



أثر دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة
توزيع الأرباح وهيكل رأس المال: دراسة
تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة
المصرية

د/ سناء ماهر محمدي مسعود^١

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة بنها

ملخص البحث

هدف البحث: دراسة أثر مراحل دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وذلك بتطبيق علي الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70).

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة علي مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة مكونة من (٥٢) شركة مقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70) خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٠)، لاختبار فروض البحث التي تعكس أثر مراحل دورة حياة الشركة (مرحلة النمو، ومرحلة النضج، ومرحلة التدهور) علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فروض البحث.

النتائج والتوصيات: تشير نتائج هذا البحث إلي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس مال (وهذه العلاقة طردية)، وتبين أيضاً وجود تأثير معنوي لدخول المتغير التفاعلي لمرحلة النضج في دورة حياة الشركة (وهذا التأثير عكسي)، وعدم وجود تأثير معنوي لدخول المتغير التفاعلي لمرحلتتي النمو والتدهور في دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. واستناداً إلي ذلك توصي الباحثة بضرورة اهتمام الشركات بدراسة المراحل التي تمر بها الشركة حيث قد تتعرض لتغيرات منهجية خلال دورة حياتها في معدلات النمو والتدفقات النقدية والفرص الاستثمارية، مما قد يؤثر علي سياستها في توزيعات الأرباح وما يستتبعه من التأثير علي هيكل رأس المال. مع ضرورة العمل على تحديد المزيج المناسب من مصادر تمويل هيكل رأس المال (الداخلي، والخارجي)، حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلي تخفيض تكلفة رأس المال، بما يسهم في تعظيم قيمة الشركة.

الأصالة والإضافة: تساهم هذه الدراسة في تقليل الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي والتمويلي بشأن أثر مراحل دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وهو ما قد يساعد في تفسير التباين بين الشركات في سياسة توزيع الأرباح المتبعة وما يستتبعه من تأثير علي القرارات التمويلية التي تتخذها الشركة لتمويل هيكل رأس مالها عبر مراحل دورة حياتها، كما تُقدم هذه الدراسة دليلاً إضافياً لتفسير تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية.

الكلمات المفتاحية: مراحل دورة حياة الشركة، سياسة توزيع الأرباح، هيكل رأس المال، مؤشر EGX70.

¹E.mail:sanaamaher13@yahoo.com

The Impact of Firm Life Cycle on the Relationship between Dividend Policy and Capital Structure: An Empirical Study on Companies listed in the Egyptian Stock Exchange

Abstract

Research objective: Studying The Impact of firm Life Cycle stages on the relationship between the dividend policy and the capital structure, applying that on companies listed in the Egyptian Stock Exchange Index (EGX70).

Research Methodology: The study is based on the content analysis approach of in annual reports examination for a sample of (52) listed companies in the Egyptian Stock Exchange Index (EGX70) during the period from 2018 to 2020. to test the hypotheses that reflect the impact firm life cycle stages (growth stage, maturity stage, and decline stage) on the relationship between dividend policy and capital structure, and multiple regression method was used to test the study hypotheses.

Results and Recommendations: The results find that there is a significant positive correlation between dividend policy and the capital structure, also the study found a significant effect for the interactive variable maturity stage of the firm life cycle and there is no significant effect for the interactive variable growth and deterioration stage of firm life cycle on the relationship between dividend policy and capital structure, and Based on that, the researcher recommends the importance of studying the stages corporations which could face systemic changes in cash flows, investment opportunities and growth rates this changes could effect on dividends policy followed by effect on capital structure, Importance of Implementing the suitable mixture of capital structure financing sources "inside and outside" which can reduce cost of capital and improving value of company.

Originality and Value: This study participate in reducing the research gap in the accounting literature about the impact of the firm life cycle on the relationship between dividend policy and capital structure which may help in explaining the difference between companies in dividend policy and what followed that policies and effects on financing decisions to finance capital structure. The study also provides additional evidence to explain that relationship in the Egyptian business environment.

Key words: firm life cycle stages, Dividend Policy, Capital Structure, Index (EGX70).

١ - الإطار العام للبحث

١-١ المقدمة

تُعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية والإستراتيجية في الشركات، حيث تمثل التوزيعات حجر الزاوية في مجال تمويل الشركات، هذا إلي جانب انعكاسها علي القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية (Singla & samanta, 2019)، كما تعتبر أحد القرارات الرئيسية التي تواجه مجلس إدارة الشركة كونه المسئول عن الاختيار بين قرار توزيع الأرباح علي المساهمين وبالتالي انخفاض التمويل الذاتي للشركة وزيادة الحصة السوقية لأسهمها أو قرار احتجاز الأرباح من أجل زيادة مصادر التمويل وزيادة فرص الاستثمار المتاحة للشركة (عبده، ٢٠٢٠)، كما يُعد تحديد الاحتياجات التمويلية واختيار هيكل رأس المال الأمثل بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار توزيع الأرباح، فالتنبؤ بالاحتياجات المالية للشركة وتحديد الموقف المالي والنقدي للشركة يعتبر من المتطلبات والاعتبارات الأساسية عند وضع سياسة توزيع الأرباح (الصاوي، ٢٠١٦). وعلي ذلك يجب علي مجلس إدارة الشركة تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية للأرباح وبين احتجاز الأرباح لتحقيق النمو المستقبلي للشركة ويعتبر تحقيق هذا التوازن تحدي يواجه إدارة الشركة (Tijjani, 2019)، ولتحقيق هذا التوازن عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح يجب علي إدارة الشركة مراعاة العوامل أو المحددات التي قد تؤثر في أو تتأثر بقرار التوزيعات.

ومن أهم العوامل التي قد تكون مؤثرة في قرار توزيع الأرباح والتي تناولتها بعض الدراسات السابقة (Kaur, 2019; Naeem & Khurram 2019; Trihermanto & Nainggolan, 2019) مراحل دورة حياة الشركة، ونظراً لاختلاف الخصائص المالية والاقتصادية في المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة Firm Life Cycle (مرحلة البداية، مرحلة النمو، مرحلة النضج، مرحلة التدهور) قد تؤدي إلي إتباع الشركة سياسات مختلفة في مجال توزيعات الأرباح، وبالتالي اختلاف اختيار مصادر التمويل المناسبة لهيكل رأس المال للشركة.

وتعتبر نظرية دورة الحياة The Life Cycle Theory من أهم النظريات التي حاولت تفسير تلك العلاقة بأنه مع تقدم الشركة عبر مراحل دورة حياتها تتغير ربحيتها وفرص نموها ومستويات التدفق النقدي الحر بها، مما قد يؤثر في قدرة الشركة على دفع توزيعات الأرباح (Habib and Hasan, 2019)، كما أكدت نظرية أولوية مصادر التمويل Pecking Order Theory علي أن مصادر تمويل الشركة تختلف باختلاف مراحل دورة حياتها، حيث تلجأ الشركات إلي خيار التمويل بالديون عندما تعجز مصادر تمويلها الداخلية في تمويل مشاريعها، كما فسرت هذه النظرية سياسة التوزيعات بأن الشركات الأكثر ربحية يكون لديها توزيعات أعلى، والشركات ذات معدلات النمو والتوسع الأعلى تكون لديها توزيعات أقل (الصاوي، ٢٠١٦)، وفي هذا السياق أشارت دراسة (Pinkova & Kaminova, 2013) إلي زيادة اعتماد الشركات علي التمويل بالديون الخارجية خلال مرحلتي البداية والنمو لإثبات تواجدها

بين المنافسين واستغلال انتشار الشركة، بينما تفضل الشركات الاعتماد علي التمويل بالملكية خلال مرحلة النضج حفاظاً علي مستويات الأرباح المحققة وضمان توزيع أرباح علي مساهميها بشكل يعطي قوة أكبر للموقف المالي للشركة وتحفيز المستثمرين المحتملين علي الاستثمار في الشركة. وعلي ذلك تتضح أهمية البحث الحالي من خلال التعرف علي أثر مراحل دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

٢-١ مشكلة البحث

يُعد هيكل رأس المال من أكثر القضايا التي نالت اهتماماً كبيراً في الفترة الأخيرة، حيث تسعى جميع الشركات إلي الوصول إلي هيكل رأس المال المثالي الذي يسهم في تعظيم قيمة الشركة والذي يتوقف نجاح أو فشل الشركة علي تحقيق أهدافها على مدى دقته وسلامته (Yildirim et al., 2018)، كما يرتبط اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال بالعديد من العوامل الحاكمة التي تؤثر علي قرار إدارة الشركة عند تحديد هيكل التمويل الأمثل للشركة، وتُعد سياسة توزيع الأرباح من العوامل التي تؤثر تأثيراً مباشراً علي هيكل رأس المال ومصادر تمويله.

وفي هذا السياق يتم النظر إلي سياسة توزيع الأرباح من زاويتين، تتعلق الزاوية الأولى في تأثير قرار التوزيع علي التمويل الذاتي أو الداخلي للشركة ومن ثم علي تمويل الاستثمارات من مصدر ذو تكلفة منخفضة، أما الزاوية الثانية تتعلق بتأثير قرار توزيع الأرباح علي سوق المال، لما تتضمنه توزيعات الأرباح من أبعاد تتعلق بإرسال إشارة للمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل، ويندرج تفسير هذا التأثير فيما يعرف بنظرية الإشارة (Singla & samanta, 2019).

وبالرغم من أهمية سياسة توزيعات الأرباح كأحد المكونات الأساسية لإستراتيجية الشركة وتأثيرها المباشر علي هيكل رأس المال، إلا أن الدراسات المحاسبية والتمويلية لم تعطي الاهتمام الكافي للعوامل المؤثرة على هذه السياسات حيث اقتصرت علي بعض المحددات التقليدية مثل الربحية، والسيولة، وفرص النمو، وهيكل الملكية. لذلك تحاول الدراسة الحالية توسيع نطاق تلك العوامل بحيث تعطي رؤية أوسع وفهم أفضل للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وفي هذا السياق، تظهر أهمية تحليل أثر مراحل دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال فالشركات حديثة النشأة يتوافر لديها فرص استثمارية عالية، ومواردها محدودة لذلك تميل أكثر إلي الاحتفاظ بالأرباح واحتجازها كمصادر للتمويل الداخلي، وفي المقابل الشركات القديمة والتي بلغت مرحلة النضج يكون لديها ربحية أعلى وفرص استثمارية أقل لذلك فهي أكثر قدرة علي دفع توزيعات الأرباح هذا بالإضافة إلي سهولة حصولها علي التمويل الخارجي (DeAngelo et al., 2006)، ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح عبر مراحل دورة حياتها.

ولقد تناولت العديد من أدبيات الفكر المحاسبي دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتنوع هيكل رأس المال، وقد اختلفت نتائج هذه الدراسات، فتوصلت دراسة (Al- Najjal, 2011) إلي وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، في حين توصلت دراسة (Mohamali & Amiri, 2018) إلي وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي متمثلاً بنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلي اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول أثر مراحل دورة حياة الشركة علي قرارات هيكل رأس المال، فتوصلت دراسة (Suyono et al.,2017; Pinkova &Kaminova, 2013) إلي زيادة اعتماد الشركات علي الديون الخارجية في التمويل في مراحل البداية والنمو والتدهور، بينما في مرحلة النضج تفضل الشركات الاعتماد علي التمويل الداخلي ويقل الاعتماد علي التمويل الخارجي، في حين توصلت دراسة (Rehman et al., 2016) إلي وجود علاقة معنوية بين انخفاض اعتماد الشركات علي مصادر التمويل الخارجي خلال مراحل البداية والنمو والتدهور، بينما توجد علاقة معنوية بين ارتفاع اعتماد الشركات علي مصادر التمويل الخارجي خلال مرحلة النضج.

ونظراً لعدم اتفاق الأدبيات المحاسبية في تحديد طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، بالإضافة إلي ندرة الدراسات في البيئة المصرية التي تناولت استخدام متغير مراحل دورة حياة الشركة كمتغير مُعدل بهدف تفسير طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال - في حدود علم الباحثة- وهو ما تحاول الدراسة الحالية تطبيقه علي الشركات المصرية المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70).

وفي ضوء ذلك يمكن صياغة مشكلة البحث في الإجابة علي التساؤلات التالية

- ماهي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70)؟
- هل هناك أثر لمرحلة دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70)؟

٣-١ أهداف البحث

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في تحليل أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70)، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

- تحديد طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.
- قياس أثر العلاقة التفاعلية لمرحلة دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

١-٤ أهمية البحث

تتضح أهمية البحث مما يلي:

أولاً: الأهمية العلمية

- تُعد الدراسة الحالية امتداداً للأدبيات المحاسبية والتمويلية التي تناولت دور الخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة كمتحدد أو عامل مؤثر علي قرارات الشركة ونتائجها الاقتصادية، حيث حاولت الباحثة تقديم تحليلاً لأثر مراحل دورة حياة الشركة علي سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وهو ما يساهم في تفسير التباين بين الشركات في سياسة توزيع الأرباح المتبعة وما يستتبعه من تأثير علي القرارات التمويلية التي تتخذها الشركة لتمويل استثماراتها عبر مراحل دورة حياتها.
- بالرغم من تزايد الاهتمام علي المستوى الدولي بسياسة توزيع الأرباح إلا أن تحليل علاقتها بهيكل رأس المال خلال مراحل دورة حياة الشركة في الاقتصاديات الناشئة مازال يتسم بالندرة في الأدب المحاسبي، كما أنها لم تقدم نتائج حاسمة بشأن هذه العلاقة، لذلك فإن دراسة هذه العوامل في البيئة المصرية قد يقدم أدلة إضافية ويقلل من الجدل المثار حولها.

ثانياً: الأهمية العملية

- تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة عن أثر مراحل دورة حياة الشركة عند إدخالها كمتغير مُعدل على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في الشركات المسجلة في البورصة المصرية (EGX70)، وذلك من خلال بناء نموذجين متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، الأول لقياس العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، والثاني لقياس أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، مع إدخال متغيرات جديدة إلي النماذج التي سبق وقدمتها الدراسات السابقة مما يعكس مؤشرات جديدة ذات دلالة إحصائية في تفسير العلاقة التآثرية بين المتغيرات البحثية المقترحة بالدراسة.
- تساهم نتائج هذه الدراسة في زيادة فهم وإدراك الشركات المقيدة بالبورصة المصرية علي دور دورة حياة الشركة في التأثير علي قرار توزيع الأرباح وآلية اختيار الشركة لمصادر تمويل هيكل رأس مالها، مما يساعدها علي اتخاذ القرارات المناسبة في هذا الشأن عبر مراحل دورة حياتها، كما تساهم نتائج هذه الدراسة في دعم وترشيد قرارات المستثمرين بالبورصة المصرية عند تعاملهم علي شراء أسهم الشركات بسوق المال المصري خلال مراحلها الاقتصادية المختلفة.

١-٥ منهج البحث

اعتمدت الباحثة على المنهج الاستقرائي في مراجعة الأدب المحاسبي المتعلق بموضوع البحث بهدف الاستفادة منها في صياغة الإطار النظري، والمنهج الاستنباطي لاستكشاف وتفسير أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. كما قامت الباحثة بدراسة تطبيقية باستخدام أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة من الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70) وذلك خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٠)، بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض البحث.

١-٦ حدود البحث

تتمثل حدود البحث فيما يلي:

- يقتصر البحث على دراسة واختبار أثر مراحل دورة حياة الشركة على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، دون التطرق لدراسة التأثيرات المحاسبية والمالية لدورة حياة الشركة على بعض الجوانب المحاسبية والمالية الأخرى (مثل: آليات الحوكمة، التجنب الضريبي، جودة التقارير المالية، المسؤولية الاجتماعية، تنوع هيكل الملكية).
- يقتصر البحث على قياس مراحل دورة حياة الشركة على استخدام بيانات التدفقات النقدية وفقاً لنموذج (Dickinson, 2011)، الذي يعتمد على تقسيم مراحل دورة حياة الشركة إلى خمسة مراحل، إلا أن الباحثة اقتصرت على ثلاث مراحل تعبر عن مراحل دورة حياة الشركة وهي (النمو، النضج، التدهور)، نظراً لانخفاض عدد المشاهدات في بعض المراحل.
- يقتصر البحث على استخدام مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية في المؤشر (EGX70)، ولن يتم تطبيق الدراسة التطبيقية على جميع هذه الشركات (EGX70) إلا بعد مراعاة شروط اختيار العينة خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٠).

١-٧ خطة البحث

انطلاقاً من أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم تقسيم البحث كما

يلي:

- ١- الإطار العام للبحث.
- ٢- دورة حياة الشركة في الفكر المحاسبي.
- ٣- أثر مراحل دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.
- ٤- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.
- ٥- الدراسة التطبيقية.

٦- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

٢- دورة حياة الشركة في الفكر المحاسبي

تعتبر دورة حياة الشركة من المتغيرات الحديثة نسبياً في مجال الفكر المحاسبي حيث تُعد المحدد الرئيسي للميزة التنافسية بين الشركات نظراً لتأثيرها على القرارات والسياسات التي تتخذها الشركات خلال مراحلها المختلفة من دورة حياتها، وكذلك لأهميتها في توضيح كيف كانت الشركة وإلى أن ستذهب في المستقبل، مما يساعد المستثمرين على التقييم السليم للشركة، ويمكن للباحثة إلقاء الضوء على دورة حياة الشركة من المنظور المحاسبي من خلال العناصر التالية:

٢-١ مراحل دورة حياة الشركة ونماذج قياسها

تعرف دورة حياة الشركة بأنها "سلسلة مراحل دورة الحياة المتتالية التي تنتقل خلالها الشركة منذ مرحلة الولادة (Birth) وحتى مرحلة التدهور (Decline) (Hamers, 2017). وقد أشارت دراسة (Dickinson, 2011) إلى أن عملية انتقال الشركة بين المراحل المتعددة لدورة حياتها يحدث نتيجة لمجموعة من العوامل منها عوامل داخلية مثل: اختيار الإستراتيجية، والموارد المالية، والقدرة الإدارية، طرق اتخاذ القرار، وأخرى عوامل خارجية مثل: البيئة التنافسية، وعوامل الاقتصاد الكلي، كما قامت الدراسة بتقسيم مراحل دورة حياة الشركة إلى خمسة مراحل رئيسية، وهي: التقدم، والنمو، والنضج، والتذبذب، والتدهور والانسحاب، بحيث تتميز كل مرحلة بمجموعة من الخصائص المالية والاقتصادية التي تميزها عن غيرها من المراحل الأخرى. ونظراً لأن سلوك الشركات يختلف خلال مراحل دورة الحياة، فمن المتوقع أيضاً أن يتغير سلوك التقارير المالية مع مراحل دورة حياة الشركة، وبالتالي تأثر دورة حياة الشركة على نتيجة القرارات والسياسات المحاسبية مثل الاحتفاظ بالنقدية، والإنفاق الاستثماري، وقرارات التمويل، وقرارات الاستحواذ وقرارات التوزيع، وسياسات توزيع الأرباح، وجودة التقارير المالية، والتجنب الضريبي (Habib & Hasan, 2019). ويمكن للباحثة توضيح الخصائص التي تميز كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة، على النحو التالي: (Dickinson, 2011; Hamers, 2017; Krishnan et al., 2018; Kaur, 2019; Habib & Hasan, 2019) إبراهيم، ٢٠١٩؛ مليجي، ٢٠٢٠؛ حسين، ٢٠٢٠؛ عبده، ٢٠٢٠.

