

أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة في ظل القيود المالية دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٦)*

م. محمد جاسم محمد أ.م.د. عبد الخالق ياسين البدران
جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية
Ra19794940@yahoo.com

المستخلص :

هدفت الدراسة الى بيان أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة في ظل القيود المالية، وقد استندت الدراسة إلى معضلة نظرية وتجريبية متمثلة باستمرار الجدول الفكري والتجريبي حول التفاعل بين هذه القرارات، ومشكلة تطبيقية تتعلق بعدم اهتمام الإدارة (المدراء) بتأثير تفاعل القرارات المالية عند اتخاذهم للقرارات، وما هو دور كل من القيود المالية وطبيعة توجه النظام المالي في التفاعل فيما بين هذه القرارات. وسلطت الدراسة الضوء على أهم البراهين المثبتة والمفيدة لهذا التفاعل عبر طرح الأفكار والمرتكزات التي استند إليها، واستخدمت أسلوب التحليل التجريبي، واستهدفت عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بلغت ١٦ شركة بعدد مشاهدات (١٤٤) مشاهدة للمدة (٢٠٠٨ - ٢٠١٦)، واعتمدت الدراسة على نظام المعادلات الآتية وأسلوب ٣SLS فضلاً عن الانحدار المتعدد وأسلوب OLS، واستعانت الدراسة بمجموعة من التحليلات والاختبارات الإحصائية والمالية باستخدام البرامج EXCEL و SPSS و STATA SE V.11.2 و EVIEWS V.9. وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها، إن هنالك أثر لتفاعل القرارات المالية في قيمة الشركة وإن قوة التفاعل تعتمد على شدة القيود المالية التي تواجهها الشركات وطبيعة توجه النظام المالي، وأختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات التي يمكن أن يستفيد منها المدراء لزيادة قيمة الشركة .

الكلمات المفتاحية: القرارات المالية، القيود المالية، الشركات المقيدة، الشركات الأقل قيوداً، قيمة الشركة، التمويل بالديون طويلة الأجل، الاستثمار الرأسمالي، مقسوم الأرباح النقدية.

* البحث مسئل من اطروحة دكتوراه للباحث محمد جاسم محمد باشراف الاستاذ المساعد الدكتور عبد الخالق ياسين البدران .

Effect of the financial Decisions interaction on the value of the company under financial constraints An analytical study of a sample of companies in a sample of listed companies in Kuwait stock market For the period (2008-2016)

Assist. Prof. Dr. Abdulkhaliq Yaseen Al Badran
Lecturer: Muhammed Jasim Muhammed
University of Basrah, Department of Finance and Banking Sciences

Abstract

This study is aiming at illustrating the effect of the financial decision interaction on the value of the company under financial constraints. The study is based on a theoretical and empirical dilemma of the ongoing intellectual and experimental debate on the interaction in these decisions, a practical problem of management's (managers) lack of interest in the impact of the interaction of financial decisions when adopting those decisions, the role of the financial constraints, and the nature of the direction of the financial system. The study highlights the most important evidence, for or against, of this interaction by putting forward the ideas and foundations it based on. The study has used the empirical analysis targeting a sample of companies Kuwait stock market of 16 companies with 144 observations, for the period (2008-2016). The study adopts a simultaneous equations system and the technique of 3SLS as well as multi regression and OLS technique. The study has used a set of financial and statistical analyses and testes using EXCEL, SPSS, STATA SE V.11.2 and EVIEWS V.9. The study has drawn a set of conclusions: there is an impact of the financial decisions on the company's value, and the power of the interaction depends on the severity of financial constructions faced by companies and the nature of the direction of the financial system. The study concludes a set of recommendations that managers can use to enhance the value of the company.

١. المقدمة:

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

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

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

الشركات تؤدي دوراً مهماً للتأثير في قراراتها الاستثمارية وكذلك الاستثمار في دفع مقسوم أرباح منتظم نتيجة تقييد الشركات في الحصول على التمويل الخارجي وعدم كفاية التدفقات النقدية الداخلية، وبالتالي هناك جدل مستمر حول طبيعة هذه العلاقة، والأدلة التجريبية القائمة.

كما تؤدي طبيعة توجه النظام المالي سواء أكان متوجهاً نحو المصارف كما هو في اليابان والمانيا، أم متوجهاً نحو الأسواق المالية كما في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، دوراً مهماً في تزامن قرارات الشركات، إذ اتفقت معظم الدراسات وكذلك المتخصصون بأن الأنظمة المالية العاملة في النظام الاقتصادي تقسم: أما إلى أنظمة مالية متوجهة نحو المصارف، أو متوجهة نحو الأسواق المالية، وذلك لتوفير الاحتياجات المالية، كما أشارت الدراسات أن درجة القيود المالية التي تواجهها الشركات تكون أشد في الأنظمة المالية المتوجهة نحو الأسواق، بالمقارنة مع الأنظمة المالية المتوجهة نحو المصارف.

وقد حاولت مجموع من الدراسات التأكد من طبيعة العلاقة التجريبية القائمة على وفق مداخل متعددة، وقد حفزت الجدلية حول العلاقة الموجودة بين هذه المتغيرات العديد من الدراسات لدراسة هذه القرارات سواء كان ذلك بشكل متزامن أو منفصل، فضلاً عن إن دراسة ثلاثية القرارات المالية يعد موضوعاً رئيساً للبحث في مجال تمويل الشركات والإدارة المالية بصورة عامة، وهي تعد ذات تأثير كبير في أداء الشركات. لذلك جاءت هذه الدراسة لإضافة دليل تجريبي لطبيعة التزامن في هذه القرارات والجدلية الفكرية القائمة والمتمحورة حول التساؤل: -

هل هنالك أثر لتفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة في ظل القيود المالية؟

١,١. مشكلة الدراسة

على وفق منهج الإدارة المالية الحديث منهج إتخاذ القرارات تواجه الشركات ثلاثة قرارات رئيسية (قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات مقسوم الأرباح) ، وتؤكد أغلب الدراسات إن الشركات تأخذ هذه القرارات بشكل منفصل، ولكن على وفق مجموعة من المداخل قد تؤخذ هذه القرارات بشكل متزامن، لذا تتمحور مشكلة الدراسة حول التساؤل الآتي:

هل إن القرارات المالية تتفاعل فيما بينها في ظل القيود المالية وما هو تأثير هذا التفاعل بقيمة الشركة؟

٢,١. فرضيات الدراسة:

تضمنت الدراسة عدداً من الفرضيات على وفق الآتي: -

الفرضية الأولى: إن القرارات المالية لا تتفاعل في ما بينها في الشركات المقيدة مالياً.

الفرضية الثانية: إن القرارات المالية لا تتفاعل في ما بينها في الشركات الأقل تقييداً مالياً.

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذي دلالة إحصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة في الشركات المقيدة مالياً.

الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذي دلالة إحصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة في الشركات الأقل تقييداً مالياً.

٣,١. أهمية الدراسة :

تتمثل أهمية الدراسة في أنها تختبر منهجاً من أهم مناهج الإدارة المالية المنهج الحديث وهو منهج القرارات والتفاعل فيما بينها في ظل القيود المالية وأثر هذا التفاعل في قيمة الشركة، والذي من المفترض أن يكون (التفاعل) موجود في القرارات المالية للشركات المقيدة، ولهذا مدلولان أساسيان. الأول: بيان هل إن لتفاعل القرارات في ظل القيود المالية أثراً وانعكاساً في قيمة الشركة؟ والثاني: اختبار ضمني لكل من الشركات المقيدة مالياً والأقل تقييداً مالياً، فضلاً عن ذلك، هل هذا النظام المالي متوجه نحو الأسواق المالية أم متوجه نحو المصارف؟ وهو بعد وتساؤلان محل جدل وخلاف واسعين في الأدبيات المالية الحديثة.

٤,١. أهداف الدراسة

استرشاداً بالتساؤل المطروح في مشكلة الدراسة وكل من الأبعاد ومسوغات إجراءات

الدراسة يمكن إجمال أهداف الدراسة بالآتي: -

١. اختبار تفاعل القرارات المالية وتحديد أثر هذا التفاعل بقيمة الشركة في ظل القيود المالية.

٢. الاختبار التجريبي للشركات (الشركات المقيدة والأقل تقييداً مالياً) وذلك حسب درجة الرفع المالي كمقياس للقيود المالية الخارجية.

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

٢.مراجعة دراسات سابقة

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

١,٢. دراسات ذات صلة بتفاعل القرارات المالية

وقد اهتمت العديد من الدراسات في هذه القرارات المهمة وفيما إذا كان هنالك تفاعل بينها. وتعد دراسة (Dhrymeds & Kurz, 1967)، من أولى الدراسات إذ تم دعم الترابط بين القرارات، وتوصلت إلى وجود علاقة قوية بين قرارات الاستثمار ودفع المقسوم، فضلاً عن أن قرارات التمويل الخارجي يتأثر بالقرارين الآخرين في الشركة ولكنهما لا يؤثران عليها كثيراً، باستثناء ما قد يحدث خلال فترات الارتفاع الكبيرة، ويتأثر قرار دفع المقسوم الأرباح بربحية الشركة من عملياتها ونوع النشاط الذي تمارسه والقرارات التي تتخذها فيما يتعلق بالاستثمار والتمويل الخارجي، كما يعتمد التمويل الخارجي على سعر الفائدة، ودرجة الرافعة المالية للشركة، والقرارات المتعلقة بدفع المقسوم والاستثمار (Dhrymeds & Kurz, 1967). واتفقت (Fama, 1974) مع افتراضات (Miller & Modigliani, 1963) على أنه في أسواق رأس المال التامة،

يمكن فصل القرارات الاستثمارية التي تتخذها الشركات عن قرارات دفع المقسوم، ومهما كانت العيوب الموجودة في سوق رأس المال فهي ليست كافية لتتسبب برفض فرضية أن هناك درجة تامة نوعاً ما من الاستقلال بين قرارات مقسوم الأرباح والقرارات الاستثمارية للشركات (Fama, 1974). أما في الشركات الفرنسية فقد خلصت النتائج إلى أن فرضية (Miller & Modigliani) في قرارات دفع المقسوم والاستثمارات المستقلة لا يمكن رفضها وذلك بناءً على النتائج التي توصلت إليها بيانات الشركات الفرنسية، كما إن تلازم القرارات الاستثمارية والتمويلية ومقسوم الأرباح على وفق إطار المعادلات الأنية لا تدعمها الأدلة التجريبية في الشركات الفرنسية، وبالتالي فإن النتائج التي توصلت إليها الدراسة إن القرارات الاستثمارية وقرارات مقسوم الأرباح مستقلة في الشركات الفرنسية، كما أنها تشكك في نتائج دراسة (Dhrymes & Kurz, 1967) بأن القرارات مترابطة بشكل قوي في أسواق رأس المال الكبيرة كما في الولايات المتحدة (McDonald et al, 1975).

