

The Main Determinants Of Dividend Policy For A Sample Of Business Companies Listed In Qatar Stock Exchange For The Period (2010-2020)

Prof. Bashar Ahmed AL. Iraqi^{1*} and Ms. Doaa Ahmed abdulqader²

^{1,2} Department Financial and Banking Sciences College of Administration and Economics University of Mosul

ABSTRACT

Constitutes a incompatibility permanent and continuous of objectives between companies that seeking to provide internal financing necessary to invest and expand the company, and shareholders who seek a reward for their investment, scope to compete between them to get the most of the profits, which gives dividend decisions, based to a set of major determinants great and strategic importance to company and the shareholders, from here the research aimed to diagnose and preview the main determinants of the dividend policy, with presenting integrated overall picture on intellectual and theoretical frameworks which framed the mechanisms of direct and indirect influence that can be exercised by these determinants which varied between financial, economic, political and institutional variables in the interpretation of dividend payments, completed in empirical quantitative analysis, a methodology was employed generalized method of moment (GMM) based on panel data balance for a number of business companies listed in the financial markets of Qatar, and for the period (2010-2020) and reinforced by serial link test) serial correlation test(and characterization test)Wald Test(and normal distribution test (Normality Test), it is used to determine the nature, magnitude, and direction of the impact that these determinants can have on the dividend policy indicator.

This research has found a variety of factors determining dividend policies in terms of including profitability, liquidity, growth, leverage, debt, market value to book value, ownership structure, company age, cash flow, inflation, changing government policies, tax considerations, as well as Its impact varies from one company to another. On the other hand, this work has confirmed the unification of the direction of influence in terms of being positive for the profitability variable, liquidity, and cash flow versus the negative impact of the financial leverage and inflation variable on the profit distribution policies in the study sample companies in the State of Qatar.

Keywords: entrepreneurship, sustainable banking performance

Received:17/7/2022

Accepted:7/8/2022

Published:30/9/2022

*Corresponding Author: Bashar_a92@yahoo.com

المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح: دراسة في عينة من شركات الاعمال المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة (2020-2010)

الباحث : دعاء احمد عبدالقادر²
قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الادارة والاقتصاد/
جامعة الموصل

أ.د. بشار احمد العراقي¹
قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الادارة والاقتصاد/
جامعة الموصل

المستخلص

يشكل عدم التوافق المستمر والدائم للأهداف بين الشركات التي تسعى لتوفير التمويل الداخلي اللازم للاستثمار وتوسيع الشركة، والمساهمين الساعين للحصول على مكافأة استثماراتهم، مجالاً للتنافس بينهما في الحصول على الجزء الأكبر من الأرباح، الأمر الذي يعطي لقرارات توزيع الأرباح، المستندة الى مجموعة من المحددات الرئيسية، أهمية كبيرة واستراتيجية للشركة والمساهمين. من هنا فقد هدف البحث الى تشخيص ومعاينة العوامل الرئيسية المحددة لسياسة توزيع الأرباح، مع تقديم صورة شمولية متكاملة عن الاطر الفكرية والنظرية التي اطرت لأليات التأثير المباشر وغير المباشر التي يمكن أن تمارسها تلك المحددات التي تنوعت بين متغيرات مالية واقتصادية وسياسية ومؤسسية في تفسير مدفوعات الأرباح، استكملت بتحليل كمي تجريبي وظفت فيه منهجية العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moment (المستندة الى البيانات المزدوجة المتوازنة Panel Data Balance) لعدد من شركات الاعمال المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة (2020-2010)، وعزز باختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test) واختبار صحة التوصيف (Wald Test) واختبار التوزيع الطبيعي (Normality test) استخدم لتحديد طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي يمكن أن تحدثه هذه المحددات في مؤشر سياسة توزيع الأرباح . وتوصل البحث إلى تنوع العوامل المحددة لسياسات توزيع الأرباح من حيث اشتغالها على الربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، التضخم، تغير السياسات الحكومية، الاعتبارات الضريبية، فضلاً عن تباين تأثيرها من شركة إلى أخرى. من جانب آخر فقد أكد البحث على توحيد اتجاه التأثير من حيث كونه ايجابياً لمتغير الربحية والسيولة والتدفق النقدي مقابل التأثير السلبي لمتغير الرافعة المالية والتضخم في سياسات توزيع الأرباح في الشركات عينة الدراسة في دولة قطر.

الكلمات المفتاحية : المحددات الرئيسية، سياسة توزيع الأرباح، سوق قطر للأوراق المالية

1. المقدمة

تشكل قرارات توزيع الأرباح أحد زوايا مثلث القرارات المالية المهمة التي يمكن أن تمارس تأثيراً دافعاً لقيمة الشركات، تشاركه فيها وتتناغم معه الزوايا الأخرى المتمثلة بقرارات التمويل وقرارات الاستثمار. فتوزيعات الأرباح لا تعد مصدراً للدخل يحصل عليه المساهمون فقط، ولكنها تعمل أيضاً كمؤشر مالي يمكن أن يستخدم لتقييم الأداء المالي للشركة، فضلاً عن كونه قراراً تموالياً واستثمارياً يسهم في نمو وتوسع وديمومة الشركة. لقد شكلت تلك الأهمية الاستراتيجية لسياسات توزيع الأرباح دافعاً وحافزاً للفكر المالي والاقتصادي للبحث في أشكالها وأنواعها وأبعادها ومضامينها وآثارها وتأثيراتها وارتباطاتها، والعمل على بناء وصياغة أطر نظرية قادرة على تقديم التفسيرات والتحليلات المنطقية لأسسها، التي كان للاقترب في بعض الأحيان والابتعاد في أحيان أخرى بين المفكرين الماليين والاقتصاديين، دوراً مهماً في تعددها وتباين متضمناتها. فضلاً عن الوقوف على ودراسة أهم العوامل المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية الرئيسية التي يمكن أن تساهم وبصورة مهمة وفعالة في توجيه وتحديد اتجاهاتها، وبالشكل الذي يحقق أهدافها في تعظيم القيمة السوقية للشركة مع المحافظة على سلامة مركزها المالي.

لقد خضعت سياسات توزيع الأرباح ووفق الأطر النظرية والدراسات التجريبية إلى تأثير العديد من المتغيرات والعوامل ارتبط بعضها بالبيئة الداخلية للشركة كالربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، في حين ارتبط البعض الآخر منها بالبيئة الخارجية المحيطة بها كالتضخم، تغير السياسات الحكومية، الاعتبارات الضريبية، إلا أن طبيعة تأثير كل عامل من هذه العوامل وحجمه واتجاهه قد يتباين مع العوامل الأخرى ومع نفس العوامل في بيئات اقتصادية مختلفة.

• أهمية البحث.

يؤكد الفكر المالي والاقتصادي على غياب التوافق التام بين وجهات النظر الخاصة بقرارات سياسات توزيع الأرباح، التي قد تتشابه في بعض الأحيان ولكنها قد تختلف في أحيان كثيرة أخرى، الأمر الذي يدفع بقرارات الإبقاء عليها أو توزيع جزء منها أو جميعها يتأثر بجملة من العوامل الداخلية والخارجية التي تعد محددات رئيسة تساهم في توجيهها. وبالتالي فإن الوقوف على هذه المحددات وتشخيص ذوات الأثر

الإيجابي منها وتحديد ذوات الأثر السلبي، يساهم في توجيه متخذي القرار والمستثمرين، ويؤدي بهم إلى ترشيد قراراتهم الاستثمارية ورسم سياساتهم المستقبلية القادرة على دعم وتحقيق أهدافهم المالية والاقتصادية، وهو ما يشكل أهمية البحث الأساسية.

• مشكلة البحث.

تخضع سياسات توزيع الأرباح في الشركات إلى مجموعة من العوامل والمحددات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية التي تمارس دوراً مهماً في رسمها وتحديد معالمها، من هنا فإن البحث يحاول أن يجيب على الأسئلة التالية:

ما هي طبيعة وآلية وحجم التأثير الذي يمكن أن تمارسه المحددات الرئيسة في سياسة توزيع الأرباح لشركات الأعمال المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية؟

• فرضية البحث.

انطلاقاً من التساؤل الذي جسد مشكلة البحث صيغت فرضيته الأساسية لتتخذ الشكل الآتي:

تتباين طبيعة واتجاه وحجم تأثير المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية، في سياسات توزيع الأرباح لشركات الأعمال المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2020).

• أهداف البحث.