■ **مرحلة البداية أو التقدم Introduction Stage:** تتميز هذه المرحلة بدخول الشركة إلى الأسواق لأول مرة وبالتالي تتعرض الشركة إلى درجة عالية من المخاطر، لذلك تتسم هذه المرحلة بمحدودية الطلب على منتجات الشركة، وانخفاض هامش ربح معظم المنتجات ونقص المعرفة الكافية بالتكاليف والإيرادات المحتملة، مما قد يؤدي إلى تحقيق الشركة لتدفقات نقدية سالبة لأنشطة التشغيل، كما يتوافر لدى الشركات في هذه المرحلة المزيد من فرص النمو وبالتالي زيادة مستوى الإنفاق الاستثماري والنفقات الرأسمالية، مما قد يؤدي إلى تحقيق الشركة لتدفقات نقدية سالبة لأنشطة الاستثمار، كما تعتمد الشركات في هذه المرحلة على التمويل بالديون لتمويل فرص النمو

المستقبلية، مما ينتج عن ذلك تدفقات نقدية موجبة لأنشطة التمويل، كما تتميز هذه المرحلة بارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، وانخفاض مستوى جودة الإفصاح المحاسبي حيث يتردد المحللون الماليون والمستثمرون في متابعة هذه الشركات التي ما زالت في مرحلة البداية من دورة حياتها.

■ **مرحلة النمو Growth Stage:** تتميز هذه المرحلة بزيادة الطلب التدريجي على منتجات الشركة، وتقلب التدفقات النقدية التشغيلية، وعدم كفاية الموارد المالية للشركة، وارتفاع درجة الرافعة المالية حيث تعتمد على التمويل الخارجي للحفاظ على مستوى مرتفع من قدرتها الاستثمارية، كما تتميز هذه المرحلة بوجود حوافز كبيرة للشركات للحد من عدم تماثل المعلومات، من خلال زيادة مستوى الإفصاح الاختياري، وزيادة الطلب على جودة الإفصاح المحاسبي حيث تبدأ الأطراف الخارجية متابعة الشركات في مرحلة النمو لأنها قد تكون شركات واعدة سوف تحقق النجاح في المستقبل، مما قد يؤدي إلى الحد من السلوك الانتهازي للمديرين في هذه المرحلة بالمقارنة بمرحلة البداية.

■ **مرحلة النضج Maturity Stage:** وتتميز هذه المرحلة بزيادة الطلب على منتجات الشركة حتى الوصول إلى نقطة التشبع، وتحقيق الشركة مبيعات تتسم بالاستقرار ومن ثم ثبات معدلات النمو في حصتها السوقية، وزيادة النمو في الإيرادات وأرباح التشغيل، ونمو في التدفقات النقدية الموجبة لأنشطة التشغيل، وانخفاض فرص النمو مما يؤدي إلى نقص التدفقات النقدية السالبة لأنشطة الاستثمار، مع انخفاض ملحوظ في التدفقات النقدية السالبة لأنشطة التمويل بسبب وجود الفائض النقدي المتوقع في هذه المرحلة، تبدأ الشركات في الوفاء بالتزاماتها المالية والاعتماد على مصادر التمويل الداخلية في المقام الأول عند الحاجة للنقدية، وانخفاض الاعتماد على التمويل الخارجي، والقيام بتوزيع الأرباح على المساهمين، كما تتميز هذه المرحلة بانخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات بصورة كبيرة، مع الاستمرار في زيادة مستوى جودة الإفصاح المحاسبي، نظراً لتمتع الشركات خلال هذه المرحلة من دورة حياتها باهتمام ومتابعة مستمرة من قبل المحللين الماليين والمستثمرين.

■ **مرحلة التذبذب Shake-out Stage:** تتميز هذه المرحلة بعدم قدرة الشركة على النمو وانخفاض حجم الطلب على منتجات الشركة وتذبذب حصتها السوقية وانخفاض في نمو الإيرادات، كما أنها تحاول تسهيل أصولها غير المنتجة وتحويلها إلى مشاريع تحقق عائد، مما يؤدي إلى تدفقات نقدية موجبة أو سالبة في كل من الأنشطة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية على حد سواء (عبداللطيف، الدبعي، ٢٠١٩).

■ **مرحلة التدهور Decline Stage:** في هذه المرحلة تتعرض الشركات بتدهور شديد في الطلب على منتجاتها وانخفاض شديد في حصتها السوقية، والتوقف عن إنتاج بعض المنتجات وتدهور معدلات النمو في الإيرادات والأرباح والتدفقات النقدية الناتجة من التشغيل، وزيادة التدفقات النقدية الموجبة من الاستثمار بسبب التخلص من بعض الأصول، وزيادة التدفقات النقدية السالبة لأنشطة

التمويل بسبب سداد بعض الالتزامات (إبراهيم، ٢٠١٩)، كما أن الشركات في هذه المرحلة يكون لديها نظام حوكمة ضعيف، وتؤدي الضغوط المالية المحتملة إلى إمكانية تعرض الشركات للإفلاس ويكون لديها الدافع لتحريف التقارير المالية لإخفاء التعثر المالي، وبالتالي فمن المتوقع أن يتمتع المديرين في مرحلة التدهور والانسحاب بفرص ودوافع للمشاركة في إدارة الأرباح، مما يؤدي إلى انخفاض جودة التقارير المالية (Krishnan et al., 2018).

وقد قدم الأدب المحاسبي عدة نماذج لقياس مراحل دورة حياة الشركة من أهمها ما يلي: (Yan & Zhao, 2010; Hribar & Yehuda, 2015; Hamers, 2017; Habib & Hasan, 2019; Faff et al., 2016؛ إبراهيم، ٢٠١٩؛ مليجي، ٢٠٢٠).

- **عمر الشركة:** استخدمت دراسة (Faff et al., 2016) عمر الشركة كمقياس مالي للتعبير عن مراحل دورة حياة الشركة، في حين أشارت دراسة (Dickinson, 2011) إلى أن استخدام عمر الشركة كمقياس لمراحل دورة الحياة يُعد مقياس غير صحيح لأنه يفترض أن الشركة تتقدم بشكل خطي ثابت، وهو ما يتعارض مع الدراسات الحديثة التي تشير إلى أن حركة الشركة خلال دورة الحياة هي حركة ديناميكية تختلف باختلاف مراحل دورة الحياة (مليجي، ٢٠٢٠)، وبالتالي فإن هذا المقياس يوفر معلومات جزئية عن دورة حياة الشركة، كما أن الوقت اللازم للانتقال من مرحلة إلى أخرى يختلف باختلاف نوع الصناعة وكذلك اختلاف الزمن الذي تستغرقه كل شركة في اكتساب المهارات والخبرات بسبب اختلاف منحنى التعلم المرتبط بكل شركة مما قد يحدث تشويه في القياس (إبراهيم، ٢٠١٩).
- **الأرباح المحتجزة:** تستخدم نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة أو إلى إجمالي حقوق الملكية كمقياس مقترح لقياس مراحل دورة حياة الشركة، وكلما ارتفعت نسبة الأرباح المحتجزة كلما دل على وصول الشركة لمرحلة النضج، بينما كلما انخفضت نسبة الأرباح المحتجزة كلما دل على أن الشركة في مرحلة البداية أو النمو (عبده، ٢٠٢٠)، وبالرغم من أن هذا المقياس يتغلب على افتراض النمو الخطي الثابت للشركة عند استخدام عمر الشركة أو حجمها كمقياس لمراحل دورة الحياة، إلا أن هناك بعض العوامل التي تحد من استخدام هذه النسبة كمقياس عادل لمراحل دورة الحياة مثل الإنفاق على البحث والتطوير، ارتفاع أسعار المواد الخام، وظهور تكنولوجيا جديدة في الإنتاج وسياسة توزيع الأرباح (Habib & Hasan, 2017).
- **معدلات النمو:** قدمت دراسة (Anthony & Ramesh, 1992) نموذج لقياس مراحل دورة حياة الشركة يعتمد على معدلات النمو حيث استخدمت أربعة متغيرات هي حجم الشركة ونمو المبيعات وأرباح التشغيل والإنفاق الرأسمالي لتصنيف مراحل دورة حياة الشركة، وبالرغم من أن هذا المقياس يُعد مقياس مناسب للتعبير عن مراحل دورة حياة الشركة، إلا أنه يتطلب استخدام معدلات النمو بناء هذه المعدلات لمدة ست سنوات على الأقل مما يقلل من احتمالية مشاهدة الشركات خلال مرحلة البداية،

كما أن هذه المعدلات قد تقشل في تحديد صفات واضحة لمراحل دورة حياة الشركة خاصة عند اختلاف بيئة التطبيق عن البيئة الأساسية التي أجريت فيها هذه المعدلات (Dickinson, 2011).

■ **التدفقات النقدية:** قدمت دراسة (Dickinson, 2011) دليل تطبيقي أثبتت به أن إشارات التدفقات النقدية للأنشطة المختلفة بالشركة تمثل فروق جوهرية بين المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، كما أنها تمثل بشكل عادل ربحية الشركة ونموها ومخاطرها، وبالتالي يمكن استخدام بيانات التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل لقياس أثر مراحل دورة حياة الشركة. وبالرغم من أن هذا النموذج يُعد من أكثر النماذج انتشاراً في الأدب المحاسبي إلا أنه يرتبط ببعض المحددات منها أنه يعتمد على إشارة التدفقات النقدية (+/-) دون الأخذ في الاعتبار قيمة التدفق النقدي نفسه وبالتالي إهمال الاختلاف بين فروق قيم تلك التدفقات من سنة لأخرى ومن شركة إلى أخرى يؤدي إلى استنتاجات مضللة عند استخدام إشارة التدفقات النقدية لقياس مراحل دورة حياة الشركة، بالإضافة إلى ذلك قيام بعض الشركات بإعادة تبويب بعض بنود قائمة التدفقات النقدية من نشاط إلى آخر ومن سنة إلى أخرى، مما يؤدي إلى عدم تعبير التدفقات النقدية عن مراحل دورة حياة الشركة وأدائها (Habib & Hasan, 2019). وعلى الرغم من هذه المحددات إلا أنه ما زال هذا النموذج هو الأكثر استخداماً في العديد من الدراسات التطبيقية لقياس مراحل دورة حياة الشركة (إبراهيم، ٢٠١٩).

وتخلص الباحثة مما سبق إلى اختلاف الدراسات السابقة عند تحديد مقاييس محاسبية لدورة حياة الشركة لبيان تأثيرها علي المتغيرات المختلفة، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف تأثير الخصائص المالية والاقتصادية لكل مرحلة من مراحل دورة الحياة، بالإضافة إلى تعقد أنشطة الشركة وتنوعها مما قد ينتج عنه أن كل نشاط قد يمر بمرحلة مختلفة من مراحل دورة الحياة داخل نفس الشركة، مما يؤدي إلى صعوبة وجود مقياس محدد لقياس مراحل دورة حياة الشركة.

٢-٢ محددات مراحل دورة حياة الشركة

قدم الأدب المحاسبي العديد من الدراسات المسحية التي تناولت محددات مراحل دورة حياة الشركة ويمكن توضيح هذه المحددات من خلال الجدول التالي (مليجي، ٢٠٢٠؛ إبراهيم، ٢٠١٩؛ Hasan & Cheung, 2018).

جدول ١: محددات مراحل دورة حياة الشركة

المحددات	الأثر على مراحل دورة حياة الشركة
حجم الشركة Company Size	أشارت دراسة (Agarwal & Audretsch, 2001) إلى أن حجم الشركة مرتبط باحتمال بقاء الشركة في السوق، فالشركات صغيرة الحجم يكون احتمال بقائها في السوق أقل نسبياً بالمقارنة بالشركات كبيرة الحجم بسبب ضعف مواردها المالية، كما توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة يرتبط بشكل إيجابي مع مرحلتي النمو والنضج، وبشكل سلبي مع مراحل التقدم والتذبذب والتدهور، مما يشير إلى زيادة احتمال خروج الشركات الصغيرة من السوق عند ظهورها ضمن مراحل التقدم والتذبذب والتدهور، في حين أن الشركات الكبيرة لا تتبع هذا النمط.
جنسية الشركات محلية أو أجنبية Nationality of Firms is Local or Foreign	إشارات دراسة (Hasan & Cheung, 2018) أن معدل خروج الشركات المحلية من الصناعة يقل بوصول تلك الشركات لمرحلة النضج، أما الشركات متعددة الجنسيات لا تتبع هذا النمط.
الربحية Profitability	وضحت دراسة كل من (مليجي، ٢٠٢٠; Hasan & Cheung, 2018) أن ربحية الشركة تزداد مع التقدم في العمر وتبقى مرتفعة لعدة سنوات ثم تتراجع ببطء عندما تصل الشركة إلى مرحلة النضج، ثم تأخذ في الهبوط مع وصول الشركة لمرحلة التدهور. كما وضحت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) إلى أن الشركات خلال مرحلتي التقدم والنمو تستثمر بكثافة في نفقات تطوير المنتجات مما يساعد على ارتفاع مستوى جودة منتجاتها وتوليد مزيد من الأرباح. وبالمقارنة فإن الشركات خلال مرحلة النضج تنفق استثمارات أقل لتطوير منتجاتها، وتواجه تراجعاً في أرباحها بسبب ارتفاع تكلفة الأجور.
رأس المال التنظيمي Organizational Capital	يشير إلى المعرفة التي تجمع بين المهارات البشرية ورأس المال المادي Physical Capital، ويؤثر التغيير في رأس المال التنظيمي للشركة من فترة إلى أخرى على القدرة الإدارية والإنتاجية وكفاءة التشغيل وريادة الأعمال بالشركة والتي تؤثر جميعها على تطور الشركة خلال مراحل دورة حياتها (إبراهيم، ٢٠١٩).
الرافعة المالية Leverage	وضحت دراسة (Ahsan et al., 2016) إلى أن ظهور الشركات في مرحلتي التقدم والنمو يصاحبها ارتفاع كبير في نسبة الرافعة المالية لأنها خلال المراحل المبكرة (التقدم والنمو) من دورة حياتها تتمتع بفرض نمو كبيرة مصحوبة بنفقات عالية لذلك تلجأ إلى التمويل الخارجي لسد احتياجاتها، وعلى العكس من ذلك تقل نسبة الرافعة المالية عند ظهور الشركات ضمن مرحلة النضج ويقل الاعتماد على التمويل الخارجي.
سياسة توزيع الأرباح Dividend Policy	أشارت دراسة كل من (مليجي، ٢٠٢٠; Miletic, 2015; Kaur, 2019) إلى أن سياسة توزيع الأرباح تختلف باختلاف مراحل دورة حياة الشركة، فالشركات في المراحل المبكرة (التقدم والنمو) من دورة حياتها تواجه ينقص شديد في مواردها المالية وانخفاض كفاءتها التشغيلية مع انخفاض الربحية إلى جانب حاجتها إلى المزيد من الفرص الاستثمارية، لذلك تلجأ إلى الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من توزيعها، وفي المقابل عند ظهور الشركات ضمن مرحلة النضج تكون أكثر احتمالاً لقيامها بدفع توزيعات الأرباح، وذلك لأنها أصبحت ذات ربحية عالية وفرص استثمارية أقل.

٣- أثر مراحل دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح

وهيكل رأس المال

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات والقرارات المالية التي تؤثر علي الخطط الاستثمارية والتمويلية للشركة مما ينعكس علي قيمتها السوقية وأدائها المالي، وتعتبر دورة حياة الشركة من أهم العوامل المؤثرة علي قرار توزيع الأرباح نظراً لاختلاف الخصائص المالية والاقتصادية التي تمر بها الشركة في المراحل المختلفة لدورة حياتها، قد تؤدي إلى إتباع الشركة سياسات مختلفة في مجال توزيعات الأرباح وبالتالي تؤثر علي مصادر تمويل هيكل رأس المال. ويمكن للباحثة توضيح أثر مراحل دورة حياة الشركة علي سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال من خلال العناصر التالية:

٣-١ العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وسياسة توزيع الأرباح

نالت سياسة توزيع الأرباح اهتماماً كبيراً في الأدبيات المحاسبية والتمويلية والاقتصادية، فعرفت دراسة (المديولي، ٢٠١٦) بأنها النهج الذي تتبعه الشركة من حيث توزيعها للأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل الشركة، وعرفت دراسة (القرشي، ٢٠٢٠) بأنها جزء لا يتجزأ من قرار التمويل الاستراتيجي للشركة وجوهر هذه السياسة هو قيام مديرين الشركات بتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها علي المساهمين الذين يمتلكون الأسهم العادية في الشركة كعوائد علي استثماراتهم وتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي احتجازها لتمويل النمو المستقبلي في الشركة، كما عرفت دراسة (Victor et al., 2020) بأنها المنهج المتبع بالشركة لكيفية توزيع الأرباح علي المساهمين أو احتجازها، ويستخدم الجزء المحتجز كمصدر تمويل داخلي لإعادة استثمارها مرة أخرى وتمويل عمليات التوسع والنمو بالشركة، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر علي مقدار ونمط التوزيعات علي المساهمين مما ينعكس علي القيمة السوقية للشركة، كما أشارت دراسة (الصاوي، ٢٠١٦) إلى أن هناك اختلاف بين مفهوم توزيعات الأرباح وسياسة توزيعات الأرباح، حيث تشير توزيعات الأرباح إلى العوائد التي يتلقاها المساهمين علي استثماراتهم في أسهم الشركة، بينما سياسة توزيع الأرباح هي قرار بالمفاضلة بين توزيع الأرباح علي المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في الشركة، وتتمثل السياسة المثلى لتوزيعات الأرباح في تلك التي تعمل علي الموازنة بين التوزيعات الحالية علي المساهمين والأرباح المستقبلية بما يعظم من قيمة الشركة ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين، مع الأخذ في الحسبان مجموعة من الاعتبارات من أهمها سلامة المركز المالي للشركة بعد التوزيع، واختيار الطريقة المثلى لتوزيع الأرباح وعدم الإضرار بمصالح المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة من أصحاب المصالح بالشركة.

وفي ضوء ما سبق تخلص الباحثة إلى أن مفهوم توزيع الأرباح يختلف عن سياسة توزيع الأرباح، فإذا كانت توزيعات الأرباح عبارة عن العوائد أو الأرباح التي حققتها الشركة والتي يستحقها المساهمين نظير

استثماراتهم بالشركة، فإن سياسة توزيع الأرباح عبارة عن الإستراتيجية التي تتبعها الشركة في توزيع الأرباح أو احتجازها لاستخدامها كمصدر تمويل داخلي لتمويل عمليات التوسع والنمو وإعادة استثمارها داخل الشركة، بهدف تعظيم قيمة المنشأة وثروة المساهمين مستقبلاً.

