

أثر فرص النمو الاستثمارى على العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/عرفات حمدى عبد النعيم على

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة بنى سويف

arfat.abdelnaem@commerce.bsu.edu.eg

ملخص البحث

هدف ومنهج البحث: يهدف البحث الحالى إلى فحص العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم، بالإضافة إلى قياس أثر فرص النمو الاستثمارى على تلك العلاقة. ويعتمد الباحث فى قياس فرص النمو الاستثمارى على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالى الأصول، كما يعتمد على مؤشر هيرفندال-هيرشمان فى قياس قوة المنافسة فى سوق المنتج، كذلك تُقاس توزيعات السهم باستخدام نصيب السهم العادى من الربح الموزع. وتم اختبار فروض البحث عن طريق عينة مكونة من 66 شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2014م وحتى 2022م بإجمالى 594 مشاهدة.

نتائج البحث: أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابى معنوى للمنافسة فى سوق المنتج على نصيب السهم العادى من الربح الموزع، حيث لاحظ الباحث ارتفاع نصيب السهم العادى من الربح الموزع بالنسبة للشركات ذات القوة التنافسية العالية بنسبة 41.9% بالمقارنة بالشركات الأخرى. فى حين يوجد تأثير سلبى معنوى لفرص النمو الاستثمارى على علاقة المنافسة فى سوق المنتج بنصيب السهم العادى من الربح الموزع، حيث تنخفض توزيعات السهم فى الشركات ذات القوة التنافسية العالية، والتي تتمتع بفرص استثمارية كبيرة، مما يعكس الاعتماد الكبير على الموارد الداخلية فى تمويل الفرص الاستثمارية المربحة وتجنب نقص الاستثمار خاصة بالنسبة للشركات الأكثر تنافسية.

إسهامات البحث: تركزت إسهامات البحث فى فحص العلاقة بين توزيعات السهم والمنافسة فى سوق المنتج (باعتبارها أداة بديلة للحكومة)، خاصة مع ندرة الدراسات السابقة فى سوق المال المصرى، بالإضافة إلى ذلك، التركيز على فرص النمو الاستثمارى كمتغير معدل لتلك العلاقة، حيث يسهم البحث فى سد الفجوة البحثية المتعلقة بأهمية فرص النمو الاستثمارى كمحدد رئيسى لسياسة توزيعات الأرباح، كما يقدم دليلاً عملياً على ارتفاع حساسية الاستثمار بالنسبة للشركات الأكثر تنافسية. علاوة على ذلك، يوفر البحث نتائج إضافية بشأن أهمية المرونة المالية للشركات فى تحقيق التوازن بين حساسية التدفقات النقدية للاستثمار وتوزيعات السهم فى الصناعات التنافسية.

الكلمات الدالة: المنافسة فى سوق المنتج؛ فرص النمو الاستثمارى؛ توزيعات السهم؛ المرونة المالية.

¹ تقديم البحث فى 2024/11/14 وقبول نشره فى 2024/12/7

Impact of Investment Growth Opportunities on the Relationship between Product Market Competition and Stock Dividends for Companies Listed on the Egyptian Exchange

Abstract

Research Objective and Methodology: The research aims to examine the relationship between product market competition (PMC) and stock dividends (SD). In addition, measure the impact of investment growth opportunities (IGO) on that relationship. The ratio of the market to book value of total assets is used to measure IGO. It also depends on the Herfindahl-Hirschman Index to measure PMC and the dividend per share to measure SD. To test the research hypotheses, using a sample of 66 non-financial companies listed on the Egyptian stock exchange during the period from 2014 to 2022, with 594 observations.

Research Results: The results showed a significant positive effect of PMC on the dividend per share. Where the researcher noted an increase in dividend per share for highly competitive companies of 41.9% compared to other companies, while there is a significant negative effect of PMC on dividend per share with IGO. SD is lower in highly competitive companies that enjoy great investment opportunities, reflecting the heavy reliance on internal resources to finance profitable investment opportunities and avoid investment lack, especially with the most competitive companies.

