عينة الدراسة النهائية وتبويب تلك العينة إلى قطاعات كما يوضحها الجدول التالي رقم (1).

جدول رقم (1): تبويب العينة النهائية للدراسة حسب القطاعات.

رقم	اسم القطاع وفقاً لـ GICS	عدد المنشآت	عدد المشاهدات	النسبة %
1	خدمات الاتصالات	3	27	6,07%
2	السلع والخدمات غير الأساسية	4	39	8,76%
3	الإسكان والعقارات	8	69	15,51%
4	الموارد الأساسية	10	91	20,45%
5	السلع الاستهلاكية الأساسية	8	73	16,40%
6	الصناعات	9	83	18,95%
7	الخدمات والمرافق	1	9	2,02%
8	الرعاية الصحية	6	54	12,13%
	<b>الإجمالي</b>	<b>49</b>	<b>445</b>	<b>100%</b>

يوضح الجدول السابق أن القطاعات الأكثر تمثيلاً في عينة الدراسة كانت قطاع الموارد الأساسية بنسبة 20,45%، ثم يليه قطاع الصناعات بنسبة 18,95%، في حين القطاعات الأقل تمثيلاً هما قطاع خدمات الاتصالات بنسبة 6,07%، ثم قطاع الخدمات والمرافق بنسبة 2,02%.

هذا، ويعتمد البحث على البيانات الثانوية وتم الحصول عليها وتجميعها من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة على قاعدة بيانات (Thomson Reuters)، وتم استخدام برنامج STATA 16 للتحليل الإحصائي واختبار الفروض البحثية.

## 2-2 نموذج البحث.

### 1-2-2 نموذج البحث المقترح:

يوضح هدف البحث والتأصيل النظري له نموذج الدراسة وكذلك العلاقات التي تربط هذه المتغيرات معاً والمنشئة للفروض البحثية:

**H1:** تؤثر الفرص الاستثمارية تأثيراً معنوياً على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

$$SOA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth(MTB)}_{i,t} + \beta_2 \text{Age}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{EPS}_{i,t} + \beta_5 \text{OWN CON}_{i,t} + \beta_6 \text{MAN OWN}_{i,t} + \beta_7 \text{FCF Per Share}_{i,t} + \varepsilon$$

$$SOA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth(AG)}_{i,t} + \beta_2 \text{Age}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{EPS}_{i,t} + \beta_5 \text{OWN CON}_{i,t} + \beta_6 \text{MAN OWN}_{i,t} + \beta_7 \text{FCF Per Share}_{i,t} + \varepsilon$$

**H2:** تؤثر الرافعة المالية تأثيراً معنوياً على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

$$SOA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV TD}_{i,t} + \beta_2 \text{Age}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{EPS}_{i,t} + \beta_5 \text{OWN CON}_{i,t} + \beta_6 \text{MAN OWN}_{i,t} + \beta_7 \text{FCF Per Share}_{i,t} + \varepsilon$$

**H3:** الرافعة المالية تغير في تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

$$SOA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth(MTB)}_{i,t} + \beta_2 \text{Growth(MTB)}_{i,t} * \text{LEV TD}_{i,t} + \beta_3 \text{Age}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{EPS}_{i,t} + \beta_6 \text{OWN CON}_{i,t} + \beta_7 \text{MAN OWN}_{i,t} + \beta_8 \text{FCF Per Share}_{i,t} + \varepsilon$$

$$SOA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}(AG)_{i,t} + \beta_2 \text{Growth}(AG)_{i,t} * LEV TD_{i,t} + \beta_3 \text{Age}_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 EPS_{i,t} + \beta_6 OWN CON_{i,t} + \beta_7 MAN OWN_{i,t} + \beta_8 FCF Per Share_{i,t} + \varepsilon$$

## 2-2-2 تعريف وقياس متغيرات الدراسة.

في ضوء الهدف الرئيس للبحث، واعتماداً على الدراسات السابقة يمكن توضيح قياس المتغيرات البحثية، ومن خلال الجدول رقم (2) التالي يتضح الأكثر استخداماً منها في الدراسات السابقة، والتي أمكن قياسها في البيئة المصرية:

جدول رقم (2): متغيرات الدراسة التطبيقية وقياساتها ومصدرها وتوثيقها.

المتغير	رمزه	قياسه وتوثيقه	مصدره
<b>المتغير التابع: استقرار توزيعات الأرباح</b>			
استقرار توزيعات الأرباح	Dividend Smoothing (SOA)	يتم قياس استقرار توزيعات الأرباح باستخدام نموذج التعديل الجزئي (Partial Adjustment Model)، والذي استخدم في أغلب الدراسات السابقة ومنها (Najjar, 2009; Anyalechi, 2017; Mosionek-schweda et al., 2017). حيث يعتمد على معامل سرعة التعديل (SOA) ويعد من أشهر المقاييس استخداماً (Leary & Michaely, 2011; Labhane & Mahakud, 2018) وفيما يلي توضيح حسابيه:	قائمة المركز المالي

$$\Delta DIV_{i,t} = \beta_0 + SOA(TPR_i \times EAR_{i,t} - DIV_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$\Delta DIV_{i,t}$ : التغير الفعلي في توزيعات الأرباح للعام الحالي عن العام السابق ( $DIV_{i,t} - DIV_{i,t-1}$ ) كمتغير تابع.  
 $\beta_0$ : القيمة الموجبة لثابت الانحدار تشير إلى أن المديرين يقاومون قطع Cut أو توقف Suspension توزيعات الأرباح.

**SOA**: معامل سرعة التعديل ( $0 < SOA < 1$ ).

$TPR_i$ : نسبة التوزيعات المستهدفة (متوسط نسبة التوزيع خلال فترة الدراسة The firm median payout ratio)

(over the period).

$EAR_{i,t}$ : أرباح العام الحالي.

$DIV_{i,t-1}$ : توزيعات أرباح العام السابق.

$\mathcal{E}_{i,t}$ : المتغير العشوائى.

وفيما يلي تفسير ذلك النموذج، يعتمد نموذج التعديل الجزئى (Lintner's Partial Adjustment Model) على معلمتان فى سياسة توزيع الأرباح وهما:

أولاً: نسبة التوزيعات المستهدفة (the target payout ratio (TPR)) وتعنى ميل منشآت الأعمال إلى نسب مستهدفة لتوزيع أرباحها.