وفقاً لمشكلة البحث واستناداً إلى فرضيته سعى إلى تحقيق الأهداف التالية:

- أ. تفسير وتحليل آلية وقنوات التأثير الذي يمكن أن تمارسها مصفوفة المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية في سياسات توزيع الأرباح.
- ب. استشراف نموذج كمي لتشخيص واختبار طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي يمكن أن تمارسه مصفوفة العوامل الاقتصادية والسياسية والمالية والمؤسسية المحددة لسياسات توزيع الأرباح، تسترشد به إدارات الشركات حين اتخاذ القرارات المتعلقة بنسبة الأرباح المحتجزة والأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين.

2. مراجعة الأدبيات ذات العلاقة

لم تكن دراسة محددات سياسة توزيع الأرباح بعيدة عن اهتمام الكتاب والمفكرين الماليين والاقتصاديين فقد تم إجراء العديد من تلك الدراسات والبحوث التي اهتمت بتأصيل وتشخيص أهم تلك المحددات وطبيعة وحجم تأثيرها في سياسة توزيع الأرباح، وقد جاءت معظم تلك الدراسات لتتفق بفكرتها العامة وتتباين في بعض نتائجها التفصيلية ووفقاً لتباين العينات والفترات والأساليب الكمية المستخدمة على

توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في بورصة ISE من خلال تطبيق التحليل المقطعي باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) وجاءت الدراسة بهدف أساسي متمثل بالبحث في الآثار التي يمكن ان تتركها العوامل الخاصة بالشركة في سياسات توزيع الأرباح للشركات التركية المدرجة في البورصة.

وكشفت دراسة (Areri & Nyang'au (2018 التي اتخذت من البنوك المالية الكينية المدرجة في بورصة نيروبي وللمدة 2016-2007 عينة لها، عن تأثير ايجابي قوي يمارسه حجم الشركة ومخاطر العمل في سياسة توزيع الأرباح في تلك البنوك.

• مصادر البيانات

تم الاستناد الى قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية Database الصادرة عن البنك الدولي World Bank، وقاعدة بيانات الاقتصاد العالمي The Global Economy للحصول على بيانات مؤشرات المتغيرات التوضيحية (التضخم، السياسات الحكومية)، بينما تم الحصول على بيانات مؤشرات المتغيرات التوضيحية المتبقية (الربحية، السيولة، النمو، الرفعة المالية، الديون، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، الاعتبارات الضريبية) بالاعتماد على بورصة قطر Qatar Stock Exchange خلال التقارير السنوية المعتمدة للشركات المدرجة في البورصة.

3. الاطار النظري لمتغيرات البحث

نظراً لخضوع سياسات وقرارات توزيع الأرباح بعدها جزءاً مهماً من قرارات الشركة الى مجموعة من العوامل والمتغيرات يرتبط بعضها بالبيئة الداخلية للشركة في حين يرتبط البعض الآخر منها بالبيئة الخارجية المحيطة بها، فقد حاول الفكر الاقتصادي والمالي البحث فيها وتشخيص آلية تأثيرها وطبيعتها في سياسات توزيع الأرباح، والتي عدت محددات لتلك السياسات ومنها:

1. الربحية profitability: يشير الفكر المالي

إلى أن ربحية الشركة هي أحد أهم المحددات المؤثرة ايجابياً في سياسة توزيع الأرباح، كون مدفوعات الأرباح يتم توزيعها عادةً من الأرباح السنوية، فالشركات ذات الأرباح العالية عادة ما تميل الى دفع مستويات أعلى من الأرباح (Maladjian, 2013, p38) وهو ما يتوافق مع نظرية الإشارة أو محتوى

وجود مزايا ايجابية لتلك المحددات المؤثرة في مؤشرات سياسات توزيع الأرباح ولتفسر جانب كبير من تباين مستوياتها بين البلدان المختلفة.

في دراسة حسين (2008) حول العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة شملت الشركات المساهمة الأردنية وللمدة 2008-2007 اظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين زيادة المديونية ونسبة توزيع الأرباح، وعلاقة عكسية بين توسع الشركة وتوزيع الأرباح، فضلاً عن اعتبار متغيرات الدراسة من اهم العوامل المهمة التي ينبغي عدم اغفالها عند توزيع الأرباح، هدف الدراسة الى تحديد آلية اتخاذ القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح أو احتجازها والعوامل المؤثرة فيها باستخدام استمارة استبيان، اعتمد على نتائجها في اجراء التحليلات الاحصائية.

يبين لحيلج وآخرون (2020) ان هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح المقاسة بنصيب السهم من التوزيعات مع كل من معدل العائد على الموجودات والمخاطر بينما كان هناك تأثير عكسي للرفع المالي ونسبة السيولة على سياسة توزيع الأرباح من خلال دراسة تحت عنوان محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية: دراسة قياسية باستخدام نماذج Panel Data شملت جميع البنوك التجارية الجزائرية وللمدة 2018-2009 و تم استخدام المنهج التحليلي من خلال الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لبيانات (Panel Data) وهدفت الدراسة الى التعرف على المحددات المالية الداخلية لسياسة توزيع الأرباح بعدها محددات يمكن قياسها وضبطها من قبل إدارة البنك.

وتوصلت دراسة Väidean & Moza (2015) التي طبقت على الشركات الرومانية المدرجة في بورصة بوخارست وللمدة 2015-2013، الى ان سياسة توزيع الأرباح في الشركات الرومانية تتأثر سلباً بعمرها ونسبة الدين الى حقوق الملكية، وتتأثر بشكل إيجابي برسملة السوق وعائد حقوق الملكية والملكية من خلال استخدام الانحدار المتعدد وبلاستناد بيانات لوائح الشركات وهدفت الدراسة الى اختبار العوامل المختلفة التي قد يكون لها تأثير على قرار توزيع أرباح الشركات.

وتشير نتائج دراسة Al-Najjar & Kilincarslan (2018) المعتمدة على بيانات عينة مكونة من الشركات المتداولة في بورصة اسطنبول (ISE) على ان الربحية والديون والنمو وعمر الشركة وحجم الشركة أهم العوامل المحددة لقرارات الشركة في

Baker & Jabbouri (2016)، (2001)
Wurgler (2004) على أن النمو القوي يقلل
من احتمالية وحجم مدفوعات الأرباح.

4. الرافعة المالية Financial Leverage:

يقصد بها استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة
وتتمثل في القروض والأسهم الممتازة
والسندات وجميعها لها تكلفة ثابتة ويجب على
الشركة الالتزام بدفعها، أي أن الرافعة المالية
مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما ازداد اعتماد
الشركة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد

درجة الرافعة المالية (Rizqia &)

(Sumiati, 2013, 120-130)، وتصبح أكثر
فاعلية إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال
المقترضة بشكل صحيح وبمعدل عائد يزيد
عن معدل تكاليفها، وإذا لم تنجح الشركة في
استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض
لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها
لم تستخدم الرافعة المالية (Brigham &
Ehrhardt, 2013, 125-134)

5. سياسة الديون Debt Policy: يشير الفكر

المالي في جزء منه على أن استخدام الديون
وتوزيع أرباح الأسهم تشكل أدوات بديلة
لمراقبة المديرين والسيطرة على المشاكل
المرتبطة بالوكالات، وبالتالي تقترح نظرية
تكاليف الوكالة وجود علاقة عكسية بين الديون
وأرباح الأسهم، فاستخدام الدين (وخاصة
مستويات الدين المرتفعة) يقلل من الحاجة إلى
دفع أرباح الأسهم (Pattiruhu &)
(Paais, 2020, 35-42) وأيضاً، عندما تحصل
الشركات على تمويل الدين، فإنها تلتزم برسوم
مالية ثابتة مضافة إلى المبلغ الأصلي الذي
يتعين عليها تسديده، وإذا فشلت الشركات في
الوفاء بهذه الالتزامات، فإنها قد تواجه خطر
التخلف عن السداد (Taksar, 2000, 1-42).
وعلى هذا فإن الشركات ذات الاستدانة العالية
لا تتمتع في كثير من الأحيان بأي توزيعات
أرباح أو توزيعات أرباح منخفضة، كونها
تميل إلى الاحتفاظ بأموالها الداخلية لدفع
التزاماتها وخفض تكاليف التمويل الخارجي
(Zainuddin &)