وتتعدد أشكال أو أنماط السياسات التي يمكن أن تتبعها الشركات في توزيع الأرباح خلال دورة حياتها من أهمها:

- **سياسة فائض التوزيعات أو سياسة الأرباح المتبقية:** تعتمد الشركات على إتباع هذه السياسة إذا كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتوزيع ما تبقي من الأرباح، وتقوم هذه السياسة على حقيقة أن المساهمين يفضلون الأرباح المحتجزة على شرط أن يتم إعادة استثمارها بمعدل عائد أعلى يفوق المعدل الذي يستطيع المساهمين تحقيقه عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، وطبقاً لهذه السياسة فإن مقدار عوائد التوزيعات المدفوعة للمساهمين يتغير من عام لآخر تبعاً لمدى توفر الفرص الاستثمارية التي يمكن الاستثمار فيها وتمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة باعتبارها أحد مصادر التمويل بالملكية وأقل تكلفة (Vancin & Kirch, 2020).
 - **سياسة توزيعات ديناميكية:** طبقاً لهذه السياسة تختلف سياسة توزيعات الأرباح عبر دورة حياة الشركة نظراً للتغيرات في معدلات نموها والتدفقات النقدية المتاحة في كل مرحلة وكذلك الفرص الاستثمارية المربحة، وبالتالي فإن سياسة التوزيعات تختلف من فترة إلى أخرى، بمعنى أنه مع ارتفاع الأرباح المحققة تزيد قيمة التوزيعات المدفوعة والعكس في حالة نقص وتراجع أرباح الشركة (الصاوي، ٢٠١٦).
 - **سياسة استقرار مقدار التوزيعات:** تشير هذه السياسة على قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح ذات قيمة مستقرة، حيث أن عدم استقرار هذه التوزيعات يعد مؤشراً غير جيد عن أداء الشركة أو انخفاض الأرباح المتوقعة للشركة وبالتالي يؤثر على سعر الأسهم في السوق، لذلك تحاول الشركة الحفاظ على استقرار معدل التوزيعات (Miletic, 2015).
 - **سياسة التوزيعات الإضافية:** عندما تواجه الشركات تقلبات في أرباحها يمكنها القيام بتوزيعات إضافية في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ولا توجد حاجة لاحتجازها (مليجي، ٢٠٢٠).
- وفي ضوء ما سبق يتضح للباحثة وجود عدة أشكال لسياسة توزيع الأرباح، كما أن الدراسات المحاسبية لم تستقر على سياسة مثلى لتوزيع الأرباح، وبالتالي فإن اختيار السياسة التي تتبعها الشركة في توزيعها للأرباح تتوقف إلى حد كبير على توجيهات إدارة الشركة طبقاً لما يتناسب مع ظروفها الاقتصادية والمالية التي تمر بها الشركة خلال دورة حياتها، لذلك يجب عليها أن تختار السياسة المناسبة التي تؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين.

وقد ظهرت العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المديرين تجاه سياسة توزيع الأرباح، وقد اختلفت نتائج هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه أثر سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على قيمة الشركة، ومن أهم هذه النظريات (Victor et al., 2020; Tirhermanto & Nainggolan, 2019): نظرية عصفور في اليد، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية الإمداد بالتوزيعات، نظرية دورة حياة التوزيعات، نظرية التفضيل الضريبي، نظرية فائض النقدية، نظرية التضخم وتوزيعات الأرباح، نظرية أولويات التمويل. واستكمالاً لما سبق، قدمت الدراسات المحاسبية والتمويلية مجموعة من المحددات أو العوامل التي تؤثر على سياسة التوزيعات التي تضعها الشركة، والتي يجب أخذها في الاعتبار عند وضع السياسة المثلى للشركة والأكثر ملائمة لظروفها الاقتصادية ومستقبلها، ومن أهم هذه المحددات ما يلي (Park & Song, 2019; Dabrowska et al., 2020): الربحية، الرافعة المالية، حجم الشركة، نمو الشركة، السيولة، التدفقات النقدية الحرة، نسبة التوزيعات السابقة، التشريعات القانونية، القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، دورة حياة الشركة، الاعتبارات الضريبية وتفضيلات المستثمرين الحاليين والمرتقبين. وبناءً على ما تقدم تخلص الباحثة إلى أن دورة حياة الشركة تعتبر من المحددات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، ويكمن السبب في ذلك إلى العلاقة فيما بينهما، وهو ما أكدت عليه العديد من الدراسات المحاسبية حيث أبرزت أهمية مراحل دورة حياة الشركة في تفسير سلوك الشركات تجاه توزيعات الأرباح، نظراً لأن الشركات تختلف استراتيجياتها وهيكلها التنظيمية ومتغيراتها البيئية المحيطة بها في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها.

ففي هذا السياق أشارت دراسة (DeAngelo et al., 2006) إلى أن توزيعات الأرباح تتبع نمط مراحل دورة الحياة، وقد اختبرت هذه العلاقة على عينة من الشركات الصناعية الأمريكية، وقد توصلت الدراسة إلى الشركات في مرحلة البداية أو النمو عادة تكون في حاجة إلى أموال لتمويل استثماراتها كما أنها تواجه صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي، لذلك تتبع سياسة تخفيض التوزيعات والاحتفاظ بالأرباح واحتجازها كمصادر للتمويل الداخلي أو الذاتي، أم عند ظهور الشركات ضمن مرحلة النضج فأنها تتبع سياسة توزيعات الأرباح لأنها قد تكون ذات ربحية عالية وفرص استثمارية أقل، وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصلت إليه دراسة (Miletic, 2015) من خلال تحليل بيانات عينة من الشركات الكرواتية خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١١، والتي أكدت على أن الشركات التي تمتلك مبالغ محتجزة بنسبة عالية (يدل على أنها شركات ناضجة) لديها إمكانية توزيع أرباح عالية، وأن الشركات التي تتمتع بمعدل نمو واستثمار مرتفع (يدل على أنها شركات في مرحلة البداية أو النمو) تميل إلى عدم توزيع الأرباح على المساهمين، كما حاولت دراسة (Moghanloo & Farzinfar, 2015) تفسير العلاقة بين دورة حياة الشركة وسياسة توزيع الأرباح من خلال اختبار أثر نظرية التدفق النقدي المتاح ونظرية دورة حياة الشركة على سياسات توزيع الأرباح مع الأخذ في الاعتبار خصائص الشركات، كالربحية وحجم

الشركة ومعدل نمو الشركة، وقد أجريت الدراسة على عينة (٥٧) شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران المالي خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١١، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين مرحلة النضج وسياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة، وأن الشركات ذات الربحية العالية والحجم الأكبر ومعدل النمو المنخفض تميل إلى توزيع الأرباح على المساهمين، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة مباشرة بين النظريتين واعتماد نظرية التدفق النقدي المتاح على دورة حياة الشركة. وفي ذات السياق، فقد توصلت دراسة (Flavin & O'connor, 2017) إلى أن توزيعات الأرباح تزداد على مدار دورة حياة الشركة ولكن تبلغ ذروتها خلال مرحلة النضج ويتفق ذلك مع فرضية بناء السمعة. كما وضحت دراسة (Habib & Hasan, 2017) إلى أن الشركات في المراحل المبكرة من دورة حياتها قد تواجه ارتفاع في تكلفة رأس المال بسبب عدم اليقين بشأن التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية والصعوبات المحتملة لجمع رأس مالي إضافي وتكون أكثر عرضة للمخاطر المالية، مما تميل إلى عدم توزيع الأرباح، أم في مرحلة النضج فقد تتمتع الشركات بميزة تنافسية أكبر من خلال استخدام الموارد الكافية المتاحة لديها مما يجعلها أقل عرضة للمخاطر المالية، ويكون لديها أرباح عالية، وتكون نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول أو إجمالي حقوق الملكية مرتفع، ويكون العائد على صافي الأصول التشغيلية أيضاً مرتفع مما يؤدي إلى تحقيق أرباح عالية ومستمرة، مما تميل إلى توزيع الأرباح على المساهمين.

وفي ذات السياق فقد وضحت دراسة كل من (مليجي، ٢٠٢٠؛ الصاوي، ٢٠١٦، Habib & Hasan, 2019; DeAngelo et al., 2006) إلى أن نظرية دورة حياة التوزيعات تُعد من أهم النظريات التي تفسر العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وسياسة توزيعات الأرباح، فتتضمن هذه النظرية أن سياسة توزيع الأرباح تتغير خلال مراحل دورة حياة الشركة، ففي المراحل المبكرة من دورة الحياة تكون الشركات أصغر، مواردها المالية أقل، وذات ربحية أقل ولديها المزيد من الفرص الاستثمارية لذلك تلجأ إلى الاحتفاظ بالأرباح لتمويل أنشطتها الاستثمارية بدلاً من توزيعها على المساهمين، وفي المقابل فإن الشركات في مرحلة النضج تكون كبيرة، وذات ربحية عالية وفرص استثمارية أقل كما أن لديها القدرة على توليد تدفقات نقدية داخلياً وبالتالي يتوافر لديها أرصدة نقدية متراكمة، لذلك تلجأ الشركات إلى توزيع الأرباح على المساهمين مما يؤدي إلى تقليل مشاكل الوكالة من خلال تقليل التدفقات النقدية الحرة. وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصلت إليه دراسة (Budiarso, 2019) التي أجريت على عينة من (٢١٢) شركة من الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإندونيسية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦ إلى أن سياسة توزيع الأرباح للشركات الإندونيسية الناضجة تدعم نظرية دورة الحياة وتتعارض مع نظرية التمويل، وأن الشركات الإندونيسية الناضجة تدفع توزيعات أرباح أعلى لأنها أكبر وأكثر ربحية مع المزيد من السيولة ولديها فرص نمو

قليلة، وعلى العكس من ذلك، فإن الشركات الإندونيسية المتنامية التي تتمتع بفرص مستقبلية كبيرة تدفع توزيعات أرباح أقل.

وفي ضوء ما سبق تخلص الباحثة إلى أن دورة حياة الشركة من أبرز العوامل التي قد تكون مؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، حيث أن قرار توزيع الأرباح يختلف باختلاف المرحلة التي تمر بها الشركة من مراحل دورة حياتها، ففي المراحل المبكرة (البداية والنمو) تكون الموارد المالية للشركات غير كافية والأرباح المحتجزة تكون محدودة ولديها فرص استثمارية عالية مما تفضل الشركات عدم توزيع الأرباح واحتجازها لتمويل مشروعاتها الاستثمارية، بينما في مرحلة النضج تحقق الشركات أرباحاً مرتفعة ويكون لديها أرباحاً محتجزة واحتياجات كبيرة وحجم الشركة كبير ولديها فرص استثمارية أقل، وبالتالي فإن الشركات تتجه إلى اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح على المساهمين. وتعتبر توزيعات الأرباح في هذه المرحلة هي بمثابة إشارة إلى وصول الشركة إلى الربحية المستدامة وكذلك للحد من تكاليف الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة.

٣-٢ العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال

تعتبر القرارات التمويلية من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة والتي تؤثر بشكل مباشر على قيمة الشركة، لذلك زاد اهتمام الأدب المحاسبي والتمويلي بدراسة هيكل رأس المال ومدى تأثيره على مدى قدرة الشركة على تلبية احتياجاتها التمويلية وتحقيق أهدافها الإستراتيجية.

ويشير هيكل رأس المال بأنه الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها من خلال حقوق الملكية أو الديون أو مزيج منهما، حيث يقوم المديرين باتخاذ قرارات التمويل الملائمة، لتحديد هيكل رأس المال المناسب لاستثماراتهم من خلال إنشاء مزيج مثالي من الديون وحقوق الملكية بما يساهم في تعظيم قيمة الشركة (Yildirim et al., 2018)، كما عرفته دراسة (Tsoy & Heshmati, 2017) بأنه الموازنة بين مصادر التمويل من الديون وحقوق الملكية مع الأخذ بعين الاعتبار محاولة تخفيض تكاليف رأس المال لأدنى حد ممكن، مع تعظيم قيمة الشركة لأعلى درجة ممكنة. كما أشارت دراسة (Khemiri & Noubbigh, 2018) إلى وجود فرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فالهيكل المالي يشير إلى مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في قائمة المركز المالي للشركة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية، في حين يشير هيكل رأس المال إلى مصادر التمويل طويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة، والقروض طويلة الأجل، دون الاهتمام بالمصادر قصيرة الأجل.

ومما سبق تخلص الباحثة بأن هيكل رأس المال يعبر عن الكيفية التي يتم بها تمويل أصول الشركة من خلال المزيج بين حقوق الملكية والديون، أي أنه يشمل على حقوق الملكية وكافة مصادر الديون

طويلة الأجل ولا يشمل على الديون قصيرة الأجل، بهدف تمويل عمليات الشركة ومشروعاتها الاستثمارية المستقبلية وبما يساهم في تعظيم قيمة الشركة.

وقد قدم الأدب المحاسبي العديد من النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، لاختيار هيكل رأس المال الأمثل للشركة وتفسير السلوك التمويلي لها. ومن أهم هذه النظريات ما يلي:

- **نظرية (Modigliani & Miller):** وضحت هذه النظرية بأن قيمة الشركة ليس لها علاقة بهيكل رأس المال ولا تتأثر به في ظل سوق غير مثالي ولا يوجد فيه ضرائب، وبالتالي يكون الاقتراض خالي من مخاطر الإفلاس بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الوكالة، وتتحدد قيمة الشركة بالاعتماد على قدرة أصولها على توليد الأرباح، أي أنها لا تتأثر بنوعية التمويل وكميته، وتتسم هذه النظرية بعدم الواقعية (Yildirim et al., 2018). ولكن في عام ١٩٦٣ قم الباحثان (Modigliani & Miller) بتعديل هذه النظرية، وذلك بافتراض وجود ضرائب حيث توصل الباحثان بأن قيمة الشركة ستزداد عبر هيكل رأس المال بسبب الميزة الضريبية التي تحققها الديون (Chang et al., 2019).
- **نظرية المفاضلة (المبادلة) Trade off Theory:** تم تطوير هذه النظرية نتيجة للانتقادات التي تم توجيهها لنظرية (Modigliani & Miller)، وتقضي هذه النظرية بأن رأس المال الأمثل يتحدد من خلال المفاضلة أو المبادلة بين التكاليف والمنافع المترتبة على الاقتراض، والتي تتمثل في الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون مع الآثار السلبية الناتجة عنه، والمتمثلة في تكاليف الإفلاس والوكالة. حيث يؤدي هذا التوازن إلى الوصول إلى رأس المال الأمثل (عطية، ٢٠٢٠).
- **نظرية أولوية مصادر التمويل (Pecking Order Theory):** تعود بداية هذه النظرية إلى دراسة (Donaldson, 1961) التي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية، والتي توصلت إلى أن الشركات تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي وذلك من خلال حجز جزء من الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية، ثم تم تطوير هذه النظرية عام ١٩٨٤ من قبل (Myers & Majluf)، حيث فسّر الباحثان التفاوت في تكاليف مصادر التمويل المتاحة للشركات على أنه نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك والمقرضين، والمستثمرين المحتملين، ووفقاً لهذه النظرية فأن الشركات تفضل الاعتماد على المصادر الداخلية لتمويل أنشطتها الاستثمارية نظراً لتكلفتها المنخفضة، وفي حالة عدم كفاية المصادر الداخلية تتبع الأولويات الآتية وهي: الاقتراض، ثم أدوات الدين القابل للتحويل، ثم الأسهم الممتازة، ثم الأسهم العادية، (Park, 2019)، وعلى الرغم من أن هذه النظرية وضحت السلوك المتبع من قبل الشركات في اختيار هيكل رأس المال، إلا أنه وجه لها عدة انتقادات من أهمها: أن هذه النظرية تهمل مشكلة الوكالة الناتجة عن الفوائض المالية في الشركة التي قد تحدث صراع محتمل بين الأطراف المتعددة فيها، بالإضافة إلى أن هذه النظرية

صعبة التطبيق من قبل الشركات الجديدة التي لا يوجد لديها أرباح محتجزة (عبداللطيف، الدبعي، ٢٠١٩).

▪ **نظرية الوكالة The Agency Theory:** تشير نظرية الوكالة إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل تقلل من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين، إلا أنها قد توجد مشاكل وكالة جديدة بين المساهمين والدائنين مثل عدم كفاية الاستثمار، كما تُشير إلى أن المديرين عندما يمتلكون جزءاً من أسهم الشركة فإنهم يفضلون الديون بدلاً من الأسهم من أجل الحفاظ على حقوقهم وزيادة الدافع لديهم لتعظيم مصلحة المساهمين، هذا بالإضافة إلى أن الديون تساعد المستثمرين في الرقابة على أداء المديرين (Jermias & Yigit., 2019) مما يؤدي إلى تخفيض مشاكل الوكالة، وعادة ما يتم إدخال افتراضات نظرية الوكالة ضمن افتراضات نظرية التوازن، لأنها تعتبر هي النظرية الأساسية التي تأخذ في الاعتبار كلا من الضرائب وتكاليف الوكالة (Yildirim et al., 2018).

▪ **نظرية التدفق النقدي الحر (The Free Cash Flow Theory):** تقترض هذه النظرية أن الديون تساهم في تخفيض التكاليف من خلال الحد من التدفق النقدي الحر وإيجاد حافز لدى المديرين لاتخاذ قرارات استثمارية أفضل، والعمل بكفاءة أكثر لخدمة الديون والحد من مخاطر الإفلاس، كما أن زيادة نسبة الديون تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة في حالة زيادة التدفقات النقدية التشغيلية عن المشروعات الاستثمارية المربحة (عطية، ٢٠٢٠).

▪ **نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory):** تشير هذه النظرية بأن هيكل رأس المال يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع قيم السوق، كما أن الوقت مهم لقرار إصدار الأسهم، وأن على الشركات أن تقترض أو تصدر الأسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة، فوفقاً لهذه النظرية تقوم الشركات بالاعتماد على أموال الملكية لتمويل احتياجاتها من الأموال في الأوقات التي تكون فيها أسعار أسهمها مقيمة بقيمتها الحقيقية أو بأعلى من قيمتها الحقيقية، في حين أن الشركات تلجأ إلى الاقتراض لتمويل مشروعاتها في الحالات التي تكون فيها أسهم الشركة مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية (Chang et al., 2019).

وفي ضوء ما سبق تخلص الباحثة أنه على الرغم من أن جميع النظريات السابقة قد فسرت سلوك الشركات في اختيار هيكل رأس مالها، إلا أن الجدل بشأن تلك التفسيرات مازال قائماً، كما أنه لا يوجد نظرية من بين تلك النظريات يمكن اعتبارها الأكثر قبولاً في إطار تفسيرها لهيكل رأس مال الأمثل، نظراً لتركيز كل نظرية على أحد العوامل المحددة لهيكل رأس المال، حيث ركزت نظرية المفاضلة على المزايا الضريبية، وركزت نظرية أولوية مصادر التمويل على عدم تماثل المعلومات، في حين ركزت نظرية توقيت السوق على توقيت الحاجة إلى التمويل، بينما ركز نظرية التدفق النقدي الحر على تكاليف الوكالة.

واستكمالاً لما سبق فقد أشارت العديد من الدراسات المحاسبية (Ramlia et al., 2019; Chang et al., 2019; Yildirim et al., 2018; Nathan et al., 2020; عطيّة، ٢٠٢٠؛ السيد، ٢٠١٧)؛ عبداللطيف، الدبعي، ٢٠١٩ إلى أن اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال يرتبط بالعديد من العوامل الحاكمة التي تؤثر على قرار إدارة الشركة عند تحديد هيكل التمويل الأفضل والمناسب للشركة، ومن أهمها: السيولة، معدل النمو، حجم وعمر الشركة، الربحية، الضرائب، سياسة توزيع الأرباح، درجة المخاطر.

كما يتأثر هيكل رأس المال الشركة بالمراحل التي تمر بها خلال دورة حياتها. وهو ما أكدت عليه العديد من الدراسات المحاسبية أن مصادر تمويل الشركة تختلف باختلاف مراحل دورة حياتها، حيث تساهم دورة حياة الشركة المديرين الماليين في معرفة خصائص شركتهم من خلال المرحلة التي تمر بها هذه الشركة ومن ثم اتخاذ القرارات التمويلية المناسبة والتخطيط مسبقاً لاحتياجاتها المالية.