ثانياً: معامل سرعة التعديل (Speed of Adjustment (SOA) Coefficient) أى سرعة تعديل التوزيعات الحالية باتجاه التوزيعات المستهدفة، ويعبر عن العلاقة بين سرعة تغير توزيعات الأرباح إلى التغير فى الأرباح. وتتراوح قيمته بين  $(0 < SOA < 1)$ . ويوفر معامل (SOA) مقياس مقلوب لاستقرار توزيعات الأرباح نظراً لأن معامل سرعة التعديل يرتبط عكسياً مع استقرار توزيعات الأرباح وهذا يعنى:

أ- إذا كانت القيمة قريبة للواحد هذا يعنى توافق التغيرات الفعلية فى توزيعات الأرباح مع التغيرات المستهدفة أى عدم استقرار توزيعات الأرباح.  
ب- إذا كانت القيمة قريبة من الصفر فهذا يعنى أن التوزيعات تتحرك بشكل مستقل عن الأرباح وتنتجه نحو المستوى المستهدف أى استقرار توزيعات الأرباح.

#### المتغير المستقل: الفرص الإستثمارية

فرص النمو	Growth Opportunities (MTB)	نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لها، وتم قياس القيمة السوقية لحقوق الملكية بعدد الأسهم المتداولة مضروباً فى السعر السوقى للسهم وهو متوسط سعر الاقفال خلال السنة المالية بالكامل (Labhane & Mahakud, 2018).	قائمة المركز المالى وقاعدة البيانات
فرص النمو	Growth Opportunities (AG)	نسبة نمو الأصول السنة الحالية عن السنة السابقة (Pathak & Gupta, 2021).	قائمة المركز المالى

#### المتغير المعدل: الرافعة المالية

الرافعة المالية	Financial Leverage (LEV TD)	نسبة إجمالى الديون على إجمالى الأصول، وتعد أحد المتغيرات الهامة التى يمكن أن تؤثر على أداء الشركة، حيث يمكن أن تؤدي إلى زيادة عائد المساهمين (Pathak & Gupta, 2021).	قائمة المركز المالى
-----------------	-----------------------------	--	---------------------

### المتغيرات الرقابية

تشمل المتغيرات الرقابية أو الحاكمة (Control Variables) بعض العوامل أو المحددات المؤثرة على المتغير التابع، ولكن لا تضمنها مشكلة البحث، ويتم إضافتها لضبط العلاقة بين المتغير المستقل والتابع، وتم اختيار الأكثر انتشاراً منها في الدراسات السابقة:

عمر الشركة	Firm Age (Age)	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ تسجيلها حتى سنة 2018.	قاعدة البيانات Thomson Labhane & Mahakud, Reuters
معدل العائد على الاستثمار	Return on Assets (ROA)	نسبة صافي الربح على إجمالي الأصول في نهاية السنة (Rhee & Park, 2018).	قائمة المركز المالي والدخل
ربحية السهم	Earnings Per Share (EPS)	نسبة صافي الربح إلى عدد الأسهم المتداولة للشركة في نهاية السنة (García-Feijóo et al., 2021).	قائمة الدخل
تركز الملكية	Ownership Concentration (OWN CON)	نسبة الأسهم المملوكة بواسطة كبار المساهمين Blockholders الذين يملكون 5% أو أكثر (Syed et al., 2018).	تقرير هيكل الملكية
الملكية الإدارية	Managerial Ownership (MAN OWN)	نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين.	تقرير هيكل الملكية
التدفقات النقدية الحرة للسهم	Free Cash Flow Per Share (FCF Per Share)	التدفقات النقدية الحرة للمنشأة على عدد الأسهم المتداولة (Rhee & Park, 2018).	القوائم المالية

### 3- نتائج التحليل الإحصائي ومناقشة نتائجه.

عند بداية عملية التحليل الإحصائي سواء الإحصاء الوصفي أو الإستدلالي يتم فحص بيانات المتغيرات البحثية للكشف عن مشاكلها ومعالجتها حتى لا تتأثر نتائج التحليل الإحصائي ولقد تم التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي.

#### 3-1 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics.

يهتم الإحصاء الوصفي بجمع بيانات الدراسة التطبيقية وتنظيمها وتلخيصها وعرضها بطريقة واضحة وبسيطة للفهم المبدئي لأبعاد المتغيرات البحثية، حيث يوضح الجدول رقم (3) التالي أحد مقاييس النزعة المركزية Measures of Central Tendency (الوسط الحسابي Mean) وأحد مقاييس التشتت Measures of Dispersion (الانحراف المعياري Standard Deviation)، بالإضافة إلى الحد الأعلى Maximum والحد الأدنى Minimum لكل المتغيرات البحثية المتصلة. تبين فيما يتعلق بالمتغير التابع استقرار توزيعات الأرباح SOA أن الوسط الحسابي أقل من النصف تقريبا 0,23 وكذلك انخفاض تشتتها 0,101، وذلك يشير إلى أن منشآت الأعمال المصرية تتجانس في ممارسات استقرار توزيعات أرباحها.

أما ما يتعلق بالمتغير المستقل الفرص الاستثمارية Growth Opportunities (MTB) من خلال نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية، فيلاحظ أنها تجاوزت الواحد الصحيح 1,7 مما يعنى أن المستثمر لديه استعداد لإقتناء هذا السهم نظراً لارتفاع القيمة السوقية عن القيمة الدفترية، وفيما يخص ذات المتغير الفرص الاستثمارية ولكن باستخدام معدل نمو الأصول Growth Opportunities (AG) تبين انخفاض الانحراف المعياري له 0,144، أما فيما يخص المتغير المعدل الرافعة المالية Financial Leverage (LEV TD) يتضح أن الوسط الحسابي له 0,10 تقريباً مما يدل على أن منشآت الأعمال المصرية لا تعتمد على الديون المرتبطة بالفوائد بشكل أساسى فى تمويل فرصها الاستثمارية، وأهم ما يلاحظ فيما يخص الاحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية، أن منشآت عينة الدراسة لديها عدم تجانس فيما يخص معدل العائد على الاستثمار (ROA) ومعدل ربحية السهم (EPS) والتدفقات النقدية الحرة (FCF Per Share) أيضاً، كما تبين انتشار تركيز هيكل الملكية (OWN CON) لمنشآت عينة الدراسة

فالوسط الحسابي لها 75%، كما ينخفض الانحراف المعياري لها 0,20، وأخيراً تبين أن انخفاض في مستويات الملكية الإدارية (MAN OWN) في منشآت عينة الدراسة حيث يبلغ وسطها الحسابي 5%.

جدول رقم (3): الإحصاء الوصفي للمتغيرات البحثية.