وجد (McCabe, 1979) علاقة ارتباط قوية بين كل من القرارات الأنفاق الاستثمارية ودفع مقسوم الأرباح من جانب وقرارات التمويل بالديون الجديدة من جانب، تحدد الإدارة مستوى الأموال على الأجل الطويل للاستثمار والمقسوم والتي تتوافق مع مستوى الأرباح المتوقعة، ثم يمول أي عجز من خلال الديون الجديدة طويلة الأجل وقصير الأجل، أذ إن القرارات الاستثمارية لا تتحدد بصورة مستقلة عن المتغيرات المالية الأخرى في الشركة، فضلاً عن وجود علاقة تنافسية على مصادر الأموال بين الفرص الاستثمارية والمقسوم النقدي. وأن عملية اتخاذ القرارات المالية في الشركات أكثر من مجرد فن، وبالتالي من الممكن دائماً إدراج أو استبعاد المتغيرات ذات الصلة في المعادلات الهيكلية الخاصة بالقرارات (Peterson & Benesh, 1983). والمساهمين يستجيبون بشكل عقلاني لسياسة الاستثمار المعلنة عن طريق اختيار سياسة دفع مقسوم الأرباح وسياسات شراء وبيع الأسهم، كما يتم تحديد سياسة دفع مقسوم الأرباح من قبل المساهمين الكبار (Jodrgensen et al., 1989). وأوضح (Pruitt & Gitman, 1991) أن العلاقة السببية تبدأ من القرارات الاستثمارية باتجاه القرارات التمويلية، كما أن قرار دفع مقسوم الأرباح يعتمد على مستوى الأرباح المتحققة ومقسوم الأرباح في

السنة السابقة. وبين (Jensen et al., ١٩٩٢) إن كل من الملكية الداخلية (Insider Ownership) وقرارات التمويل بالديون ودفع مقسوم الأرباح ترتبط ليس فقط بشكل مباشر وإنما كذلك بشكل غير مباشر، من خلال خصائص الشركات، أي أن القرارات المالية ومستوى الملكية الداخلية مترابطان ويكون لمستوى الملكية الداخلية تأثيراً عكسياً في ديون الشركة ومستوى مقسوم الأرباح المدفوع، كما إن لتكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس تأثيراً في القرارات التمويلية للشركات، وبالتالي دعم لنظرية الالتقاط. وأكد (Chiarella et al., 1992) على كل من قرارات الاستثمار ودفع مقسوم الأرباح النقدية هي استخدامات متنافسة للأموال، مما يعني وجود تفاعل بين هذه القرارات في الشركات، فيما بين (Jo et al., 1994) إن الفرص الاستثمارية هي العامل المحدد في السياسة التمويلية للشركات اليابانية، والعلاقة ايجابية بين تكاليف الإفلاس والديون، وانخفاض في مستوى صراع الوكالة الذي كان عكس ما هو موجود في الشركات الأمريكية، والذي يعود لطبيعة العلاقات المؤسسية في الشركات اليابانية، وأن عدم تماثل المعلومات والتأثير الضريبي لا يفسر العلاقة الإيجابية الواضحة بين تمويل الشركات والفرص الاستثمارية في الشركات اليابانية. وأوضح (Elston, 1996) أهمية سياسة دفع مقسوم الأرباح في قرارات الشركات باعتماد مؤشر Q للفرص الاستثمارية، وضعف دور كل من قيود السيولة وقرارات الاستثمار للتأثير في قرارات دفع مقسوم الأرباح، كما أن الفرص الاستثمار الحساسة اتجاه قيود السيولة مستقلة عن قرارات دفع مقسوم الأرباح، وتتفق هذه النتائج بشكل عام مع (Fama ١٩٧٤) التي تدعم وجهة نظر أسواق رأس المال التامة من خلال إيجاد أدلة كافية لرفض فكرة أن القرارات الاستثمارية وقرارات دفع مقسوم الأرباح مستقلة. وأكد (Holt, 2003) على وجود الأثر المشترك في كل من القيود المالية وعدم إمكانية العودة في نفس الوقت وليس بشكل منفصل في القرارات التي تتخذها الشركات. وأوضح (Ahmed, 2008) أن قرارات التمويل بالديون تؤثر تأثيراً مباشراً في أداء الشركات بشكل مختلف في ظل وجود أو عدم وجود فرص النمو، وفي حالة إن الشركة لا تواجه أية فرص للنمو فإن زيادة ديون الشركات لها تأثير عكسي كبير في أداء الشركات، وفي المقابل إن الشركات التي تواجه فرص نمو وتلجأ إلى التمويل الخارجي يولد ذلك أثراً مضاعف في أداء الشركات، في حين أن قرارات دفع مقسوم الأرباح تبدو

غير مهمة فيها بالنسبة للشركات التي تواجه فرص نمو أو عدم وجود فرص للنمو، ولكنها توفر تفسيراً أكبراً للتأثير المحتمل في أداء الشركة مما يعني إن قرارات دفع المقسوم تبقى أكثر استقراراً في سوق رأس المال والتي يتم تقييمها من قبل المستثمرين، كما لا يقدم هيكل الملكية أي تفسير مفيد للأداء.

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

نظرية Jensen — FCF (التدفقات النقدية الحرة) لا تعمل في الشركات المرتبطة بالحكومة وكذلك في الشركات العائلية، وهناك تفاعل بين مجموعة الفرص الاستثمارية وهيكل الشركات العائلية، وعلاقة عكسية بين النمو المرتفع ودفع مقسوم الأرباح، والعلاقة تكون أقل بالنسبة للشركات التي تسيطر عليها العوائل. وتعد دراسة (Meng, 2012) من الدراسات الشاملة لكل من قرارات الاستثمار والتمويل ودفع مقسوم الأرباح للشركات في ظل وجود كل من القيود المالية وعدم التأكد و الثقة الإدارية، إذ بينت أن التزامن بين القرارات أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات الأكثر تقييداً من الناحية المالية، كما أن تأثير عدم التأكد أكثر أهمية بالنسبة للشركات الأقل تقييداً من الناحية المالية ولكنه غير مهم بالنسبة للشركات الأكثر تقييداً، والقيود المالية لا تزيد التزامن بين القرارات فقط ولكن أيضاً تقلل من مستوى المرونة الإدارية في تعديل تلك القرارات استجابة لحالة عدم التأكد. وتوصل (Morellec, 2012) إلى أن خصائص الصناعة والشركات تؤثر في قرارات مزيج الديون واستثمارات الشركات، وأن الشركات التي لديها المزيد من خيارات النمو وارتفاع القدرة على المساومة وانخفاض في التدفقات النقدية والتي تعمل في الأسواق التنافسية وتواجه انخفاض المعروض من الائتمان، هي أكثر عرضة لإصدار الدين العام. وأوضح (Ardestanil et al., 2013) أن العمليات السليمة والحوكمة الرشيدة للشركات توفر لها إمكانية الاستثمار في المشاريع الجديدة، وفي الوقت نفسه دفع التدفقات النقدية الحرة إلى المستثمرين، كما تؤدي الزيادة في دفع مقسوم الأرباح إلى انخفاض في سعر السهم، أما العوامل المهمة والتي تؤثر في سياسة دفع مقسوم الأرباح للشركات في القطاع الصناعي هي كل من مجموعة الفرص الاستثمارية، واستحقاق الديون، والمخاطر والربحية، كما أن لقرارات التمويل بالديون طويلة الأجل علاقة عكسية مع قرارات دفع مقسوم الأرباح، وإن استحقاق الدين يرتبط بعلاقة إيجابية وكبيرة مع سياسة دفع مقسوم الأرباح، وبالإشارة إلى الآثار المترتبة على استحقاق الدين فإن مستوى الديون الأعلى يقيد مدفوعات مقسوم الأرباح، كما اتضح إن للمخاطر علاقة عكسية كبيرة مع دفع مقسوم الأرباح، وإن العلاقة العكسية والكبيرة للربحية ودفع مقسوم الأرباح تدل على أهمية هذا الربحية في قرارات دفع مقسوم الأرباح للشركات.

أوضح (Deng et al., 2013) أن قرارات دفع مقسوم الأرباح وقرارات الاستثمار ترتبط بعلاقة غير خطية وذلك من خلال حساسية القرارات الاستثمارية وقرارات دفع مقسوم الأرباح لعدم التأكد في التدفقات النقدية الداخلية في الشركات الصينية، إذ إنه وفي ظل ظروف عدم التأكد في التدفقات النقدية فإن الشركات الصينية لا تخفض مقسوم الأرباح فقط، بل تحافظ على مستوى مرتفع جداً من الاستثمار، وهي تستخدم التمويل الخارجي كمصدر رئيس لتغطية عدم التأكد في التدفقات النقدية، ولا تستخدم الأموال النقدية غير التشغيلية أو تعدل الرصيد النقدي لهذا الغرض، ويمكن تفسير هذه النتائج بالظروف المؤسسية الخاصة بالشركات الصينية. وقدم (Jiang & Jiranyakul, 2013) دراسة لتحديد العوامل التي تؤثر في دفع مقسوم الأرباح للشركات المدرجة في كل من بورصة SSE و NYSE وأوضح أن التمويل من خلال إصدار الأسهم هو أكثر وضوحاً كمحدد لقرارات دفع مقسوم أرباح الشركات في بورصة NYSE مما هو عليه في SSE، ووجد أن التمويل بالديون أقل أهمية بالنسبة للشركات في SSE من بورصة NYSE، وهناك علاقة ارتباط وثيقة بين قرارات التمويل بإصدار ديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل، والحفاظ على سيولة نقدية في الشركات وإصدار أسهم جديدة ودفع مقسوم الأرباح. وبينت دراسة (Hanif, 2014) وجود علاقة قوية بين القرارات المالية كما أن قرارات دفع مقسوم الأرباح والاستثمارات مترابطة، وإن قرارات دفع مقسوم الأرباح تؤثر في قيمة الشركة. كما أن القرارات الاستثمارية قادرة على التأثير في قيمة الشركة سواء أكان ذلك بشكل مباشر أم غير مباشر، في حين إن قرارات كل من دفع مقسوم الأرباح النقدية وقرارات التمويل غير قادرة على زيادة قيمة الشركة (Efni, 2017).

٢.٢. الدراسات ذات الصلة بالقيود المالية

تؤدي بعض المحددات دوراً كبيراً في قرارات الشركات وتشكل عاملاً حاسماً يؤثر في نشاطها، إلا إنه لا يوجد توافق بشأن هذه المحددات أو العوامل التي لها الأثر الأكبر في هذه القرارات، وتتفق معظم الدراسات على أن مستوى القيود المالية التي تواجهها الشركات تؤدي دوراً مهماً للتأثير في قراراتها، وهناك جدل نظري وتجريبي مستمر حول طبيعة هذه العلاقة، والأدلة القائمة والمختلفة.

وتعد دراسة (Fazzari et al.,1988) من أهم وأول الدراسات التي تبنت مقسوم الأرباح كمؤشر للقيود المالية، إذ اعتمدت في ما بعد على العديد من الدراسات كنموذج للقيود المالية والذي سمي بـ نموذج (FHP) للقيود المالية، فقد اهتمت بدراسة السلوك الاستثماري (حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية) في مجموعة من الشركات الصناعية ذات الخصائص المالية المختلفة، ومن أهم النتائج أن العلاقة بين القيود المالية والاستثمار تختلف حسب نوع الشركة، أن استثمار الشركات التي تستنفد جميع أموالها الداخلية منخفضة التكلفة أكثر حساسية للتقلبات في تدفقاتها النقدية مقارنة بالشركات التي تدفع مقسوم أرباح مرتفعة، كما أن للسيولة النقدية تأثيراً كبيراً في استثمار الشركات ذات مقسوم الأرباح المنخفض مقارنة بالشركات ذات مقسوم الأرباح المرتفع، كما تفرض الأسواق غير التامة قيوداً مالية ملزمة على استثمار الشركات.

كما درس كل من (Kaplan & Zingales, 1997) الشركات نفسها التي تم دراستها من قبل (Fazzari et al., 1988) وأوضح أن معيار حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية كمقياس للقيود المالية ليست مدعومة من الناحية النظرية ولا تدعمها الأدلة التجريبية، ويشكك (Kaplan & Zingales,1997) وفقاً لنتائج دراسته بنتائج الدراسات التي تبين أن هنالك حساسية للاستثمار في التدفقات النقدية للشركات المقيدة مالياً ومنها دراسة (Fazzari et al.,1988)، كما تم اعتماد هذه الدراسة كنموذج للقيود المالية فيما بعد والذي يرمز له KZ.

وأوضح (Bo et al., 2003) أن الحساسية الكبيرة للقرارات الاستثمارية تجاه التدفقات النقدية تفسر على أنها مؤشر على القيود المالية للشركة، فالشركات التي تواجه درجة كبيرة من عدم التأكد سوف تتعرض لقيود شديدة تفرض عليها في أسواق الأوراق المالية، كما إن التدفقات النقدية تعد مقياساً ذي صلة إذا ينشئ عدم التأكد من عدم التأكد في التكاليف (تكاليف التمويل الخارجي)، وبالتالي هنالك دعم للاستنتاج الرئيسي لنموذج FHP الذي يوضح بأن القيود المالية تنطوي على حساسية كبيرة في القرار الاستثماري اتجاه التدفقات النقدية في الشركات. وأكد (Hart & Lence, 2004) أن مقاييس السيولة التي تؤثر في القرارات الاستثمارية هي الموجودات المتداولة بدلاً من التدفقات النقدية، واحتمالات تعرض الشركات للقيود في الأسواق المالية لا يؤدي إلى تأثير من السيولة

النقدية في الاستثمار، فضلاً عن أن سيولة الشركات تؤثر في استثماراتها بشكل كبير. واثبت (Cleary, 2006) أن الشركات التي تمتلك تقلبات كبيرة في التدفقات النقدية، تعكس حساسية أقل في قراراتها الاستثمارية، فضلاً عن اختبار العلاقة بين مختلف مقاييس القيود المالية يوفر عدة رؤى منها أن الشركات التي تصنف على أنها غير مقيدة مالياً (NFC) وفقاً للقوة المالية تميل إلى أن تكون أكبر ولها نسب دفع مقسوم أرباح أعلى. أن السيولة النقدية من مبيعات الموجودات تمثل محدداً هاماً للأنفاق الاستثماري في الشركات، وأن حساسية القرارات الاستثمارية لكل من مبيعات الموجودات والتدفقات النقدية تتعلق بالمتغيرات التي يرجح أن تكون ذات صلة بالقيود المالية (Hovakimian & Titman, 2006).