Mananohas, 2020, 411-428

6. نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم

:Market Value To Book Value

يعود تأثير هذا العامل على توزيع الأرباح إلى

المعلومات؛ التي تؤكد على أن الشركات ذات
الربحية العالية من المرجح أن تدفع أرباحاً
نقدية أكبر من أجل نقل صورة أفضل عن
أدائها المالي وكإشارة جيدة (ذات مصداقية)
للسوق خاصة عندما لا يتمكن نظرائها من
الشركات الأخرى الأقل ربحية تقليدها في ذلك.
2. السيولة Liquidity: تعد السيولة ومستوياتها
أحد أهم عوامل الحفاظ على قدرة الشركة على
المنورة المالية، كما أنها تشكل أيضاً أهمية
بالغة في تحديد سياسة توزيع أرباحها في إطار
عملية موازنة رأس المال (Devanadhen &
Karthik, 2015, 1-27)، فالشركات التي
لديها المزيد من السيولة (أو بعبارة أخرى
الشركات التي يتوفر لديها نقداً أعلى) من
المرجح أن تدفع نسب ربحية أكبر مقارنة
بنظيراتها التي تعاني من أزمة السيولة
(Gupta & Banga, 2010, 63-77) وبذلك
تتفق هذه العلاقة الإيجابية بين السيولة وتوزيع
الأرباح مع نظرية الإشارة، كون الشركات
ذات السيولة العالية تنقل إشارات موثوقة إلى
السوق مفادها قدرة الشركة على سداد
التزاماتها بسهولة وبالتالي تنطوي على
مخاطر أقل من التخلف عن
السداد (Mehta, 2012, 18-31)

3. النمو والتوسع (الفرص)

الاستثمارية Growth & Expansion:

يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة
البداية لتحديد قرار التوزيع، ومن ثم تحديد
الميزانية المالية، وكذلك الميزانية النقدية
التقديرية، إذ ترتبط الاحتياجات المالية
للمؤسسة بشكل مباشر بمقدار ما تتوقعه من
نمو في نشاطها وبحجم الأصول المطلوب
اقتناءها لتنفيذ النمو المطلوب (Okafor et al, 2011, 202-210)، إذا كانت الشركة تنمو
بسرعة، تزداد الحاجة إلى الأموال لتمويل
التوسع، ويزيد احتمال احتفاظ الشركة بالأرباح
بدلاً من دفعها كأرباح، وبالتالي من المرجح أن
تحتفظ الشركات التي تتمتع بفرص نمو أعلى
بجزء كبير من أرباحها، مما يؤدي إلى
انخفاض نسبة توزيعات الأرباح (Ahmad &
Wardani, 2014, 14-25) من جانب آخر
توثق العديد من الدراسات التجريبية التي
أجريت في الأسواق المتقدمة كدراسات Abor
& Fama & French (2013)

من حاجة الشركة الى المصادر التمويلية ومنها الداخلية الأمر الذي يدفع باتجاه زيادة نسب توزيعات الأرباح (DeAngelo et al, 2006, 227-254) على عكس الحالة فعندما تكون الشركة في بداية عمرها تحتاج الى الأرباح من أجل مواجهة تقلب الاسعار والمناورات المالية فتتخفف نسب توزيع الأرباح أو ربما تنعدم (Hartono et al, 2021, 89-106).

9. التدفق النقدي الحر Free Cash Flow: تعد

فرضية التدفق النقدي الحر واحدة من أكثر الفرضيات شيوعاً لتفسير دوافع الشركات الى توزيع أرباح الأسهم، والتي ترى أن مديري الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة الكبيرة لا يتصرفون دائماً لصالح المساهمين (Thanatawee, 2011, 1-11)، فقد يلجؤون في بعض الأحيان وبدوافع ذاتية الى تمويل استثمارات سلبية ذات قيم حالية صافية غير مرغوبة وبالتالي، فإنه ووفقاً لتقديرهم فإن دفع الأرباح الكبيرة للمساهمين سيقبل من مقدار التدفق النقدي الحر ويقلل من نطاق الاستثمار والنمو والتوسع (Rochmah & Ardianto, 2020, 1-16)، لكن في نفس الوقت فإن توزيع أرباحاً كبيرة للمساهمين، يساعد الشركة على التقليل من احتمالية أن يسيء المديرون استخدام هذا التدفقات النقدية لميولهم الخاصة (Baah et al, 2014, 1-19)، ويجبرهم أيضاً على دخول أسواق رأس المال الخارجية للحصول على تمويل إضافي، مما يزيد من المراقبة من قبل السوق، وهذا بدوره يساعد في التخفيف من مشاكل تكلفة الوكالة التقليدية ومن ثم يزيد من القيمة السوقية للشركة (Denis & Osobov, 2008, 62-82).

10. التضخم inflation: يمارس التضخم تأثيره

في سياسات توزيع الأرباح من خلال تخفيض القيمة الحقيقية للأرباح المتحققة وبالتالي ضعف قدرتها على استبدال الموجودات الثابتة التي انتهت صلاحيتها، الأمر الذي يدفع باتجاه الاحتفاظ بالمزيد من الأرباح، التي قد تأخذ احتياطات ارتفاع أسعار الموجودات في عين الاعتبار، من أجل الحفاظ على القدرة الإنتاجية المؤسسية (Yanti & Sunardi, 2020, 13-26).

الهدف الاساس للإدارة وهي تعظيم ثروة المساهمين والتي تتم من خلال تعظيم هذه النسبة (Kadim et al, 2020, 859-870) من هنا تحرص الادارة على رفع قيمة التوزيعات لزيادة هذه النسبة أو المحافظة عليها، إذ من المنطقي أن يكون هناك علاقة إيجابية بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومبلغ التوزيعات، كما تمثل هذه العلاقة بين القيمتين مقياساً لرؤية حملة الأسهم حول وضع الشركة فإذا كانت النسبة أكبر من واحد صحيح دلّت على ثقة المساهمين وتفضيلهم لهذه الشركة ويعودونها ذات أداء مالي جيد وموفقة في قراراتها الاستثمارية (Husain & Sunardi, 2020, 13-26).

7. هيكل الملكية Ownership Structure: عد

هيكل الملكية أحد العوامل المحددة لقرارات السياسة القوية بما في ذلك سياسة توزيع الأرباح وإحدى العناصر الرئيسة في فهم سياسة توزيع الأرباح في الشركات. وفي الاتجاه ذاته، يعيد الادب المالي تبرير الارتباط الإيجابي المهم بين الملكية المؤسسية وتوزيع الأرباح، من خلال المراقبة المباشرة أو التحكم في عمليات الشركة وأدائها، لحماية المساهمين، وبذلك فإنهم يضغطون على الشركات لدفع المزيد من الأرباح النقدية من أجل تقليل السلوك الانتهازي للمديرين وسيطرتهم على الموارد (Manos, 2003, 275-300). بينما تميل الملكية الأجنبية إلى دفع أرباح نقدية أقل. وذلك لأن المساهمين الأجانب قد يكونون مستثمرين على المدى الطويل ويفضلون أن تعيد الشركة استثمار معظم أرباحهم لتمويل نموها وتوسعها على المدى الطويل (مكاسب رأس المال) على أرباح نقدية قصيرة الأجل (Anggoro & Yulianto, 2019, 379-387).

8. عمر الشركة Company Age: تحاول

فرضية النضج أو ما تعرف بنظرية دورة حياة الشركة الربط بين عمر الشركة وسياسة توزيع الأرباح، فالزيادات في الأرباح وما ترسله من اشارات دالة على التغيير في دورة حياة الشركة، وانتقالها من مرحلة النمو إلى مرحلة النضج التي تتصف ببطء أو انخفاض الفرص الاستثمارية ومعدلات النمو الخاصة، ستقلل

12. الاعتبارات الضريبية Tax**Considerations:** غالباً ما يتأثر طلب

المساهمين على أرباح الأسهم بالاعتبارات الضريبية التفاضلية بين ضريبة أرباح الأسهم وضريبة الأرباح الرأسمالية، إذ يهتم معظم المستثمرين أو المساهمين بالعائد بعد الضريبة على استثماراتهم مما قد يؤثر أو يشتت قرار المديرين فيما يتعلق بتوزيع أرباح الأسهم، لكن معظم المدراء يستجيبون للتفضيل الضريبي للمساهمين من أجل تحقيق أقصى استفادة من ثروة المساهمين (Pattenden & Twite, 2008, 1-16). علاوة على ذلك، تفرض معظم البلدان ضريبة على أرباح الأسهم بمعدل ضرائب أعلى نسبياً مقارنة بأرباح رأس المال، مما يضع المستثمرين الذين يتمتعون بميزة ضريبية على مكاسب رأس المال لاختيار الشركات التي تعيد استثمار أرباحهم بدلاً من دفعها كأرباح-Al (Malkawi et al, 2010, 171-200) نتيجة لذلك، وبناءً على أوضاع المستثمرين المختلفة، قد تتسبب الضرائب وتكاليف المعاملات في جذب المستثمرين إلى الشركات التي تتبع سياسات توزيع الأرباح التي تناسب وضعهم على أفضل وجه (Pattenden & Twite, 2008, 1-16) كما ان هناك حوافز واضحة للمؤسسات المعفاة من الضرائب للمطالبة بمستويات عالية من الأرباح،

(Aprilyanti, 2020, 4)، وما ينطبق على الاستثمارات في الموجودات الثابتة ينطبق أيضاً على الاستثمار في الأسهم. ففي ظل التضخم، من المتوقع أن يزداد حجم الاستثمار في الموجودات، ونسبة الأرباح المحتجزة سترتفع تبعاً لذلك (Elly & Hellen, 2013, 1-8).