الانحراف المعياري Std.Dev.	الحد الأدنى Min.	الحد الأعلى Max.	الوسط الحسابي Mean	عدد المشاهدات Obs.	المتغيرات المتصلة Continuous Variables
0,101	0,054	0,441	0,226	455	استقرار توزيعات الأرباح SOA
1,152	0,235	4,14	1,701	455	الفرص الاستثمارية MTB
0,144	0,408	0,235-	0,101	455	الفرص الاستثمارية AG
0,124	0	0,381	0,092	455	الرافعة المالية LEV TD
0,073	0	0,265	0,105	455	معدل العائد على الاستثمار ROA
20,604	31,332	100	75,581	455	تركز الملكية OWN CON
2,451	0,073-	7,004	2,193	455	ربحية السهم EPS
1,984	2,456-	4,401	1,016	455	التدفقات النقدية الحرة للسهم FCF per Share
2,039	2,303	7,611	5,979	437	عمر الشركة Age
5,537	0	11,678	5,044	455	الملكية الإدارية MAN OWN

### 3-2 مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة Correlation Matrix.

يوضح الجدول رقم (4) التالي مصفوفة الارتباط والتي تعكس مدى الارتباط بين كل متغيرات الدراسة سواء المتغير المستقل أو التابع أو المعدل وكذلك المتغيرات الرقابية المستخدمة لكي يتم تحديد درجة واتجاه العلاقات البحثية. يتضح من خلال مصفوفة ارتباط بيرسون وفيما يخص الارتباط بين الفرص الاستثمارية (المتغير المستقل) ومتغير استقرار توزيعات الأرباح (المتغير التابع)؛ أن الفرص الاستثمارية من خلال القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية MTB ترتبط ارتباطاً سالباً وبشكل معنوي مع استقرار توزيعات الأرباح حيث تبلغ القيمة الاحتمالية 0,032 وبقوة ضعيفة مقدارها - 0,102 ومن ثم يعد ارتباطاً معنوياً عند مستوى معنوية 5%، في حين ترتبط الفرص الاستثمارية من خلال معدل نمو الأصول AG بشكل سالب بقوة ضعيفة مقدارها -0,030 لكنه غير معنوي مع استقرار توزيعات الأرباح.



أما فيما يخص الارتباط بين الرافعة المالية (المتغير المعدل) ومتغير استقرار توزيعات الأرباح (المتغير التابع)؛ يتضح وجود علاقة طردية معنوية عند مستوى 1% وبقوة مقدارها 0,298، وفيما يخص الارتباط بين بعض خصائص الشركة (المتغيرات الرقابية) ومتغير استقرار توزيعات الأرباح (المتغير التابع)؛ تبين وجود علاقة سالبة معنوية عند مستوى 1% بين معدل العائد على الاستثمار واستقرار توزيعات الأرباح وكذلك بين كل معدل ربحية السهم والتدفقات النقدية الحرة واستقرار توزيعات الأرباح، ولكن العلاقة بين تركيز الملكية واستقرار توزيعات الأرباح سالبة غير معنوية، بينما توجد علاقة موجبة بين كل من الملكية الإدارية لمنشآت الأعمال المصرية وعمر تلك المنشآت واستقرار توزيعات أرباحها ولكنها غير معنوية.

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

جدول رقم (4): مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة.										
الملكية الإدارية MAN OWN	Age عمر الشركة	التدفقات النقدية FCF per الحرّة share	ربحية السهم EPS	تركز الملكية OWN CON	معدل العائد على الاستثمار ROA	الفرص الاستثمارية AG	الفرص الاستثمارية BTM	الرافعة المالية LEV TD	استقرار توزيعات الأرباح SOA	
									1	استقرار توزيعات الأرباح SOA
								1	0,298 *** 0,000	الرافعة المالية LEV TD
							1	0,020- 0,667	** 0,102 - 0,032	الفرص الاستثمارية BTM
						1	***0,169 0,000	*0,092 0,053	0,030- 0,531	الفرص الاستثمارية AG
					1	***0,169 0,000	***0,438 0,000	***0,344- 0,000	0,226 -*** 0,008	معدل العائد على الاستثمار ROA
				1	0,020 0,670	0,066- 0,167	0,048 - 0,314	0,063 0,184	0,075- 0,115	تركز الملكية OWN CON
			1	***0,148 0,002	***0,223 0,000	*0,078 0,098	***0,150- 0,001	***0,141- 0,003	***0,475- 0,000	ربحية السهم EPS
		1	***0,510 0,000	0,046 0,332	***0,239 0,000	0,029- 0,545	0,008 0,865	***0,241- 0,000	***0,289- 0,000	التدفقات النقدية الحرّة FCF per share
	1	0,066- 0,166	***0,140- 0,003	***0,137- 0,004	***0,184- 0,000	0,022- 0,644	0,049 0,306	***0,229 0,000	0,048 0,315	عمر الشركة Age
1	**0,115 0,016	0,054- 0,254	*0,092 0,052	***0,328- 0,000	***0,144- 0,002	0,030- 0,527	- ***0,212 0,000	***0,123 0,010	0,062 0,194	الملكية الإدارية MAN OWN

حيث إن: \*\*\* دالة عند مستوى معنوية 1% - \*\* دالة عند مستوى معنوية 5% - \* دالة عند مستوى معنوية 10%

### 3-3 نتائج تحليل الانحدار.

تم معالجة المشاكل القياسية الاحصائية، خاصة مشاكل عدم تجانس تباين أخطاء النموذج Heteroskedasticity وكذلك الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي Auto-correlation، وذلك استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized least squares ونموذج نموذج الانحدار المصحح (PCSE) Panel Corrected Standard Errors، وذلك كما يتضح من خلال الجدول التالي رقم (5):

جدول رقم (5): نتائج تحليل الانحدار الأساسية.		
SOA	النموذج الأول GLS المربعات الصغرى المعممة	النموذج الثاني PCSE نموذج الانحدار المصحح
	Coef.	Coef.
LEV_TD	1.4975795-***	2.9470336-***
LEV_TD2	14.030319***	17.909132***
LEV_TD3	26.622356-***	26.58427-**
MTB	0.02157957-***	0.03097457-***
LEVTD_MTB	0.44903682**	1.3926419***
LEVTD2_MTB	3.852799-**	7.3200849-**
LEVTD3_MTB	7.7436032**	10.23045*
ROA	0.040	0.090
OWN_CON	0.00798793-***	0.01154085-***
OWN_CON2	0.00005473***	0.0000796***
EPS	0.01823667-***	0.0100782-***
FCF_per_Share	0.001	0.001
Age	0.09389795-	0.12640865-**
Age2	0.00800277**	0.01114698*
MAN_OWN	0.00248507-***	0.001-
Constant	1.4975795-***	2.9470336-***
Number of obs	437	437
Prob > F-test	0.000	-
Prob > Chi2	-	0.000
R-squared	0.40	0.41