Research Contributions: The research contributions are based on examining the relationship between SD and PMC (as an alternative tool for governance), especially with the scarcity of previous studies in the Egyptian stock market. In addition, focus on investment growth opportunities as a moderating variable of that relationship. It contributes to bridging the research gap related to the important role of IGO as a major determinant of dividend policy. It also provides practical evidence of the high investment sensitivity for the most competitive companies. Moreover, the research provides additional analysis on the importance of companies' financial flexibility in achieving a balance between cash flow sensitivity to investment and SD in competitive industries.

Keywords

product market competition; investment growth opportunities; dividends; financial flexibility.

1- الإطار العام للبحث

1-1 مقدمة البحث

أصبحت المنافسة في سوق المنتج تحدياً عالمياً للشركات خاصة في بيئات الأعمال الصعبة وشديدة التنافسية، كما أن لها دوراً ديناميكياً لا غنى عنه في تحقيق أداء أفضل للشركات (Liu et al., 2022)، فهي تعتبر الدافع الرئيسي لنمو وتطوير الشركات للبقاء في السوق وحماية رأس مالها، والحصول على عائد كبير على الاستثمار وضمان نسب توظيف أعلى في المستقبل (Maranjory, 2024). وتشير أيضاً إلى الفروق بين الشركات والتفاعل فيما بينها في الأسواق لجذب العملاء وتحسين جودة المنتجات والخدمات والابتكار من أجل بقاءها ونموها، كما تعكس قدرة الشركات على تحقيق ميزة تنافسية في السوق والحفاظ عليها، بما يساعدها على التكيف مع تغيرات السوق، وإدارة الموارد بشكل فعال (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024).

ويمكن أن تكون المنافسة في سوق المنتج أداة بديلة لحوكمة الشركات خاصة مع ارتفاع تكاليف الوكالة، فهي تساعد في تحديد أفضل هيكل تنظيمي لإدارة الشركات، كما تحدد الاستراتيجيات المالية للشركات، وتعزز أيضاً دوافع الإدارة للرقابة الفعالة (Shu and Peng, 2024, Pahi and Yadav, 2022, Kao and Chen, 2013). ومن ناحية أخرى، يمكن أن تكون المنافسة في سوق المنتج أداة مكتملة لحوكمة الشركات (Gupta et al., 2017, Zhang, 2018).

فقد يسعى بعض المديرين إلى تحقيق الاستفادة عن طريق تضليل المستثمرين أو إخفاء المعلومات السلبية عن أداء الشركات، ومع ذلك، فإن المنافسة في سوق المنتج تساهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، كما تفرض قيوداً على المديرين لتخفيض مخاطر واحتمالات الفشل (Liu et al., 2023)، وذلك استناداً لدورها الهام في حماية المستثمرين خاصة في الأسواق التي تعاني من ضعف الحماية وارتفاع تكاليف الوكالة (He, 2011).

ويمكن النظر إلى توزيعات الأرباح باعتبارها آلية مكتملة للمنافسة في سوق المنتج (Ma et al, 2024, Kang and Kim, 2021) حيث تعتبر توزيعات الأرباح بمثابة استراتيجية مالية متكاملة تأخذ في اعتبارها احتياجات التمويل المستقبلية للشركات، وكذلك مبالغ ونوقيت التدفقات النقدية المستقبلية (Robert, 2015)، كما تساهم في الحد من الممارسات الإدارية الانتهازية وتخفيض تكاليف الوكالة، وذلك عن طريق تقليل النقد الخاضع لسيطرة الإدارة، خاصة مع ارتفاع حجم التدفقات النقدية الحرة (Muljanto et al., 2022, Hussain and Akbar, 2022, Pan, 2020). وفي الوقت نفسه، يمكن

أن تساهم أيضاً توزيعات الأرباح في تخفيف مشاكل الوكالة باعتبارها آلية بديلة للدور الحوكمي للمنافسة في سوق المنتج (Shu and Peng, 2024).