11. التغير في السياسات الحكومية Change In Government Policies

تشير الأدلة إلى أن توزيعات الأرباح ترتبط بشكل سلبي مع التغير في السياسات الحكومية، إذ كلما ارتفعت القيود الحكومية المتمثلة في سعر الفائدة كلما انخفضت التوزيعات وبالتالي فإن شكل العلاقة تكون عكسية بين السياسات الحكومية وتوزيعات الأرباح (Rizqia & Sumiati, 2013, 120-130)، إذ يمثل سعر الفائدة جزءاً من تكلفة رأس المال المستثمر وينعكس ارتفاع معدلاتها على ارتفاع تلك التكلفة وبالتالي إلى تخفيض القيمة الحالية للتدفقات النقدية، وهو ما يؤدي إلى تغير تكاليف الدين واستبعاد الكثير من فرص الاستثمار (العيسوي، 2002، 33)، فضلاً عن أن الآثار السلبية للتغيرات في السياسات الحكومية على سياسة توزيع الأرباح تكون أكثر وضوحاً في البلدان ذات الأطر القانونية والتنظيمية الضعيفة و ذو مستوى أدنى من الضوابط والتوازنات (Benjamin & Zain, 2015, 177-194).

جدول (1) متغيرات البحث

المتغير المعتمد					
الرمز		المؤشر المستخدم		المتغير	
DP		اجمالي التوزيعات النقدية الى عدد الأسهم		سياسة توزيع الأرباح	
المتغيرات التوضيحية					
التأثير المتوقعة	الرمز	الدراسات المؤيدة	المؤشر المستخدم	المتغيرات	ت
+	Pr	kieso (2015) Ray & Das (2010)	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب الى عدد الأسهم	الربحية	1
-،+	LI	Burksaitiene & Draugele (2018) ، Pattiruhu & Paais (2020)	الرصيد النقدي نهاية العام الى عدد الأسهم	السيولة	2
-،+	GR	Palley (2017) Jahfer & Mulafara (2016)	معدل التغير في أجمالي الموجودات الى اجمالي	النمو	3

			الموجودات بداية السنة		
-,+	LE	Mokhtar et al. (2013) ، Al-Malkawi (2005)	مجموع الديون قصيرة الاجل والديون طويلة الاجل الى اجمالي الموجودات	الرافعة المالية	4
-	DE	Brockman & Unlu (2009) Florackis et al (2015)	بنسبة الديون طويلة الاجل الى اجمالي الموجودات	الديون	5
+	MB	Husain & Sunardi (2020) Zeng & Wudhikarn (2018)	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية	القيمة السوقية الى القيمة الدفترية	6
-,+	OS	Al-Najjar & Hussainey (2009) ،Aivazian et al (2003)	الموجودات الملموسة الى اجمالي الموجودات	هيكل الملكية	7
+	Ag	Yusra et al (2019) Labhane & Mahakud (2016)	اللوغاريم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ بدأ الشركة نشاطها وحتى بداية السنة المالية	عمر الشركة	8
+	CF	Basse & Reddemann (2011) Rochmah & Ardianto (2020)	الأرباح قبل الضريبة مضافاً إليها الاهلاك الى اجمالي الموجودات	التدفق النقدي	9
-	FL	Yanti & Aprilyanti (2020)،Elly & Hellen (2013)	معدل التغير في الرقم القياسي لا سعار المستهلك	التضخم	10
-	PO	Harlina & Khoiruddin (2018) ، Goel (2016)	سعر الفائدة	السياسات الحكومية	11
-,+	TA	Nnadi & Akpomi (2005)	الضريبة الى اجمالي الأرباح	الاعتبارات الضريبة	12

المصدر: من اعداد الباحثين

بناءً على ما تقدم يمكن صياغة نموذج التقدير على شكل دالة رياضية يُستند إليها في بناء معادلة قياسية، تعكس أثر المتغيرات (الربحية، السيولة، النمو، الرافعة المالية، الديون، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، هيكل الملكية، عمر الشركة، التدفق النقدي، التضخم، تغير السياسات الحكومية، الاعتبارات الضريبية) في مؤشر توزيع الارباح وكما يلي:

$$DP = f(PR, LI, GR, LE, DE, MB, OS, AG, CF, FL, PO, TA)$$

$$DP = \beta_0 + \beta_1 PR + \beta_2 LI + \beta_3 GR + \beta_4 LE + \beta_5 DE + \beta_6 MB + \beta_7 OS + \beta_8 AG + \beta_9 CF + \beta_{10} FL + \beta_{11} PO + \beta_{12} TA + \varepsilon_i$$

يقصد بمصطلح البيانات المزدوجة (Panel Data)، توليفة من المشاهدات تتكرر عند مجموعة من الدول أو الشركات أو الافراد في فترات زمنية متعددة، بحيث تجمع خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في الوقت ذاته. (Gujarati,2004,637-638).

• اختبار الاستقرار للبيانات المزدوجة

تترك السلاسل الزمنية غير المستقرة اثراً فعالاً في التحليل الاقتصادي القياسي، ذلك لفقدان الخواص الإحصائية لتحليل الانحدار عند استعمال سلاسل زمنية

4. منهجية تقدير الانموذج

لغرض الوصول إلى نتائج أكثر واقعية ودقة، والوصول على تحليل منطقي وسليم، للمحددات الرئيسة المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح للشركات محل الدراسة يمكن اللجوء اليه في اتخاذ القرارات الصائبة، فقد اعتمدت الدراسة الخطوات التالية:

- اسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel data)

من حل واحد للانموذج، ويتم ذلك عبر الحصول على معيار يمكن من خلاله اختيار أفضل تقدير للمعاملات من التقديرات الممكنة، أو اختيار تقدير جيد لهذه المعاملات. ويتمتع النموذج نموذج (GMM) بعدد من الخصائص منها:

1. تم تصميم النموذج للقيام بعملية التقدير حين يكون هناك فترة زمنية قصيرة مقارنة بعدد الدول المستخدمة.
2. يستخدم النموذج عندما يكون هناك متغير معتمد يتسم بالديناميكية ويعتمد على قيمته السابقة.
3. يستخدم عند وجود علاقة خطية بين المتغيرات.
4. يستخدم عند وجود متغيرات مستقلة لا تعتبر خارجية أي مرتبطة بحد الخطأ.
5. يستخدم النموذج في حالة وجود مشكلة تباين Hetro او ارتباط حد الخطأ Correlation Serial Auto داخل الدولة وليس بين الدول.

5. تقدير النموذج وتحليل النتائج

بهدف الوصول الى قيم كمية يمكن من خلالها تفسير وتحليل طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي يمكن ان تمارسه المتغيرات التوضيحية التي تتمثل في الربحية، السيولة، النمو، الاعتبارات الضريبية، تغير السياسات الحكومية، التضخم، التدفق النقدي، عمر الشركة، الديون، الرافعة المالية، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وهيكل الملكية في السياسات المتبعة في توزيع الأرباح في دولة قطر للمدة (2010-2020) تم اتباع الخطوات الاتية والموضح اسسها في المنهجية التجريبية،

• اختبار استقرارية البيانات المزدوجة (Panel Data) لمتغيرات الدراسة:

بغية الحصول على نتائج وتقديرات لأثر المحددات الرئيسية في سياسة توزيع الأرباح في قطر وللمدة (2010-2020)، تبتعد عن احتمالية وقوع نموذج التقدير (GMM) تحت مسمى الانحدار الزائف (Spurious Regressions) وما يتمخض عنه من نتائج مضللة بسبب ظاهرة عدم استقرارية بيانات الدراسة، والتي وضحتها الرسوم البيانية في الشكل (1)، والتأكد من عدم احتوائها على جذر الوحدة، اعتمدت منهجية (2002) Levin-Lin-Chu لاختبار استقرارية البيانات المزدوجة (Panel Data) لمتغيرات الدراسة في قطر، وعند مستوى معنوية 0.05، الذي سجلت نتائجه في الجدول (2)، والتي أظهرت عدم استقرارية بعض متغيرات الدراسة (السيولة LI، الرافعة المالية LE، هيكل الملكية OS، عمر الشركة AG، التدفق