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (5) ما يلي:

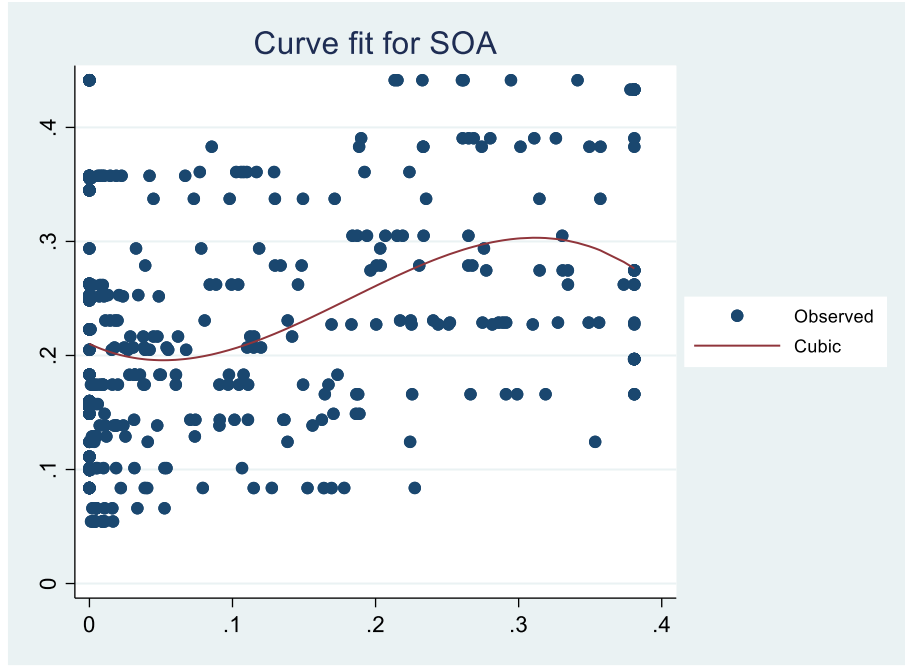
- تتفق نتائج نموذج المربعات الصغرى المعممة GLS تقريبا مع نتائج نموذج الانحدار المصحح PCSE.
- معامل التحديد R2 والذى يعنى القدرة التفسيرية للنموذج المقدر بلغ 0.40 و 0.41 لنموذج GLS و PCSE على التوالي، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر 40% و 41% من الظاهرة (استقرار توزيعات الأرباح).
- يشير انخفاض معنوية كل من F-test و Chi2 عن 5% إلى قبول نماذج الانحدار المستخدمة لتفسير استقرار توزيعات الأرباح.

**الفرض الأول: تؤثر الفرص الاستثمارية MTB تأثيراً معنوياً على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.**

يتضح من الجدول السابق رقم (5)، أن الفرص الاستثمارية - المقاسه من خلال القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTB- تؤثر على استقرار توزيعات الأرباح تأثير معنوى خطى سالب بمعامل انحدار مقداره (-0.02157) و (-0.03097) وفقا لنموذج GLS و PCSE على التوالي، بما يعنى أن الفرص الاستثمارية بمنشآت الأعمال المصرية تؤثر بشكل عكسى على استقرار توزيعات الأرباح، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، الأمر الذى يعنى زيادة الفرص الإستثمارية من خلال القيمة السوقية إلى الدفترية يخفض استقرار توزيعات الأرباح.

**الفرض الثانى: تؤثر الرافعة المالية تأثيراً معنوياً على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.**

حيث يتضح من الجدول السابق رقم (5) وجود تأثير غير خطى للرافعة المالية على استقرار توزيعات الأرباح، حيث أن معامل الرافعة المالية LEV\_TD سالب ومعنوى -49.1، -2.94 ، ومعامل مربع الرافعة المالية LEV\_TD2 موجب ومعنوى حيث بلغ 14.03، 17.90، ثم معامل تكعيب الرافعة المالية LEV\_TD3 سالب ومعنوى -26.62، -26.58 وذلك وفقا لنموذجى الانحدار المربعات الصغرى المعممة GLS ونموذج انحدار المصحح PCSE على التوالي، ومن ثم يدل على وجود علاقة تشبه حرف N (N-Shape)، ويشير ذلك إلى وجود مستوى واحد من ثلاث مستويات للرافعة المالية تكون عنده الرافعة المالية ذات تأثير موجب (طردى) على استقرار توزيعات الأرباح. ولتحديد ذلك المدى من مستويات الرافعة المالية تم استخدام Cubic relationship test.



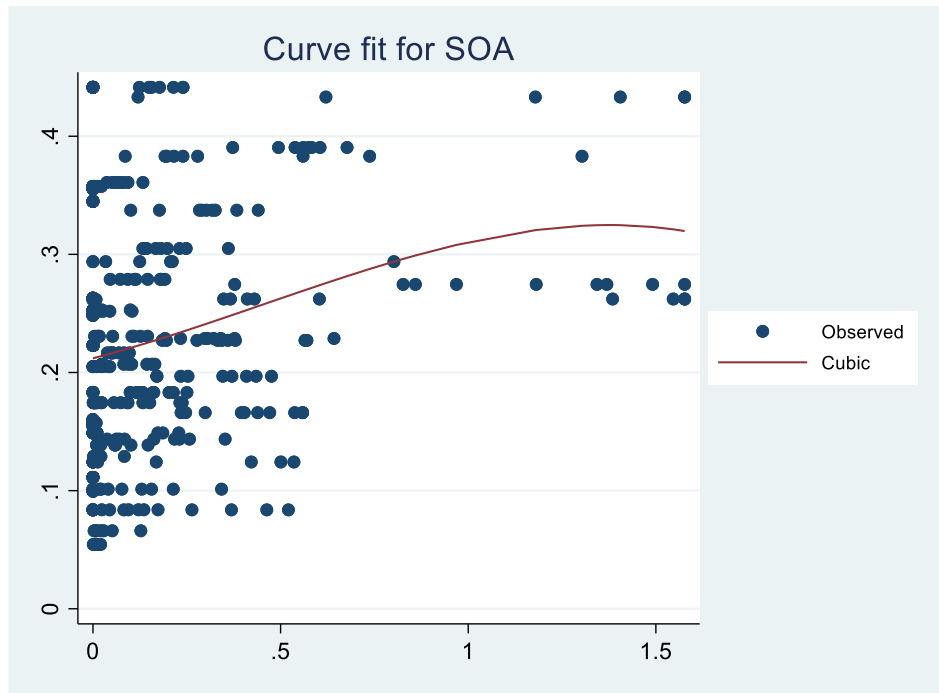
الشكل رقم (1): العلاقة غير الخطية بين مستويات الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح

علاوة على ما تقدم، ومن خلال اختبار Cubic relationship test والذي يؤكد على وجود علاقة غير خطية بين مستويات الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح وهناك ثلاثة مستويات للتحويل في تلك العلاقة، ويمكن تفسير ذلك بأنه في البداية تكون هناك علاقة عكسية معنوية بين الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح، بمعنى كلما زادت الرافعة المالية ساهم ذلك في انخفاض استقرار توزيعات الأرباح، وذلك حتى مستوى أو نقطة تحول معينة عندما تكون الرافعة المالية أقل من أو يساوي 6.4%، وبعد ذلك تتحول العلاقة العكسية إلى علاقة طردية نتيجة ارتفاع مستوى الرافعة المالية عن ذلك المستوى وذلك حتى مستوى آخر أعلى حتى يصل مستوى الرافعة المالية إلى 28%، وبذلك عندما يتراوح مستوى الرافعة المالية بين 6.4% إلى 28% يكون تأثيرها موجب على استقرار توزيعات الأرباح، ثم تتقلب مرة أخرى تلك العلاقة إلى علاقة عكسية مع زيادة الرافعة المالية إلى مستوى ثالث أي تتخذ العلاقة شكلها العكسي مرة أخرى بعد مستوى الرافعة عن 28%، ومما سبق نستنتج أن العلاقة تكون موجبة بين الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح فقط عندما يكون مستوى الرافعة المالية بين 6.4% وحتى 28%، وهذا ما يوضح التأثير غير الخطي بين مستويات الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح ويكون في صورة دالة تكعيبية (cubic) تأخذ شكل حرف N، كما هو موضح بالشكل السابق رقم (1).

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار .د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

الفرض الثالث: الرافعة المالية تغير في تأثير الفرص الاستثمارية MTB على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

أظهرت النتائج أن إدخال متغير الرافعة المالية على العلاقة الخطية العكسية بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات الأرباح يحول تلك العلاقة العكسية إلى علاقة غير خطية (Cubic)، وذلك ما يوضحه الجدول رقم (5) السابق، في أن معامل الرافعة المالية المعدل LEVTD\_MTB بلغ 0.45، 1.39 موجب ومعنوي ومعامل مربع الرافعة المالية LEVTD2\_MTB سالب ومعنوي وقدره 3.85، 7.32 وتكعيب معامل الرافعة المالية المعدل LEVTD3\_MTB بلغ 7.74، 10.23 موجب ومعنوي وذلك وفقا لنموذج GLS و PCSE على التوالي. بناء على ذلك يتضح العلاقة غير الخطية والتي تأخذ شكل حرف N، ومن ثم فإن مستوى الرافعة المالية يعدل العلاقة العكسية الخطية بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات الأرباح إلى علاقة غير خطية تكون موجبة بين النقطتين 7.5% وحتى 26.1% فقط، وذلك كما يوضحه الشكل التالي رقم (2).



. display turning\_point\_1, turning\_point\_2= .26100449 .07534387

الشكل رقم (2): التأثير غير الخطي للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية MTB واستقرار توزيعات الأرباح

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

هذا، يتضح فيما يخص تأثير المتغيرات الرقابية المستخدمة على استقرار توزيعات الأرباح ما يلي:

- يوجد تأثير معنوي خطى عكسى لكل من ربحية السهم EPS ونسبة الملكية الإدارية MAN\_OWN على استقرار توزيعات الأرباح SOA، وذلك عند مستوى معنوية 1%.
- لا يتأثر استقرار توزيعات الأرباح SOA بشكل معنوي بكل من معدل العائد على الأصول ROA والتدفقات النقدية الحرة للسهم FCF\_per\_share.
- يوجد تأثير معنوي غير خطى يشبه حرف U لكل من نسبة تركيز الملكية OWN\_CON وعمر المنشأة Age على استقرار توزيعات الأرباح SOA، وذلك عند مستوى معنوية 1%، 5% على التوالي.

### 3-4 الإختبارات الإضافية

تم استخدام نفس نماذج الانحدار السابقة، ولكن مع تغيير قياس الفرص الاستثمارية فبدلاً من قياسها بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTB تم قياسها بمستوى نمو الأصول AG، وتم تنفيذ الإختبارات الإضافية Robustness check، وفيما يلي نتيجة تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) ونموذج Panel Corrected Standerd Errors (PCSE) كما يوضحها الجدول التالي رقم (6).

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

جدول رقم (6): نتائج تحليل الانحدار الاضافية.		
SOA	النموذج الأول GLS المربعات الصغرى المعممة	النموذج الثانى PCSE نموذج الانحدار المصحح
	Coef.	Coef.
LEV_TD	1.5158333-***	1.4925267-***
LEV_TD2	14.5275***	14.450882***
LEV_TD3	28.092772-***	28.128394-***
AG	0.033-	0.045-
LEVTD_AG	0.94419593*	0.88538684*
LEVTD2_AG	8.2704888-*	8.7872508-***
LEVTD3_AG	16.973538**	18.094783**
ROA	0.10182001-*	0.11476987-*
OWN_CON	0.00786132-***	0.00825863-***
OWN_CON2	0.0005393***	0.00005642***
EPS	0.01688684-***	0.01779485-***
FCF_per_Sh~e	0.002	0.002
Age	0.12730648-***	0.13921184-***
Age2	0.0109399***	0.0119773***
MAN_OWN	0.00156806-*	0.001-
Constant	0.85789071***	0.89074263***
Number of obs	437	437
Prob > F-test	0.000	-
Prob > Chi2	-	0.000
R-squared	0.38	0.394
*** $p < .01$ , ** $p < .05$ , * $p < .1$		

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (6) ما يلى:

- تتفق نتائج نموذج المربعات الصغرى المعممة GLS تقريبا مع نتائج نموذج الانحدار المصحح PCSE.



التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

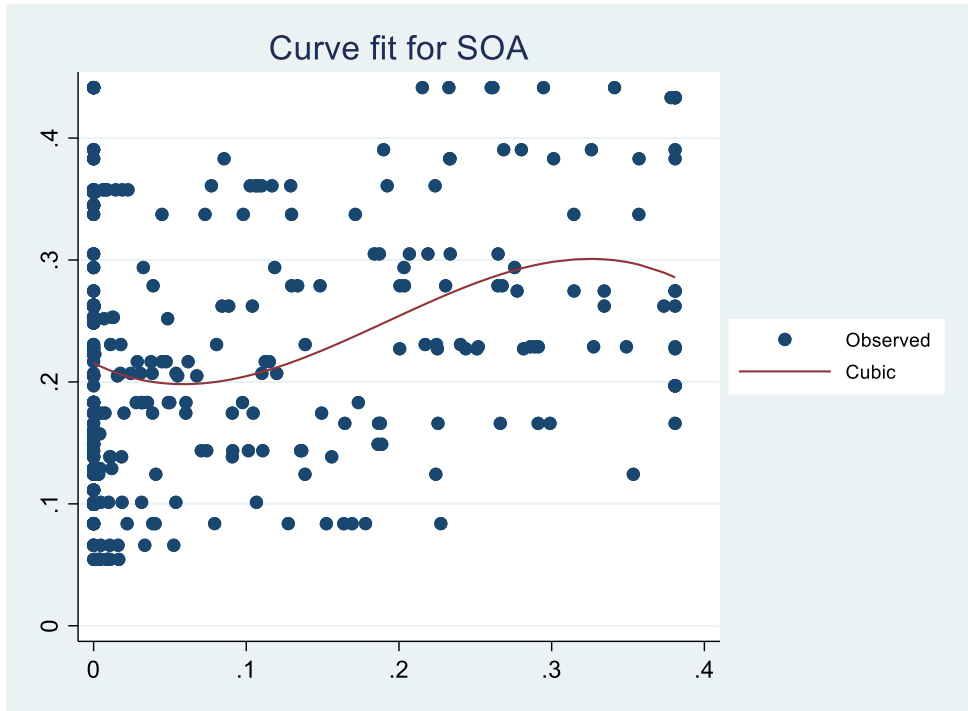
- معامل التحديد R2 والذي يعنى القدرة التفسيرية للنموذج المقدر بلغ 0.38 و 0.394 لنموذج GLS و PCSE على التوالي، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر 38% و 39% من الظاهرة (استقرار توزيعات الأرباح).
- يشير انخفاض معنوية كل من F-test و Chi2 عن 5% إلى قبول نماذج الإندثار المستخدمة لتفسير استقرار توزيعات الأرباح.

**الفرض الأول: تؤثر الفرص الاستثمارية AG تأثيرًا معنويًا على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.**

يتضح من الجدول السابق رقم (6)، أن الفرص الاستثمارية -المقاسه بمستوى نمو الأصول AG- لها تأثير عكسى على استقرار توزيعات الأرباح لكنه غير معنوى حيث بلغ معامل اندثارها (-0.033)، (-0.045) وفقا للنموذجين GLS و PCSE على التوالي.

**الفرض الثالث: الرافعة المالية تغير فى تأثير الفرص الاستثمارية AG على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.**

أظهرت النتائج أن إدخال متغير الرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات الأرباح، وذلك ما يوضحه الجدول رقم (6) السابق، فى أن معامل الرافعة المالية المعدل LEVTD\_MTB بلغ 0.95، 0.88 موجب ومعنوى ومعامل مربع الرافعة المالية LEVTD2\_MTB سالب ومعنوى وقدره 8.27، 8.78 وتكعيب معامل الرافعة المالية المعدل LEVTD3\_MTB بلغ 16.97، 18.09 موجب ومعنوى، وذلك وفقا لنموذج GLS و PCSE على التوالي. بناء على ذلك يتضح العلاقة غير الخطية والتي تأخذ شكل حرف N، ومن ثم فإن إدخال متغير الرافعة المالية على العلاقة العكسية غير المعنوية بين الفرص الاستثمارية المقاسه بمستوى نمو الأصول واستقرار توزيعات الأرباح حولها إلى علاقة غير خطية (N-Shape) تكون موجبة بين النقطتين 7.3% وحتى 25% وهى أكثر وضوحا هنا كما هو موضح بالشكل رقم (3) التالى.



. display turning\_point\_1, turning\_point\_2= .25056953 .07317943

الشكل رقم (3): التأثير غير الخطي للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية AG واستقرار توزيعات الأرباح

### 3-5 مناقشة النتائج.

يهدف هذا الجزء المهم من البحث إلى تقديم التفسيرات والمبررات التي تدعم النتائج التي تم التوصل إليها بالإضافة إلى مقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة لتحديد مدى اتفاقها أو تعارضها والسبب وراء ذلك. لذلك ووفقاً للهدف الرئيس أثر الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح ثم دراسة أثر مستوى الرافعة المالية على كل من المتغير التابع استقرار توزيعات الأرباح، ثم أثرها المعدل على علاقة الفرص الاستثمارية باستقرار توزيعات الأرباح، فقد تم اختبار فروض البحث الثلاثة، والتالي مناقشة نتائجها.

اختبر الفرض الأول تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية. تم قبول هذا الفرض، حيث توصلت نتائج تحليل الإنحدار إلى أن للفرص الاستثمارية والتي تم قياسها من خلال القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لها تأثير معنوي عكسي على استقرار توزيعات الأرباح بمنشآت الأعمال المصرية، حيث يرتبط استقرار توزيعات الأرباح بخفض تكاليف الوكالة وارتفاع عدم تماثل المعلومات، وانخفاض فرص النمو بمنشآت الأعمال (Lee & Lin, 2019; Rutto & Miroga, 2020; Felimban et al., 2021) ، وكذلك

نتيجة لما يتحقق من زيادة فى نظام مراقبة المستثمرين لتلك المنشآت (Larkin et al., 2017). بينما أظهرت نتائج الاختبارات الإضافية تأثر استقرار توزيعات الأرباح بشكل عكسى بالفرص الاستثمارية والتي تم قياسها بمستوى نمو الأصول ولكنه غير معنوى.

تنفق تلك النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة، حيث تم تفسير تلك النتيجة إلى محاولة منشآت الأعمال تجنب تكلفة التمويل الخارجى باعتمادها على توزيعات الأرباح لتمويل فرصها الاستثمارية وأن انخفاض الفرص الاستثمارية تعكس مشكلة التدفق النقدى الحر لدى منشآت الأعمال (عمار، 2017؛ Ifadah & Rhee & Park, 2018; Onali 2016; Witiastuti, 2021; Pathak & Das Gupta, 2021). وقد أرجعت دراسة Rhee & Park (2018) السبب وراء انخفاض استقرار توزيعات أرباح منشآت الأعمال إلى توافر الفرص الاستثمارية الجيدة لتلك المنشآت، وتكون تلك النتيجة أكثر وضوحاً فى حالة تقدم وازدياد عمر منشآت الأعمال، لأن قابليتها لإنتاج الأموال تفوق قابليتها لجذب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فالخيار الأفضل لدى المنشأة هو استغلال التدفق النقدى الحر بتوزيعه كأرباح على المساهمين (عمار، 2017؛ Ullah and Kamal, 2017).