1-2 مشكلة البحث

تسلط الدراسات السابقة الضوء على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات الأرباح استناداً إلى نظرية الوكالة، فقد أشارت نتائج دراسة (Kang and Kim, 2021, Pham et al, 2021, Iqbal et al., 2020, Grullon et al., 2019) إلى وجود علاقة إيجابية بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات الأرباح، حيث تساهم المنافسة السوقية في التخفيف من مشاكل الوكالة، وذلك عن طريق تحفيز الشركات على إجراء توزيعات أرباح للمساهمين، بما يقلل من احتمالات إساءة استخدام النقد الفائض بواسطة المديرين. وفي المقابل، أثبتت نتائج دراسة (Pahi and Yadav, 2022, Cigdem, 2020, Pan, 2020) أن المنافسة في سوق المنتج تؤثر سلباً على توزيعات الأرباح.

وبالتالي، لا تزال هناك حاجة إلى دراسة العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات أرباح الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، خاصة في ظل تفاوت نتائج الدراسات السابقة، بالإضافة إلى استكشاف الأسباب المحتملة أو العوامل التي قد تؤثر على طبيعة واتجاه تلك العلاقة، ولعل من أهمها حجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، فقد يضطر المديرين إلى عدم إجراء توزيعات أرباح، وذلك للاحتفاظ بها لمواجهة نقص السيولة، خاصة عندما تكون الموارد الداخلية غير كافية لتمويل فرص الاستثمار المربحة أو وجود صعوبات في الحصول على التمويل اللازم بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال (Umar, 2033).

وفي ضوء ذلك، يحاول الباحث قياس أثر فرص النمو الاستثماري على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم. وبناءً عليه، يمكن تلخيص مشكلة البحث في توفير إجابة لبعض التساؤلات الهامة وهي:

- إلى أي مدى تؤثر المنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- إلى أي مدى تؤثر فرص النمو الاستثماري على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

1-3 هدف البحث

يهدف البحث بصفة أساسية إلى قياس أثر فرص النمو الاستثمارى على العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم، ويمكن اشتقاق الهدفين الفرعيين التاليين:

- قياس أثر المنافسة فى سوق المنتج على توزيعات السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- قياس أثر المنافسة فى سوق المنتج على توزيعات السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية فى وجود فرص النمو الاستثمارى.

1-4 أهمية ودوافع البحث

توجد بعض الأسباب وراء أهمية ودوافع البحث الحالى أهمها، الحاجة إلى توفير دليل عملى من البيئة المصرية بشأن ما إذا كانت فرص النمو الاستثمارى تؤثر على العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم، كذلك بيان ما إذا كانت المنافسة فى سوق المنتج توفر حافزاً أقوى لاستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، حيث يتوقع الباحث أن يكون تأثير المنافسة فى سوق المنتج على توزيعات السهم مختلف فى وجود فرص النمو الاستثمارى. ويتضح ذلك من خلال تحقيق أفضلية الاحتفاظ بالنقدية على توزيعات الأرباح. علاوة على ذلك، فإن هذا البحث لا يسد الفجوة فى الأدبيات ذات الصلة فحسب، بل يساعد أيضاً فى تقديم رؤى جديدة لوضعي السياسات المالية ومديرى الشركات بضرورة التخطيط السليم لمستويات النقدية الواجب الاحتفاظ بها من قبل الشركات لإحداث توازن بين تحقيق مستوى ملائم من المنافسة فى سوق المنتج وتوقعات المستثمرين بشأن توزيعات الأرباح.

1-5 خطة البحث

تحقيقاً لهدف البحث والإجابة على تساؤلاته، سوف يستكمل البحث من خلال الجزء الثانى، الذى يتناول الإطار المفاهيمى للمنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم من منظور كفاءة الاستثمار. الجزء الثالث، ويغطى الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث. الجزء الرابع، الذى يركز على الدراسة التطبيقية. وأخيراً، الجزء الخامس، ويتناول الخلاصة والتوصيات ومقترحات لأبحاث مستقبلية.