ففي هذا السياق أشارت دراسة (Fluck, 2000) إلى أن قرارات التمويل التي تتخذها الشركة تختلف باختلاف المرحلة التي تمر بها من دورة حياتها، كما أن قرارات التمويل السابقة تؤثر على قرارات التمويل القادمة أو اللاحقة لها مما يؤدي إلى خيارات تمويلية مختلفة، حيث تعتمد الشركات أولاً على إصدار الأسهم ثم تلجأ للديون قصيرة الأجل والديون القابل للتحويل إلى ملكية ثم بعد ذلك إلى الأرباح المحتجزة، وإذا زادت الاحتياجات التمويلية للشركة عن ذلك فإنها يمكن أن تلجأ إلى الديون طويلة الأجل أو حقوق الملكية. كما أشارت دراسة (Pinkova & Kaminova, 2013) إلى زيادة اعتماد الشركات على الديون الخارجية في التمويل في مراحل البداية والنمو، بينما تفضل الشركات الاعتماد على التمويل بالملكية في مرحلة النضج كما اتفقت الدراسة مع نظرية أولوية التمويل، وفي نفس السياق أشارت دراسة (Dehan, 2014) التي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٧٠ إلى ١٩٩٢ بهدف تقييم العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال في ضوء نظرية المفاضلة إلى أن الشركات في المراحل المبكرة من دورة حياتها تفضل الاعتماد على مصادر التمويل من أسواق المال (الملكية) عن الاعتماد على الديون الخارجية، بينما توجد علاقة بين الاعتماد على الديون الخارجية ومرحلة النضج. وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصلت إليه دراسة (Rehman et al., 2016) إلى أنه وفقاً لنظرية المفاضلة توجد علاقة معنوية بين انخفاض اعتماد الشركات الصينية على مصادر التمويل الخارجي خلال مراحل البداية والنمو والانسحاب والتدهور، بينما توجد علاقة معنوية بين ارتفاع اعتماد الشركات على مصادر التمويل الخارجي خلال مرحلة النضج التي تعتمد فيها الشركة على التمويل بالملكية. كما توصلت دراسة (Castro et al., 2014) إلى أن المحددات التفسيرية (الربحية، والقيمة السوقية إلى الدفترية، والسيولة، والحجم، والوفر الضريبي الناتج من غير الدين، ونسبة الأصول

الملموسة، والعمر) لهيكل رأس المال تتطور تدريجياً عبر مراحل دورة حياة الشركات، وأنه وفقاً لنظرية المفاضلة تفضل الشركات كبيرة الحجم خلال مراحل النمو والنضج والتدهور بالتوجه نحو التمويل بالديون اعتماداً على المزايا الناتجة من انخفاض احتمالية تعرض الشركات للتعثّر المالي خلال هذه المراحل من دورة حياتها. كما توصلت دراسة (Fuady et al., 2019) إلى أن الشركات الإندونيسية تقوم بتقليل الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي خلال مرحلة النضج، وأرجعت الدراسة ذلك في تفسير نظرية أولوية مصادر التمويل إلى رغبة الشركات في تخفيض المخاطر الناتجة عن الاعتماد على التمويل الخارجي.

وفي ضوء ما سبق يتضح للباحثة إلى أن مراحل دورة حياة الشركة تؤثر بشكل مباشر على القرارات التمويلية التي تتخذها الشركة لتمويل استثماراتها خلال مراحل دورة حياتها، حيث تختلف مصادر تمويل الشركة باختلاف مراحل دورة حياة الشركة، ففي مرحلتها التقدم والنمو تتمتع الشركة بفرص نمو كبيرة مصحوبة بنفقات عالية ولكن مع قصور واضح في تلبية احتياجاتها التمويلية من خلال مواردها الداخلية، لذلك تلجأ وبشكل كبير لمصادر التمويل الخارجي، بينما في مرحلة النضج يصبح لدى الشركة القدرة على توليد الموارد داخلياً من خلال تراكم الأرباح، وبالتالي يقل الاعتماد على التمويل الخارجي الذي قد يرتبط بحساسية مرتفعة لعدم تماثل المعلومات. أما في مرحلة التدهور تلجأ الشركة إلى التمويل بالديون والذي يصاحبه مخاطر مالية عالية كبديل أفضل والذي يعد تمويل منخفض التكلفة نسبياً مقارنة بالتمويل بحقوق الملكية والذي يصاحبه عائد إضافي مرتبط بوجود بدل مخاطرة مرتفع على هذه الاستثمارات، لذلك يجب على المديرين الماليين اختيار مصادر تمويل مناسبة لهيكل رأس مال الشركة وفقاً لكل مرحلة من المراحل المختلفة التي تمر بها الشركة خلال دورة حياتها.

٣-٣ تأثير مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

بمراجعة الباحثة للأثار المحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة بشكل عام وأثرها على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال بشكل خاص، أتضح للباحثة إلى أنه من المتوقع أن تختلف سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة باختلاف مراحل دورة حياتها، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على هيكل رأس المال، كذلك يتأثر هيكل رأس المال هو الآخر بشكل مباشر بالخصائص المحاسبية التي تتميز بها كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة.

فمن ناحية العلاقة المتبادلة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، فتتنبأ نظرية الوكالة أن توزيعات الأرباح تساهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتقلل من مشاكل الوكالة من خلال تقليل حجم التدفقات النقدية الحرة، مما يؤدي إلى زيادة ثقة أصحاب المصالح، وهو ما يعزز من قدرة الشركة

في الحصول علي التمويل اللازم وتخفيض تكلفة الاقتراض (Al- Najjar, 2011)، وطبقاً لنظرية الإشارة فإن المديرين يستخدمون سياسة توزيع الأرباح لإرسال إشارة للمستثمرين عن ربحية وأداء الشركة في المستقبل (مليجي، ٢٠٢٠)، كما تشير نظرية الإشارة إلي وجود علاقة طردية بين الفرص الاستثمارية والتمويل من خلال الديون، حيث يمثل هيكل رأس المال مرآة عاكسة لوضع الشركة أمام المستثمرين، لذلك فإن الشركات التي تُقدم علي الاقتراض لتمويل الفرص الاستثمارية التي تواجهها وتحتمل الخطر المالي الناتج عن هذا الاقتراض دليل واضح علي أن هذه الشركات تنتظر عوائد مستقبلية عالية، كما يعطي إشارة إيجابية عن المركز المالي الجيد للشركة وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها في المستقبل (Park, 2019)، وطبقاً لنظرية عصفور في اليد فإن توزيعات الأرباح توفر سيولة للمساهمين، مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات النقدية المستقبلية، لذلك يفضل المستثمرون التوزيعات في الوقت الحالي مقارنة بالأرباح الرأسمالية التي يمكن أن يحققها في المستقبل لتجنب المخاطر المحتملة (الصاوي، ٢٠١٦)، وبالتالي يترتب علي ذلك انخفاض الأموال الداخلية لدى الشركة مما يؤدي إلي زيادة اعتمادها علي التمويل الخارجي، ووفقاً لنظرية المتبقي من التوزيعات فإن الشركات يجب عليها أن تقوم بتمويل معظم الاستثمارات المربحة وذات الجدوى الاقتصادية وبعد استيفاء كافة الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات تقوم بتوزيع الفائض أو النقدية المتبقية علي المساهمين (Tirhermanto & Nainggolan, 2019)، لذلك يُعد تحديد الاحتياجات التمويلية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار توزيع الأرباح، كما تفترض نظرية كل من أولوية مصادر التمويل والمفاضلة أن الشركات التي تلتزم أو لديه سياسة واضحة في توزيع الأرباح قادرة علي تقليل مشكلة عدم التماثل بينها وبين السوق، وبالتالي يسهل عليها الحصول علي التمويل من خلال الديون، أي أن هناك علاقة طردية بين الالتزام بتوزيع الأرباح والحصول علي تمويل من خلال الدين (عبداللطيف، الدبعي، ٢٠١٩)، كما أشارت دراسة (Naeem & Khurram, 2019) أن سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية التي تؤثر علي قرارات الاستثمار والتمويل، فإذا قررت الشركة عدم دفع توزيعات أرباح، أو دفع توزيعات أرباح أقل، فإنه سيكون لدى الشركة أموال داخلية أكثر، مما يقلل من اعتمادها علي الأموال الخارجية في تمويل هيكل رأس المال، ومن ناحية أخرى، إذا دفعت الشركة توزيعات أرباح عالية، فسوف ينتج عنها أموال داخلية أقل، مما يزيد من اعتماد الشركة علي الديون أو أي شكل آخر من أشكال التمويل الخارجي لتمويل هيكل رأس المال. ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس علي قرار الاستثمار وتكلفة رأس المال بالشركة.

ونظراً لاختلاف الخصائص المالية والاقتصادية المرتبطة بكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة فقد تختلف سياسة توزيع الأرباح مما ينتج عنه اختلاف في هيكل رأس المال، ويمكن للباحثة توضيح ذلك من خلال ما يلي:

ففي مرحلة التقدم والنمو تتمتع الشركات بفرص نمو كبيرة، مصحوبة بنفقات عالية ونقص شديد في مواردها المالية وانخفاض كفاءة عملياتها الإنتاجية وانخفاض الربحية، إلى جانب حاجتها إلى المزيد من الاستثمارات لدخول السوق، لذلك يزداد الدافع لدى الشركات باحتجاز الأرباح وعدم توزيعها على المساهمين لمقابلة فرص النمو والاحتياجات التمويلية، لذلك تفضل الشركات في المراحل المبكرة الاعتماد على التمويل الذاتي أو الداخلي بدلاً من التمويل بالديون وذلك لتجنب ارتفاع مخاطر عدم السداد والتي يصاحبها زيادة في التكاليف المحتملة في هذه المرحلة، بالإضافة لمواجهة بعض الشركات في بداية نشاطها مشكلة عدم تماثل المعلومات الذي تقلل من فرص حصولها على التمويل بالديون، وفي حالة عدم كفاية التمويل الداخلي فأن الشركات تلجأ إلى التمويل بالديون الخارجية، هو ما يتفق مع نظرية أولوية مصادر التمويل، ومع وصول الشركة لمرحلة النضج يتحقق عندها ثبات نسبي في المبيعات وتحقق أرباح عالية ويتوفر لديها السيولة ولديها فرص استثمارية أقل، لذلك تلجأ الشركات إلى اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح على المساهمين، كما تحاول الشركات الاعتماد على التمويل الداخلي والتمويل بالديون معاً بشكل يحقق التناسق بين عناصر الهيكل التمويلي. أما في مرحلة التدهور تواجه الشركات انخفاضاً في التدفقات النقدية التشغيلية، مع انخفاض في كل من معدلات النمو والأسعار، وتكون الأرباح وسداد الالتزامات في اتجاه منخفض، مع العمل في بيئة تنافسية شديدة، وبالتالي تقل مقدرة الشركات على القيام بتوزيعات الأرباح، كما تلجأ الشركات إلى الاعتماد على الديون كأساس للتمويل بشكل يصاحب معه مخاطر مالية عالية نسبياً وذلك بدلاً من الاعتماد على أموال الملكية.

٤ - الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

تقوم الباحثة في هذا القسم بتحليل أدبيات الفكر المحاسبي التي اهتمت بأثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وذلك كمحاولة لتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض المتعلقة بالبحث، وفي إطار استكمال جهود تلك الدراسات سيتم تناولها كما يلي:

٤-١ الدراسات التي اهتمت بالعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

تعتبر سياسة توزيع الأرباح عنصر رئيسي في التخطيط الاستراتيجي للشركة، وأحد القضايا الهامة في مجال التمويل نظراً لتأثيرها علي قيمة الشركة وثروة المساهمين، إذ يمثل قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح قراراً مهماً بالنسبة للشركة والمساهمين، حيث أن احتجاز هذه الأرباح يوفر للشركة التمويل المطلوب لتوسيع استثماراتها، في حين يمثل توزيع الأرباح علي المساهمين مكافأة أو عوائد جارية مقابل

استثمارهم في تلك الشركة وتحملهم للمخاطر (الصاوي، ٢٠١٦)، ومن ناحية أخرى يعتبر هيكل رأس المال أحد العوامل المؤثرة علي سياسة الشركات، فالتنبؤ بالاحتياجات التمويلية للمنشأة تعتبر من المتطلبات والاعتبارات الأساسية عند وضع سياسة التوزيعات، وفي نفس الوقت تؤثر سياسة توزيع الأرباح علي هيكل رأس المال سواء فيما يتعلق بقرار دفع توزيعات أرباح أو احتجازها، وكذلك مقدار التوزيعات المدفوعة (عطية، ٢٠٢٠). وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة تحليل واختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، حيث حاولت دراسة (Al- Najjar, 2011) اختبار ما إذا كان هيكل رأس المال ونظريات سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تفسر القرارات المالية في الأسواق الناشئة مثل السوق الأردني، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة الدين إلى الأصول من جهة والأصول الملموسة والسيولة وحجم الشركة وتصنيف الصناعية من ناحية أخرى ووجود علاقة سلبية بين نسبة الدين إلي الأصول والربحية، وأيضاً وجود علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح والربحية والأصول الملموسة وتصنيف الصناعة، كما توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وأن انخفاض هيكل رأس المال يؤدي إلى انخفاض التوزيعات. وفي نفس السياق توصلت دراسة ("أحمد خليل"، ٢٠١١) إلي أن الهيكل التمويلي يؤثر على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح وذلك بتطبيق على عينة مكونة من (٧٥) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي وذلك خلال الفترة (٢٠٠٧ - ٢٠٠٩)، كما توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي المتمثل بنسبة المديونية وسياسة توزيع الأرباح وتفاوت نسبة توزيعات الأرباح بين القطاعات المالي والصناعي والخدمي، فالقطاع المالي احتل المرتبة الأولى في استخدام العوائد المختلفة من الديون في توزيع أرباح مرتفعة نسبياً على المساهمين بالمقارنة مع القطاعين الآخرين، مما يشير إلى أن الإدارة في هذين القطاعين التي فشلت في استخدام الأموال المقترضة لم تتمكن من تحقيق أرباح منها تمكنها من توزيع أرباح على المساهمين.

ومن ناحية أخرى حاولت دراسة (Luvembe et al., 2016) تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح والهيكل المالي على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق المال بكينيا، وذلك بالاعتماد على دراسة تطبيقية لعينة من (١٠) مصارف مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٦ - ٢٠١٤)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمصارف التجارية بكينيا. بينما أجرت دراسة (Abbas et al., 2016) استكشاف العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وذلك بالاعتماد على دراسة تطبيقية لعينة من (١٠٠) شركة صناعية في باكستان خلال الفترة (٢٠٠٦ - ٢٠١١)، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال يرتبطان ارتباطاً إيجابياً ببعضهما البعض، وأن حجم الشركة والربحية والسيولة والرافعة المالية لهم تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح في حين أن فرض

النمو لها تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح، كما توصلت إلى أن فرص النمو والأصول الملموسة وتقلب الدخل لها علاقة إيجابية معنوية بالرافعة المالية (هيكل رأس المال) في حين أن حجم الشركة وربحيتهما وسيولتها وتوفير الضرائب بخلاف الديون لها علاقة سلبية معنوية بالرافعة المالية (هيكل رأس المال). كما حاولت دراسة (المصري، ٢٠١٧) اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح غير المحققة في هيكل رأس المال المصارف الخاصة في سورية، وقد توصلت الدراسة إلى أن توزيع الأرباح دون إطفاء الخسائر المدورة المحققة يعتبر توزيعاً صورياً للأرباح ويؤدي إلى تخفيض رأس المال الذي يعتبر النواة الصلبة لاستمرار الشركة. وفي ذات السياق تناولت دراسة (Mohamadi & Amiri, 2018) اختبار أثر الهيكل المالي ممثلاً في الرفع المالي وربحية الشركة والفرص الاستثمارية وهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، لعينة من (١٠٥) شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران المالي وذلك خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠١٥)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية قوية بين الملكية الإدارية والربحية وسياسة توزيع الأرباح، وكذلك وجود علاقة عكسية قوية بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح. كما هدفت دراسة (عطية، ٢٠٢٠) إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من (١١) مصرفاً مقيداً بالبورصة السعودية للفترة (٢٠١٦ - ٢٠١٩)، بإجمالي مشاهدات (٤٤) مشاهدة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة معنوية لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية وذلك بالمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. كما أوضحت دراسة (خلف، ٢٠٢٠) أثر كلا من الأرباح والتدفقات النقدية و معدل تقلبهما على هيكل رأس المال الشركات غير المالية المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وبذلك بالاعتماد على دراسة تطبيقية لعينة من (٥٨) شركة من الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠١٣ - ٢٠١٨)، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الأرباح لها تأثيراً معنوياً سالباً على هيكل رأس المال مقاساً بنسبة الرفع المالي، وإن الشركات التي تحقق مستويات ربحية مرتفعة تلجأ إلى مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح لتمويل استثماراتها وذلك بسبب انخفاض تكلفتها ومخاطرها. في حين حاولت دراسة (Elmurodov, 2020) اختبار أثر العلاقة بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات في أوزبكستان، وتناولت الدراسة العديد من المناهج والنظريات حول هيكل رأس المال وتكوينه إلى جانب سياسة توزيع الأرباح وأثرها على أسعار الأسهم مثل نظرية عدم التناسب، وعصفور في اليد، وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسية هيكل رأس المال هي سياسة مهمة لأنها تؤثر بشكل كبير على الأداء المالي وتقدير قيمة الشركة، ولا يقتصر الأمر على تحسين قيمة الشركة بل يعزز أيضاً فعالية وكفاءة التشغيل، وإن سياسة توزيع الأرباح هي جزء لا يتجزأ من قرار تمويل الشركة لأنها توفر التمويل الداخلي للشركة.