غير ساكنة، إذ تكون النتيجة الحصول على انحدارا وهمياً للعلاقات (معطي وبلحويصل، 2019، 259-305)، ومن اجل تحديد استقرار السلسلة من عدمه ابتكرت الدراسات الاقتصادية والاحصائية عدة اختبارات قياسية يعد أهمها اختبار جذر الوحدة، كونه وسيلة تشخيص معيارية في تطبيق تحليل السلاسل الزمنية، ويوفر أداة يمكن من خلالها معرفة عدد الفروق اللازمة لتحويل السلسلة الزمنية غير المستقرة إلى سلسلة زمنية مستقرة مع تحديد درجة تكاملها، فضلاً عن تحديد الطريقة المناسبة لتحقيق استقرارية السلسلة (العراقي، 2017، 445-474). وخلال السنوات القليلة الماضية ظهرت العديد من الاختبارات المتطورة في هذا المضمار، تتضمن محتوى معلوماتيا مقطوعيا وزمنيا معاً، ينعكس في الحصول على نتائج ذات دقة عالية أكثر من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية، ونظراً لكون اختبار (2002) Levin, Lin & Chu (LLC) أكثرها شيوعاً واستخداماً في الدراسات المالية والاقتصادية، تم اعتماده لاختبار استقرارية بيانات متغيرات الدراسة (العراقي، 2017، 445-474).

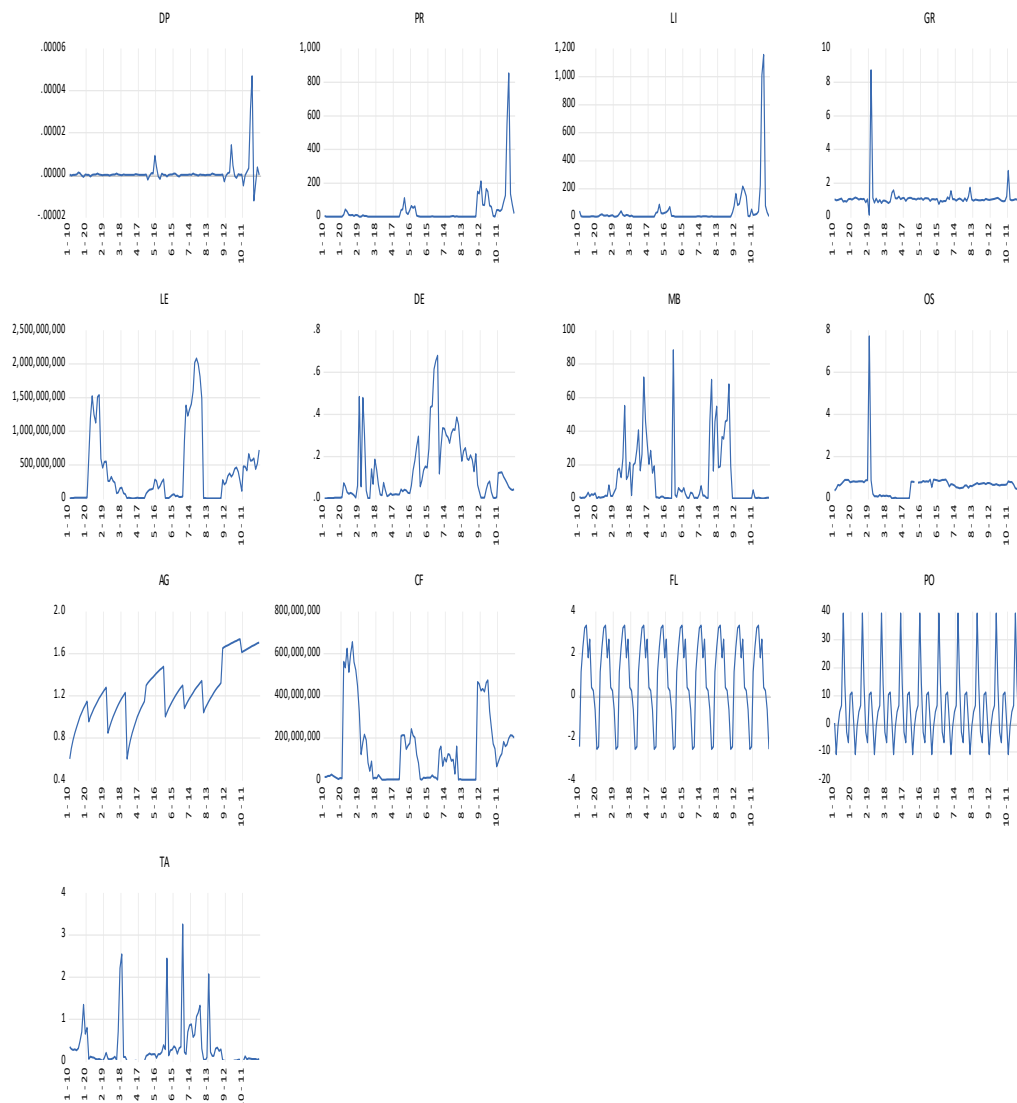
• النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تم اعتماد منهجية العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moment وهو نموذج شبه معلوماتي لا يشترط توزيعاً معيناً لحد الخطأ بل يُستخدم مع أي توزيع ممكن لحد الخطأ، ويمكن استخدامه سواء كانت العلاقة بين المتغيرات التوضيحية والمتغير المعتمد مشخصة بشكل تام أو فوق المشخصة، إذ ليس بالضرورة أن تكون هناك قيمة وحيدة للمعاملات المقدرة، حيث يستخدم للوصول الى أفضل تقدير لهذه المعاملات، أو على الأقل الوصول الى تقدير جيد لها، كما يستخدم مع النماذج الحركية حيث يترابط حد الخطأ ذاتياً، وأخيراً لا يشترط استقلالية حد الخطأ عن بقية المتغيرات التوضيحية (Ullah, 2018, 69-78).

وتعتبر طريقة العزوم المعممة Generalized Method of Moment (GMM) امتداد لطريقة العزوم، وهي كما بينها (1982) Peter Hansen تقوم مقام اغلب الطرق القياسية المستخدمة في تقدير معاملات النماذج الإحصائية، من خلال تضمينها للشروط التي تقوم عليها تلك النماذج (Hansen, 1982, 1029-1054)، وتتفوق هذه الطريقة على طريقة العزوم التقليدية في صلاحيتها لتقدير معاملات النماذج الإحصائية حتى وإن كان عدد العزوم يفوق عدد معاملات النماذج فوق المشخصة (Over Determined)، إذ هناك أكثر

استقراريتها عند وجود حد ثابت أو وجود حد ثابت واتجاه زمني أو بدونهما، باستثناء متغير التضخم FL، لذلك اعتمد الاختبار عند الفرق الثاني الذي أثبت استقراريتها عند وجود حد ثابت أو وجود حد ثابت واتجاه زمني أو بدونهما.

النقدي CF، التضخم FL) عند المستوى، إذ فشل اختبار Prob. في الانخفاض عن حاجز الـ 0.05 سواء بوجود حد ثابت أو بوجود اتجاه زمني أو عدم وجود حد ثابت واتجاه زمني، وعند إعادة الاختبار عند الفرق الأول ظهرت النتائج عدم تجاوز قيم Prob. الـ 0.05 لمتغيرات الدراسة المذكورة آنفاً وهذا يدل على



شكل (1) الرسوم البيانية للبيانات المزدوجة لمتغيرات الدراسة لدولة قطر
المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12

المستوى، سواء أكان بوجود حد ثابت أو اتجاه زمني أو بدونهما، وحسب ما أوضحتها قيم Prob. التي لم تتجاوز حاجز 0.05

اما المتغيرات الأخرى المتمثلة في (توزيع الأرباح DP، الربحية PR، الديون DE، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية MB، تغير السياسات الحكومية PO) تمكنت من اثبات معنويتها الاحصائية عند

جدول (2) نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية بيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة في قطر