إن الشركات المقيدة وغير القادرة على الحصول على التمويل الخارجي أو تواجه تكاليف أعلى للاقتراض تستثمر بمعدل أقل وتنمو بوتيرة أبطأ، وإن الشركات التي تحتفظ بسيولة نقدية أعلى نسبياً تنمو بشكل أكبر في ظل الظروف الاقتصادية غير الملائمة، أما الاحتفاظ بالسيولة النقدية في الشركات غير المقيدة يتأثر تأثيراً إيجابياً بزيادة الديون طويلة الأجل، في حين إن الشركات التي تتمتع بشروط تمويل أفضل والتي تصنف على أنها غير مقيدة تمتلك حساسية أعلى للتدفقات النقدية، فضلاً عن إن الشركات غير المقيدة تحتفظ بالسيولة النقدية لتعزيز الاستثمارات المستقبلية والتي تفسر الحساسية اتجاه التدفقات النقدية في ضوء درجة التمويل الخارجي، ويؤدي الاحتفاظ بالسيولة النقدية دوراً مهماً في تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية وسداد الالتزامات من تكاليف الاقتراض (Pal & Ferrando, 2006). هناك علاقة قوية بين القيود المالية والقرارات الاستثمارية، وإن زيادة الموجودات الملموسة في الشركات يؤدي إلى زيادة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المقيدة، وهذا عكس ما موجود في الشركات غير المقيدة، وأن الشركات ذات الموجودات الملموسة الأكبر أقل احتمال أن تكون مقيدة مالياً، وذلك لتحقيق الأثر الإيجابي للموجودات الملموسة في حساسية التدفقات النقدية (Almeida & Campello, 2007).

إن حساسية القرارات الاستثمارية للتدفقات النقدية تميل إلى الزيادة مع درجة القيود المالية الخارجية التي تواجهها الشركات، ومن خلال الجمع بين القيود المالية الداخلية

والخارجية اتضح أن اعتماد القرارات الاستثمارية على التدفقات النقدية أقوى بالنسبة للشركات المقيدة من الناحية المالية الخارجية والتي تتمتع بمستوى مرتفع نسبياً من الأموال الداخلية، فضلاً عن أن النقد الذي يتم الحصول عليه من مبيعات الموجودات يعد محدداً مهماً للقرارات الاستثمارية، وإن الحساسية الاستثمارية في العائدات من مبيعات الموجودات أقوى بكثير بالنسبة للشركات المقيدة، وإن عدم التماثل في المعلومات وأوجه القصور في أسواق رأس المال تؤثر في القرارات الاستثمارية للشركات بقوة وفي قدرة الشركة على توليد النقد داخلياً (Guariglia, 2008). إن القيود المالية على الشركات تكون دافع مهم وراء الاحتفاظ بالسيولة النقدية الكبيرة، وبفسر الاحتفاظ بالسيولة النقدية الكبيرة في الشركات، والتي تحدث في خصائص الشركات، والذي يرتبط بمتوسط حجم الشركات، وأن العلاقة عكسية بين التدفقات النقدية التشغيلية والاحتفاظ بالسيولة النقدية (Vanel & Perevalov, 2008). إن زيادة الاحتفاظ بالسيولة النقدية يرتبط بمستويات أعلى للاستثمار في الشركات المقيدة، والمتطلبات الكبيرة للسيولة النقدية لغرض التحوط، وأن العلاقة ايجابية بين الاستثمارات وقيمة الشركة في الشركات المقيدة مالياً مقارنة بالشركات غير المقيدة، كما إن زيادة الاحتفاظ بالسيولة النقدية للشركات المقيدة مالياً هي استجابة لتكلفة التمويل الخارجي المتزايدة (Denis & Sibilkov, 2010). فضلاً عن أن الحساسية الاستثمارية للتدفقات النقدية والقيود المالية، يمكن أن توضح من خلال أن الشركات التي تتميز بمركز مالي ضعيف في الميزانية العمومية تمتلك حساسية أكبر في قراراتها الاستثمارية للتدفقات النقدية، إذ إن الشركات التي تنتم بقدر أكبر من التقلب في التدفقات النقدية لها حساسية أكبر للاستثمارات، وتعد أكثر تقييداً من الناحية المالية، والشركات التي تسعى إلى أن تحتفظ بسيولة نقدية كبيرة، لديها مشاكل بالسيولة وتسعى إلى الاحتفاظ بالسيولة لغرض تمويل الفرص الاستثمارية المستقبلية دون الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي (Bassetto & Kalatzis, 2011). وتشكل السيولة النقدية تحدياً دائماً للمدراء، فمن ناحية إن الاحتفاظ بمزيد من السيولة النقدية لا يترك للشركة احتياطات كافية للاستثمار في المستقبل فقط بل يقلل أيضاً من المخاطر التي تتعرض لها الشركة، فالشركات تتشجع للاحتفاظ بمزيد من السيولة النقدية لمواجهة أية حالة غير متوقعة، إلا إن الاحتفاظ بالسيولة النقدية لا يولد أي عائد، وبالتالي فإنه يجب

الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من السيولة النقدية، ومن خلال استخدام مستوى الاحتفاظ بالنقدية، (Fan et al., 2014). وأن الشركات التي تصنف عادةً على أنها مقيدة لا تتصرف في الواقع كما لو كانت مقيدة، فهي لا تواجه مشكلة في زيادة الديون عندما يزداد طلبها على الدين الخارجي، وتستخدم إصدار الأسهم لزيادة المدفوعات للمساهمين، كما أن القيود قد تعكس بدلاً من ذلك الاختلافات في سياسات النمو والتمويل التي تتبعها الشركات في مراحل مختلفة من دورة حياتها (Mensa & Ljungqvist, 2016).

٣,٢. دراسات ذات الصلة بقيمة الشركة

الهدف المعاصر للإدارة المالية والأكثر أهمية من الأهداف الأخرى هو تعظيم قيمة الشركة (زيادة سعر السهم) في الأسواق المالية، إذ يجب على المدراء التركيز على قيمة أسهم الشركة في الأسواق المالية كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين، ولذلك أهتمت العديد من الدراسات بقيمة الشركة، وتعد دراسة (Modigliani & Miller) من أولى وأهم الدراسات في هذا المجال فقد كانت الدراسة الأولى (Modigliani ١٩٥٨) & Miller، التي بنيت على افتراضات غير واقعية إلا أنها تعد من الدراسات الرائدة التي تناولت هيكل رأس المال وقيمة الشركة، أذ بنيت على فرضيتين رئيسيتين عدم وجود ضرائب وأن الأسواق تامة، وقد فصلت الدراسة بين قرار الاستثمار وقرار التمويل، وأن قيمة الشركة تتحدد من خلال موجودات الشركة، ولا علاقة لقيمة الشركة بهيكل رأس المال، وأن كلفة رأس المال مستقلة عن هيكل رأس المال، وأكدت الدراسة أن قمة الشركة تعتمد على العوائد المتوقعة من الاستثمار في الموجودات، وبالتالي فإن قيمة الشركة المرفوعة مالياً تساوي قيمة الشركة غير المرفوعة مالياً. وعاد (Modigliani & Miller, 1961) لأكمال الأفكار السابقة بعدم علاقة قيمة الشركة بقرار هيكل رأس المال، وهذه المرة من خلال عدم علاقة قيمة الشركة بقرار مقسوم الأرباح، ومن أهم الافتراضات التي قامت عليها الدراسة تأثير أسعار الاسهم بالاسواق التامة، وقد تناولت أثر سياسة مقسوم الأرباح في سعر السهم وذلك لمعرفة في ما إذا كان الاعتماد على سياسة مقسوم الأرباح الكبير يؤدي إلى زيادة سعر السهم، كما هدفت الدراسة إلى البحث عن وجود سياسة مقسوم أرباح مثلى، واثبتت أن المحدد الرئيس والاهم لقيمة السهم هي ربحية السهم وليس مقسوم الأرباح، وقد تم التأكيد على أن لاعلاقة لقيمة الشركة بقراري التمويل

والمقسوم وأن قيمة الشركة تتأثر بالقرارات الاستثمارية وأن قيمة الشركة مستقلة عن سياسة مقسوم الأرباح. ونتيجة للانتقادات التي وجهت إلى دراسة (Modigliani ١٩٥٨) Miller, & Miller, أتم أرخاء بعض الافتراضات في دراسة (Modigliani & Miller, ١٩٦٣) وذلك من خلال ادخال أثر الضرائب في الشركات وذلك ضمن الدراسة التي سميت دراسة تصحيح دراسة عام ١٩٥٨ بعنوان ضرائب دخل الشركات وكلف رأس المال، فقد أوضحت الدراسة أن المنافع الضريبية للتمويل بالديون ذات أهمية وذلك بطرح الضريبة على الديون من الوعاء الضريبي، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة بما يساوي الوفرة الضريبية وانخفاض كلفة التمويل، وبالتالي فإن قيمة الشركة غير المرفوعة لاتساوي قيمة الشركة المرفوعة مالياً، وأن قيمة الشركة تزداد بزيادة نسبة القروض في هيكل رأس المال. كما قدمت دراسة (Miller, 1977) وصفاً لنظام الضرائب في الولايات المتحدة الأمريكية في محاولة لإلغاء الضرائب على دخل الأفراد ودخل الشركات وجعل قيمة الشركة مستقلة عن هيكل رأس المال، وقد طور نموذجاً بين فيه أن ضريبة الدخل الشخصية على مدفوعات الفائدة تتساوى تماماً مع قيمة الوفرة الضريبية والناجمة عن فرض ضرائب على دخل الشركات، ومن أهم نتائج الدراسة في ظل وجود ضرائب على دخل الأفراد (المساهمين) لا توجد أي مزايا للأقتراض في هيكل رأس المال. وسعت دراسة (Ross, 1977) إلى تطوير مدخل للحوافز (الإشارة) في محاولته لتقديم نظرية لتحديد هيكل رأس مال الشركة التي تتسجم مع إطار عمل (Modigliani & Miller) أذ أكد صحة نظرية (Modigliani & Miller) إذا كان هنالك تماثل للمعلومات بين المستثمرين والمدراء وتحت افتراض الأسواق التامة، إلا أن ظهور نظرية الإشارة التي افترضت أن المستثمرين لا يمكنهم تحديد قيمة الشركة كما يقوم المدراء، فإنه لابد من التركيز على الحوافز الإدارية مع الأخذ بتأثير الإشارة، أما فرضيات الدراسة فقد كانت الأولى: إن المدراء يمتلكون معلومات عن الشركة أكثر من الأطراف الخارجية، والثانية: أن المدراء يكافئون من خلال جدول الحوافز، وأكدت الدراسة أن المدراء يسعون إلى تعظيم حوافزهم، وقد توصلت الدراسة إلى إن التبادل بين العائد والمخاطر يعكس قيمة الشركة ويؤثر في هيكل الحوافز وخيارات التمويل مع الأخذ بنظر الاعتبار أثر الضرائب وكلف الافلاس. وأقدم كل من (Myers & Majluf, 1984) الدراسة الموسومة تمويل

الشركات وقرارات الاستثمار والتي نصت على أن مدراء الشركات يمتلكون معلومات لا يملكها المستثمرون (عدم تماثل المعلومات)، أذ تم تطوير نموذج لموازنة قرارات الاستثمار والتمويل، وقد افترضت الدراسة ضرورة القيام باصدار الاسهم العادية لغرض استغلال الفرص الاستثمارية كخيار أخير، إذ إن الإدارة تعلم الكثير عن قيمة الشركة من المستثمرين المحتملين، وأن المستثمرين يفسرون أداء الإدارة بالمنطوقيه وأنها تعمل في مصلحة المستثمرين، وقد بنيت الدراسة على عدم تماثل المعلومات، وقد أعدت هذه الدراسة الركيزة الأساسية لتطوير نظرية الانتقال. وتناول (Myers, 1984) مضمون نظريتي التبادل والانتقاط مع تفسير سلوك هيكل رأس المال، وقد حدد طريقتين للتفكير في هيكل رأس المال، هما نموذج أو إطار التبادل الثابت (Static) التي تركز على أن هناك نسبة مستهدفة من الدين في هيكل رأس المال تتعلق بقيمة الشركة، وقد أشار إلى أن نظرية التبادل تحدد نسبة الديون المثلى من خلال التبادل بين المنافع المتمثلة بالوفورات الضريبية والكلف الإضافية للديون كلف العسر المالي، وعليه فإن الشركة تبدل بين الدين والملكية لحين الوصول لنسبة تعظم فيها قيمة الشركة وهي تتحرك تدريجياً نحو هذه النسبة المستهدفة كما هو الحال في مقسوم الأرباح المستهدف، والطريقة الثانية إطار عمل الانتقال (Pecking-Order) وفيه تفضل الشركة التمويل الداخلي على التمويل الخارجي من الدين وحق الملكية، وعلى وفق هذه النظرية لا توجد نسب محددة من الدين إلى قيمة الشركة والمبنية على عدم تماثل المعلومات، وتتجنب الشركة إصدار أسهم لتمويل الاستثمارات، أذ إن التغيرات في هيكل رأس المال تنقل المعلومات إلى المستثمرين، مشيراً بذلك إلى أن الشركات تفضل أحتجاز الأرباح كمصدر تمويل داخلي وعند عدم كفاية هذا المصدر لتمويل الفرص الاستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة، فإنها تقوم باستخدام المديونية كونها منخفضة الكلفة، وقد تلجأ الشركة إلى اصدار الأسهم العادية كمصدر أخير للتمويل الخارجي بدلاً من خسارة الفرصة الاستثمارية القيمة، وقد ناقش Myers فكرة الدمج بين النظريتين اما بالتوسع في نظرية التبادل بإدخال كلف التعديل، أي التبادل بين الوفورات والكلف لحين الوصول إلى نسبة المديونية المثلى، والتي تتضمنها المعلومات اللامتماثلة ومشكلة الوكالة أو أن يبدأ مع نموذج عدم تماثل المعلومات ومن ثم ربطها بعناصر نظرية التبادل المتمثلة (الوفورات الضريبية وكلف العسر المالي).