وعلى الجانب الآخر، اختلفت تلك النتيجة مع بعض الدراسات الأخرى، التى ترى أن الفرص الاستثمارية تؤثر بشكل موجب مع استقرار توزيعات الأرباح منشآت الأعمال إذا ما توافرت لها القدرة الاقتراضية وتمتعها بمركز مالي قوي يمكنها من الحصول على الموارد المالية بسرعة وبشروط ملائمة (Asimakopoulos et al., 2021)، وهذا يؤكد على أنه إذا كان لمنشآت الأعمال فرص تمويل مختلفة لفرصها الاستثمارية، هذا يجعلها أكثر قدرة على توزيع الأرباح (AL-Najjar, 2009)، فمثلاً قد تقوم منشآت الأعمال بدفع توزيعات أرباح وتصدر أسهماً جديدة لتمويل فرصها الاستثمارية، وهذا بدوره يولد أرباحاً، ومن ثم توزيعات أرباح عن تلك الفرص مستقبلاً (Chen & Wu, 1999). كما يزداد تحقق تلك النتيجة لمنشآت الأعمال التى تقاوم الآثار السلبية الناتجة عن توقف ومنع توزيعات الأرباح أو إذا كانت منشآت الأعمال تاريخياً موزعةً للأرباح Dividend Company (Lintener, 1956).

هذا، وفيما يخص الفرض الثانى اختبار تأثير الرافعة المالية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية تم قبوله، حيث توصلت النتائج إلى أن التأثير غير خطى (Cubic) بين الرافعة المالية واستقرار توزيعات الأرباح يأخذ شكل حرف N (N-Shape)، بحيث يكون التأثير موجب (طردى) إذا كانت الرافعة المالية ما بين مستوى 6.4% وحتى 28% فقط. كذلك بالنسبة للفرض الثالث والخاص بأن الرافعة المالية تغير فى تأثير الفرص الاستثمارية على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية. أظهرت النتائج أن إدخال الرافعة

التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

المالية كمتغير معدل على العلاقة الخطية العكسية بين الفرص الاستثمارية MTB واستقرار توزيعات الأرباح يحولها إلى علاقة غير خطية، وذلك عند قياس الفرص الاستثمارية بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (فالعلاقة تكون موجبة بين النقطتين 7.5% وحتى 26.1% فقط) أما عند قياس الفرص الاستثمارية بمستوى نمو الأصول أظهرت النتائج أن إدخال الرافعة المالية كمتغير معدل يحول عدم تأثير بين الفرص الاستثمارية AG على استقرار توزيعات الأرباح إلى علاقة غير خطية تأخذ شكل حرف N (فالعلاقة تكون موجبة بين النقطتين 7.3% وحتى 25% فقط). لذلك تم قبول كلا الفرضين. حيث تعمل المنشآت المرنة ماليًا على استقرار توزيعات أرباحها بشكل أكبر في سبيل تخفيف حدة تقلبات الأرباح، وتخفيض مشاكل الاستثمار أقل مما يجب، والحفاظ على مخاطر منخفضة وتخفيض تكلفة الوصول لأسواق رأس المال، حيث تميل المنشآت التي لديها المقدرة على الحفاظ على القدرة الاقتراضية غير المستخدمة إلى استقرار توزيعاتها بشكل أكبر (Fliers, 2017)، وكذلك حتى تتجنب إرسال إشارة سلبية ومكلفة من خلال التوازن في دفع توزيعات الأرباح مع استغلال الفرص الاستثمارية للمنشأة (Al-Najjar, 2009; Labhane & Mahakud, 2018; Asimakopoulos et al., 2021). بالإضافة إلى أن المحتوى الإعلامي يزيد لإتباع سياسيات استقرار توزيعات الأرباح من قدرة المنشأة على الحصول على التمويل (Rutto & Miroga, 2020).

#### 4-الخلاصة والتوصيات.

يلخص الباحث نتائج اختبار الفروض البحثية والتي تم مناقشتها، ثم تقديم التوصيات على إثر ذلك، من خلال الجدول التالي رقم (7).

جدول رقم (7): ملخص نتائج الفروض البحثية

نوع العلاقة	نتيجة اختبار الفرض	الفرض
تأثير عكسي معنوي	قبول الفرض	H1: تؤثر الفرص الاستثمارية MTB تأثيرًا معنويًا على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.
تأثير عكسي غير معنوي	رفض الفرض	H1: تؤثر الفرص الاستثمارية AG تأثيرًا معنويًا على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.
تأثير غير خطي معنوي يشبه حرف N	قبول الفرض	H2: تؤثر الرافعة المالية تأثيرًا معنويًا على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.
تأثير غير خطي معنوي يشبه حرف N	قبول الفرض	H3: الرافعة المالية تغير في تأثير الفرص الاستثمارية MTB على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.
تأثير غير خطي معنوي يشبه حرف N	قبول الفرض	H3: الرافعة المالية تغير في تأثير الفرص الاستثمارية AG على استقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية.

فى ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وما تم تناوله فى مناقشة تلك النتائج، يوصى الباحث منشآت الأعمال -إذا كانت تود كسب ثقة المستثمرين- أن تعمل على مراعاة تفضيلات المساهمين الحاليين والمحتملين عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح؛ لأن توزيعات الأرباح قد تكون بالنسبة لهم أهم مصادر دخلهم أو مصدرهم الأوحد. ولأن قرار توزيعات الأرباح مرتبط بالعديد من الدوافع والمحددات التى قد تتعارض مع بعضها والتى أهمها: تفضيلات ورغبات المستثمرين وخصائص المنشآت، ومنها مستوى السيولة ومدى حاجتها للتوسع وطبيعة النشاط والصناعة، بالإضافة إلى خصائص البيئة الاستثمارية، وهذا يستوجب على كل منشأة دراسة تلك الدوافع والمحددات حتى تصل لسياسة التوزيع المثلى لها.

### 5-الدراسات المستقبلية.

يوصى الباحث بإجراء أبحاث مستقبلية تتناول التأثيرات المختلفة لانتهاج سياسة استقرار توزيعات الأرباح على جوانب الأداء المختلفة لمنشآت الأعمال المصرية والتى منها تأثير استقرار توزيعات الأرباح على التخطيط الضريبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم وكذلك على سيولة الأسهم وقيمة المنشأة وميول المستثمرين، وعلى الجانب الآخر يوصى الباحث أيضاً بإجراء أبحاث مستقبلية أخرى تتناول المحددات المالية وغير المالية لاستقرار توزيعات الأرباح مثل التحفظ المحاسبى والمخاطر المالية ونفقات البحوث والتطوير والمسؤولية الإجتماعية والقيود أو المرونة المالية وخصائص المديرين التنفيذيين وتأثير الأزمات المالية وجائحة كورونا Covid-19 pandemic.