Variables	Level			First Difference			Second Difference		
	None	Inte.	Trend & Inter.	None	Inter.	Trend & Inter.	None	Inter.	Trend & Inter.
DP Prob.	- 7.8361 0.0000	- 6.6458 0.0000	- 5.3102 0.0000						
PR Prob.	- 7.2876 0.0000	- 5.8286 0.0000	- 3.8341 0.0001						
LI Prob.	- 3.5542 0.0002	2.1524 0.9843	- 3.0774 0.0010	-11.32 0.000 0	- 10.08 0.000 0	- 12.067 0.0000			
GR Prob.	- 1.3048 0.0960	- 33.595 0.0000	- 16.519 0.0000	-17.49 0.000 0	- 8.717 0.000 0	- 9.3339 0.0000			
LE Prob.	- 0.9615 0.1681	- 4.2449 0.0000	- 4.6198 0.0000	-8.918 0.000 0	- 4.864 0.000 0	- 4.1868 0.0000			
DE Prob.	- 2.4781 0.0066	- 5.1903 0.0000	- 8.8495 0.0000						
MB Prob.	- 8.6108 0.0000	- 18.435 0.0000	- 8.9601 0.0000						
OS Prob.	- 0.0976 0.4611	- 5.3064 0.0000	- 0.7393 0.2298	-6.454 0.000 0	- 0.425 0.035 2	- 5.5346 0.0000			
AG Prob.	16.713 1.0000	- 18.557 0.0000	- 10.867 0.0000	-15.72 0.000 0	- 9.517 0.000 0	- 12.505 0.0000			
CF Prob.	- 1.0402 0.1491	- 9.3262 0.0000	- 20.178 0.0000	-17.11 0.000 0	- 21.72 0.000 0	- 37.449 0.0000			
FL Prob.	- 2.7343	8.6872 1.0000	- 8.3835	-5.663 0.000	- 0.008	- 0.3679	- 9.322	- 4.1410	- 12.968

	0.0031		0.0000	0	0.4966	0.3565	0.000	0.0000	0.0000
PO Prob.	-6.1873 0.0000	-7.4549 0.0000	-5.7358 0.0000						
TA Prob.	-1.4847 0.0688	0.4491 0.6733	0.6747 0.7501	-6.594 0.000 0	-0.233 0.032 5	-9.4242 0.0000			

- المصدر: الشكل من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12
 - اعتمدت مدة الابطاء بالاستناد الى Automatic selection of maximum Lags ضمن برنامج Eviews 12
 - تقدير وتحليل النموذج
 - للتقدير وتحليل أثر المتغيرات التوضيحية في السياسات المتبعة في توزيع الأرباح (DP) في قطر، اعتمد نموذج العزوم المعممة (GMM)، التي أظهرت
 - نتائج تقدير المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح (DP) في قطر.
- نتائج التي سجلت في الجدول (3)، وبعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية التي اثبتت عدم تأثيرها في سياسة توزيع الأرباح، ما يأتي:

Method: Panel Generalized Method of Moments				
Sample (adjusted): 2010 - 2020				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 100				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PR	1.537421	0.713403	2.15503	0.0000
LI	1.029157	0.410008	2.51009	0.0000
LE	-2.620012	0.960015	-2.72914	0.0400
DE	0.046406	0.021102	2.199128	0.0019
MB	-4.530253	1.940008	-2.33506	0.0328
OS	-5.220114	1.810007	-2.88404	0.0365
AG	-3.860539	1.480006	-2.60849	0.0403
CF	1.093014	0.313021	3.491819	0.0319
FL	-2.630421	1.030007	-2.55339	0.0379
PO	0.084707	0.032308	2.621858	0.0001
Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	1.140009	S.D. dependent var	7.300006	
S.E. of regression	5.190006	Sum squared resid	2.400009	
J-statistic	75.26637	Instrument rank	11	
Prob.(J-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12

- معنوية تأثير كل من (الربحية PR، السيولة LI، الرافعة المالية LE، الديون DE، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية MB، هيكل الملكية OS، عمر الشركة AG، التدفق النقدي FL، التضخم FL، وتغير السياسات الحكومية PO) في مؤشر سياسة توزيع

- et al (2012) Fan & Sundaresan (2000) Ahmed
5. جاء الأثر الإيجابي لمؤشر تغيّر السياسات الحكومية (PO) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP) مناقضاً للنظرية الاقتصادية والمالية والدراسات ذات العلاقة، إذ إن زيادة سعر الفائدة يعمل على رفع مستوى توزيعات الأرباح بمعامل (0.084)، أي تغيّر مؤشر سياسة توزيع الأرباح بواقع (0.084) بنفس اتجاه التغيّر في مؤشر السياسات الحكومية بمقدار واحد صحيح، وربما يعود ذلك إلى أن الزيادة في أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض سياسة الشركة باتجاه القروض وبذلك تقل الديون مما يؤدي إلى انخفاض أقساط التكاليف الثابتة التي يدرج ضمنها سعر الفائدة، وبالتالي سيكون هناك حرية أكبر بشأن توزيعات الأرباح، فارتفاع مستوى الديون يزيد من القيود على توزيعات الأرباح، وبذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة أدت إلى انخفاض الرفع المالي ما انعكس إيجاباً في توزيعات الأرباح (Nissim & Filipović, 2003, 775-804) (Penman, 2003, 775-804) (Willems, 2020, 1461-1496).
 6. جاء الأثر السلبي لمؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP)، مخالفاً للنظرية الاقتصادية والمالية، التي تشير إلى أن ارتفاع القيمة السوقية نسبة للقيمة الدفترية يؤدي إلى خفض مستويات توزيع الأرباح بمعامل (4.530)، مما يعني أنه كلما تغيّر مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بمقدار واحد صحيح أدى إلى تغيّر مؤشر سياسة توزيع الأرباح وبالعكس الاتجاه بمقدار (4.530). وربما يعود ذلك إلى رغبة المساهمين في تلك الشركات بالحصول على العائد الرأسمالي بدلاً من التوزيعات النقدية، إذ أن القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية قد ترتفع نتيجة لبعض المعلومات التي تعكسها الشركة كإشارة للمستثمرين حول عدم إمكانية توزيع الأرباح (مع وجود أرباح متحققة)، مما يؤدي إلى توقع وجود فرص استثمارية ذات قيمة عالية موجبة باعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تدخل في التمويل الذاتي، وهذا ما ينعكس على أسعار الأسهم وعلى القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وهو ما توافق مع دراسة (Maury & Claessens et al (2018)، (Pajuste (2002)، (Borio et al, (Brei et al (2020)، (al (2017) التي ترى بوجود رفع نسبة التوزيعات كلما كان هناك انخفاض في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وعلى العكس كلما كانت القيمة السوقية نسبة للقيمة الدفترية مرتفعة تكون الشركة أمام خيارات أكبر
 - الأرباح والمتمثل بإجمالي التوزيعات النقدية إلى عدد الأسهم (DP)
 2. جاء الأثر الإيجابي لكل من (الربحية PR، السيولة LI، التدفق النقدي CF) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP) متوافقاً مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى أن ارتفاع مستويات الربحية والسيولة والتدفق النقدي يؤدي إلى رفع مستوى توزيع الأرباح بمعاملات (1.537) (1.029) (1.093) على التوالي، مما يعني أنه كلما تغيّر كل من الربحية والسيولة والتدفق النقدي بمقدار واحد صحيح تغيّر مؤشر سياسة توزيع الأرباح بالاتجاه نفسه وبمقدار (1.537)، (1.029)، (1.093) على التوالي.
 3. توافق التأثير السلبي للرافعة المالية (LE) ومعدل التضخم (FL) في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP) مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أظهرت لهذه العلاقات، والتي تشير إلى أن انخفاض الرفع المالي والتضخم يعمل على رفع مستويات توزيع الأرباح وبمعاملات بلغت (2.620)، (2.630) على التوالي، الأمر الذي يعكس مدى تغيّر مؤشر سياسة توزيع الأرباح عند تغيّر قيم هذه المتغيرات بمقدار واحد صحيح.
 4. جاءت استجابة الأثر الإيجابي لمؤشر الديون (DE)، في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP)، مخالفاً للمنطق الاقتصادي، إذ يشير إلى أن ارتفاع الدين بمقدار واحد صحيح سيعمل على زيادة توزيع الأرباح بمعامل (0.046) بالاتجاه نفسه، وربما يعود ذلك للتناقض إلى اعتماد الشركات على التمويل المختلط (الديون بشكل كبير نسبياً) في بناء هيكلها التمويلي، الأمر الذي يتمثل في القدرة على زيادة المردودية المالية، وذلك من خلال تمويل جزء من الاستثمار عن طريق رأس المال المقترض بمعدل أدنى، ومع تحقيق المؤسسة لنتيجة إيجابية تكون الاستدانة في صالح الشركة وهو ما ينعكس بالضرورة على الاستفادة من الوفورات الضريبية التي تعتمد عليها آليات الديون، وبذلك فإن زيادة الديون تؤدي إلى زيادة الأرباح الصافية وبالتالي زيادة نصيب السهم من الأرباح الموزعة، وتؤكد مجموعة أخرى من الأدبيات أن الدين هو آلية تستخدم لتقليل تكاليف الوكالة، إذ يمكن الدائنين من ممارسة المزيد من الرقابة على الإدارة وبذلك يتعرضون لضغوط للوفاء بالتزامات الديون من خلال تحسين الكفاءة التنظيمية والقضاء على المشاريع المثبطة للقيمة، وقد اتفقت النتائج مع دراسات (Moradi et al (2010)

والفاعلية وعدم تحقيقها الأرباح والسيولة النقدية والسمعة في السوق بالتالي قلة رأس المال وعدم قدرتها على توزيع الأرباح، واتفقت بذلك مع دراسات (Yusra, 2019)، (Deangelo et al (2006)، (Thanatawee (2011).