وفي ضوء ما سبق يتضح أن الدراسات السابقة اهتمت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات المؤثرة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، من خلال التطبيق علي أسواق المال في العديد من البلدان فمنها من طبق علي الأسواق المتقدمة ومنها من قام بالتطبيق علي الأسواق الناشئة، مما كان له أثر في تباين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات، واتفقت في بعض النتائج، وتُرجع الباحثة هذا الاختلاف والتباين في النتائج إلي اختلاف البيئات التي أجريت فيها هذه الدراسات من حيث اختلاف مستويات تطوير الأسواق المالية بين الدول وما يترتب عليه من اختلاف البيئة المؤسسية والحكومية والثقافية لتلك البيئات، وبناء علي تلقي الدراسة الحالية المزيد من الضوء علي هذه العلاقة في واحد من الأسواق الناشئة مثل مصر وذلك بالتطبيق علي الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70)، وهو ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

٤-٢ الدراسات التي اهتمت بأثر دورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

تشير دورة حياة الشركة إلي المراحل المالية والاقتصادية التي تمر بها الشركة خلال دورة حياتها، وتتميز كل مرحلة بخصائص ومتطلبات معينة عن غيرها من المراحل، حيث تختلف استراتيجيات الشركات وهيكلها وأنشطتها عند انتقالها من مرحلة إلي أخرى (مليجي، ٢٠٢٠)، وتعتبر دورة حياة الشركة من أهم العوامل التي قد تكون مؤثرة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، نظراً لاختلاف الخصائص المالية والاقتصادية في كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة قد تختلف سياسة توزيع الأرباح مما ينتج عنه اختلاف في هيكل رأس المال. وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة اثر دورة حياة الشركة علي سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال من أهمها مايلي:

تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Miletic, 2015) في اختبار أثر دورة حياة المنشأة علي سياسات توزيع الأرباح علي المساهمين في الشركات الكرواتية المدرجة في سوق الأوراق المالية الأوروبية، وقد أجريت الدراسة علي عينة من (٩٦) شركة من الشركات الكرواتية المدرجة في السوق المالي وذلك خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١١)، وقد توصلت الدراسة إلي وجود علاقة إيجابية بين دورة حياة المنشأة وسياسة توزيع الأرباح، حيث ثبتت أن الشركات التي تملك مبالغ محتجزة بنسبة كبيرة (يدل علي أنها شركات ناضجة) لديها إمكانية توزيع أرباح عالية، كما توصلت الدراسة إلي أن الشركات التي تتمتع بمعدل نمو واستثمار مرتفع (يدل علي أنها شركات لا تزال في مرحلة النمو) تميل إلي عدم توزيع الأرباح علي المساهمين. وحاولت دراسة (Ahsan et al., 2016) تفسير معدل التغير في هيكل رأس المال للشركات غير المالية المقيدة في سوق المال الباكستاني خلال دورة حياتها، حيث قسمت دورة حياة الشركة إلي ثلاث مراحل وهي (النمو، النضج، والانحدار)، وقد توصلت الدراسة إلي أن للرافعة المالية نمط (منخفض- مرتفع) خلال مراحل النمو، والنضج والانحدار، وهو ما يتفق مع نظرية

المقايضة، كما وضحت الدراسة أن الشركات النامية لديها أعلى معدل تغير في نسبة المديونية، وذلك لوجود العديد من الفرص الاستثمارية. كما أوضحت دراسة (Suyono et al., 2017) تقييم تأثير مراحل دورة حياة الشركة (التقدم والنمو والنضوج والانسحاب) في ضوء عدد من العوامل الحاكمة مثل (مستوى الضرائب المدفوعة ومعدل الفائدة والملكية المؤسسية والملكية الإدارية) على هيكل رأس مال الشركات، بالإضافة إلى تقييم تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركة، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير معنوي إيجابي لمراحل دورة حياة الشركة في ضوء العوامل الحاكمة (مستوى الضرائب والملكية المؤسسية) على هيكل رأس المال، وأيضاً وجود دور معنوي لمرحلتَي التقدم والنمو في زيادة القوة التفسيرية للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، بينما يوجد دور معنوي لمرحلتَي النضوج والانسحاب والتدهور في تخفيض القوة التفسيرية للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة. في حين تناولت (Tirhermanto & Nainggolan, 2019) اختبار العلاقة بين دورة حياة الشركة والمسئولية الاجتماعية وسياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الإندونيسية المقيدة في سوق الأوراق المالية حيث تم مشاهدة (٩٢٣) شركة خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٥)، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات تستثمر في المسئولية الاجتماعية عند وصولها لمرحلة النضج من دورة حياتها. كما يوجد تأثير إيجابي لنفقات المسئولية الاجتماعية على سياسة توزيع الأرباح. وهدفت دراسة (Bhattacharya et al., 2019) إلى اختبار أثر مراحل دورة حياة الشركة على سياسة توزيع الأرباح، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠١٢)، وقد توصلت الدراسة إلى أن كل من مرحلة البداية، والنمو، والتذبذب، والتدهور من المحتمل أن تقل أو تزيد فيها توزيعات الأرباح مقارنة بمرحلة النضج. كما حاولت دراسة (Cempakasari et al., 2019) تحليل ديناميكية هيكل رأس المال الشركة على مدار حياة شركات التصنيع الإندونيسية، وقد أجريت الدراسة على عينة من (١٢١) شركة صناعية إندونيسية خلال الفترة (٢٠١١ - ٢٠١٦)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لربحية وسيولة الشركة خلال مرحلة التقدم والنمو على هيكل رأس المال، ووجود تأثير معنوي لهيكل الأصول ومعدل النمو وربحية وسيولة الشركة خلال مرحلة النضوج على هيكل رأس المال، بينما يوجد تأثير معنوي لسيولة الشركة فقط خلال مرحلة التدهور والانسحاب على هيكل رأس المال. وفي ذات السياق تناولت دراسة (عبداللطيف، الدبيعي، ٢٠١٩) اختبار أثر دورة حياة الشركة على هيكل رأس مالها، وقد أجريت الدراسة على عينة من (٥٦) شركة صناعية أردنية مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (٢٠٠٦ - ٢٠١٥)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال مقاساً بنسبة المديونية في القطاع الصناعي الأردني، حيث أن الشركات الصناعية في مرحلتَي البداية والنمو هي الأكثر اعتماداً على الدين في حين أنها في مرحلتَي التراجع والنضج أقل اعتماداً على الدين، وإن نظرية أولويات التمويل هي الأقدر على توضيح السلوك التمويلي لدى الشركات الصناعية

الأردنية في كل مراحل حياتها باستثناء مرحلة الانحدار. وأوضحت دراسة (Kaur, 2019) أثر دورة حياة الشركة على توزيعات الأرباح، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الهندية والتي بلغ عددها (٥٠٠) شركة خلال الفترة (٢٠٠٥ إلى ٢٠١٥)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين مرحلة النضج من مراحل دورة حياة الشركة وتوزيعات الأرباح، لأنه في مرحلة النضج تحقق الشركة أرباحاً مرتفعة ويكون لديها أرباحاً محتجزة كبيرة وحجم أصولها يكون كبيراً، وبالتالي فإن الشركة تتجه إلى إجراء توزيعات الأرباح. أما دراسة (مليجي، ٢٠٢٠) فقد هدفت إلى اختبار أثر مراحل دورة حياة الشركة والمسئولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح، وقد اعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من (٨٦) شركة مساهمة غير مالية مقيمة بالبورصة المصرية ضمن مؤشر (EGX100) خلال الفترة (٢٠١٤ - ٢٠١٨)، بإجمالي مشاهدات (٤٣٠) مشاهدة، وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيعات الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بمرحلة النضج في دورة حياة الشركة، في حين ترتبط بعلاقة سالبة بكل من مرحلة النمو، ومرحلة التدهور، كما ترتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بكل من المسئولية الاجتماعية وجودة المستحقات. في حين هدفت دراسة (عبد، ٢٠٢٠) إلى اختبار وتحليل أثر عدم تماثل المعلومات ودورة حياة الشركة على توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وذلك بالاعتماد على دراسة تطبيقية على عينة (٥٩) شركة من الشركات المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 70 وذلك خلال الفترة (٢٠١٨ - ٢٠١٣)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط جوهري بين عدم تماثل المعلومات ودورة حياة الشركة وكل من توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية. كما حاولت دراسة (زلط، ٢٠٢٠) تحديد أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع هيكل رأس المال اعتماداً على مصادر التمويل الخارجية، وقد اعتمدت على دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (١٢) شركة من الشركات المقيدة بقطاع العقارات بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة (٢٠١٣ - ٢٠١٨)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل الخارجية لشركات قطاع العقارات، كما توصلت إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين تنوع هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة وتنوع مصادر التمويل الخارجية. كما هدفت دراسة (Sami & Abdallah, 2021) إلى تقييم تأثير سياسة توزيع الأرباح على استدامة الشركات المتعثرة، وقد أجريت الدراسة على عينة من (٢٣٧) شركة من الشركات المدرجة في بورصة نيويورك التي تعرضت بالفعل لخسائر في نهاية السنة المالية وذلك خلال الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠١٧)، وقد توصلت الدراسة أن الشركات المتعثرة التي توزع الأرباح في نهاية فترة الخسارة قادرة على الحفاظ على الاستدامة والوصول إلى وضع ثروة أكثر ملائمة لمساهميها مقارنة بالشركات التي تمتنع عن الدفع، ولا تزال سياسة توزيع الأرباح خلال فترة الخسارة قادرة على إرسال إشارة إيجابية عن الشركة في السوق، ويمكن اعتبار سياسة توزيع الأرباح بمثابة مؤشر تنبؤي لشركة مستدامة يمكن لمساهميها أيضاً التنبؤ بأرباحهم الرأسمالية.

وفي ضوء ما سبق تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في أن مراحل دورة حياة الشركة تؤثر علي سياسة توزيع الأرباح وتحديد هيكل رأس المال الأمثل عبر مراحل دورة حياتها بسبب اختلاف الخصائص المالية والاقتصادية التي تمر بها كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة، كما تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في محاولة تقديم دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة عن أثر مرحل دورة حياة الشركة عند إدخالها كمتغير مُعدل علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70).

٤-٣ الفجوة البحثية

طبقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة يمكن للباحثة الإشارة إلي أهم ما تتميز به الدراسة الحالية ومساهمتها في الأدب المحاسبي لتقليل الفجوة البحثية كما يلي:

- اقتصرت العديد من الدراسات على تناول أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في المصارف، السعودية (عطية، ٢٠٢٠)، وبكينيا (Luvembe et al., 2016)، وسوريا (المصري، ٢٠١٧)، كما اقتصرت على دراسة أثر العلاقة بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في شركات أوزبكستان (Elmurodov, 2020)، إلا أنها لم تتطرق إلى تحليل طبيعة العلاقة التأثيرية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على تحديد مصادر التمويل بالشركات، وهو ما سوف تحاول الدراسة الحالية تقديمه.
- وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، حيث ترى دراسة (Abbas et al., 2016, Al- Najjal, 2011)، إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، بينما إشارة دراسة (Mohamadi & Amiri, 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي منتمثلاً بنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح، في حين ترى دراسة ("أحمد خليل"، ٢٠١١) إلى وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي المتمثل في نسبة المديونية وسياسة توزيع الأرباح، لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من البيئة المصرية عن طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في ضوء بعض النظريات التفسيرية التي استخدمت في هذا المجال، وبما يساهم في تقليل الجدل والفجوة البحثية حول العلاقة بين هذين المتغيرين.
- اقتصرت العديد من الدراسات السابقة على تحليل أثر دورة حياة الشركة على سياسة توزيعات الأرباح بشكل مستقل، مثل دراسة (مليجي، ٢٠٢٠؛ عبده، ٢٠٢٠، Bhattacharya et al., 2015; Miletic, 2019)، إلا أنها لم تتناول الأثر التفاعلي لدورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وهو ما يميز الدراسة الحالية.

- تناولت العديد من الدراسات دراسة أثر دورة حياة الشركة على هيكل رأس المال بشكل مستقل، كما يوجد اختلاف في نتائج هذه الدراسات، حيث ترى دراسة (زلط، ٢٠٢٠) إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين دورة حياة الشركة وتوزيع مصادر التمويل الخارجي، بينما ترى دراسة (Suyono et al., 2017) إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لمراحل دورة حياة الشركة (التقدم، والنمو، والنضوج، والانسحاب) على هيكل رأس المال، بينما ترى دراسة (Cempakasari et al., 2019) إلى وجود تأثير معنوي لربحية وسيولة الشركة خلال مرحلة التقدم والنمو على هيكل رأس المال، ووجود تأثير معنوي لسيولة الشركة فقط خلال مرحلة التدهور والانسحاب على هيكل رأس المال، في حين ترى دراسة (عبداللطيف، الدبعي، ٢٠١٩) إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال مقاساً بنسبة المديونية. كما أن هذه الدراسات لم تتناول أثر دورة حياة الشركة على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال بصورة متكامل، مما يتطلب أهمية اختبار أثر هذه العلاقات التأثيرية في البيئة المصرية، لذلك تبرز أهمية الدراسة الحالية.
- ندرت الدراسات التي تناولت أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، كما أن غالبية الدراسات تمت في بيئات متقدمة مثل البيئة الأمريكية (Bhattacharya et al., 2019)، والبيئة الأوروبية (Miletic, 2015)، والبيئة الإندونيسية (Cempakasari et al., 2019)، مما يتطلب أهمية اختبار التأثير التفاعلي لدورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في البيئة المصرية والتي تختلف في سماتها وخصائصها عن البيئات المتقدمة.
- تعتمد منهجية الدراسة الحالية على توضيح أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على أسلوب تحليل المحتوى لفحص التقارير المالية السنوية للشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70) خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٠).

٤-٤ تطوير فروض البحث

توصلت الدراسات السابقة التي اهتمت بأثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال إلى نتائج متباينة، لذلك تحاول الدراسة الحالية الاستفادة من هذه النتائج ونظريات الأدب المحاسبي في تطوير فروض الدراسة كما يلي:

٤-٤-١ سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

يُعد هيكل رأس المال أحد العوامل المهمة المؤثرة على سياسة الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والإدارة، كما يعتبر هيكل رأس مال الشركة مهم للغاية لأنه يرتبط بقدرته الشركة على تلبية احتياجاتها التمويلية، لذلك تسعى جميع الشركات إلى الوصول إلى هيكل رأس المال المثالي الذي

يسهم في تعظيم قيمة الشركة، والذي يتوقف نجاح أو فشل الشركة في تحقيق أهدافها على مدى دقته وسلامته (Yildirim et al., 2018)، وعلى الجانب الأخرى تُعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية في الشركات، حيث تمثل التوزيعات حجز الزاوية في مجال تمويل الشركات، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في سوق المال (Single & Samanta, 2019)، ويُعد توزيع الأرباح مكافأة للمساهمين عن استثماراتهم في المنشأة وتحملهم للمخاطر، لذا يجب أن تراعي سياسة توزيع الأرباح أهداف المنشأة بما يُسهم في تعظيم ثروة المساهمين (القرشي، ٢٠٢٠)، كما أن سياسة توزيع الأرباح هي نتيجة لعدة عوامل تؤثر على قرار الشركة في إقرار التوزيعات، سواء كانت توزيعات نقدية عن طريق صرف أرباح، أو عينية عن طريق توزيع أسهم مجانية يتم تمويلها من الأرباح المحتجزة (Gyapong et al., 2019). لذا تُعد سياسة توزيع الأرباح قضية أساسية للشركات بسبب تأثيرها الملحوظ على قرارات الاستثمار والتمويل. فإذا قررت الشركة عدم دفع توزيعات أرباح، أو دفع توزيعات أرباح أقل، فإنه سيكون لدى الشركة أموال داخلية أكثر، مما يقلل من اعتمادها على الأموال الخارجية، ومن ناحية أخرى، إذا دفعت الشركة توزيعات أرباح عالية، فسوف ينتج عنها أموال داخلية أقل، مما يزيد من اعتماد الشركة على الديون أو أي شكل آخر من أشكال التمويل الخارجي (Naeem & Khurram, 2019). ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قرار الاستثمار وتكلفة رأس المال بالشركة ومن ثم التأثير علي القيمة السوقية للشركة.

وقد قدم الأدب المحاسبي العديد من النظريات التي تفسر العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، فتنبأ نظرية الوكالة بأن توزيعات الأرباح وتمويل الديون يمكن أن يقلل من المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومات وتقلل من مشاكل الوكالة (Al- Najjar, 2011)، حيث تساهم توزيعات الأرباح في تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تقليل حجم التوقعات النقدية الحرة، والتي قد يستخدمها المديرين لتحقيق منافعهم الخاصة بدلاً من تعظيم ثروة المساهمين، بالإضافة إلى أن توزيعات الأرباح تُعرض الشركة لمزيد من رقابة سوق رأس المال، وذلك لأن التوزيعات تخفض من الأموال المتاحة، وقد تلجأ الشركة لأسواق رأس المال للحصول على تمويل خارجي إذا رغبت في زيادة الاستثمارات المخططة، وهو ما قد يعرض الشركة لمراقبة ومراقبة مستمرة من المتعاملين في سوق المال (Vintila, 2013)، كما تشير هذه النظرية أن زيادة الديون في هيكل التمويل تخفض من مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين، حيث أن المديرين عندما يمتلكون جزءاً من أسهم الشركة فإنهم يفضلون الديون بدلاً من الأسهم، وذلك للحفاظ على حقوقهم وزيادة الدافع لديهم لتعظيم مصلحة المساهمين، هذا بالإضافة إلى أن الديون تساعد المستثمرين في الرقابة على أداء المديرين (Jermias & Yigit, 2019)، وطبقاً لنظرية الإشارة فأن المديرين يستخدمون سياسة توزيع الأرباح لإرسال إشارة للمستثمرين عن التدفقات النقدية المستقبلية للشركة (مليجي، ٢٠٢٠)، كما تقترض هذه

النظرية أن نسبة الديون يمكن أن ترسل إشارات للمستثمرين عن الوضع المالي للشركة في المستقبل، ففي حالة قيام الشركة بزيادة نسبة الديون فإن هذا يعطي إشارة إيجابية عن المركز المالي الجيد للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها في المستقبل (عطية، ٢٠٢٠). ووفقاً لنظرية أولوية مصادر التمويل فإن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يتبع التسلسل الهرمي في التمويل، حيث تعتمد الشركات أولاً على الأرباح المحتجزة لتمويل أنشطتها كأحد مصادر التمويل الداخلية نظراً لتكلفتها المنخفضة، ثم تلجأ إلى التمويل بالاقتراض، وأخيراً تلجأ الشركات إلى التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة في حالة زيادة رأس مالها لتغطية النقص في احتياجاتها، وهو آخر خيار حيث يترتب عليه دخول ملاك جدد ودائمين بما يؤثر على قرارات وسياسات الشركة (Park, 2019).

ومن الناحية الأكاديمية فقد أظهرت نتائج الدراسات السابقة إلى نتائج متباينة تجاه العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، فتوصلت دراسة (Abbas et al., 2016; Al- Najjal, 2011) إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، في حين توصلت دراسة (Mohamadi & Amiri, 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي متمثلاً بنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح. وبناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرض الأول للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

٤-٤-٢ الأثر التفاعلي لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي يستخدمها المديرون لإرسال إشارة للمحللين الماليين وللمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل، لذلك فهي بمثابة مقياس رئيس لتحديد القيمة السوقية للشركة (الصاوي، ٢٠١٦)، ويُعد تحديد الاحتياجات التمويلية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار توزيع الأرباح، فالتنبؤ بالاحتياجات المالية للشركة وتحديد الموقف المالي والنقدي للشركة يعتبر من المتطلبات الأساسية عند وضع سياسة توزيع الأرباح. ونظراً لاختلاف الخصائص المالية والاقتصادية المرتبطة بكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة، فقد تتغير سياسة توزيع الأرباح خلال مراحل دورة حياة الشركة نظراً للتغيرات في معدلات نمو الشركة والتدفقات النقدية والفرص الاستثمارية المتاحة، فالشركات في مرحلة البداية والنمو تفضل الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة فرص النمو والاحتياجات التمويلية، وتستمر في هذه السياسة حتي تصل إلى مرحلة النضج حيث تبدأ في توزيع الأرباح بدلاً من الاحتفاظ بها، (Coulton & Ruddock, 2011). وبذلك يظهر أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال فالشركات حديثة

النشأة يتوافر لديها فرص استثمارية عالية، ومواردها محدودة لذلك تميل أكثر إلي الاحتفاظ بالأرباح واحتجازها كمصادر للتمويل الداخلي، وفي المقابل الشركات القديمة والتي بلغت مرحلة النضج يكون لديها ربحية أعلى وفرص استثمارية أقل لذلك فهي أكثر قدرة علي دفع توزيعات الأرباح هذا بالإضافة إلي سهولة حصولها علي التمويل الخارجي (DeAngelo et al., 2006)، ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح عبر مراحل دورة حياة الشركة.