إضافة لما تقدم، نظراً لإقتصار هذا البحث عند قياس سياسة توزيع الأرباح المستقرة على نموذج (Lintner (1956، لذلك يقترح الباحث الأساليب التالية لاستقرار توزيعات الأرباح سواء مع ثبات المدة التى يتم التوزيع عنها أو تغييرها وهى؛ أولاً: استقرار قيمة التوزيع ثانياً: استقرار قيمة التوزيع بالإضافة إلى توزيعات إضافية ثالثاً: استقرار التوزيع دون انقطاع أو توقف رابعاً وأخيراً: استقرار نسبة التوزيع حتى يمكن تحديد شكل استقرار توزيعات الأرباح والتوصل إلى نتائج أكثر تفصيلاً.

## 6-المراجع:

- خليفة، يسري حسين. (2001). سياسة توزيعات الأرباح في الواقع العملي، مجلة البحوث المحاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة، المجلد 5، العدد2، 165-194.
- عمار، صفاء محمد أحمد. (2017). قياس أثر قواعد حوكمة الشركات وجودتها على توزيعات الأرباح النقدية بالشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية :دراسة تطبيقية، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الاسلامي، جامعة الأزهر، مجلد 21، العدد61، 311-375.
- Abubakar, N. (2019). Does Level of Information Asymmetry Determines Dividend Smoothing Behaviour? Evidence from Listed Goods Firms in Nigeria. *Journal of Mgt. Science & Entrepreneurship*, 19(7), 14-27.
- Ahmed, S., Shah, Z. A., & Bhatti, A. A. (2020). Roles of Corporate Governance and Ownership Structure in Dividend Smoothing Behavior of Asian Firms. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies*, 11, 1-12.
- Al-Najjar, B. (2009). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance*. 26(3), 182-197.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. *International Journal of Managerial Finance*. 13(3), 304-331.
- AnjanaRaju, G., & Rane, A. (2018). Dividend smoothing and implications of Lintner's model: An empirical analysis of Indian metal sector. 4(1), 40-48.
- Anyalechi, K. C. (2017). Dividend smoothing, signaling and the global financial crisis: evidence from deposit money banks in Nigeria: 2008-2014. 7(4), 12502-12507.
- Asimakopoulos, P., Asimakopoulos, S., & Zhang, A. (2021). Dividend smoothing and credit rating changes. *The European Journal of Finance*, 27(1-2), 62-85.
- Chen, C., & Wu, C. (1999). The dynamics of dividends, earnings and prices: evidence and implications for dividend smoothing and signaling. *Journal of Empirical Finance*, 6(1), 29-58.

- Chen, M., Xie, J., & Li, Y. (2022). Heterogeneity of dividend smoothing: A strategic response to peer competition in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 76, 1-22.
- Erasmus, P. (2013). The influence of dividend yield and dividend stability on share returns: Implications for dividend policy formulation. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(1), 13-31.
- Felimban, R., Badreddine, S., & Floros, C. (2021). Share price informativeness and dividend smoothing behavior in GCC markets. *Journal of Economic Studies*. 49(6), 978-1001.
- Fliers, P. (2017). Dividend smoothing, financial flexibility and capital structure. *Financial Flexibility and Capital Structure* (May 24, 2017). 1-51.
- Fliers, P. T. (2019). What is the relation between financial flexibility and dividend smoothing?. *Journal of international money and finance*, 92, 98-111.
- García-Feijóo, L., Hossain, M. M., & Javakhadze, D. (2021). Managerial social capital and dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 66, 1-23.
- Ifadah, A. Z. & Witiastuti, R.S. (2021). Investment Opportunity Set and Dividend Policy: An Evidence in Indonesia Manufacturing Sector. *Management Analysis Journal*, 10(2), 212-222.
- Koussis, N., & Makrominas, M. (2019). What factors determine dividend smoothing by US and EU banks?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(7-8), 1030-1059.
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2018). Dividend smoothing and business groups: Evidence from Indian companies. *Global Business Review*, 19(3), 690-706.
- Larkin, Y., Leary, M. T., & Michaely, R. (2017). Do investors value dividend-smoothing stocks differently?. *Management Science*, 63(12), 4114-4136.
- Leary, M. T., & Michaely, R. (2008). Why firms smooth dividends: empirical evidence. Johnson School Research Paper Series, 1-58. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1274291](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1274291) ,visited at 18/2/2021.
- Leary, M. T., & Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.
- Lee, C. F., & Lin, J. C. (2019). A new approach to investigate dividend smoothing: theoretical and empirical evidence. In *30th*

*annual conference on financial economics and accounting (CFEA 2019)*, 1-42.

- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Michaely, R., & Roberts, M. (2006). Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry: Lessons from the dividend policies of private firms. *Unpublished working paper*. 1-63.
- Mosionek-Schweda, M., Mrzygłód, U., & Nowak, S. (2017). Do managers really care about shareholders' expectations? Evidence on dividend smoothing on Latin American emerging stock markets. *Ekonometria*, (2 (56)), 67-91.
- Onali, E. (2016). Can we predict dividend cuts?. *Economics Letters*, 146, 71-76.
- Pathak, R., & Gupta, R. D. (2021). The stability of dividends and its predictability: a cross-country analysis. *International Journal of Managerial Finance*, 18(2), 261-285.
- Rashidi, M. (2020). The Impact of Disclosure Quality and Quality of Information Environment on Dividend Smoothing. *Applied Research in Financial Reporting*, 8(2), 117-140.
- Rashidi, M., & Ebrahimi, E. (2021). The role of managers' ability and smoothing dividends in changing the information content of current earnings. *Accounting and Auditing Review*, 27(4), 581-603.
- Rhee, K., & Park, K. S. (2018). Changes in dividend smoothing after the financial crisis. *Economics Letters*, 172, 37-39.
- Rutto, F. K., & Miroga, J. (2020). Determinants of dividend smoothing in KUSCCO affiliated SACCOs in Kakamega County. *The Strategic Journal of Business & Change Management*, 7(3), 1216 – 1232.
- Syed, K. B. S., Zainir, F. B., & Isa, M. (2018). Does reputation matter in the dividend smoothing policy of emerging market firms? Empirical evidence from India. *Borsa Istanbul Review*, 18(3), 191-204.