9. فشلت المتغيرات المتمثلة بالنمو (GR) والاعتبارات الضريبية (TA) في إثبات تأثيرها المعنوي في نموذج سياسة توزيع الأرباح (DP) لدولة قطر وربما يعود ذلك لوجود عوامل عشوائية غير قابلة للقياس ممكن ان تؤدي الى فقدان بعض المتغيرات الاقتصادية والمالية والمؤسسية تأثيرها الايجابي الذي من المقرر ووفق المنطق الاقتصادي ان تمارسه في سياسة توزيع الأرباح.

• الاختبارات التشخيصية.

أ. اختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test)

وباعتماد اختبار Arellano-Bond Serial Correlation Test لاختبار الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الاخطاء، الذي اثبتت نتائجه المدرجة في الجدول (4)، ان أثر الزمن غير مرتبط مع البيانات، وعليه فقد أظهرت الخطوة الثانية للارتباط التسلسلي (AR2) نتائج غير معنوية إذ تجاوزت قيمة Prob. حاجز 0.05 مما يرجح قبول فرضية العدم، وهذا يدعم النموذج إذ إن تأثير الزمن غير موجود.

جدول (4) اختبار Arellano-Bond Serial Correlation Test لنموذج (DP)

Arellano-Bond Serial Correlation Test				
Equation: Untitled				
Test order	M-Statistic	Rho	SE (rho)	Prob.
AR (1)	-3.112199	-0.000000	0.000000	0.0019
AR (2)	-2.126033	-2750.831	225.2565	0.0813

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12

statistic، وهذا يثبت معنوية النموذج الاحصائية إذا لم تتجاوز قيمة Prob. حاجز 0.05، مما يشير الى ان المتغيرات التوضيحية تؤثر بشكل فعال في النموذج.

وحرية في القرارات من إذ احتجاز الأرباح للنمو والفرص الاستثمارية المتاحة.

7. جاءت استجابة الأثر السلبي لمؤشر هيكل الملكية (OS)، في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP)، مخالفاً للمنطق الاقتصادي، فارتفاع نسبة هيكل الملكية بمقدار واحد صحيح سيعمل على خفض توزيع الأرباح بمعامل (5.220) وبالعكس الاتجاه، وقد يعود السبب الى أن أصحاب القرار لا يرغبون في توزيع الأرباح من أجل زيادة الأصول النقدية لدى المستثمرين كي يتم توظيفها في استثمارات مربحة أخرى، وشراء المزيد من الأصول للمؤسسة، وهذا يقلل الحافز لدى المستثمرين الجدد في الاستثمار في هذه الشركات (El Houcine, 2013, 45-54)، واتفقت نتيجة ذلك مع دراسة (Surasmi (2019)، (Bista et al (2019).

8. تشير استجابة الأثر السلبي لمؤشر عمر الشركة (AG)، في مؤشر سياسة توزيع الأرباح (DP)، المناقض للمنطق الاقتصادي والأطر النظرية، إلى أن زيادة عمر الشركة بمقدار واحد صحيح سيعمل على تغيير مؤشر سياسة توزيع الأرباح بمعامل (3.860) بعكس اتجاه التغير في عمر الشركة، وربما يعود ذلك الى أنه وبالرغم من طول عمر الشركة إلا أنها تعاني من عدم الاستقرار وتأثرها بشكل كبير بالظروف المحيطة وعدم قدرتها على التكيف معها، كما أن ادائها المالي في السوق المالية يمتاز بالتذبذب وقلة الكفاءة

ب. اختبار صحة التوصيف (Wald Test).

وباعتماد اختبار Wald Test لاختبار معنوية النموذج، ومن النتائج المدرجة في الجدول (5)، يتضح معنوية النموذج (0.0000) وذلك بالاستناد الى قيمة F-

جدول (5) اختبار Wald Test لنموذج (DP)

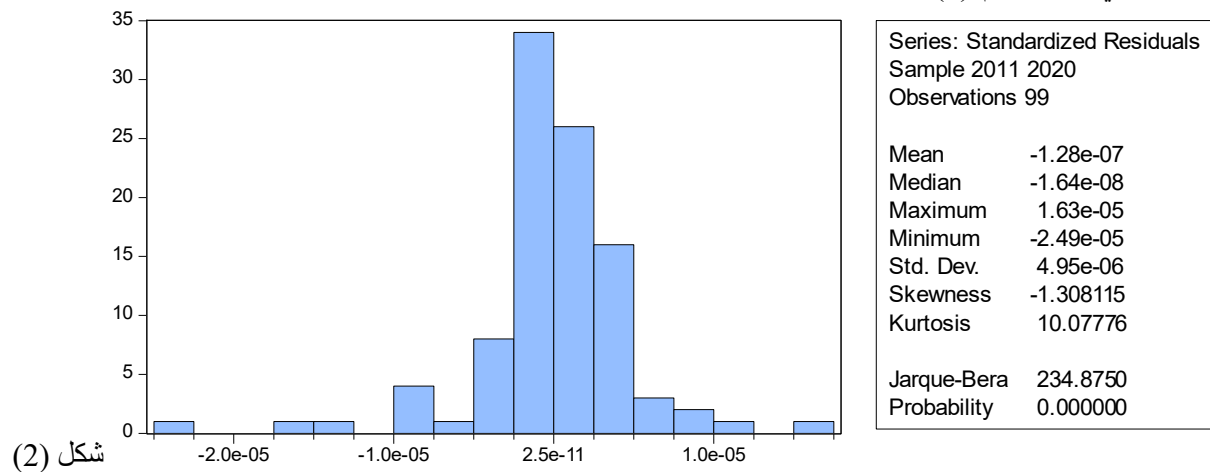
Wald Test: Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	DF	Probability
F-statistic	1.100029	(10, 89)	0.0000
Chi-square	1.100030	10	0.0000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12

قيمة Prob. لم تتجاوز حاجز 0.05، وهو ما يرجح قبول الفرضية البديلة، وهذا يعزز صحة نموذج Wald Test الذي تم اختياره كون ان البيانات عشوائية وتوزع توزيعاً غير طبيعياً.

ج. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test).

استنادا الى المعطيات السابقة، تم اعتماد اختبار Normality test، لتحقيق ما اذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ام العشوائي، ووضحت نتائجه المسجلة في الشكل رقم (2) معنويتها الاحصائية إذ إن



شكل (2)

اختبار Normality test لنموذج (DP)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج EViews 12

• الاستنتاجات:

1. تتنوع المتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية والمؤسسية المحددة لسياسات توزيع الارباح كما ويتباين تأثيرها من شركة الى اخرى من الشركات القطرية خلال المدة (2010-2020).
2. عدم تماثل اغلب الشركات المدرجة في بورصة قطر في سياساتها المتبعة لتوزيع الأرباح، إذ انها تختلف من شركة لأخرى بل وتختلف في ذات الشركة من سنة لأخرى.
3. كشفت نتائج البحث أن المحددات الهامة التي لها تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات القطرية تمثلت في متغير الربحية ومتغير السيولة ومتغير التدفق النقدي.
4. لم يكن لعوامل السياسات الحكومية، والديون، والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وهيكل الملكية،

6. الخاتمة Conclusion

شكلت دراسة الاثر الذي يمكن ان تمارسه المحددات الرئيسية في سياسة توزيع الارباح الهدف الرئيس الذي سعى البحث لتحقيقه، مستخدماً اسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، لمجموعة مكونة من عشر شركات اعمال قطرية غطت المدة الزمنية (2010-2020) وعبر توحيد بيانات السلاسل الزمنية المنفردة لكل شركة ضمن سلسلة زمنية مدمجة ولجميع المتغيرات الداخلة في النموذج التجريبي لتشمل 110 مشاهدة، وبأدوات قياسية متنوعة وحديثة تمثلت بنموذج العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moment مع اجراء اختبارات الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test) وصحة التوصيف (Wald Test) والتوزيع الطبيعي (Normality test)،