2 - الإطار المفاهيمى للمنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم وعلاقته بكفاءة الاستثمار

2-1 أنماط ومحددات العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم

تعتمد توزيعات الأرباح ليس فقط على الأداء المالى للشركات، بل أيضاً طبيعة وهيكل المنافسة فى سوق المنتج (Ali et al., 2020)، حيث تلعب المنافسة فى الصناعات الأكثر تنافسية دوراً حاسماً فى اتخاذ قرارات توزيع الأرباح (Ma et al., 2024). وفي الوقت نفسه، قد تضطر الشركات إلى إيقاف توزيعات الأرباح بسبب التهديدات التي تشكلها درجة المنافسة فى سوق المنتج (Ali et al., 2020).

وقام Grullon & Michaely (2008) بتفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والمنافسة فى سوق المنتج بالاعتماد على تكلفة الوكالة. ففي ظل فرضية النتيجة، يُنظر إلى توزيعات الأرباح على أنها نتيجة لارتقاع الحماية التي يحظى بها المساهمين (Kang & Kim, 2021). وترجع تلك الحماية إلى وجود ضغوطاً أكبر على المديرين بسبب المنافسة فى سوق المنتج، خاصة مع زيادة مخاطر الاستثمار المفرط (Ali et al., 2020)، فكلما ازدادت شدة المنافسة، كانت توزيعات الأرباح أكثر سلاسة (Kang & Kim, 2021).

ومن ناحية أخرى، يمكن أن تحل توزيعات الأرباح بديلاً للدور الحوكمى للمنافسة فى سوق المنتج للتخفيف من مشاكل الوكالة (Shu and Peng, 2024)، حيث تساهم توزيعات الأرباح فى تقليل الفائض النقدى المتاح للمديرين، كما تدفع الشركات ذات تكاليف الوكالة المنخفضة توزيعات أرباح أقل مقارنة بالشركات ذات تكاليف الوكالة الأعلى (Kang and Kim, 2021). وهو ما يدعم فرضية البديل.

وترتكز العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات السهم على بعض المحددات الهامة، ويأتي فى مقدمتها التأثير الحوكمى أو التأديبى للمنافسة فى سوق المنتج، حيث تقلل المنافسة كآلية حوكمة خارجية من مشاكل الوكالة (Babar and Habib, 2021). وتقلل أيضاً الرغبة لدى المديرين تجاه تقديم تقارير مالية مضللة، كما تدفع المديرين لاستخدام سلطتهم أو صلاحياتهم بما يتماشى مع مصالح المساهمين (Sheikh, 2018)، فضلاً عن تحسين حوكمة الشركات (Gupta et al., 2017, Zhang, 2018)، هذا بجانب الارتباط الإيجابى بين المنافسة وجودة المراجعة وامتثال الشركة للوائح المحاسبية (Thoan and Thuy, 2024).

وفى الوقت نفسه، تدفع المنافسة فى سوق المنتج الشركات لتوفير الإفصاح الملائم لسوق رأس المال وتقليل عدم تماثل المعلومات (Burks et al., 2018)، فقد أوضح Shi et al. (2018) دور المنافسة

الهام في تقديم معلومات أكثر مصداقية وشفافية حول الأداء المالي للشركة، مما يقلل من ممارسات إدارة الأرباح خاصة للشركات شديدة التنافسية. وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Tang, and Chen, 2020) إلى أن الشركات ذات القوة التنافسية المنخفضة من المرجح أن تشارك في إدارة الأرباح، مما يعكس الحاجة الملحة لتفعيل حوكمة الشركات في تلك الشركات.