وأوضح (Park & Evans, 1996) أن الرفعة المالية للشركات ترتبط ارتباطاً إيجابياً بقيمة الشركة، وأن مقسوم الأرباح يرتبط بقيمة الشركة، كما أن صافي التدفقات الاستثمارية الخارجة (NIF) هو نتيجة المعلومات عن الأرباح المحتجزة المتوقعة ولم يكن من خلال صافي التدفقات النقدية التشغيلية (NOF)، إذ لا وجود لعلاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو قيمة الشركة والرافعة المالية ودفع مقسوم الأرباح. كما قام كل من (Fama & French, 1998) بدراسة كيف تؤثر الضرائب في كل من مقسوم الأرباح والديون بقيمة الشركة، في ظل السيطرة على معلومات الربحية في مقسوم الأرباح، ومن أهم نتائج الدراسة العلاقة العكسية بين الديون وقيمة الشركة، فضلاً عن أن للاستثمار معلومات إيجابية حول الآفاق المستقبلية للشركة، بالمقابل تشير أدلة دراسة الحدث إلى أن استجابة تغيرات أسعار الأسهم لأعلان الاستثمار ضعيفة، وهناك دليل على أن دفع مقسوم الأرباح ينقل معلومات أكبر في قيمة الشركة. كما تناولت دراسة (Mollik, 2008) كل من الرافعة المالية والقيمة السوقية، وتوصلت الدراسة إلى أن قيمة الشركة ترتفع بشكل ملحوظ مع الرافعة المالية.

وبعد فترة من الرفع المالي المنخفض تقوم الشركات بزيادة الانفاق الرأسمالية وزيادة الاستثمار وتجد أن هذه الاستثمارات الجديدة تمول من خلال إصدار الديون الجديدة، وإن المرونة المالية لها دلالة إحصائية واقتصادية كبيرة كما تكشف اختبارات الأداء على المدى الطويل أن الشركات المرنة مالياً لا تستثمر أكثر فحسب بل تستثمر بشكل أفضل أيضاً (Marchica & Mura, 2010). أن الشركات الناجحة هي أكبر حجماً وتستحق تقييم سوقي أفضل مقارنة بالقيمة الدفترية، وعادةً ما تكون مربحة، ومن الأرجح أن تستفيد من التأثيرات المالية الإيجابية، مما يسهم في ارتفاع معدلات النمو المستدام والنمو المربح على الأجل الطويل (Liow, 2010). وقد اهتمت دراسة (Sola et al., 2013) بتوضيح أثر الاحتفاظ بالسيولة النقدية في قيمة الشركة وقد وفرت نتائج الدراسة دعماً كبيراً للتبادل، إذ أن وجود المستوى الأمثل من السيولة النقدية، ينتج عن تبادل فوائد السيولة النقدية وتكلفتها، كما تؤكد النتائج وجود المستوى الأمثل من السيولة النقدية يزيد من قيمة الشركة، ويختلف هذا المستوى باختلاف خصائص الشركات من إمكانات النمو والوصول إلى أسواق رأس المال وحجم الشركات والرافعة المالية، كما أن الانحراف عن

المستوى الأمثل يقلل من قيمة الشركة، ومن ثم فإن إدارة السيولة النقدية للشركة عنصر مهم يؤثر في قيمة المساهمين. إن هيكل رأس المال يؤثر في قيمة الشركة بشكل ملحوظ، والعلاقة أن هيكل رأس المال (الرافعة المالية) وقيمة الشركة عكسية (WU et al., 2013). أن الرافعة المالية والاحتفاظ بالسيولة النقدية يرتبطان بعلاقة عكسية، وترتبط المستويات الكبيرة من السيولة النقدية بانخفاض الرفع المالية، وتفضل الشركات تمويل الاستثمارات من الأرباح المحتجزة، والشركات الأصغر أكثر عرضه للقيود المالية، وبالتالي فإن الشركات المقيدة مالياً تملك المزيد من السيولة النقدية، وكل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل والقيود المالية لها تأثير عكسي في قيمة الشركة (Loncan & Caldeira, 2014). كما أن قيمة الشركة المرفوعة مالياً أكبر من قيمة الشركة غير المرفوعة عند عدم الأخذ بنظر الاعتبار تكاليف الإفلاس، وإذا أخذت في آن واحد فوائد وتكلفة الدين، فإن الرافعة المالية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بقيمة الشركة حتى تصدر الشركة ديون كافية لتحقيق هيكل رأس المال الأمثل، والأثر الإيجابي للرافعة المالية في قيمة الشركة يميل إلى أن يكون أكبر في الشركات ذات الجودة المالية العالية، والشركات التي لديها فرص نمو أكبر والشركات ذات معدلات ضريبية أعلى، كما يميل الأثر العكسي للرافعة المالية في قيمة الشركة إلى أن يكون أكبر إذا حدثت زيادات في التدفقات النقدية الحرة للشركة وعدم وجود معدل ضريبة على ديون للشركة، وللرافعة المالية تأثيراً إيجابياً في قيمة الشركة بشرط أن تكون الشركة تتمتع بتدفقات نقدية حرة أعلى، أو معدل تضخم أعلى، قادرة على الاستفادة بشكل سليم من الفرص الناتجة (Cheng & Tzeng, 2014). هنالك علاقة عكسية أحادية الاتجاه بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، مما يشير إلى أن هيكل رأس المال يشكل قيمة الشركة، يؤدي انخفاض نسبة الديون الإجمالية إلى انخفاض في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، كما أن نتائج الدراسة تدعم أيضاً صحة فرضية نظرية التبادل التي تتوقع وجود علاقة إيجابية بين مستوى الدين وقيمة الشركة (Demirgunes, 2017).

٣. منهجية الدراسة

١,٣. مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من ١٦ شركة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بمختلف القطاعات باستثناء الشركات في القطاعات المالية. ومن أجل الحصول على نتائج تتوافق مع التوجه باخذ القيود المالية تم قسيم العينة إلى شركات مقيدة مالياً وشركات أقل تقييداً، فعلى الرغم من الجدل المستمر حول تقييد الشركات في الحصول على مصادر التمويل، فإن الشركات التي تمتلك نسبة من المديونية من الواضح أنها كانت قادرة على الاقتراض في مرحلة ما، لذلك فإن الرفع المالية الإيجابي قد تشير إلى إن الشركة غير مقيدة أو قليلة التقييداً وقد تكون الشركات ذات الرافعة المالية صفر هي الأكثر تقييداً (Mc Vanel & Perevalov, 2008: ٩). لذا فقد تم الاعتماد على مؤشر الرافعة المالية كأحد الدلالات على أن الشركة مقيد أو أقل تقييداً، إذ إن الرافعة المالية المرتفعة تشير إلى أن الشركة أقل تقييداً في حين أن الرافعة المالية المنخفضة تشير عكس ذلك (Mensa & Ljungqvist, 2015: ٤)، وتم اعتماد متوسط مؤشر الرافعة المالية للعينة كنقطة فصل بين الشركات المقيدة والأقل تقييداً، إذ إن الشركات ذات الرافعة المالية الأعلى من متوسط العينة تعد شركات أقل تقييداً والعكس صحيح وهذا كما هو معمول في بعض الدراسات ومنها (Meng et al., 2010: 17).

٢,٣. بناء المعادلات السلوكية للقرارات

إن تقدير المعادلة الفردية هو الأسلوب المفضل في التحليلات التجريبية للقرارات المالية، إلا أن استخدام نظام المعادلات يساعد على تجنب أي إسناد زائف للسببية بين القرارات الثلاثة التي تتبثق فعلياً من الارتباطات الزائفة (Jensen et al., 1992: 252) وبالتالي فإن النموذج الذي تم إعماله في هذه الدراسة هو نموذج المعادلات المتزامن (الآنبي) الذي يسمح لقرارات الشركات بالتفاعل وذلك خلاف المعادلات المفردة والتي لا تسمح بتفاعل القرارات، أن نموذج المعادلات الثلاثي لقرارات الشركات تم إعماله لأول مرة من قبل (Dhrymeds & Kurz, 1967) ثم بعد ذلك كل في من (McDonald et al., 1975) و (McCabe, 1979) و (Peterson & Benesh, 1983) و (Jensen et al., ١٩٩٢) و (Chiarella et al., 1992) و (Meng, 2012).

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

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

معادلة قرار الاستثمار

معادلة قرار الاستثمار والتي تمثل دالة للديون طويلة الأجل ودفع مقسوم الأرباح النقدية، وقد تم اعتماد نموذج توبين Q المبسط أضافته إلى توسيع معادلة قرار الاستثمار للمتغيرات الخارجية إذ تضمن التدفقات النقدية والاستثمار المتباطئ زمنياً، ويتوقع أن يكون متغير الديون طويلة الأجل ذات علاقة طردية مع الاستثمار، أما دفع مقسوم الأرباح فهو ذو علاقة عكسية مع الاستثمار، وهذا على وفق نتائج وافتراضات أغلب الدراسات، إذ تم إثبات أن كل من دفع مقسوم الأرباح والاستثمار هي قرارات متنافسة على الأموال، ويأتي ذلك ضمن الفرضية القائلة بأن استثمارات الشركة تكون مدفوعة أساساً من توفر

الأموال من شقيها التدفقات النقدية الداخلية والديون طويلة الأجل و الاستخدام المتنافس في الاستثمار ودفع مقسوم الأرباح، ناهيك عن الاستخدامات الأخرى للتدفقات النقدية الحرة مثل إعادة شراء الأسهم المصدرة وغيرها.