2. بورصة قطر للأوراق المالية، التقرير السنوي للسنوات 2020-2010
<https://www.qe.com.qa/ar/listed-companies-venture>
3. صندوق النقد العربي، قاعدة البيانات الاقتصادية الإحصائية، للسنوات 2020-2010
<https://www.amf.org.ae/ar/arabic-economic-database>
- ثانياً: الرسائل والأطاريح
1. غربي، نوال وعميرة، مريم، 2018، أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل.
2. لحيلج، مفيدة ومشقف، قيرة، 2020، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية دراسة قياسية باستخدام نماذج Panal، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل.
- ثالثاً: المجلات والدوريات
1. حسين، هاشم حسن، 2008، العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 17، 230-209
2. العراقي، بشار أحمد، 2017، أثر تقلبات عرض النقود على أسعار الأسهم: تطوير لسواح الأسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، المجلة العربية العلوم الادارية، المجلد 24، العدد 3، 445-474
3. معطي، صفاء عبدالله والحويصل، محمد احمد سالم، 2019، استعمال تحليل بيانات البائل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة (2006-2013)، مجلة الريان للعلوم الانسانية، والتطبيقية، المجلد 2، العدد 1، 305-259
- وعمر الشركة دور كبير في التأثير على سياسات توزيع الارباح، إذ اظهر كلاً منها تأثيراً معنوياً مناقضاً للأطر النظرية والمنطق.
5. بينت نتائج البحث ان متغير الرفع المالي ومتغير التضخم لهما أثر سلبي هام في سياسة توزيع الأرباح، إذ ان انخفاض قيمة كل من الرفع المالي ومعدل التضخم تعود بالنفع العام على السياسة المالية للشركة وبالتالي على قرار توزيعات الأرباح.
6. عدم معنوية دخول المتغيرات المتمثلة بـ(النمو، الاعتبار الضريبية) في نموذج سياسة توزيع الارباح في الشركات القطرية، مما يظهر عدم أهميتها كعوامل محددة لسياساتها وتطورها في العراق.
- المقترحات:
1. ضرورة اعتماد الشركات سياسات مالية تساعد على زيادة الربحية والحفاظ على السيولة من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة المالية والمادية والبشرية واختيار مصادر التمويل الأقل تكلفة فضلاً عن ضغط التكاليف الثابتة عن طريق زيادة الوحدات المنتجة.
2. ينبغي عدم توجيه واستخدام التدفقات النقدية في تمويل استثمارات سلبية ذات قيم حالية صافية غير مرغوبة بدوافع ذاتية من قبل مديري الشركات والحد من مشاكل الوكالة عن طريق القرارات المالية المثلى الخاصة بالتصرف الصحيح في هذه التدفقات النقدية.
3. تعاني العديد من الشركات عينة الدراسة من ضعف في مجال الإفصاح المالي والمحاسبي لذا ينبغي أن يكون هنالك سياسات وإجراءات واضحة في هذا الصدد لظهور الأثر الواضح للعديد من المتغيرات وبما يتوافق مع الأطر النظرية والتجريبية.
4. المحافظة على مستويات متدنية من الرفع المالي وخفض التمويل الخارجي نسبة إلى إجمالي مصادر التمويل.
5. إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث حول العوامل الرئيسة المحددة لسياسات توزيع الأرباح، سواء بصورة منفردة أو بشكل مجاميع لتلك العوامل، من أجل تغطية عدد من الجوانب التي مازالت بحاجة لمزيد من الفحص والتدقيق والوصول لسياسة مثلى.
- المصادر باللغة العربية:
- اولاً: الوثائق والنشرات الرسمية
1. البنك الدولي، قاعدة بيانات البنك الدولي، للسنوات 2020-2010
<https://data.albankaldawli.org/indicator>

المصادر باللغة الإنكليزية: ➤

1. Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S., 2003, Dividend Policy And The Organization Of Capital Markets, *Journal Of Multinational Financial Management*, Vol., 13, No., 2, 101-121
2. Al-Najjar, Basil & Hussainey, Khaled, 2009, The Association Between Dividend Payout And Outside Directorships. *Journal Of Applied Accounting Research*, Vol., 10, No., 1, 4-19
3. Basse, T., & Reddemann, S., 2011, Inflation And The Dividend Policy Of US Firms, *Managerial Finance*, Vol., 37, No., 1, 34-46
4. Brockman, Paul, Unlu, Emre, 2009, Dividend Policy, Creditor Rights, And The Agency Costs Of Debt. *Journal Of Financial Economics*, Vol., 92, No., 2, 276-299
5. Burksaitiene, Daiva, Draugele, Liudmila, 2018, Capital Structure Impact On Liquidity Management. *International Journal Of Economics, Business And Management Research*, Vol., 2, No., 1, 110-127
6. Elly, O. D., & Hellen, K. W., 2013, Relationship Between Inflation & Dividend Payout For Companies Listed At The Nairobi Securities Exchange, *International Journal Of Education & Research*, Vol., 1, No., 6, 1-8
7. Florackis, Chris, Kanas, Angelos, Kostakis, Alexandros, 2015, Dividend Policy, Managerial Ownership And Debt Financing: A Non-Parametric Perspective, *European Journal Of Operational Research*, Vol., 241, No., 3, 783-795
8. Goel, Archana, 2016, Impact Of Macro-Economic Variables: Dividend Policy Of Indian Companies, *Scms Journal Of Indian Management*, 2016, Vol., 13, No., 2, 111-121
9. Harlina, Vega Rut & Khoiruddin, Moh, 2018, Dividend Policy And Economic Variable To Stock Price Volatility: Comparison Of Indonesia And Malaysia. *Management Analysis Journal*, Vol., 7, No., 4, 506-515
10. Husain, T., & Sunardi, N., 2020, Firm's Value Prediction Based On Profitability Ratios & Dividend Policy, *Finance & Economics Review*, Vol., 2, No., 2, 13-26.
11. Jahfer, Athambawa & Mulafara, Abdul Hameed, 2016, Dividend Policy And Share Price Volatility: Evidence From Colombo Stock Market, *International Journal Of Managerial And Financial Accounting*, Vol., 8, No., 2, 97-108.
12. Kieso, Donald E., Kimmel, Paul D., Weygandt, Jerry J., 2015, *Financial Accounting*, IFRS, 3rd Edition.-John Wiley & Sons
13. Labhane, N. B., & Mahakud, J., 2016, Determinants Of Dividend Policy Of Indian Companies: A Panel Data Analysis, Paradigm, *Journal Of Financial Economics*, Vol., 20, No., 1, 36-55
14. Labhane, N. B., & Mahakud, J., 2016, Determinants Of Dividend Policy Of Indian Companies: A Panel Data Analysis, Paradigm, *Journal Of Financial Economics*, Vol., 20, No., 1, 36-55
15. Mokhtar, E., Mousa, A., & Jaffar, P., 2013, Impact Of Financial Leverage On Dividend Policy At Tehran Stock Exchange: A Case Study Of Food Industry, *African Journal Of Business Management*, Vol., 7, No., 34, 3287-3296
16. Nnadi, M. A., & Akpomi, M. E., 2005, The Effect Of Taxes On Dividend

- Policy Of Banks In Nigeria, *Journal Of Business Studies*, Vol., 5, No., 1, 873-828
17. Palley, T. I., 2017, Wage-Vs. Profit-Led Growth: The Role Of The Distribution Of Wages In Determining Regime Character, *Cambridge Journal Of Economics*, Vol., 41, No., 1, 49-61
 18. Pattiruhu, J, R., & Paaais, M., 2020, Effect Of Liquidity, Profitability, Leverage, & Firm Size On Dividend Policy, *The Journal Of Asian Finance, Economics & Business*, Vol., 7, No., 10, 35-42,
 19. Ray, S. C., & Das, A., 2010, Distribution Of Cost And Profit Efficiency: Evidence From Indian Banking, *European Journal Of Operational Research* Vol., 201, No.,1,297-307.
 20. Rochmah, H, N., & Ardianto, A., 2020, Catering Dividend: Dividend Premium & Free Cash Flow On Dividend Policy, *Cogent Business & Management*, Vol., 7, No., 1, 1-16.
 21. Yanti, L, D., & Aprilyanti, R., 2020, Information On Income, Dividend Policy & The Impact Of Inflation On Stock Prices., *International Journal Of Business*, Vol., 12 No., 2, 1-17
 22. Yusra, Irdha, Hadya, Rizka, Fatmasari, Rhini, 2019, The Effect Of Retained Earnings On Dividend Policy From The Perspective Of Life Cycle. In: *1st International Conference On Life, Innovation, Change And Knowledge*, Atlantis Press, Vol., 203, No.,1, 216-220