وقد قدم الأدب المحاسبي نظريات لتفسير أثر دورة حياة الشركة على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، فوفقاً لنظرية دورة حياة التوزيعات فإن الشركات يمكن أن تعدل سياسة التوزيعات الخاصة بها عبر مراحل دورة حياتها ففي السنوات الأولى من عمر الشركة تدفع الشركة توزيعات قليلة نظراً لأن الفرص الاستثمارية الخاصة بها تزيد عن رأس المال المتولد داخلياً، بينما في السنوات التالية تزيد الأموال الداخلية عن الفرص الاستثمارية لذلك تدفع الشركة توزيعات من الأموال الزائدة لتخفيف إمكانية ضياع فائض التدفقات النقدية الحرة (Habib & Hasan, 2019). ووفقاً لنظرية أولوية التمويل فإن الشركات تلجأ إلى خيار التمويل بالدين عندما تعجز مصادر تمويلها عن تمويل مشاريعها، وتفسر هذه النظرية سياسة التوزيعات بأن الشركات الأكثر ربحية يكون لديها توزيعات أعلى، والشركات ذات معدلات النمو والتوسع الأعلى تكون لديها توزيعات أقل، والشركات ذات الرفع المالي المرتفع لديها توزيعات أقل (الصاوي، ٢٠١٦). وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثاني للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

يوجد أثر ذات دلالة معنوية لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

٥- الدراسة التطبيقية

يتناول هذا الجزء من البحث إجراء دراسة تطبيقية لاختبار فروض البحث باستخدام البيانات المنشورة للشركات المسجلة بالبورصة المصرية وذلك لقياس أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال باستخدام أسلوب المحتوى Content Analysis وتمثل مقومات الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث فيما يلي:

٥-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70) خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٠)، وهذا المؤشر هو أحد المؤشرات التي تصدرها البورصة المصرية وتم احتسابه ابتداء من ٢٠٠٨/١/٢، وبدأ تطبيقه بداية من ٢٠٠٩/٣/١، بهدف تحديث وتتويج مؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية أمام المستثمرين لمتابعة السوق، ويقاس هذا المؤشر أداء سبعون شركة

الأكثر نشاطاً في السوق المصري، ويشترط لانضمام الشركة للمؤشر أن يتم التداول على أسهمها في خمس وستون بالمائة من عدد أيام التداول خلال آخر ستة أشهر قبل تاريخ المراجعة الدورية للمؤشر والتي تتم في نهاية شهر يناير وفي نهاية شهر يوليو من كل عام (البورصة المصرية، ٢٠١٩)، وقد تم **تحديد العينة وفقاً للشروط التالية:** أن تكون الشركة مقيدة بمؤشر البورصة المصرية (EGX70) على مدار فترة الدراسة، بالإضافة إلى ضرورة توافر التقارير المالية السنوية للشركة على مدار فترة الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة، كما تم استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية، ويرجع ذلك إلى وجود قواعد تنظيمية خاصة بهما، والتي تتعكس على المعلومات الواردة بالتقارير المالية للشركات بهذين القطاعين. وقد نتج عن تطبيق المعايير السابقة اختيار (٥٢) شركة تمثل عينة الدراسة موزعة على (١٤) قطاع . ويوضح الجدول رقم (٢) عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها تلك الشركات.

جدول ٢: عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة حسب القطاعات التي تنتمي إليها

م	القطاع	عدد الشركات #	النسبة المئوية %
١	قطاع العقارات	١٤	٢٦,٩
٢	قطاع الإعلام	١	١,٩
٣	قطاع التكنولوجيا	١	١,٩
٤	قطاع الاتصالات	١	١,٩
٥	قطاع السياحة والترفيه	٥	٩,٦
٦	قطاع الغاز والبتروك	٢	٣,٩
٧	قطاع الموزعين وتجارة التجزئة	٢	٣,٩
٨	قطاع الموارد الأساسية	٣	٥,٨
٩	قطاع الكيماويات	٤	٧,٧
١٠	قطاع التشييد والبناء	٥	٩,٦
١١	قطاع الأغذية والمشروبات	٦	١١,٥
١٢	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	١	١,٩
١٣	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤	٧,٧
١٤	قطاع منتجات منزلية وشخصية	٣	٥,٨
	إجمالي عدد الشركات	٥٢	١٠٠

٥-٢ مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية على تحليل القوائم والتقارير المالية للشركات محل الدراسة خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٠) والمنشورة في المواقع الإلكترونية للشركات، وموقع البورصة المصرية www.egx.com.eg، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات www.egidegypt.com، وموقع معلومات مباشر www.mubasher.info.

٣-٥ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

استناداً إلى فروض البحث، يمكن تحديد متغيرات الدراسة وتوصيفها وكيفية قياسها كما يلي:

١-٣-٥ المتغير المستقل: سياسة توزيع الأرباح (Dividend Policy (DP)

اعتمدت الباحثة في قياس توزيعات الأرباح النقدية على نسبة توزيعات الأرباح النقدية إلى إجمالي الأصول أول الفترة، وهو مقياس يوضح المبلغ الذي تتفقه الشركة كل عام في التوزيعات النقدية على المساهمين نسبة إلى القيمة الدفترية لإجمالي أصولها، وقد ركزت الباحثة على تلك النسبة استناداً إلى العديد من الدراسات السابقة (مليجي، ٢٠٢٠؛ Benlemlih, 2019) التي ترى أن الاعتماد على نسب التوزيعات إلى مقاييس الربح أو التدفقات النقدية يمكن أن تكون متقلبة من عام لآخر مما قد يؤدي إلى عدم استقرار مدفوعات التوزيعات وبالتالي تحيز النتائج، ويضاف إلى ذلك، فعلى الرغم من أن استخدام نسبة التوزيعات النقدية إلى سعر السهم السوقي في البورصة تتضمن إدراكات السوق إلا أنها قد ترتبط بمشكلات في التسعير عند انخفاض أسعار الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى المشكلات المتعلقة برسملة السوق Market Capitalization.

٢-٣-٥ المتغير التابع: هيكل رأس المال (Capital Structure (CS)

وهو يمثل الطريقة التي تمويل بها الشركات موجوداتها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونيات الخارجية، وقد اعتمدت الباحثة على قياسه بنسبة الرفع المالي من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول، تماشياً مع دراسات (Al-Najjar, 2011; Mohamadi & Amiri, 2018؛ زلط، ٢٠٢٠؛ عطية، ٢٠٢٠؛ خلف، ٢٠٢٠).

٣-٣-٥ المتغير المُعَدَّل: مراحل دورة حياة الشركة Firm Life Cycle Stage

سوف تعتمد الباحثة على منهجية دراسة (Dickinson, 2011) في تحديد مراحل دورة حياة الشركات، حيث يُعد هذا النموذج هو النموذج الأكثر استخداماً بين نماذج قياس دورة حياة الشركة من جانب الأكاديميين والمهنيين، والذي تم استخدامه في العديد من الدراسات التطبيقية المتعلقة بالآثار المالية والمحاسبية لدورة حياة الشركة مثل دراسة كلا من (Castro et al., 2014; Habib & Hasan, 2019; Krishnan et al., 2018)، ويقوم نموذج (Dickinson, 2011) على استخدام بيانات التدفقات النقدية للشركة الناتجة عن أنشطة التشغيل والاستثمار، والتمويل، وتم تصنيف مراحل دورة حياة الشركة إلى خمس مراحل هي: مرحلة البداية، مرحلة النمو، مرحلة النضج، مرحلة التذبذب، مرحلة التدهور، واستناداً إلى النظريات الاقتصادية تستخدم إشارات (موجبة أو سالبة) للأنواع الثلاثة من صافي التدفقات النقدية لإنشاء ثمانية أنماط محتملة كما يظهر في الجدول التالي (Dickinson, 2011):

جدول ٣: مراحل دورة حياة الشركة وفقاً لإشارات أنماط التدفق النقدي

بيان / المرحلة	البداية	النمو	النضج	التذبذب	التذبذب	التدهور	التدهور
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	-	+	+	-	+	+	-
التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	-	-	-	-	+	+	+
التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	+	+	-	-	+	-	-

وتمثل إشارة التدفقات النقدية فروق جوهرية بين مراحل دورة حياة الشركة كما تظهر بشكل عادل الاختلافات في ربحية الشركة، ونموها، ومخاطرها (مليجي، ٢٠٢٠)، وقد صنف نموذج (Dickinson, 2011) الأنماط المحتملة السابقة إلي خمس مراحل مختلفة من دورة الحياة استناداً إلي مزيج من صافي التدفق النقدي من أنشطة التشغيل، والاستثمار، والتمويل.

وبناء على ما سبق، يتم قياس مراحل دورة حياة الشركة وفقاً لإشارة صافي التدفقات في نموذج Dickinson, 2011 من خلال خمس متغيرات وهمية فعندما تتطابق المشاهدات (سنة/شركة) مع إشارة صافي التدفقات النقدية عند مرحلة البداية (INTRO)، أو مرحلة النمو (GRO)، أو مرحلة النضج (MAT)، أو مرحلة التدهور (DEC)، أو مرحلة التذبذب (SHAKE) تأخذ القيمة (١)، وإذا حدث خلاف ذلك تأخذ القيمة (صفر) (إبراهيم، ٢٠١٩). ونظراً لانخفاض عدد المشاهدات في بعض المراحل وتماشياً مع دراسة كل من (Zadband and Omrani, 2014؛ مليجي، ٢٠٢٠؛ حسين، ٢٠٢٠)، قامت الباحثة بدمج مرحلتي البداية والنمو في مرحلة واحدة، وهي مرحلة النمو. كما تم دمج مرحلتي التدهور والتذبذب في مرحلة واحدة، وهي مرحلة التدهور. وبالتالي، استخدمت الباحثة ثلاث مراحل تعبر عن مراحل دورة حياة الشركات، هي: مرحلة النمو، ومرحلة النضج، ومرحلة التدهور.

٥-٣-٤ المتغيرات الرقابية: Control Variable

أوضحت العديد من الدراسات وجود بعض العوامل الأخرى المرتبطة بالشركة والتي قد يكون لها تأثير علي المتغير التابع (هيكل رأس المال). لذلك سيتم إدراج مجموعة من المتغيرات الرقابية، والتي يتمثل أهمها فيما يلي:

▪ **حجم الشركة (Firm Size (SIZE):** ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية السنة، ووفقاً لنظرية أولوية مصادر التمويل ونظرية المفاضلة، يرتبط حجم الشركة بعلاقة موجبة بهيكل رأس المال، فالشركات كبيرة الحجم تتميز بتنوع أنشطتها وزيادة تدفقاتها النقدية وكبر حجم

أصولها ومن ثم فهي تكون أقل عرضة للتعثر المالي والإفلاس بالمقارنة بالشركات صغيرة الحجم، مما يسهم في تخفيض تكلفة التمويل بالنسبة للشركات كبيرة الحجم ويجعلها تعتمد بشكل أكبر علي الديون في هيكل رأس مالها (خلف، ٢٠٢٠).

■ **الربحية (Profitability (PROF):** وتقاس بصافي الدخل بعد الضرائب إلي إجمالي القيمة الدفترية للأصول، ووفقا لنظرية أولوية مصادر التمويل يتوقع من الشركة الاعتماد على مواردها الداخلية لأجل تمويل الفرص الاستثمارية أكثر من اعتمادها على الدين، أي أن الشركة ذات نسبة الأرباح المرتفعة قادرة على توزيع الأرباح واقتطاع جزء من الأرباح كأرباح محتجزة يتم من خلالها تمويل الفرص الاستثمارية، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال مقاساً بنسبة الرفع المالي (عبداللطيف، الدبعي، ٢٠١٩).

■ **السيولة (Liquidity (LIQ):** وتقاس بقسمة القيمة الدفترية لإجمالي الأصول المتداولة في آخر الفترة إلي القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات المتداولة في آخر الفترة، وتقتضى نظريتي أولوية مصادر التمويل والمفاضلة أنه كلما زادت السيولة لدى الشركة كلما قلت حاجتها إلي الاعتماد علي الديون، وذلك لقدرة الشركة علي تمويل الفرص الاستثمارية من مواردها الداخلية، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال مقاساً بنسبة الرفع المالي.

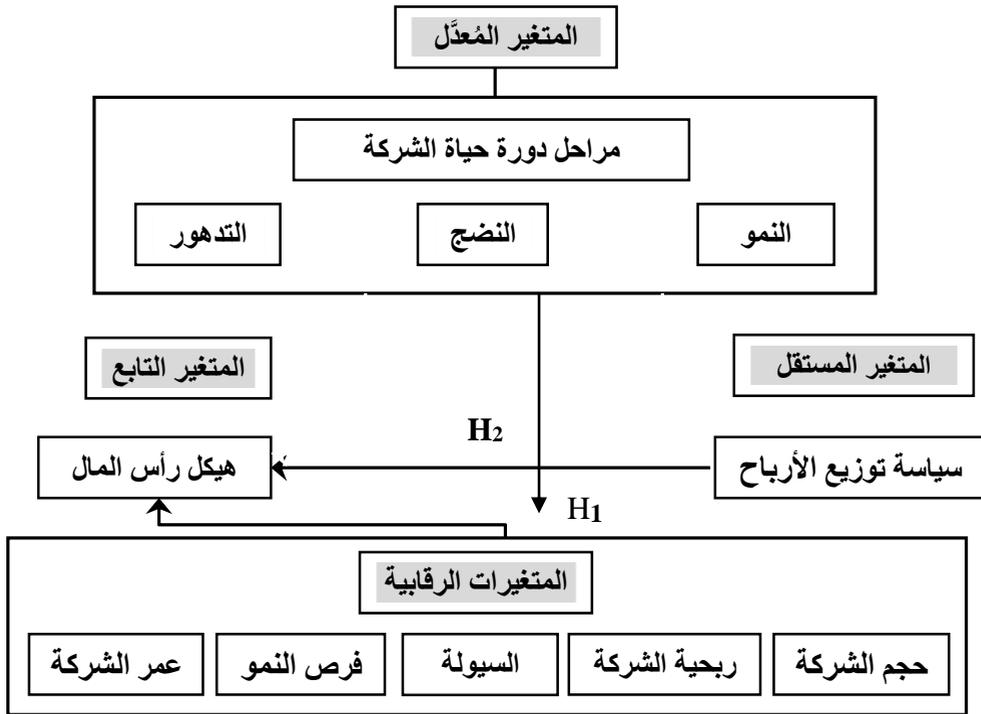
■ **فرص النمو (Growth Opportunities (GROWTH):** ويقاس بنسبة القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلي القيمة السوقية لحقوق الملكية (إبراهيم، ٢٠١٩)، ومن المتوقع وجود علاقة موجبة بين فرص النمو وهيكل رأس المال، ويرجع ذلك إلي أن الشركات ذات معدل النمو المرتفع لا تكفي مصادر تمويلها الداخلية لسد احتياجاتها التمويلية خلال مرحلة النمو، مما يدفعها إلي زيادة الاقتراض (Krishnan et al., 2018).

■ **عمر الشركة (Firm Age):** ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ بدء الشركة نشاطها وحتى بداية السنة المالية محل الدراسة، ومن المتوقع وجود علاقة موجبة بين عمر الشركة وهيكل رأس المال مقاساً بنسبة الرفع المالي، ويرجع ذلك إلي أن الشركات الأقدم في السوق تعطي مؤشر عن قدرتها علي الاستمرار وتزيد من معدل إفصاحها مما يخفف من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمقرضين ويحسن من سمعة الشركة ومركزها الائتماني، الأمر الذي يترتب عليه من زيادة قدرتها على الاعتماد علي الاقتراض لتمويل استثماراتها (Collins et al, 2019).

٥-٤ نماذج الدراسة التطبيقية

بناءً على ما تم عرضه من خلال مشكلة الدراسة وأهدافها وفروضها، حاولت الباحثة تطوير نموذجين لقياس أثر دورة حياة الشركة كمتغير مُؤدّل على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح كمتغير

مستقل وهيكل رأس المال كمتغيرات تابع، كما استخدمت الباحثة بعض المتغيرات الرقابية التي من شأنها ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما يظهر في الشكل رقم (١):



شكل ١: يوضح إطار البحث ونماذج العلاقة بين المتغيرات

وسوف يتم استخدام تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروضي البحث وذلك على

النحو التالي:

١-٤-٥ النموذج الأول: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض الأول، والذي يختبر وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين

سياسة توزيع الأرباح كمتغير مستقل وهيكل رأس المال كمتغير تابع. ويأخذ النموذج المقترح الشكل

التالي:

$$CS = B_0 + B_1 DP + B_2 SIZE + B_3 PROF + B_4 LIQ + B_5 GROWTH + B_6 AGE + \varepsilon \quad (1)$$

حيث أن:

CS: المتغير التابع: هيكل رأس المال (مقاساً بنسبة الرفع المالي)، **B₀** : ثابت نموذج الانحدار، **DP:** المتغير المستقل: سياسة توزيع الأرباح، **SIZE:** حجم الشركة، **PROF:** الربحية، **LIQ:** السيولة، **GROWTH:** فرص النمو، **AGE:** عمر الشركة، **ε:** حد الخطأ العشوائي.

٥-٤-٢: النموذج الثاني: الأثر التفاعلي لدورة حياة الشركة علي العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض الثاني، والذي يختبر وجود أثر ذات دلالة معنوية لمراحل دورة حياة الشركة كمتغير مُعدل على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح كمتغير مستقل وهيكل رأس المال كمتغير تابع. ويأخذ النموذج المقترح الشكل التالي:

$$CS = \beta_0 + \beta_1 DP + \beta_2 GRO + \beta_3 MAT + \beta_4 DEC + \beta_5 SIZE + \beta_6 PROF + \beta_7 LIQ + \beta_8 GROWTH + \beta_9 AGE + \beta_{10} DP * GRO + \beta_{11} DP * MAT + \beta_{12} DP * DEC + \varepsilon \quad (2)$$

حيث أن:

GRO: تشير إلى مرحلة النمو، **MAT:** تشير إلى مرحلة النضج، **DEC:** تشير إلى مرحلة التدهور. **DP*GRO:** تشير إلى المتغير التفاعلي لمرحلة النمو، **DP*MAT:** تشير إلى المتغير التفاعلي لمرحلة النضج، **DP*DEC:** تشير إلى المتغير التفاعلي لمرحلة التدهور. وباقي المتغيرات كما سبق تعريفها.

٥-٥ الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فروض البحث

استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض البحث، حيث استخدمت نموذجين انحدار لاختبار فروض البحث والتي سبق عرضها. كما تم تحديد مستوى المعنوية Significance level المقبول على أنه يساوي (٠,٠٥) أو أقل. ولتقدير هذه النماذج تم استخدام برنامج (SPSS) الإصدار (٢٥)، وبرنامج تحليل مشاهدات الاقتصاد القياسي (E-Views) الإصدار (١١)، واللذان يعتبران من أهم البرنامج المناسبة والأكثر استخداما في مثل هذه الدراسات.

٦-٥ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية

في ضوء فروض الدراسة، وبناءً عن نتائج التحليل الإحصائي التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، سوف يتم عرض النتائج وتفسيرها وذلك على النحو التالي:

١-٦-٥ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

للتحقق من صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي وتقدير نماذج الدراسة تم إجراء الاختبارات التالية:

١-١-٦-٥ اختبار اعتدالية المتغيرات Test of Normality

قامت الباحثة باستخدام اختبار Kolmogorov-Smirnov للتحقق من مدى تبعية بيانات متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، بحيث أنه إذا كانت قيمة (Sig.) لمتغير ما أكبر من (٠,٠٥)، فإن هذا يدل على أن بيانات المتغير تتوزع توزيعاً طبيعياً، أما إذا كانت أقل من (٠,٠٥)، فإن هذا يدل على أن بيانات المتغير لا تتوزع توزيعاً طبيعياً (أمين، ٢٠١٣). والجدول رقم (٤) يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة.

جدول ٤: نتائج اختبار Kolmogorov-Smirnov لاختبار اعتدالية متغيرات الدراسة

النموذج الثاني			النموذج الأول			المتغيرات
Sig.	df	Statistic	Sig.	Df	Statistic	
٠,٢٠٠	١٥٦	٠,٠٥٠	٠,٢٠٠	١٥٦	٠,٠٤٨	CS
٠,١٩٠	١٥٦	٠,١٣٩	٠,١٩٠	١٥٦	٠,١٣٣	DP
٠,٠٧٠	١٥٦	٠,٥٣٣				GRO
٠,٢٣١	١٥٦	٠,٤٨٣				MAT
٠,١١٢	١٥٦	٠,٥٢٥				DEC
٠,٠٩٧	١٥٦	٠,١٠٩	٠,٠٩٧	١٥٦	٠,١٠٣	SIZE
٠,١٩٥	١٥٦	٠,٠٦٩	٠,١٩٥	١٥٦	٠,٠٧٥	PROF
٠,٢٠١	١٥٦	٠,١٣٠	٠,٢٠١	١٥٦	٠,١٢٧	LIQ
٠,١٤٢	١٥٦	٠,١٨١	٠,١٤٢	١٥٦	٠,١٧٨	GROWTH
٠,٠٨٧	١٥٦	٠,٢٧١	٠,٠٨٧	١٥٦	٠,٢٧٠	AGE
٠,١٣١	١٥٦	٠,٥١٨				DP*GRO
٠,٢٢٠	١٥٦	٠,١٥٦				DP*MAT
٠,١٣٤	١٥٦	٠,٥٠٢				DP*DEC

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح من الجدول رقم (٤) أن القيمة المعنوية (Sig.) لجميع متغيرات الدراسة في النموذجين: الأول، والثاني، أكبر من (٠,٠٥)، وهذا يعني أن جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي.