كما تتميز معادلة الاستثمار في دراستنا فضلاً عن ذلك فهي لا تتضمن القيود المالية الخارجية صريحه وإنما بهيئة ضمنية ضمن مؤشر الفرص الاستثمارية Q إذا أدرجت القيود المالية الداخلية والخارجية ضمن معادلة التمويل وهو عكس ما دأبت إليه أغلب الدراسات وذلك من خلال دراسة مجموعة الفرص الاستثمارية والقيود المالية، والمبرر في ذلك هو إضافة إلى أن إشباع دراسة علاقة متغير(القيود ومجموعة الفرص الاستثمارية) فإن إدراج القيود المالية لا يعتمد فقط على الفرص الاستثمارية وإنما كذلك دفع مقسوم أرباح والحفاظ على نسبة دفع مقسوم للأرباح مستقرة وذلك وفق مفهوم الرافعة المالية محلية الصنع التي تفترض الاقتراض لدفع مقسوم الأرباح (Rose, 2013: 585) كما أن مقسوم الأرباح هو إشارة للمستثمرين وذلك وفق نظرية الإشارة، وبالتالي فإن احتياجات الأموال هي تتعلق بالقرارين الآخرين ولا تقتصر على قرار الاستثمار، وعندها تكون المعادلة السلوكية لقرار الاستثمار وفق الآتي:

$$\frac{INV}{SZit} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{NDF}{SZit} + \alpha_2 \frac{DIV}{SZit} + \alpha_3 \frac{CF}{SZit} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 INV_{it-I} + \epsilon_{it}$$

معادلة قرار التمويل

معادلة قرار التمويل والتي تمثل الديون طويلة الأجل هي دالة للاستثمار ودفع مقسوم الأرباح، ويتوقع أن تكون هذه المتغيرات (الاستثمار ودفع مقسوم الأرباح) والتي تعد متغيرات داخلية لمعادلة قرار الديون طويلة الأجل، ذات علاقة طردية بالديون طويلة الأجل، ويأتي ذلك ضمن الفرضية القائلة بأن الأموال الخارجية المطلوبة هي لتمكين الشركة من تمويل دفعات ثابتة أو تتسم بالثبات نوعاً ما من مقسوم الأرباح النقدية، وفي الوقت نفسه القيام بالاستثمارات، إذ قد لا تكون الأرباح المحتجزة كافية لتغطية هذه المدفوعات، ويأتي هذا ضمن جوهر نظرية الالتقاط، كما يتوقع أن يكون صافي مبلغ التمويل الخارجي مدفوع من خلال العجز في توفير الأموال من المصادر الداخلية، ووفق ما طرح في بعض الأدبيات الحديثة في مجال الإدارة المالية أن نظرية الالتقاط لا تفسر قرارات التمويل في الشركات إلا بشكل جزئي، لذا واستكمالاً لهدف الدراسة تم إدخال

متغير القيود المالية كمحدد لقدرة الشركة في الوصول إلى أسواق رأس المال، إذا لم يعد افتراض أن الأسواق المالية تامة قائم في العالم الحقيقي، لذا وضمن بعض من مميزات دراستنا نقوم بإدخال متغيرات مثل الموجودات الملموسة كمؤشرات على القيود المالية الخارجية وهذا كما في دراسة (Meng, 2012) أذ أن الشركات ذات الموجودات الملموسة أو الاستثمار في الموجودات الملموسة الأكثر تتسم بدرجة أكبر من الثبات والامان والانخفاض في درجة المخاطرة، والتدفقات النقدية كمؤشر على القيود المالية الداخلية، كما أننا اخذنا بنظر الاعتبار جوهر الانتقادات التي وجهت إلى Modigliani & Miller) والتي مفادها أن كلفة التمويل هو دالة للرافعة المالية فقط، في حين أنه يعتمد على حجم الشركة وتركيبه الموجودات بالإضافة إلى معدل النمو في العائد، وعندها تكون المعادلة السلوكية لقرار الديون طويل الأجل وفق الآتي:

$$\frac{NDF}{SZit} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{INV}{SZit} + \alpha_2 \frac{DIV}{SZit} + \alpha_3 \frac{CF}{SZit} + \gamma_4 TAN it + \epsilon it$$

معادلة قرار مقسوم الأرباح

لقد تم تصميم معادلة مقسوم الأرباح وفقاً للجدل في الدراسات السابقة في انتقاء المتغيرات الخارجية فقد اتفقت مع بعضها وجاءت مختلفة مع البعض الآخر، إذ يرى (Peterson & Benesh, 1983) أهمية تضمين متغيرات متباطئ زمنياً مثل مقسوم الأرباح المتباطئ زمنياً كمتغير تفسيري، إذ إن حذف هذا المتغير يؤدي إلى نموذج غير محدد، على العكس من ذلك يرى البعض الآخر أن مقسوم الأرباح المتباطئ لا يفسر مستوى مقسوم الأرباح الحالية، بل هو بمثابة بديل للعوامل الأخرى التي قد تؤثر على مقسوم الأرباح الحالية، وقد يفتقر هذا الادعاء إلى مزايا إذا ما نظر إليه بالافتتران مع ملاحظة أن معظم الشركات مترددة في خفض مقسوم الأرباح النقدية حتى في أوقات الأزمات (Peterson & Benesh, 1983: ٤٤٢).

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

أجمالي حق الملكية. وعندها تكون المعادلة السلوكية لقرار دفع مقسوم الأرباح على وفق الآتي:

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

إذ إن:

NDF: الديون طويلة الأجل في السنة t

INV: الاستثمارات الرأسمالية في السنة t

DIV: مقسوم الأرباح النقدية المدفوع في السنة t

CF: التدفقات النقدية الداخلية في السنة t

SZ: حجم الشركة في السنة t

TAN: الموجودات الملموسة في السنة t

INVit-1: الاستثمارات الرأسمالية في السنة t-1

Q: مؤشر توبن في السنة t

Pit: صافي الأرباح في السنة t-1

DIV it-1: مقسوم الأرباح النقدية للسنة السابقة t-1

RE/TE: نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية في السنة t

e, € , £: الخطأ المعياري للنموذج في كل معادلة حسب ترتيب المعادلات في السنة t

٣,٣. تفاعل القرارات باستخدام نماذج المعادلات الانية (المتزامنة)

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

ان نموذج المعادلات الانية الخاص بنموذج الدراسة يتألف من المتغيرات الداخلية

$$\left(\frac{INV}{SZit}, \frac{NDF}{SZit}, \frac{DIV}{SZit} \right); \text{ والمتغيرات المحددة مسبقاً } \left(\frac{DIV_{it-1}}{SZit}, \frac{INV_{it-1}}{SZit} \right); \text{ والمتغيرات}$$

الخارجية $\left(\frac{CF}{SZit}; \frac{TAN_{it}}{SZit}; \frac{P_{it}}{SZit}; Q_{it}; \frac{RE}{TE_{it}} \right)$ وحدد الخطأ العشوائي لكل معادلة وكما موضح في أدناه: -

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

٤. النتائج

١,٤. الوصف الاحصائي لمتغيرات

يوضح الجدول (١) بعض المؤشرات الاحصائية الوصفية لعينة الدراسة، وبالنظر إلى المتغيرات الرئيسية الخاصة بالشركات المقيدة والشركات الأقل تقييداً، أذ حقق متوسط الاستثمارات الرأسمالية الجديدة (INV) في العام إلى إجمالي موجودات الشركة في الشركات الأقل تقييداً المتوسط الأكبر مقارنة بالشركات المقيدة مالياً، وهذا ما يؤكد صحة التوجه في الاخذ بنظر الاعتبار القيود المالية والجدلية التجريبية في نتائج الدراسات، وهو إمكانية هذه الشركات من استغلال الفرص الاستثمارية المجزية نتيجة إمكانية الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية وأنعكاسها بالاستثمارات الرأسمالية، وحصول الشركات المقيدة على المتوسط الأقل والانحراف الأكبر بين العينة، إلا أن العينة ككل لم تتجاوز ٤%.

أما تمويل هذه الاستثمارات (الديون الجديدة) (NDF) إلى إجمالي موجودات الشركات فلم يتجاوز المتوسط ١٧% في العينة ككل، إذ حققت الشركات المصنفة على أنها أقل تقييداً المتوسط الأكبر وهذا ينطبق مع تصنيف الشركات حسب درجة القيود المالية، وبالتالي إمتلاكها قدرة أفضل في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجي واستغلال هذه الفرصة في تمويل الاستثمارات الجديدة، أما الشركات المقيدة فقد كانت ذات المتوسط الأقل وهو ذو مغزى مالي كونها تعاني من قيود في الحصول على التمويل الخارجي، وبالتالي فإن الشركات التي تصنف على أنها مقيدة مالياً (قيود خارجية) وذلك

حسب درجة الرفع المالي (Meng et al., 2010: 17) تعاني من حساسية في التدفقات النقدية الخارجية (الديون) لقرارات الاستثمار الرأسمالي، وهذا ما أشارت إليه نتائج دراسة (Bo et al., 2003)، وتؤكد النتائج إعلاء في كل من الاستثمار الرأسمالي وتمويلها بالديون طويلة الأجل.

اما بالنظر إلى متوسط مقسوم الأرباح النقدية المدفوعة (DIV) إلى إجمالي موجوات الشركات فقد كانت ذات متوسطات متقاربة، إلا أن الشركات الأقل تقييداً حققت المتوسط الأقل، وهي بذلك تعتمد سياسة متحفظة وتسعى إلى أن تكون مستقرة في دفع مقسوم الأرباح النقدية، وهذه النقطة لا تتفق مع النتائج التجريبية في الدراسات السابقة من خلال اعتماد نسبة مقسوم الأرباح النقدية المدفوع كمؤشر لدرجة القيود المالية في الشركات، كما في دراسة (Fazzari et al., 1988) و (Kaplan & Zingales, 1997) أذ وفق مآتم طرحه من خلال مؤشر القيود (المقسوم النقدي) فإن الشركات الأقل تقييداً يجب أن تظهر مقسوم النقدي الأكبر ضمن العينة، إلا أنها تتفق مع ما تم طرحه في بعض الدراسات بعدم وجود علاقة ارتباط بين مقاييس القيود المالية، إذ إن الشركات على وفق مقياس معين قد تكون مقيدة ووفق مقياس آخر غير مقيدة، وقد حققت الشركات المقيدة المتوسط الأكبر للمقسوم النقدي المدفوع للمساهمين، إلا أنها في ذات الوقت تمتلك الانحراف المعياري.

وبالنظر إلى التدفقات النقدية الداخلية في الشركة (CF) إلى إجمالي الموجودات، فقد حققت الشركات المقيدة المتوسط الأكبر والشركات الأقل تقييداً المتوسط الأقل، وهذا له مدلولان، الأول: أن الشركات التي تصنف على أنها شركات مقيدة خارجياً حسب درجة الرفع المالي قد لا تكون مقيدة داخلياً وهذا مآتم طرح في الفكر المالي، والثاني: عند النظر إلى الانحراف المعياري نجد أن الشركات الأقل تقييداً تمتلك الانحراف الأقل، وبالتالي فإن المتوسط الأكبر في الشركات المقيدة قد يعود إلى بعض القيم الشاذة ضمن العينة.

نموذج توبن Q والذي يمثل الفرص الاستثمارية للشركة جاء بمتوسط في الشركات الأقل تقييداً مطابق لما يجب أن تكون عليه هذا النوع من الشركات، فقد كان المتوسط الأكبر في العينة وأكبر من (١) وهذا هو المطلوب كفرصة استثمارية، إذ إن الشركات التي تمتلك هذا المتوسط هي تمتلك فرصاً استثمارية وعلى العكس من ذلك وعلى وفق

ماتحقق في الشركات المقيدة والتي حققت المتوسط الأقل، فضلاً عن امتلاك الشركات الأقل تقييداً الانحراف المعياري الأقل.

كما يوضح الجدول أن أكبر متوسط لنسبة الموجات الملموسة (TAN) التي تمتلكها الشركات إلى إجمالي الموجودات تحققت في الشركات الأقل تقييداً مقارنة بالشركات المقيدة والتي حققت المتوسط الأقل، وهذا منطقي تماماً فمن جانب يتفق مع افتراض أن الموجودات الملموسة الأكبر في الشركة تمنح درجة ثقة أكبر، وبالتالي مقدرة أعلى على الاقتراض، ويتفق من جانب آخر مع استراتيجية الشركات في تكوين هذه الموجودات الملموسة سعياً لتحقيق جدارة ائتمانية أكبر، وما يعزز ذلك الانحراف المعياري الأقل في الشركات الأقل تقييداً.

كما حقق متوسط صافي الأرباح في الشركة (PIT) إلى إجمالي الموجودات في الشركات المقيدة المتوسط الأقل مقارنة بالشركات الأقل تقييداً والتي حصلت على المتوسط الأكبر، والذي يعكس تأثير ضعف القيود أو القيود القليلة للتمويل الخارجي في الاستثمار الرأسمالي الذي تم جني ثماره من خلال صافي الأرباح المتحققه، أو يمكن أن يفسر حجم الموجودات الأقل التي تمتلكها الشركات الأقل تقييداً الذي انعكس في النسبة الأكبر، إذ كلما كان مقام المعادلة أصغر يكون المتوسط أكبر، إلا أن الانحراف المعياري الأقل بين العينة يدعم تفوق الشركات الأقل تقييداً لهذا المتوسط.

متوسط نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية (RE) الأكبر تحقق في الشركات الأقل تقييداً مقارنة بالشركات المقيدة والشركات ككل، إلا أنها تمتلك الانحراف المعياري الأكبر في العينة وهذا يختلف جزئياً مع ماتم طرحه نظرياً، إذ من المفترض أن تكون الشركات المقيدة هي التي تمتلك النسبة الأكبر إلا أن الجدلية الفكرية الموجودة في هذا الجانب تبرر بأن الشركات ذات الفرصة الاستثمارية الواعدة والتي تعتمد نظرية الالتقاط في مصادر التمويل تبدأ من الأرباح المحتجزة، كما أن لحجم حق الملكية التأثير في هذا المتوسط فقد يكون المتوسط الأكبر الموجود في الشركات الأقل تقييداً يعود إلى حجم حق الملكية إذ إن هذه الشركات تستطيع تمويل أغلب المشروعات من خلال المديونية مقارنة بحق الملكية.