وبالمثل، أكد Sanusi et al. (2023) أن المنافسة في سوق المنتج لها ارتباطاً عكسياً مع إدارة الأرباح الحقيقية، مما يعني أن المنافسة في سوق المنتج تلعب دوراً بديلاً للحوكمة من خلال تقييد ممارسة المديرين لإدارة الأرباح الحقيقية. وأكد أيضاً Nam (2024) أن المنافسة في سوق المنتج تقلل من النقد الزائد الذي يمكن أن يخدم المصالح الشخصية للمديرين، وهو ما يتفق مع حامد (2022م).

علاوة على ذلك، أثبت (Phuong (2022) أن المنافسة في سوق المنتج ترتبط سلبياً مع إدارة الأرباح، وهذا يعني أن الشركات التي تعمل في سوق شديدة التنافسية يكون لديها مستوى منخفض من إدارة الأرباح. وفي الوقت نفسه، يخشى المديرون خاصة في الشركات ذات القوة التنافسية العالية من فقد القدرة التنافسية أو الحصة السوقية، وهو ما يدفع المديرين إلى السعي إلى تخصيص موارد الشركة بشكل فعال. كما يرى (Xue and Lu (2024) أنه مع اشتداد المنافسة في سوق المنتج، سوف تتاح الفرصة للمستثمرين لتحليل الأداء المالي والتشغيلي للشركة ومقارنته بالشركات الأخرى في نفس الصناعة. يضاف لذلك، تساهم المنافسة في سوق المنتج في تحسين شفافية المعلومات، مما يقلل من ممارسات إدارة الأرباح.

2-2 الدور الحوكمي للمنافسة في سوق المنتج وعلاقته بكفاءة الاستثمار

يُنظر إلى المنافسة في سوق المنتج باعتبارها آلية تأديبية، وذلك لدورها الحوكمي في ممارسة الضغوط على الشركات لتخصيص الموارد المتاحة بكفاءة، والحد أيضاً من التراخي الإداري واستبعاد المديرين غير الأكفاء (Ho, et al., 2024)، فضلاً عن تحسين الربحية وإجبار المديرين للسعي لتحقيق التفوق على أقرانهم في الشركات الأخرى حتى لا تتعرض الشركات للإفلاس وفقد المديرين لوظائفهم (Babar and Habib, 2022). كما تمارس المنافسة في سوق المنتج أيضاً دوراً تصحيحياً لأوجه القصور، لذا فهي تعتبر إحدى الأدوات الأكثر فعالية في تحفيز المديرين على تعظيم قيمة الشركة (Babar and Habib, 2021, Shi et al., 2018)، فقد يتعرض المديرون بسبب المنافسة في السوق إلى ضغوط كبيرة لزيادة الكفاءة، وقد يواجهون عمليات اندماج واستحواذ (Thoan and Thuy, 2024).

واستناداً لهذا الدور الحوكمي للمنافسة في سوق المنتج، يمكن أن تؤثر المنافسة في سوق المنتج على اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، وتخصيص رأس المال (Tang, and Chen, 2020). مما يؤدي إلى إحداث تغييرات هامة وملحوظة في أنماط الاستثمار بالشركات، وذلك باعتبار أن المنافسة في سوق

المنتج تمثل أحد أبعاد نظرية القوى الخمس لبورتر، حيث تفرض الضغوط التنافسية بين الشركات إلى السعي إلى الحفاظ على حصتها السوقية وزيادتها عن طريق جذب المزيد من العملاء، مما يشجعها على الاستثمار في الابتكار، البحث والتطوير والتحسين المستمر للمنتج (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024).

كما يرى (Laksmana and Ya-Wen, 2015) أن المنافسة في سوق المنتج تشجع الشركات على الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر، وفي الوقت نفسه تشجع السلوك الإداري الفعّال عن طريق الحد من إساءة استخدام التدفق النقدي الحر بواسطة المديرين، وأشار أيضاً (Loncan, 2023) إلى أن المنافسة في سوق المنتج تحد من التراخي الإداري، مما يدفع الشركات لاتخاذ قرارات استثمار أكثر كفاءة. كما تساهم المنافسة في سوق المنتج في تعزيز نشاط الابتكار، تقليل المخاطر الأخلاقية وتحسين جودة المنتج (Olalere and Janine, 2023).