٥-٦-١-٢ اختبار التداخل الخطي Multi-Collinearity:

للتحقق من مدى وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة، والمعدلة، والرقابية)، باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics، وذلك من خلال حساب معامل التباين المسموح به Tolerance لكل متغير من تلك المتغيرات المفسرة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation factor، وهذا الاختبار يعد مقياساً لتأثير التداخل الخطي (أي الارتباط) بين المتغيرات المستقلة والمعدلة والرقابية. ويرى الإحصائيون المختصون مثل (Kutner et al., 2005)، أنه كلما كانت قيمة معامل Tolerance أكبر من (٠,١)، وقيمة (VIF) أقل من (١٠)، فإن ذلك يعد كافياً للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد. والجدول رقم (٥) يعرض نتائج هذا الاختبار:

جدول ٥: نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المفسرة

باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics

Collinearity Diagnostics				المتغيرات المفسرة
النموذج الثاني		النموذج الأول		
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	
٢,٩٥٠	٠,٣٤٠	١,٢٦٧	٠,٧٨٩	DP
٧,٥١٢	٠,١٣٣			GRO
٣,٢٨١	٠,٧٥٠			MAT
٩,٣٣١	٠,١٧٥			DEC
١,٢٣٩	٠,٨٠٧	١,١٥٧	٠,٨٦٤	SIZE
١,٢٥٩	٠,٧٩٤	١,١٠٢	٠,٩٠٨	PROF
١,١٩٥	٠,٨٣٧	١,٠٩٦	٠,٩١٢	LIQ
١,١٠٩	٠,٩٠٢	١,٠٤٨	٠,٩٥٤	GROWTH
١,٣٠٧	٠,٧٦٥	١,٠٩٦	٠,٩١٢	AGE
٢,٥٨٨	٠,٤٢٢			DP*GRO
٤,٢٣١	٠,٢٠١			DP*MAT
١,٧٧٨	٠,٧١٨			DP*DEC

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

بفحص قيم معامل Tolerance الواردة في جدول رقم (٥) لجميع المتغيرات المفسرة (المستقلة والمعدلة والرقابية) والمتعلقة بالنموذجين، تبين للباحثة أنها أكبر من (٠,١)، كما أن غالبية قيم معامل تضخم التباين (VIF) أقل من القيمة (١٠)، مما يدل على أن الارتباط بين جميع المتغيرات المفسرة ضعيف جداً، وعلى ذلك يمكن التأكيد على أن النموذجين التطبيقيين الخطيين للدراسة لا يعانيان من تعدد العلاقات الخطية، أو مشكلة التداخل (الازدواج) الخطي المتعدد.

٥-٦-١-٣ اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة

قامت الباحثة باستخدام مصفوفة الارتباط الخطي البسيط لبيرسون Pearson Correlation Matrix من أجل اختبار علاقات الارتباط الأحادية Univariate Correlation بين متغيرات الدراسة. ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج اختبارات علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة.

جدول ٦: مصفوفة الارتباط الخطي البسيط لبيرسون لقياس علاقة الارتباط الأحادية

بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	CS	DP	GRO	MAT	DEC	SIZE	PROF	LIQ	GROWTH	AGE	DP*GRO	DP*MAT	DP*DEC
CS	1												
DP	0.564*	1											
GRO	0.378*	0.072	1										
MAT	-0.454*	0.101	0.040	1									
DEC	0.311*	-0.158	0.113	-0.084	1								
SIZE	0.120*	0.098	-0.024	0.025	0.104	1							
PROF	-0.160*	0.043	0.104	0.126	0.004	0.096	1						
LIQ	-0.137*	0.161	0.081	0.031	-0.109	0.132	-0.096	1					
GROWTH	0.370*	-0.140	-0.029	-0.004	0.006	0.023	0.100	-0.002	1				
AGE	0.112*	0.026	0.074	0.109	-0.036	0.119	0.088	-0.032	-0.011	1			
DP*GRO	0.109	0.104	0.119	-0.087	-0.093	-0.002	-0.099	0.142	0.002	0.034	1		
DP*MAT	-0.155*	0.097	-0.105	0.152	-0.073	0.023	0.102	0.098	-0.133	0.101	-0.074	1	
DP*DEC	0.084	0.070	-0.084	-0.004	0.137	0.101	0.018	-0.071	0.032	0.084	-0.068	-0.109	1

*العلاقة معنوية عند مستوى معنوية (٠,٠٥).

يتضح من جدول رقم (٦) أن هيكل رأس المال (CS) (المتغير التابع للدراسة) يرتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية مع كل من: سياسة توزيع الأرباح (DP)، مرحلة النمو (GRO) (كأحد مراحل دورة حياة الشركة)، مرحلة التدهور (DEC) (كأحد مراحل دورة حياة الشركة)، حجم الشركة (SIZE)، فرص النمو (GROWTH)، عمر الشركة (AGE). ويرتبط بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية مع كل من: مرحلة النضج (GRO) (كأحد مراحل دورة حياة الشركة)، الربحية (PROF)، السيولة (LIQ)، والمتغير المعدل (DP*MAT) الذي يعبر عن تأثير دخول مرحلة النضج (كأحد مراحل دورة حياة الشركة) على علاقة الانحدار الممثلة بين هيكل رأس المال وسياسة

توزيع الأرباح. بينما باقي علاقات الارتباط الأحادية سواء بين المتغيرات المعدلة، أو الرقابية، مع بعضها البعض، أو مع متغير هيكل رأس المال (المتغير التابع للدراسة)، كلها علاقات ارتباط غير معنوية.

وهكذا، يتضح من قيم وإشارات معاملات الارتباط الأحادية اتساق تلك النتائج مع ما تتوقعه الدراسة الحالية، حيث وجدت مؤشرات مبدئية على احتمال ظهور تأثير للخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح، مما يمثل أساساً مناسباً لإمكانية اختبار فروض الدراسة الحالية من الناحية الإحصائية باستخدام نماذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات.

٥-٦-١-٤ اختبار استقلال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية Time Series Stationary لمتغيرات الدراسة، قامت الباحثة باستخدام اختبارات جذور الوحدة Unit Root Tests لمعرفة مدى استقرار السلاسل الزمنية عبر الزمن، بحيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة Stationary إذا كان هناك ثبات في قيمة الوسط الحسابي والتباين عبر الزمن. وقاعدة القرار في هذه الحالة هو قبول فرض الدراسة (وهو بأن السلسلة الزمنية مستقرة)، إذا كانت القيمة الاحتمالية P-value أقل من (٠,٠٥)، والعكس صحيح (حسين، ٢٠٢٠). ويوضح جدول رقم (٧) نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

جدول ٧: نتائج اختبار استقلال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

<i>Unit Root Tests</i>						المتغيرات المفسرة
<i>PP-Fisher (Chi²)</i>		<i>Augmented Dick-Fuller</i>		<i>Levin, Lin & Chu t values</i>		
<i>P-value</i>	<i>Value</i>	<i>P-value</i>	<i>Value</i>	<i>P-value</i>	<i>Value</i>	
0.002	165.21	0.000	113.53	0.000	-8.12	DP
0.000	316.82	0.000	218.36	0.001	-26.96	GRO
0.000	167.63	0.001	190.82	0.000	-8.89	MAT
0.001	98.14	0.000	63.95	0.002	-3.63	DEC
0.000	239.31	0.000	292.64	0.000	-19.03	SIZE
0.000	116.87	0.003	138.78	0.011	-5.08	PROF
0.000	183.69	0.000	164.12	0.000	-7.91	LIQ
0.004	245.61	0.001	212.74	0.000	-21.36	GROWTH
0.000	82.97	0.008	93.52	0.003	-2.68	AGE
0.001	199.36	0.021	208.43	0.007	-9.16	DP*GRO
0.002	235.97	0.000	222.96	0.000	-18.73	DP*MAT
0.006	296.13	0.018	305.91	0.031	-22.54	DP*DEC

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح من جدول رقم (٧)، أن القيمة الاحتمالية P-value لجميع متغيرات الدراسة أقل من (٠,٠٥)، وهو ما يشير إلى أن علاقات الانحدار بين متغيرات الدراسة، ليست علاقات انحدار زائفة

Spurious Regression، أي أنها صالحة لتطبيق نماذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات عليها، ومن ثم رفض الفرض العدمي بأن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ليست مستقرة.

٥-٦-٢ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

في هذا البند سيتم عرض أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية: ويوضح الجدول رقم (٨) المتوسط الحساب والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة. وتشير الإحصاءات الوصفية بجدول (٨) أن المتوسط الحسابي لمتغير سياسة توزيع الأرباح عن فترة الدراسة مجتمعة بلغ (١,٤٩٦٩)، يضاف إلى ذلك أن هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، حيث بلغت أعلى قيمة وأدنى قيمة (٣,٨٤٠)، (٠,٠٠٠) على التوالي. لذلك فقد بلغ الانحراف المعياري لمتغير سياسة توزيع الأرباح (١,٠٨٩٨) والذي يقترب من المتوسط الحسابي إلى حد ما. وبالنسبة لهيكل رأس المال، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (٨) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (٠,٥٠٥٠)، وأن الانحراف المعياري لهذا المتغير بلغ (٠,٢٦٤٢)، وهو يزيد عن نصف قيمة المتوسط الحسابي بقليل. أما بالنسبة لمرحلة دورة حياة الشركة، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (٨) إلى أن المتوسط الحسابي لكل من مرحلة النمو، ومرحلة النضج، ومرحلة التدهور لفترة الدراسة مجتمعة كان (٠,٠٩٦٢)، (٠,٧٦٢٨)، (٠,١٣٤٦) على التوالي، وأن الانحراف المعياري للمتغيرات الثلاثة بلغ (٠,٢٩٥٨)، (٠,٤٢٦٧)، (٠,٣٤٢٤) على التوالي، وهي قيم أكبر من المتوسط الحسابي نفسه وهو وضع طبيعي في ظل عينة من صناعات مختلفة.

جدول ٨: بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة*

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الإحصاءات الوصفية المتغير
١,٧٣٠	٠,٠٠٣	٠,٢٦٤٢	٠,٥٠٥٠	هيكل رأس المال
٣,٨٤٠	٠,٠٠٠	١,٠٨٩٨	١,٤٩٦٩	سياسة توزيع الأرباح
١,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٢٩٥٨	٠,٠٩٦٢	مرحلة النمو
١,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٤٢٦٧	٠,٧٦٢٨	مرحلة النضج
١,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٣٤٢٤	٠,١٣٤٦	مرحلة التدهور

* عدد المشاهدات للسنوات الثلاث مجتمعة ١٥٦ مشاهدة.

٧-٥ نتائج اختبار فروض البحث

تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة السابق عرضها، حيث استخدمت الباحثة نموذجين الانحدار السابق عرضها. ويعرض الجدول رقم (٩) ملخص نتائج التحليل الإحصائي لاختبار فروض الدراسة:

جدول ٩: نتائج التحليل الإحصائي لنماذج الانحدار

النموذج	المتغير	معاملات الانحدار (β)	قيمة اختبار (t)	مستوى الدلالة الفعلية $P.value$	قيمة اختبار (F) للنموذج	مستوى الدلالة الفعلية للنموذج	Adjusted (R^2)
الأول	DP	0.189	0.823	0.016	30.126	0.000	0.217
	SIZE	0.031	3.445	0.003			
	PROF	-0.237	3.607	0.058			
	LIQ	-0.007	1.870	0.171			
	GROWTH	0.034	21.76	0.000			
	AGE	0.165	2.721	0.099			
الثاني*	GRO	0.469	8.698	0.003	39.735	0.000	0.167
	MAT	-0.394	6.580	0.010			
	DEC	0.413	6.399	0.011			
	DP*GRO	0.217	0.446	0.504			
	DP*MAT	-0.111	0.115	0.035			
	DP*DEC	0.186	0.316	0.574			

* تم الاقتصار على عرض المتغيرات التفاعلية بالنموذج الثاني والتي تعتبر محل اهتمام الباحثة لاختبار الفرض الثاني.

١-٧-٥ نتيجة اختبار الفرض الأول

استهدف الفرض الأول اختبار وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. وتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٩) لنموذج الانحدار الأول أن معامل التحديد (Adjusted R^2) بلغ (٠,٢١٧)، أي أن المتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح)، والمتغيرات الرقابية يفسرون حوالي (٢١,٧%) من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (هيكل رأس

(المال). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج (30,126) وهي معنوية عند مستوى معنوية (0,000). وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية. وتوضح نتائج التحليل جدول رقم (9) أن معامل الانحدار لمتغير سياسة توزيع الأرباح وقد بلغ (0,189)، وقيمة اختبار (t) بلغت (0,823)، وقيمة P.value بلغت (0,016)، ويشير ذلك إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين سياسة توزيع الأرباح و هيكل رأس المال . وبالتالي يتم قبول الفرض الأول للبحث في صورته البديلة بأنه توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Al-Najjar,2011) من وجود علاقة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس مال الشركة. بينما يختلف عن دراسة (Mohamadi & Amiri,2018) التي توصلت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس مال الشركة متمثلاً بنسبة الرفع المالي . ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحثة إلى قرارات الشركة في توزيعات الأرباح ، فإذا قررت الشركة عدم دفع توزيعات أرباح أو دفع توزيعات أرباح أقل، فإنه سيكون لدى الشركة أموال داخلية أكثر، مما يقلل من اعتمادها على الأموال الخارجية، ومن ناحية أخرى، إذا دفعت الشركة توزيعات أرباح عالية، فسوف ينتج عنها أموال داخلية أقل، مما يزيد من اعتمادها على الديون (التمويل الخارجي) لتمويل هيكل رأس مالها، ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قرار الاستثمار وتكلفة رأس المال بالشركة. كما تتفق هذه النتيجة مع نظرية كل من أولوية مصادر التمويل والمفاضلة التي تقترض أن الشركات التي تلتزم أو لديه سياسة واضحة في توزيع الأرباح قادرة على تقليل مشكلة عدم التماثل بينها وبين السوق، وبالتالي يسهل عليها الحصول على التمويل من خلال الديون، أي أن هناك علاقة طردية بين الالتزام بتوزيع الأرباح والحصول على تمويل من خلال الدين. وبالنسبة لعلاقة المتغيرات الرقابية بهيكل رأس المال توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من حجم الشركة وفرص النمو وعمر الشركة وهيكل رأس المال (وهذه العلاقة موجبة)، ويتفق ذلك مع دراسة (خلف، 2020)، وتوجد أيضاً علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من الربحية والسيولة وهيكل رأس المال (ولكنها سالبة)، فزيادة الربحية والسيولة تؤدي إلى قلة الاعتماد على التمويل بالديون لتمويل هيكل رأس المال، حيث كانت القيمة الاحتمالية P.value أقل من مستوى المعنوية (0.05).

٥-٧-٢ نتيجة اختبار الفرض الثاني

استهدف الفرض الثاني اختبار وجود أثر ذات دلالة معنوية لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. ولاختبار هذا الفرض قامت الباحثة بإعادة اختبار نموذج الانحدار بعد إدراج متغير دورة حياة الشركة، والذي يشمل ثلاثة متغيرات في النموذج، وهي: مرحلة النمو، ومرحلة النضج، ومرحلة التدهور، بالإضافة إلى إدراج ثلاثة متغيرات تمثل التفاعل بين متغير

سياسة توزيع الأرباح ومراحل دورة حياة الشركة. وللتحقق من مما إذا كان لدورة حياة الشركة تأثير على العلاقة السابقة، يتم الاعتماد على معاملات الانحدار للمتغيرات التي تمثل التفاعل بين مراحل دورة حياة الشركة مع سياسة توزيع الأرباح، بحيث إذا كانت هذه المعاملات معنوية إحصائياً فإن ذلك يدل على وجود تأثير لدورة حياة الشركة على العلاقة السابقة.

وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٩) لنموذج الانحدار الثاني إلى وجود تأثير معنوية بين المتغير التفاعلي لمرحلة النضج وهيكل رأس مال الشركة (وهذه التأثير عكسي). فقد بلغ معامل الانحدار للمتغير التفاعلي لمرحلة النضج (٠,١١١-)، كما بلغت قيمة اختبار (t) لتلك المرحلة (٠,١١٥)، وقيمة P.value (٠,٠٣٥). أما بالنسبة لمرحلتَي النمو والتدهور، فتشير نتائج التحليل إلى عدم وجود تأثير معنوي لهما على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. فقد بلغ معامل الانحدار للمتغير التفاعلي لمرحلتَي النمو والتدهور (٠,٢١٧-)، (٠,١٨٦) على التوالي، وقيمة اختبار (t) للمرحلتين بلغت (٠,٤٤٦)، (٠,٣١٦) على التوالي، وقيمة P.value للمرحلتين بلغت (٠,٥٠٤)، (٠,٥٧٤) على التوالي. وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني جزئياً في صورته البديلة بعد إعادة صياغته بوجود تأثير معنوي للمتغير التفاعلي لمرحلة النضج في دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، بينما لا يوجد تأثير معنوي للمتغير التفاعلي لمرحلتَي النمو والتدهور في دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. مما تدل هذه النتيجة على أن ظهور الشركات غير المالية المقيدة ضمن المؤشر EGX70 الممثلة في عينة الدراسة ضمن مرحلة النضج من دورة حياتها، قد أظهرت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال بشكل أكثر وضوحاً وقوة، وتفسر الباحثة ذلك بأن الشركات في مرحلة النضج يتوافر لديها الربحية مع فرص استثمارية أقل، لذلك تفضل الشركات دفع توزيعات الأرباح علي المساهمين، هذا بالإضافة إلي سهولة وصولها إلي التمويل الخارجي لتمويل احتياجاتها التمويلية في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية لديها.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٩) إلى وجود علاقة معنوية بين متغيري، حجم الشركة، وفرص النمو، وبين هيكل رأس المال، بينما تشير النتائج أيضاً إلى عدم وجود علاقة معنوية بين باقي المتغيرات الرقابية، وهي: الربحية، والسيولة، وعمر الشركة، وبين هيكل رأس مال الشركة.