الجدول (١) بعض المؤشرات الاحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة للمدة
(٢٠٠٨-٢٠١٦)

الشركات المقيدة								
RE	PIT	TAN	Q	CF	DIV	NDF	INV	المؤشر / المتغير
-0.0137	0.0221	0.9362	0.6023	0.0567	0.0330	0.0017	-0.0256	Mean
0.0075	0.0219	1.0000	0.4594	0.0372	0.0144	0.0000	-0.0043	Median
0.2471	0.2380	1.0000	6.0025	0.2735	0.4235	0.3493	0.4101	Maximum
-0.4033	-0.3474	0.3109	0.0091	-0.3767	-0.0246	-0.6784	-1.4668	Minimum
0.1169	0.1036	0.1604	0.6915	0.1046	0.0559	0.1039	0.2167	Std. Dev.
90	90	90	90	90	90	90	90	Observations
الشركات الأقل تقييداً								
RE	PIT	TAN	Q	CF	DIV	NDF	INV	المؤشر / المتغير
0.1477	0.0260	0.9935	1.0706	0.0485	0.0112	0.0167	0.0393	Mean
0.0638	0.0315	1.0000	0.9215	0.0346	0.0010	0.0084	0.0374	Median
1.9943	0.1180	1.0000	2.4599	0.1465	0.0698	0.2713	0.5460	Maximum
-0.4888	-0.1918	0.9390	0.3616	- 0.0653	0.0000	-0.2697	-0.6713	Minimum
0.4455	0.0591	0.0145	0.4719	0.0494	0.0173	0.0988	0.1677	Std. Dev.
54	54	٥٤	54	54	54	54	54	Observations

يعرض الجدول (2) تقديرات 3SLS لنظام المعادلات المتزامن للشركات المقيدة والشركات الأقل تقييداً، وذلك بغرض قبول أو رفض كل من الفرضية الأولى (أن القرارات المالية لا تتفاعل في مابينها في الشركات المقيدة مالياً)، والفرضية الثانية (أن القرارات المالية لا تتفاعل في مابينها في الشركات الأقل تقييداً)، بالنظر إلى القرارات المالية ومتغيراتها الفرعية وبالمقارنة بين الشركات المقيدة والأقل تقييداً على وفق الآتي:-

١. **قرار الاستثمار:** الشركات الأكثر تقييداً تظهر تزامن أكثر في القرارات، وبالتحديد فقد كانت قيم كل من التمويل بالديون طويلة الأجل والاستثمار الرأسمالي المتباطئ زمنياً، ذات تأثيراً معنوياً وطردياً في كل من الشركات المقيدة والأقل تقييداً، وهذا مطابق لكل من مصفوفة الارتباط الموضحة في الجدول (٣)، إذ أن التأثير الأكبر شخص في الشركات المقيدة وهذا ينطبق تماماً ووفق ما طرحته الدراسات السابقة، كما أن التأثير الأقل في الشركات الأقل تقييداً يفسر درجة وحجم الإعتماد على التدفقات النقدية الداخلية في تمويل جزء من الاستثمارات، التمويل بالديون والذي يكون أكبر في الشركات المقيدة (حساسية الاستثمارات للتدفقات النقدية) كما في دراسة كل من (Fazzari et al., 1988) للشركات الأمريكية و(Bo et al., 2003) للشركات الهولندية، باستثناء دراسة كل من (Kaplan & Zingales, 1997) إذ أثبتت عكس ذلك في ما يخص حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المقيدة مالياً ونتائج دراسة (Cleary, 2006) التجريبية المتناقضة حول أن الشركات التي تمتلك ثقلًا كبيراً في التدفقات النقدية، تبرز حساسية أقل للقرارات الاستثمارية، وما يعزز ذلك حصول الشركات الأقل تقييداً القيمة الأكبر والمعنوية للتدفقات النقدية للتأثير في القرار الاستثماري، إلا أن الشركات المقيدة أظهرت عدم معنوية التدفقات النقدية في الاستثمار الرأسمالي، فضلاً عن أن القيمة التأثيرية للاستثمار الرأسمالية الأكبر والأبرز في الشركات المقيدة.

إن التنافسية في استخدام الاموال الشحيحة كانت واضحة بشكل معنوي وكبير في الشركات المقيدة، وهذا يؤكد القيود التي تواجهها الشركات في الحصول على التمويل الخارجي، وبالتالي كانت القوة التأثيرية كبيرة وتنسجم مع الدراسات السابقة وما يجب أن تكون عليه، إلا أن الشركات الأقل تقييداً حصلت على نتائج مختلفة فقد كانت ذات علاقة إيجابية ومعنوية، وهذا يفسر بأن الشركات الأقل تقييداً تعتمد سياسة مقسوم الأرباح النقدية بعيدة نوعاً ما عن التأثير في الفرص الاستثمارية المتاحة للشركات، وذلك يعود إلى كون الشركات أقل تقييداً وعندما تكون أمامها فرص استثمارية فهي على مقدرة في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجي، وبالتالي هي لاتعمل على وفق نظرية الفائض (النظرية الخاصة بسياسة مقسوم الأرباح) وإنما هي أقرب إلى منهج نظرية عصفور في اليد.

كما أظهر الجدول أن قيمة معامل نموذج توبن Q للفرص الاستثمارية يمتلك تأثيراً عكسياً وغير معنوي في الشركات المقيدة وهذا يعكس المتوسط الضعيف دون المستوى المطلوب الذي تم تشخيصه في الاختبارات الوصفية الخاصة بالشركات، وبالمقابل التحول أصبح من لتأثير العكسي غير معنوي إلى التأثير الأيجابي غير المعنوي في الشركات الأقل تقييداً، وهذا يعكس نتائج الاختبارات الوصفية بشكل كبير، ومن ثم نموذج q لايعكس اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويعود ذلك أما لعدم إتاحة الفرص الاستثمارية أمام الشركات أو عدم توفر مصادر التمويل اللازمة والمناسبة لتلك الفرص الاستثمارية، فضلاً عن أنها اعتمدت مؤشرات أو مقاييس مختلفة في تكوين الاستثمار الرأسمالي.

٢. قرار التمويل: لايزال قرار الاستثمار الرأسمالي يشكل مؤثراً قوياً في قرار التمويل كدالة للتمويل في الشركات المقيدة، وبقيمة أكبر مما هو عليه في الشركات الأقل تقييداً، وهذا يعود إلى كون الشركات مقيدة مالياً إذ أن التأثير الكبير والوضح يعطي تصور على أن الشركات قد تعاني من بعض القيود المالية الداخلية فضلاً عن القيود الخارجية، وهذا يتفق مع بعض الطروحات بأن جميع الشركات تخضع لمستوى معين من القيود الداخلية، فضلاً عن الإعتماد كذلك على التدفقات النقدية الداخلية وهذا ماجاء واضح بشكل كبير من خلال التأثير الايجابي والمعنوي للتدفقات النقدية في الشركات المقيدة، كون ذلك قد يكون مشجع للاقتراض الخارجي، وبالتالي القبول بشروط اقتراض أشد على أمل الاستمرار في هذا المستوى من التدفقات النقدية الداخلية وبالإمكان اجراء عمليات التسديد الدين اوخدمة الدين، إلا أنه في الشركات الأقل تقييداً غير معنوي.

كما حققت الموجودات الملموسة التي تمتلكها الشركات تأثيراً معنوياً في كل من الشركات المقيدة والأقل تقييداً، إلا أن التأثير الأكبر تحقق مع الشركات الأقل تقييداً، وهذا مطابق لطبيعة الشركات، إذ تعكس الموجودات الملموسة التي تحتفظ بها الشركات كمحدد في الحصول على التمويل الخارجي درجة الأمان ومن ثم ارتفاع الجدارة الائتمانية لتلك الشركات، وبالتالي تستطيع الشركات الاقتراض بشكل مطمئن وكذلك المقرضين يكونون أكثر ثقة بالشركة وتنخفض درجة المخاطره في هذه الشركات وينخفض معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين وهذا ما أكدت عليه دراسة (Cleary, 2006) إذ أكدت أن القرارات الاستثمار في الشركات ذات المراكز المالية الأقوى هي أكثر حساسية بكثير في

توافر الأموال من تلك التي تكون أقل جدارة ائتمانية (أقل موجودات ملموسة)، وقد امتلكت الشركات المقيدة متوسط من الموجودات الملموسة الأقل ومن ثم تحمل تأثيراً أقل في التمويل الخارجي.

وقد حقق مقسوم الأرباح النقدية وهو الاستخدام الثاني للأموال وفق نظرية الفائض والأول على وفق نظرية عصفور في اليد، تأثير عكسي ومعنوي في قرار التمويل وهذا يتفق مع ما يجب أن يكون عليه، ففي حالة دفع مقسوم أرباح بعد اسغلال الفرص الاستثمارية تكون الشركات ليست بحاجة إلى التمويل الخارجي وتكون العلاقة عكسية، أما الشركات المقيدة فقد كانت غير معنوية.

٣. قرار مقسوم الأرباح النقدية: لاتزال القرارات المتنافسة (بين الاستثمار ومقسوم الارباح) على الأموال وفق ما طرحه الفكر المالي وعلاقة الارتباط وبالاتفاق مع اغلب النتائج بأنها ذات تأثيراً عكسياً وفي أكثر من مكان سواء كانت في قرار التمويل أو مقسوم الأرباح النقدية وفي الشركات المقيدة أو الأقل تقييداً، فقد جاءت النتائج مطابقة لعلاقة الارتباط المشخصة في مصفوفة الارتباط وكما في الجدول (٣)، إلا أن الشركات المقيدة قد ابرزت تنافسية أقوى على مصادر التمويل من خلال قيمة المعلمة مقارنة بالشركات الأقل تقييداً، وبالتالي هي تعمل على تزامن قرار الاستثمار مع قرار التمويل وذلك لصعوبة الوصول إلى مصادر التمويل الخارجي التي تمثل البديل الأول في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

كما حققت نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية تأثيراً عكسياً ومعنوياً متطابقاً مع مصفوفة الارتباط في جدول (٣)، إلا أنها كانت أكبر في الشركات المقيدة، مما هي عليه في الشركات الأقل تقييداً، وهذا يعكس علاقة منطقية فكما احتفظت الشركات بأرباح أكبر قل مقسوم الأرباح مع الاخذ بنظر الاعتبار التغيرات التي تطرأ على حق الملكية.

حقق قرار التمويل بالديون طويلة الاجل تأثيراً طردياً ومعنوياً، وهذا عكس ما كانت عليه علاقة الارتباط والموضحة في مصفوفة الارتباط، أذ أن الشركات اللتي تقوم بدفع مقسوم الأرباح النقدية للمساهمين يفترض أنها قد مولت كافة الفرص الاستثمارية المجزية، وذلك على وفق ما طرحته نظرية الفائض والاكثر قبولاً في تفسير سياسة مقسوم الأرباح،

إلا أن ما أشارت إليه نظرية الإشارة بأن مدراء الشركات يكونون مترددين في إجراء تغيير في دفع مقسوم الأرباح وبالاخص نحو التقليل أو عدم الدفع جعل وضع الشركات الكويتية تزامن بالشكل الايجابي قرار دفع مقسوم الأرباح والحصول على مصادر التمويل الخارجية، والاستفادة من إشارة السوق بالحصول على موضع ائتماني أفضل وذلك وفق دور مقسوم الارباح النقدية في القيود المالية التي تمت الإشارة إليها في فقرات سابقة ضمن الدراسة، إذ أن القيمة التأثيرية كانت أبرز في الشركات الأقل تقييداً وهذا يؤكد الاستفادة التامة من إشارة السوق وأنعكاسها في الحصول على مصادر التمويل الخارجية وذلك من خلال الرافعة التي تمتلكها الشركات الأقل تقييداً.

كما كان للتدفقات النقدية الداخلية تأكيد على نتائج وعلاقات المتغيرات أعلاه، فقد حققت تأثيراً ايجابياً ومعنوياً في الشركات المقيدة والذي يعكس اعتماد الشركات المقيدة على التدفقات النقدية الداخلية في دفع المقسوم النقدية، أما في الشركات الأقل تقييداً فقد كان التأثير غير معنوي، فضلاً عن كونه عكسي على وفق مصفوفة الارتباط الموضحة في الجدول (٣)، وبالتالي فإن الشركات الأقل تقييداً تستطيع الاعتماد على المصادر الاخرى عندما تكون لديها حاجة للسيولة المتولدة من التدفقات النقدية الداخلية دون إرسال اي إشارة للسوق والتي تكون لها تأثيراً عكسياً في قيمة الشركة، وهذا عكس ما كانت عليه الشركات المقيدة من خلال محدوية اعتماد أستراليا الرافعة من قبل الشركات أو استخدام الافتراض لغرض دفع مقسوم الأرباح النقدية أو المحافظه على مستوى منتظم من المقسوم النقدي، فقد ابرزت إحصاءات الوصفية في الشركات الأقل تقييداً معدل تباين (الانحراف المعياري) أقل لمقسوم الأرباح النقدية المدفوعة للمساهمين.

وحقق صافي الأرباح المتحققة تأثيراً ايجابياً ومعنوياً يتفق مع جميع الدراسات السابق وما اوضحته مصفوفة الارتباط في الجدول (٣)، إذ إن درجة الإعتمادية على الأرباح المتحققة في دفع مقسوم الأرباح النقدية غير قابل للنقاش بوصفه المحدد الرئيس والأكثر تأثيراً فقد حققت الشركات المقيدة التأثير الأكبر مقارنة مع الشركات الأقل تقييداً وهذا منطقي للشركات المقيدة في ظل القيود الداخلية والخارجية التي تواجهها الشركات. إن تضمين متغيرات متباطئه زمنياً في معادلة قرار مقسوم الأرباح النقدية قد أعطى تأكيداً آخر على اهمية النظر في مستوى المقسوم المدفوع في السابق فقد حقق متغير مقسوم

الأرباح المتباطئ زمنياً تأثيراً غير معنوي وضعيف جداً في الشركات المقيدة مقارنة بالشركات الأقل تقييداً، وهذا يفسر أن الشركات قد لاتأخذ بنظر الاعتبار المقسوم المدفوع بالسابق بنظر الاعتبار عند اقرار دفع المقسوم أو لاتستطيع أن تواكب المقسوم السابق ومن ثم تحافظ على مستوى قريب أو منتظم وذلك لتأثير مستوى القيود التي تواجهها سواء الخارجية والتي تم تشخيصها من خلال مقياس الرفع المالي أو الداخلية أذ أن هنالك شبه اتفاق بين المعنيين على ان جميع الشركات تواجه مستوى معيناً من القيود الداخلية، عكس ماكانت عليه الشركات الأقل تقييداً.

هذا وقد حققت معاملات التفسير R^2 للقرارات الثلاث ٣١% و ٢٩% و ٨٣% على التوالي، في الشركات المقيدة، أما في الشركات الأقل تقييداً، ٥٦% و ١٦,٦% و ٢٥,٨%. كما تشير قيمه اختبار DW إلى خلو النماذج الثلاث من مشكلة الارتباط الذاتي إذ نلاحظ أن معاملات الارتباط لجميع المعادلات تقترب من ٢ صحيح.

من خلال النتائج أعلاه والتي جاءت مطابقة لما كان متوقعاً على وفق النظرية لبعض القرارات أو المتغيرات فإن التزامن موجود في الشركات المقيدة، والذي يفسر درجة التفاعل في هذه القرارات وذلك من خلال درجة القيود التي تواجهها الشركات في الحصول على مصادر التمويل واستخدامها في الاستخدامات المتنافسة والذي فسر من خلال معلمات القرارات المعنوية كمتغيرات داخلية في القرار الثالث على التوالي. وبالتالي نرفض الفرضية الأولى (أن القرارات المالية لاتتفاعل في مابينها في الشركات المقيدة مالياً) وتقبل الفرضية البديلة أي أن القرارات المالية تتفاعل فيما بينها في الشركات المقيدة مالياً.

أما الشركات الأقل تقييداً فقد شخصت معاملات بعض المتغيرات أقل مما كانت عليه في الشركات المقيدة، إلا أن التزامن في القرارات موجود والذي يفسر درجة التفاعل في هذه القرارات إلا أنه أقل مما هو عليه في الشركات المقيدة وذلك وفقاً لدرجة القيود المالية التي تواجهها الشركات في الحصول على مصادر التمويل والتي انعكست في قيمة المعلمات المعنوية للقرارات الثلاث. لذا يتم رفض الفرضية الثانية (القرارات المالية لا تتفاعل في مابينها في الشركات الأقل تقييداً) وقبول الفرضية البديلة أي أن القرارات المالية تتفاعل في مابينها في الشركات الأقل تقييداً، ولكن بمتسوى أقل.

الجدول (٢) نتائج تفاعل القرارات المالية عينة الدراسة للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٦)

الشركات المقيدة			
المتغير	قرار الاستثمار	قرار التمويل	قرار مقسوم الأرباح
	Value	Value	Value
الاستثمار الرأسمالي	0.8180	0.3300***	-0.1539**
الديون طويلة الأجل	-0.0300**	-0.0582	0.0334***
مقسوم الأرباح النقدية	0.0024	0.0287**	0.0066**
التدفقات النقدية	-0.0051		
نموذج توين Q	1.1030***		
الاستثمار الرأسمالي المتباطئ زمنياً		0.1473***	
الموجودات الملموسة			0.8711***
متغير الأرباح			0.000078
مقسوم الأرباح النقدية المتباطئ زمنياً			-0.6516***
نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية	0.0117		
B01		-0.2893	
B02			-0.1539
B03			90
Observations	90	90	90
Adjusted R-squared	0.3162	0.2927	0.8330
Durbin-Watson stat	١.٩٥٠٠	2.0100	2.0200
الشركات الأقل تقييد			
	Value	Value	Value
الاستثمار الرأسمالي	0.1523***	0.0066***	-0.0874***
الديون طويلة الأجل	2.1243***	-6.4704***	0.0881***
مقسوم الأرباح النقدية	0.4947*	0.0713	0.00312
التدفقات النقدية	0.0078		
نموذج توين Q	0.5524***		
الاستثمار الرأسمالي المتباطئ زمنياً		3.1256**	
الموجودات الملموسة			0.0388***
متغير الأرباح			0.1971**
مقسوم الأرباح النقدية المتباطئ زمنياً			-0.0095**
نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حق الملكية	0.2680**		
B01		-3.5351***	
B02			-0.0414**
B03			52
Observations	52	52	52
Adjusted R-squared	0.5632	0.1664	0.2579
Durbin-Watson stat	2.1000	2.1000	2.0000

جدول (٣) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٦)

الشركات المقيدة مالياً										
CF	INV _{t-1}	RE	Q	TAN	PIT	DIV _{t-1}	DIV	INV	Ndf	
								1	1	NDF
								0.4887	***	INV
							1	-0.3175	-0.2302	DIV
								***	**	
						1	0.5248	-0.3428	-0.1855	DIV _{t-1}
							***	***	*	
					1	0.4345	0.5067	-0.4208	-0.1014	PIT
						***	***	***		
				1	-0.2339	-0.3961	-0.4884	0.112	0.2509	TAN
					**	***	***		**	
			1	-0.9498	0.2304	0.3048	0.3994	-0.1011	-0.2025	Q
				***	**	***	***		*	
		1	0.0173	0.031	0.8358	0.1661	-0.0181	-0.2974	0.0025	RE
					***			***		
	1	-0.1667	-0.0352	0.0693	-0.3327	-0.2811	-0.3724	0.8268	0.4708	INV _{t-1}
					***	***	***	***	***	
1	-0.3127	0.1569	0.3578	-0.4098	0.3957	0.4508	0.5209	0.4297	-0.2176	CF
	***		***	***	***	***	***	***	**	

الشركات الأقل تكثيد										
CF	INV _{t-1}	RE	Q	TAN	PIT	DIV _{t-1}	DIV	INV	NDF	المتغير
									1	NDF
									0.5308	
								1	**	INV
							1	-0.1460	-0.1159	DIV
						1	0.4814	0.0409	-0.0995	DIV _{t-1}

					1	0.1771	0.2947	0.2113	0.0394	PIT
						**				
				1	0.0414	0.2125	0.0956	0.2353	0.4175	TAN
								*	***	
			1	0.0543	0.4824	0.1046	0.2984	0.4633	-0.0221	Q
					***		**	***		
		1	0.0792	-0.7933	0.1597	-0.1618	-0.1881	-0.0856	-0.1552	RE

	1	0.0377	0.4096	0.2523	0.1991	0.1143	0.0822	0.7501	0.568	INV _{t-1}
			***	*				***	***	
1	0.3789	0.0844	0.5208	0.109	0.2493	-0.1112	-0.0301	0.4489	0.3735	CF
	***		***		*			***	***	

٢,٢,٤. اختبار أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة

بهدف قبول أو رفض الفرضيتين الثالثة وهي (لايوجد أثر ذي دلالة احصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة في الشركات المقيدة مالياً) والفرضية الرابعة (لايوجد أثر ذي دلالة احصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة في الشركات الأقل تقييداً).

فقد تم بناء المعادلة السلوكية من خلال الإعتماد على القيمة السوقية لأسهم الشركات كمتغير معتمد والقرارات المالية كمتغير مستقل، وعلى الرغم من إعتنادنا على نموذج Q في معادلة الاستثمار الرأسمالي كمتغير تفسيري خارجي (الفرص الاستثمارية) إذ يستخدم البعض هذا المؤشر بديلاً لقيمة الشركة، إلا أننا إعتدنا القيمة السوقية، وذلك وفقاً لأغلب الدراسات التي تناوأت قيمة الشركة، ولأن القيمة السوقية تعكس بعض الجزيئات مثل عدم تماثل المعلومات ودرجة استقبال الإشارة المرسلة من الشركة وغيرها.

وبعد إجراء بعض الاختبارات الأولية وهي الاختبارات الخاصة بكل من (Breusch-Pagan) وذلك لغرض تحديد هل يوجد هنالك فروقات أو عدم وجود فروقات بين الشركات، ففي حالة عدم وجود فروقات يكون النموذج المناسب هو (pooled Model)، أما في حالة وجود فروقات فيتم إجراء اختبار اختبار Hausman (test) لتحديد طبيعة الفروقات سواء كانت فروقات ثابتة، وبالتالي النموذج المعتمد هو (fixed Model)، أم الفروقات عشوائية، وبالتالي النموذج المعتمد هو (Random Model)، وقد تم الحصول على نتائج توضح أن النموذج المناسب للعينة ككل هو (fixed Model). وقد كانت نتائج الانحدار وحسب تقسيمات الشركات وفق الآتي: -

١. الشركات المقيدة:

نلاحظ ومن خلال نتائج الجدول (٤) أن قرار الاستثمار الرأسمالي يشكل مؤثراً في قيمة الشركة سواء أكانت مقيدة أم أقل تقييداً، فقد حقق تأثيراً معنوياً في قيمة الشركة،

وهذا ينطبق مع النظرية المالية بأن قيمة الشركة تعتمد على قيمة استثماراتها والتدفقات النقدية الناتجة عن تلك الاستثمارات.

كما حقق قرار التمويل بالديون تأثيراً عكسياً ومعنوياً في القيمة السوقية للشركة وهذا يتفق مع بعض الدراسات مثل (Fama & French, 1998)، إلا أن التأثير الإيجابي والمعنوي الأكبر كان لقرار مقسوم الأرباح في قيمة الشركة.

حقق معامل التحديد المصحح ($Adj R^2$) ٣١%، وهذا يشير إلى أهمية المتغيرات المعتمدة في الدراسة كمتغيرات تفسيرية في قيمة الشركة، إذ تشير هذه النسبة أن ٣١% من التغير في قيمة الشركات المقيدة فسرت من خلال المتغيرات التفسيرية، في حين تشير النسبة المتبقية ٦٩% إلى متغيرات أخرى لم تتضمن في النموذج. وتشير قيمة اختبار DW إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي إذ نلاحظ أن معامل الارتباط للمعادلة يقترب من ٢ صحيح.

بناءً على ماحققة القرارات المالية من تأثيراً في قيمة الشركة ومعنوياتها يدفعنا ذلك إلى رفض الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة أثر ذي دلالة احصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة للشركات المقيدة مالياً، وقبول الفرضية البديلة أي أن القرارات المالية ذات أثراً معنوياً بقيمة الشركة للشركات المقيدة.

٢. الشركات الأقل تقييداً:

إن النتائج الموضح في الجدول (٤) تشير إلى وجود تأثيراً معنوياً لقرار الاستثمار الرأسمالي في قيمة الشركة، كما حقق قرار التمويل بالديون تأثيراً عكسياً ومعنوياً أقل من الشركات المقيدة في القيمة السوقية، كما كان لقرار مقسوم الأرباح تأثيراً إيجابياً هو أكبر في قيمة الشركة والذي كان يتفق لما متحقق في الشركات المقيدة، وبالتالي فإن نتائج الشركات الأقل تقييداً توضح أيضاً تأثيراً للقرارات المالية في القيمة السوقية للشركة، كما كان عليه في الشركات المقيدة.