٦- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية

٦-١ النتائج

في إطار هدف ومنهج البحث تتمثل أهم نتائج البحث فيما يلي:

١. تُعد دورة حياة الشركة المحدد الرئيسي للميزة التنافسية بين الشركات نظراً لتأثيرها علي القرارات والسياسات التي تتخذها الشركات خلال مراحلها المختلفة من دورة حياتها، كذلك لأهميتها في توضيح كيف كانت الشركة وإلي أين ستذهب في المستقبل. ونظراً لاختلاف الأوضاع المالية للشركة في كل مرحلة فإنها قد تلجأ إلي تبني سياسات مختلفة لتوزيعات الأرباح، وما ينتج عنه من تأثير علي القرارات التمويلية التي تتخذها الشركة لتمويل هيكل رأس مالها عبر مراحل دورة حياتها.
٢. تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية في الشركات حيث يستخدمها المديرون لإرسال إشارة للمحليين والماليين وللمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل، لذلك فهي بمثابة مقياس رئيسي لتحديد القيمة السوقية للشركة. كما يُعد تحديد الاحتياجات التمويلية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار توزيع الأرباح، فالتنبؤ بالاحتياجات المالية للشركة وتحديد الموقف المالي والنقدي للشركة يعتبر من المتطلبات الأساسية عند وضع سياسة توزيع الأرباح.
٣. هناك علاقة ارتباط وذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال (وهذه العلاقة طردية)، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Al-Najjar, 2011)، يرجع ذلك إلى قرارات الشركة في توزيعات الأرباح، فإذا قررت الشركة عدم دفع توزيعات أرباح أو دفع توزيعات أرباح أقل، فإنه سيكون لدى الشركة أموال داخلية أكثر، مما يقلل من اعتمادها على الأموال الخارجية، ومن ناحية أخرى، إذا دفعت الشركة توزيعات أرباح عالية، فسوف ينتج عنها أموال داخلية أقل، مما يزيد من اعتمادها على الديون (التمويل الخارجي) لتمويل هيكل رأس مالها، ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قرار الاستثمار وتكلفة رأس المال بالشركة. كما تتفق هذه النتيجة مع نظرية كل من أولوية مصادر التمويل والمفاضلة التي تقترض أن الشركات التي تلتزم أو لديه سياسة واضحة في توزيع الأرباح قادرة على تقليل مشكلة عدم التماثل بينها وبين السوق، وبالتالي يسهل عليها الحصول على التمويل من خلال الديون.
٤. يوجد تأثير معنوي للمتغير التفاعلي لمرحلة النضج في دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال (وهذه التأثير عكسي) حيث كانت القيمة الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية (0.05)، بينما لا يوجد تأثير معنوي للمتغير التفاعلي لمرحلتَي النمو والتدهور في

دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وهو ما يثبت صحة **الفرض الثاني جزئياً**، مما تدل هذه النتيجة على أن ظهور الشركات غير المالية المقيدة ضمن المؤشر EGX70 الممثلة في عينة الدراسة ضمن مرحلة النضج من دورة حياتها، قد أظهرت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال بشكل أكثر وضوحاً وقوة.

٥. يرتبط هيكل رأس المال بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بكل من حجم الشركة وفرص النمو وعمر الشركة، في حين يرتبط هيكل رأس المال بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من الربحية والسيولة، حيث كانت القيمة الاحتمالية P.value أقل من مستوى المعنوية (0.05).

٦-٢ التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية توصي الباحثة بما يلي:

١. ضرورة اهتمام الشركات بدراسة المراحل التي تمر بها الشركة حيث قد تتعرض لتغيرات منهجية خلال دورة حياتها في معدلات النمو والتدفقات النقدية والفرص الاستثمارية، مما قد يؤثر على سياستها في توزيعات الأرباح وما ينتج عنه من تأثير على هيكل رأس المال.
٢. ضرورة اهتمام كل من أسواق المال وإدارة الشركات بسياسة توزيع الأرباح، وذلك لما لها من تأثير على الأرباح المحتجزة التي تمثل أحد أشكال التمويل الذاتي أو الداخلي، بالإضافة إلى تأثيرها على القيمة السوقية للشركة، كما قد يستخدمها المديرون لإرسال إشارة إلى ربحية الشركة وأدائها في المستقبل، ولتقليل عدم تماثل المعلومات وتخفيض مشكلة الوكالة.
٣. ضرورة اهتمام المديرين بتحديد المزيج المناسب من مصادر تمويل هيكل رأس المال (الداخلي، والخارجي)، حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال وتخفيض المخاطر التي تواجه الشركة، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة ويفسح المجال أمامها لمزيد من فرص الاستثمار ومن ثم زيادة ربحيتها.
٤. ضرورة اهتمام المديرين بإدارة واستغلال أصول الشركة وخاصة في المراحل المبكرة (البداية، والنمو) من دورة حياتها والتي تضمن تطوير أداء الشركات نحو الوصول إلى مرحلة النضج التي توفر للشركة الزيادة على الطلب على منتجاتها مما يؤدي إلى زيادة مبيعاتها وزيادة أرباحها الأمر الذي ينعكس على توفير الفرصة للشركات على توزيع الأرباح على المساهمين لتخفيف إمكانية ضياع فائض التدفقات النقدية الحرة.

٥. توجيه اهتمام الشركات والباحثين خاصة في اقتصاديات الدول الناشئة بدراسة العوامل الأخرى المؤثرة علي قرار دفع توزيعات الأرباح وتحديد تمويل هيكل رأس المال الأمثل.

٦-٣ مجالات البحث المستقبلية

تري الباحثة في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وجود العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية من أهمها:

- دراسة الآثار المحاسبية والمالية الأخرى لمراحل دورة حياة الشركة مثل: المسؤولية الاجتماعية، التجنب الضريبي، حوكمة الشركات، جودة التقارير المالية، أتعاب المراجعة، مخاطر انهيار الأسهم.
- دراسة أثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية علي سياسة توزيع الأرباح.
- دراسة أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين علي سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.
- دراسة أثر الملكية المؤسسية علي سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وانعكاسها علي القيمة السوقية لمنشآت الأعمال.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، فريد محرم فريد، (٢٠١٩)، "أثر دورة حياة الشركات على العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٢، المجلد ٢٣، ص ١-٦٦.
- "أحمد خليل"، إسلام فيصل أحمد، (٢٠١١)، "أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح: دراسة اختبارية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، ص ١-١١٥.
- البورصة المصرية (٢٠١٩)، "قواعد مؤشر EGX70 للبورصة المصرية"، ص ١-١١.
- السيد، محمد صابر حمودة، (٢٠١٧)، "أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية على المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ١، المجلد ٤٧، ص ٣٩٣-٤٩٢.
- الصاوي، عفت أبوبكر محمد، (٢٠١٦)، "أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي - دراسة تطبيقية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد ٢، المجلد ٥٣، ص ٩٣-١٣٥.

- القرشي، عبدالله على أحمد، (٢٠٢٠)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في شركة يمن موبایل"، مجلة الأندلس للعلوم والتقنية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، العدد ٣٠، ص ص ٥٠-٧٠.
- المديبولي، داليا محمد خيرى، (٢٠١٦)، "أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح النقدية من منظور محاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد ٢، المجلد ٥٣، الجزء ١، ص ص ٢٠٧-٢٦٠.
- المصري، أمل، (٢٠١٧)، "أثر سياسة توزيع الأرباح غير المحققة في هيكل رأس المال المصارف الخاصة في سورية: دراسة حالة"، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، جامعة البعث، العدد ٥٣، المجلد ٣٩، ص ص ١٢٧-١٥٨.
- أمين، أسامة ربيع، (٢٠١٣)، "التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS"، كلية التجارة، جامعة المنوفية، بدون ناشر، ص ص ١٣٥-١٥٠.
- حسين، علاء على أحمد، (٢٠٢٠)، "تأثير الخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين كثافة الإنفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من الشركات غير المالية المتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX100"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٢، المجلد ٢٤، ص ص ٩٤٢-٩٩٤.
- خلف، محمد سامي سلامة، (٢٠٢٠)، "أثر تقلب الأرباح والتدفقات النقدية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، العدد ١، المجلد ٢٤، ص ص ١-٤٦.
- زلط، علاء عاشور عبدالله، (٢٠٢٠)، "أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع العقارات بالبورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد ٣، المجلد ٢، ص ص ٢٣١-٣١٠.
- عبداللطيف، يزيد صالح، الدبعي، مأمون محمد، (٢٠١٩)، "أثر دورة حياة المنشأة على هيكل رأس مالها: دليل من الأردن"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، العدد ٤، المجلد ١٥، ص ص ٤٤٥-٤٦٥.
- عبد، إيمان محمد السعيد سلامة، (٢٠٢٠)، "أثر عدم تماثل المعلومات ودورة حياة الشركة على توزيعات الأرباح وانعكاسها على إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية - دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٢، المجلد ٢٤، ص ص ١١٣٥-١٠٦٤.
- عطية، متولى السيد متولى، (٢٠٢٠)، "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد ٣، المجلد ٤، ص ص ١-٧.

مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم، (٢٠٢٠)، "أثر دورة حياة الشركة والمسئولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EGX-100"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد ٢، المجلد ٤، ص ٩٥-١٦٩*.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abbas, A., Hashmi, S, H. & Chishti, A, F., (2016). "Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity", **SSRN Electronic Journal**, Available at: <http://ssrn.com/abstract=2745726>.
- Agarwal, R., & Audretsch, D. B. (2001). "Does Entry Size Matter? The Impact of the Life Cycle and Technology on Firm Survival", **the Journal of Industrial Economics**, 49 (1): 21- 43.
- Ahsan, T., Man, W. & Qureshi, M. A. (2016). "Mean Reverting Financial Leverage: Theory and Evidence from Pakistan", **Applied Economics**, 48 (5): 379- 388.
- Al-Najjal, B. (2011). "the Inter-Relationship between Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Jordanian Data", **International Review of Applied Economics, Taylor & Francis Journals**, 25 (2): 209- 224. Available at: <https://doi.org/10.1080/02692171.2010.483464>.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis", **Journal of Accounting and Economics**, 15 (2): 203- 227.
- Baker ,H. K.(2019)," Dividend Policy Determinants of Sri Lankan Firms: A Triangulation Approach", **Managerial Finance** , 45 (1): 2-20.
- Benlemlih, M., (2019). "Corporate Social Responsibility and Dividend Policy". **Research in International Business and Finance**, 47:114-138.
- Bhattacharya, D., Chang, C., and Li, W. (2019). "Stages of Firm Life Cycle, Transition and Dividend Policy", **Finance Research Letters**. 1- 12.

- Brahmaiah, B., & Srinivasan, P., & Sangeetha, R. (2018). "Determinants of Corporate Dividend Policy in India: a Dynamic Panel Data Analysis". **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 22(2):1-13.
- Budiarso, N. S. (2019). "Dividend Catering, Life- Cycle, and Policy: Evidence from Indonesia", **Cogent Economics & Finance**, 7 (1): 1-15.
- Castro, P., Tascón, M. & Amor-Tapia, B. (2014). "The Role of Life Cycle on the Firm's Capital Structure", 131-155, Available at: <http://www.researchgate.com/doi:10.18002/pec.v0i19.3585>
- Cempakasari, E. P., Firdaus, M., & Hardiyanto. A. T. (2019). "Dynamics of Firm's Capital Structure along the Life Cycle of Indonesian Manufacturing Firms", **Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship**, 5 (1): 21- 31.
- Chang, C-C., Keung, W.W., Batmunkh, M-U.J., & Jargalsaikhan, M. (2019). "Relationship between capital structure and Profitability: Evidence from Asian Tigers", **Journal of management Information and Decision sciences**, 22(2):54-65.
- Collins, O.S., Filibus, I.E. & Clement, A.A. (2019). "Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Empirical Evidence Form Nigeria", **International Journal of Economics and Finance**. 4 (12):193-201.
- Coulton, J., & Ruddock, C. (2011). "Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life - Cycle Theory". **Accounting and Finance**, 51: 381- 407.
- Dabrowska, J. F., Sawicka, M. M., & Ulrichs, M. (2020). "Determinants of dividend Payout Decisions- the Case of Publicly Quoted Food Industry Enterprises Operating in Emerging Markets", **Economic Research- Ekonomika Istrazivanja**, 33 (1): 1108- 1129. Available at: <https://doi.org/10.1080/1331677x.2019.1631201>.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz. (2006). "Dividend Policy and the Earned /Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory", **Journal of Financial Economics**, 81 (2): 227-254.
- Dehan, C. P., (2014). "Capital Structure over the Life Cycle", **Advances in Business Research**, 5: 16-32.

- Dickinson, V. (2011). "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle", **the Accounting Review**, 86 (6): 1969– 1994.
- Donaldson, G., (1961). "Corporate Debt Capacity; A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", Boston, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Elmurodov, S. (2002). "The Relationship between Capital Structure and Dividend Policy". 1–7, Available at: <https://www.researchgate.net/publication/340092242>.
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., and Wong, G. (2016). "Do Corporate Policies Follow a Life–Cycle?", **Journal of Banking and Finance**, 69: 95– 107.
- Flavin, T., & O'connor, T. (2017). "Reputation Building and the Life Cycle Model of dividends", **Pacific–Basin Finance Journal**, 46: 177–190.
- Fluck, Z. (2000). Capital structure decisions in small and large firms: a life–cycle theory of financing. Working Paper, Department of Finance, stern School of Business, university of New York.
- Fuady, M., Safiri, J., Rita, M. R., Pagestuti, I. R., & Wahyudi, S. (2019). "How Companies at Mature Stage Choose their Capital Structure?: Evidence from Indonesian Data Panel", **International Journal of Scientific & Technology Research**, 8(9): 491– 499.
- Gyapong, E. Ahmed, A., Nadeem, M., & Ntim, C. (2019). "Board Gender Diversity and Dividend Policy in Australian Listed Firms: the Effect of Ownership Concentration", **Asia Pacific Journal of Management**. 4: 1– 41.
- Habib, A., & Hasan, M. (2017). "Firm Life Cycle, Corporate Risk –Taking, and Investor Sentiment". **Accounting & Finance**, 57 (2): 465– 497.
- Habib, A., & Hasan, M. (2019). "Corporate Life Cycle Research in Accounting, Finance and Corporate Governance: A Survey, and Directions for Future Research", **International Review of Financial Analysis**, 61 (1): 188– 201.

- Hamers, L. J. P. (Lars). (2017). "the Role of Firm Life Cycle in the Functioning of Capital Markets", PHD Thesis, UniversitairePers Maastricht, Nether Lands, Available at: <https://doi.org/10.26481/dis.20170203lh>.
- Hasan, M. M., & Cheung, W. K. (2018). "Organization Capital and Firm Life Cycle", **Journal of Corporate Finance**, 48: 556– 578.
- Hribar, P., and Yehuda, N. (2015). "the Mispricing of Cash Flows and Accruals Different Life–Cycle Stages", **Contemporary Accounting Research**, 32 (3): 1053– 1072.
- Jermias, J., & Yigit, F. (2019). "Factors Affecting Leverage during a Financial Crisis: Evidence form Turkey". **Borsa Istanbul Review**, 19 (2): 171– 185.
- Kaur, J. (2019). "Firm's Life Cycle Spurs the Dividend Payments: A Fallacy or An Actuality?", **Paradigm**, 23 (1): 36– 52.
- Khemiri, W., & Noubbigh, H. (2018). "Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms". **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 70: 150–159.
- Kontesa, M., (2015), "Capital Structure, Profitability, And Firm Value: What's New?", **Research Journal of Finance and Accounting**, 6 (20): 185–192.
- Krishnan, G. V., Myllymaki, E- R., & Nagar, N. (2018). "Does Financial Reporting Quality Vary Across Firm Life Cycle?", **Journal of Business Finance & Accounting**, Available at: <https://doi:10.2139/ssrn.3233512>.
- Kutner, Micheal H. et al. (2005). "**Applied Linear Statistical Models**", 5th Edition, McGraw Hil/Irwin, New York.
- Luvembe, L. Njangiru, J. & Mungami, S., (2016). "Effect of Dividend Payout on Market Value of Listed Banks in Kenya", **International Journal of Innovation Research & Development**, 3 (11): 350– 370.
- Miletic, M. (2015). "Applicability of the Firm Life Cycle Theory of Dividends on Croatian Capital Market", **Journal of WEL Business and Economics**, 4 (3): 31– 39.
- Moghanloo, B. S., & Farzinfar, A. A. (2015). "Life–Cycle and Free Cash Flow: Evidence from Dividend Policy at Companies Listed in Tehran Stock

- Exchange", **Arabian Journal of Business and Management Review**, 3 (1).
- Mohamad, L. & Amiri, H. (2018), "Investigation the Effect of Ownership Structure, Financial Leverage, Profitability and Investment Opportunity on Dividend Policy", **International Journal of Humanities and Cultural Studies**, 2 (16): 2279– 2289.
- Naeem, M. & Khurram, S. (2019). "Does ACEO's Culture Affect Dividend Policy?", **Finance Research Letters**, Available at: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.09.017>.
- Nathan, D., & EL Hadidi, A. (2020). "Capital structure and firm performance: Empirical Evidence from a transition country", *Alexandria Journal of Accounting Research*, faculty of commerce, Alexandria University, 2(4):481–511.
- Park, J. (2019). "financial Constraints and the Cash Flow Sensitivities of External Financing: Evidence from Korea", **Research in International Business and Finance**, (49): 241– 250.
- Park, S. & Song, Y. (2019), "The Effect of Managerial Ability on a Firm's Dividend Policy: Evidence from Korea", **International Journal of Entrepreneurship**, 23 (1): 1–15.
- Pinkova, P. & Kaminkova, P. (2013). "Corporate Life Cycle as Determinant of Capital Structure in Companies of Czech Automotive Industry", **Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis**, 60 (2): 255– 260.
- Ramlia, A., Latanb, H., & Solovidab, T., (2019). "Determinants of capital structure and firm financial performance–APLS–SEM approaches: Evidence from Malaysia and Indonesia". **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 71: 148–160.
- Rehman, A. U., Wang, M., & Yu, H. (2016). "Dynamics of Financial Leverage across Firm Life Cycle in Chinese Firms: An Empirical Investigation Using Dynamic Panel Data Model" **China Finance and Economic Review**, 4(19):1–22.

- Sami, M. & Abdallah, W. (2021). "Assessing the Impact of Dividend Policy on the Sustainability of Distressed Firms", **Journal of Modelling in Management**, Available at: <https://doi.org/10.1108/JM2-06-2020-0160>.
- Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2019). "Determinants of Dividend Payout of Construction Companies: A panel Data Analysis", **Journal of Financial Management of Property and Construction**, 24 (1): 19- 38.
- Suyono, E., Yarram, S. R., & Riswan, R. (2017). "Capital Structure, Corporate Performance and Life Cycle: Evidence from Indonesia", **Corporate Ownership & Control**, 14 (4): 3- 14.
- Tijjani, A. A. (2019). "the Effect of Dividend Policy on Shareholders' Value (Comprehensive Review)", **East African Scholars Journal of Economics, Business and Management**, 2 (8): 395- 405.
- Trihermanto, F. & Nainggolan, Y. A. (2019). "Corporate Life Cycle, CSR, and Dividend Policy: Empirical Evidence of Indonesian Listed Firms", **Social Responsibility Journal**, 16(1): 1- 20.
- Trihermanto, F., & Nainggolan, Y. (2018). "Corporate Life Cycle, CSR, and Dividend Policy :Empirical Evidence of Indonesian Listed Firms", **Social Responsibility Journal**. 1- 21.
- Tsoy, L., & Heshmati, A. (2017), "Impact of Financial Crises on Dynamics of Capital Structure: Evidence from Korean Listed Companies", **International Journal of Wine Business Research**, 20 (2): 171- 194.
- Vancin, D. F., & Kirch, G. (2020). "Profit Distribution and Regulation: the Impact of Mandatory Dividend in Corporate Internal Funding", **Revista Contabilidade & Finances**, 31 (84), Available at: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201910000>.
- Victor, B., Pedro, M. & Joaquim, S. (2020). "What Firm's Characteristics Drive the Dividend Policy? A mixed - Method Study on the Euronext Stock Exchange", **Journal of Business Research**, 11 (5): 365- 399.
- Vintila, G. (2013). "The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidences from Bucharest Stock Exchange", **Meturgia International**, 15 (7): 143- 148.

- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. L. (2018). "Determinants of Capital Structure: Evidence from Shari'ah Compliant and Non- Compliant Firms", **Pacific – Basin Finance Journal**, 51: 198– 219.
- Zadband, V. K., and H. Omrani. (2014). "The effect of corporate life cycle on financial reporting quality companies listed in Tehran stock exchange", **Journal: International Journal of Management & Information Technology**, 9 (2): 1564-1571.