إن قيمة معامل التحديد المصحح ($Adj R^2$) تشير إلى أهمية المتغيرات المعتمدة في الدراسة كمتغيرات تفسيرية في قيمة الشركة أذ تشير أن ٨٧% من التغير في قيمة الشركات الأقل تقييداً فسرت من خلال المتغيرات التفسيرية، في حين تشير النسبة المتبقية ١٣% إلى متغيرات لم تتضمن في النموذج. وتشير اختبار DW إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، إذ نلاحظ أن معامل الارتباط للمعادلة يقترب من ٢ صحيح. بناءً على ما تحقق في القرارات المالية الثلاثة من أثر بقيمة الشركة ومعنوياتها يدفعنا ذلك إلى رفض الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة أثر ذات دلالة احصائية للقرارات المالية بقيمة الشركة في الشركات الأقل تقييداً، وقبول الفرضية البديلة أي أن اقرارات المالية ذات أثر معنوي بقيمة الشركة للشركات الأقل تقييداً.

جدول (٤) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لعينة الدراسة للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٦)

المتغير	الشركات المقيدة	الشركات الأقل تقييداً
	Value	Value
قرار الاستثمار الرأسمالي	0.3533***	0.2469**
قرار التمويل بالديون طويلة الأجل	-0.5248***	-0.1959***
قرار مقسوم الأرباح النقدية	1.5764***	6.3808***
Constant	0.8146***	0.4978***
Observations	90	54
Adjusted R-squared	0.3108	0.8708
Durbin-Watson stat	٢.96١1	2.1455

5. الاستنتاجات والتوصيات

١,٥. الاستنتاجات

١. اعتماد الرافعة المالية مؤشر للقيود المالية جاءت منسجمة مع نتائج تقسيم الشركات، على وفق ما افرزته الاحصاءات الوصفية ومتوسطاتها، أذ إن الشركات المقيدة شهدت معدل الاستثمار إلى إجمالي الموجودات الأقل والانحراف الأكبر، كما يعاني الاستثمار الرأسمالي من حساسية في التدفقات النقدية الخارجية (الديون) وهذا ما أكدته متوسط نسبة التمويل بالديون طويلة الأجل الأقل.
٢. الشركات التي تتميز بأنها أقل تقييداً، أتضح انها تعاني من قيود مالية داخلية، وهذا يتفق مع ماتم طرحه نظرياً بأن أغلب الشركات مقيدة مالياً.
٣. اعتماد حجم الشركات كمؤشر ترجيحي لتقليل الفوارق بين الشركات جاء بنتائج متفقة مع الاخذ بنظر الاعتبار الفروقات بين الشركات وذلك من خلال تحليل الانحدار المتعدد.
٤. شهدت الشركات المقيدة مستوى تفاعل أكبر في القرارات، في حين أن الشركات الأقل تقييداً تميزت بالمستوى الأقل بالتفاعل عن الشركات المقيدة.
٥. هنالك علاقة أثر إيجابية ذات دلالة أحصائية لكل من القرارات المالية في قيمة الشركة وعلاقة، وفي أكثر من موقع (حسب القيود).

٢,٥. التوصيات

١. ضرورة اهتمام مدراء الشركات بأهمية تفاعل القرارات المالية والتلازمة التي ترافق اتخاذها، وذلك في ظل محدودية مصادر التمويل المتاحة.
٢. على الشركات التي شخّصت على أنها الأقل تقييداً أن تعكس هذا المستوى من القيود في تحقيق فرص استثمارية تؤدي إلى تقليل مستوى القيود الداخلية، وبالتالي عدم الاعتماد أو تقليل الاعتماد على المصادر الخارجية كمصدر التمويل الأكبر للفرص الاستثمارية.
٣. اعتماد التبادل بين كلف وفوائد مصادر التمويل للوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، إذ اثبت أن الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية من خلال احتجاز الأرباح يعطي إشارة قد يكون لها تأثيراً أكبر من كلف التمويل الخارجية في الشركة.
٤. منح مصادر التمويل الداخلي الأولوية في تمويل الفرص الاستثمارية مع مراعاة سياسة مقسوم الأرباح وذلك لقوة الإشارة المنقولة من خلالها.
٥. إدخال متغيرات جديدة ذات أهمية في تفسير بعض سلوك الشركات في القرارات مثل كلف الضائقة المالية والإفلاس والوكالة وغيرها بشكل كمي.

المصادر

- 1- Abor, J. and Bokpin, A. G. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy Evidence from emerging markets. *Journal of Studies in Economics and Finance*, 27 (3), 180-194.
- 2- Ahmed, H. J. A. (2008). The Impact of Financing Decision, Dividend Policy, corporate ownership on Firm Performance at Presence or absence of growth. Opportunity: Panel Data Approach Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange. 21st Australasian Finance and Banking Conference, Curtin University of Technology Malaysia Branch.
- 3- Almeida, H. and Campello, M. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Journal of the Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- 4- Ardestani, H. S., Rasi, S. A., Basiruddin, R. and Mehri, M. (2013). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(1), 123-136.
- 5- Bassetto, C. F. and Kalatzis. Aquiles, E.G.(2011). Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Journal of Economic Modeling*, 28. 264–271.
- 6- Bo, H., Lensink, R., Sterken, E. (2003). Uncertainty and Financing Constraints. *Journal of European Finance Review*, 7. 297–321.
- 7- Bolton, P., Chen, H. and Wang, N. (2011). A Unified Theory of Tobin's q, Corporate Investment, Financing, and Risk Management. *Journal of Finance*, 5.1545-1578.
- 8- Cheng, C. M. and Tzeng, C. Z. (2014). Effect of Leverage on Firm Market Value and How Contextual Variables Influence this Relationship. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 17(1).1 -63.
- 9- Chiarella, C., Pham, M. T., Sim, B., A. and Tan, M. M. (1992). The inter action of financing and investment decisions: preliminary results in the Australian context. *Asia pacific Journal of management*, 9(2), 209-229.

- 10- Cleary, S. (2006). International corporate investment and the relationships between financial constraint measures. *Journal of Banking & Finance*, 30. 1559–1580.
- 11- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial Constraints and investment choices: evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1795–1809.
- 12- Demirgunes, K. (2017). Capital Structure Choice and Firm Value: New Empirical Evidence from Asymmetric Causality Test. *International Journal of Financial Research*, 8 (2), 75-91.
- 13- Deng, L., Li, S., Liao, M. and Wu, W. (2013). Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *Journal of International Review of Economics and Finance*, 23.112–124.
- 14- Denis, J., David. and Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *Journal of The Review of Financial Studies*, 23(1).
- 15- Dhrymes, P. J. and Kurz, M. (1967). Investment, dividend, and external finance behaviour offirms. In Ferber, R. (ed.), *Determinants of Investment Behaviour* (New York: Columbia University Press).
- 16- Efni, Y. (2017). The mediating effect of investment decisions and financing decisions on the effect of corporate risk and dividend policy against corporate value. *Journal of Investment Management and Financial Innovations*, 14(2), PP: 27-37.
- 17- Elston, A., Julie. (1996). Dividend Policy and Investment: Theory and Evidence from US Panel Data. *Journal of Managerial and Decision Economics*, 17.PP:267-275.
- 18- Fama, E. F. (1974). The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of firms. *American Economic Review*, 64. 304-318.
- 19- Fama, E. F. and French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3). 819-843.
- 20- Fan, Z., Aishu, Z. and Tao, L. (2014). How Do Firms with Financial Constraints Manage Liquidity. *International Journal of Financial Markets*, 1(1) . 18-21.

- 21- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. and Peterson, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 141–206.
- 22- Han, D. and Wang, M. (2010). Corporate investment, financing, and dividend policies in the high-tech industry, *Journal of Business Research*, PP. 486–489.
- 23- Hanif, H. (2014). The Dynamic Relationship among Dividend, Earning and Investment: Empirical Analysis of Karachi Stock Exchange. *International Journal of Management Bus. Res*, 4 (1), 55-63.
- 24- Hart, E. C. and LenceSource, H. S. (2004). Financial Constraints and Farm Investment: A Bayesian Examination, *Journal of Business & Economic Statistics*, 22, 51-63.
- 25- Holt, W.P. Richard. (2003). Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 27, 467- 502.
- 26- Hovakimian, G. and Titman, S. (2006). Corporate investment with financial constraints: sensitivity of investment to funds from voluntary assets sales. *Journal of Money, Credit, and Banking*,
- 27- Ross, S. A., Westerfield , R. W. and Jordan , B. D. (2013) . *Corporate Finance*. 10th Edition, Irwin / McGraw- Hill.
- 28- Jensen, R., Gerald, Solberg, P. Donald. and Zorn, S. Thomas. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2) ,247-263.
- 29- Jiang, J. and Jiranyakul, K. (2013). Capital Structure Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges. *International Journal of Economics and Financial*, 3(1), 113-121.
- 30- Jo, H., Pinkerton, J. M., and Sarin,A. (1994). Financing decisions and the investment opportunity set: Some evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2,227-242.
- 31- Jorgensen, S., Kort, M. Peter. and Van Schijndel, J. Geert. (1989). Optimal investment, financing, and dividends. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 13, 339-377. North-Holland.
- 32- Kaplan, N., Steven, and Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing

- Constraints?. The Quarterly Journal of Economics, 112(1), 169-215.
- 33- Liow, H. K. (2010). Firm value, growth, profitability and capital structure of listed real estate companies: an international perspective. Journal of Property Research, 27(2), 119–146.
- 34- Loncan, R., Tiago, and Caldeira, F., Joao. (2014). Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms. R. Cont. Fin. – USP, Sao Paulo, 25(64), 46-59.
- 35- Marchica, T., Maria. and Mura, R. (2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. Financial Management, 39(4) 1339-1365.
- 36- McCabe, George M. (1979). The Empirical Relationship between Investment and Financing: A New Look. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 14. 119-135.
- 37- McVanel, D. and Perevalov, N. (2008). Financial Constraints and the Cash-Holding Behavior of Canadian Firms. Bank of Canada Discussion Paper -16.
- 38- Mensa, J. Farre. and Ljungqvist, AM. (2016). Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints. Journal of Review of Financial Studies, 29 (2- 1).
- 39- Mollik, T. A. (2008). Corporate Capital Structure and Firm Value: Panel Data Evidence from Australia's Dividend Imputation Tax System. Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accountin, 205-237.
- 40- Morellec, E., Valta, P. and Zhdanov, A. (2012). Financing Investment: The Choice between Public and Private Debt, Swiss Finance Institute and University of Lausanne. Available at SSRN: <https://ssrn.com>.
- 41- Myers, S. C. , and Majluf, N. S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. Journal of Financial of Economy, No. 13.
- 42- Myers, S. C. (1984). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, The Journal of Finance, Vol. XXIX, No. 1.

- 43- Pal, R. and Ferrando, A. (2006). Financing Constraints and Firms Cash Policy in the Euro Area. Social Science Research Network electronic library.
- 44- Park, W., Kwang, and Evans, J. (1996). Firm Value, Free Cash Flows and Financing Decision: Evidence from Japan. Journal of Financial Economics, 29, 337-363.
- 45- Peterson, P., Pamela. and Benesh, A., Gary. (1983) A Reexamination of the Empirical Relationship Between Investment and Financing Decisions. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 18(4), 439-453.
- 46- Sola, M., Cristina, García -Teruel, J., Pedro. And Martínez-Solano, M. (2013) Corporate cash holding and firm value. Journal of
- 47- Subramaniam, R, Devi, S. and Marimuthu, M. (2011). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia. Journal of Business Management, 5(24), 10128-10143.
- 48- WU, H., Kang, Y. and FU, S. (2013). An Empirical Study on the Correlation between Capital Structure and Firm Value from the Perspective of Different Monetary Policy ICCREM, International Conference on Construction and Real Estate Management, held in Karlsruhe, Germany, October 10-11, 828-835.
- 49- Meng, Q. (2012). Corporate investment, financing, and dividend Decision: Evidence from UK-Listed Companies. A thesis submitted to the University of Birmingham for the degree of doctor of philosophy, Department of Accounting and Finance, Birmingham Business Birmingham School.

التقارير

٥٠ تقارير سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات من ٢٠٠٧ ولغاية ٢٠١٦،

www.kuwaitse.co

٥١ تقارير الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات من

٢٠٠٧ ولغاية ٢٠١٦، بشكل منفرد لكل شركة، كلاً حسب موقعها.