فضلاً عن ذلك، تنظر النظرية الاقتصادية الكلاسيكية إلى المنافسة في سوق المنتج باعتبارها محركاً أساسياً للكفاءة الاقتصادية، ويكون لها تأثيراً هاماً على استثمارات وقيمة الشركة (Olalere and Janine, 2023)، حيث يتعرض المديرون لضغوطاً كبيرة لزيادة الكفاءة بهدف تحسين الأرباح، وذلك لتعزيز القدرة التنافسية للشركات (Li et al., 2020).

كما يساعد الارتباط بين المنافسة والاستثمار ليس فقط في تحسين أداء الشركات، بل أيضاً له تأثيراً كبيراً على صياغة الاستراتيجيات والقرارات المالية (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024)، حيث يرى (Abdoh and Oscar, 2017) أن المنافسة تعزز قيمة وحجم الاستثمارات خاصة عندما لا تكون الشركات مقيدة مالياً والعكس صحيح. كما أن القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل تكون مرتبطة بشكل أساسي بالهيكل التنافسي لسوق المنتج والتفاعلات الاستراتيجية بين المشاركين في السوق (Olalere and Janine, 2023).

2-3 أهمية توزيعات السهم لكفاءة الاستثمار من منظور تكاليف الوكالة

تشير سياسة توزيعات الأرباح إلى القرارات المتعلقة بطبيعة وحجم وتوقيت توزيعات الأرباح التي يحصل عليها المساهمين (Nguyen et al., 2024). كما تعتبر مؤشراً على نجاح الشركة في إدارة رأس المال المستثمر (Anggraini et al., 2024)، فوفقاً لنظرية الإشارة، تعتبر توزيعات الأرباح بمثابة إشارات إيجابية للمستثمرين حول أفضلية الأداء المالي المستقبلي للشركة بالمقارنة بمنافسيهم (Ali et al., 2020).

يضاف لذلك، تقلل توزيعات الأرباح من ممارسات إدارة الأرباح، وذلك عن طريق تخفيض حجم الأموال المعرضة للتلاعب بواسطة المديرين، وتعزيز طلب الشركات على التمويل الخارجي، وهو ما يجبر الشركات على تقديم معلومات عالية الجودة لتحسين المصداقية، ويقلل من أنشطة إدارة الأرباح (Kong et al., 2024)، كما أشار Siladjaja et al. (2022) إلى أن إجراء توزيعات الأرباح يعد بمثابة مؤشر هام على انخفاض السلوك الانتهازي للمديرين. حيث تبين أن الشركات التي تجرى توزيعات أرباحاً يكون لديها مستوى أقل من إدارة الأرباح بالمقارنة بالشركات الأخرى (Nguyen et al., 2024)، وهي تتفق مع نتائج دراسة (Babajide et al., 2024).

وفي المقابل، قد تؤدي توزيعات الأرباح إلى زيادة ممارسات إدارة الأرباح من خلال تضخيم أرباح الشركات لتلبية معايير إصدار السندات أو الأسهم (إدارة الأرباح التصاعدية) أو تقليص الأرباح لخفض التوزيعات (إدارة الأرباح التنازلية) (Kong et al., 2024)، حيث أشارت نتائج دراسة (Anggraini et al., 2024) إلى أن إدارة الأرباح لها تأثيراً ملحوظاً على سياسة توزيعات الأرباح، حيث يكون لدى المديرين الفرصة لاختيار الأساليب المحاسبية لإظهار الأرباح بشكل أفضل للإشارة إلى نجاح الشركات. كما يرى (Maqsood et al., 2024) أن إدارة الأرباح قد تكون مدفوعة بالرغبة في إجراء توزيعات أرباح.

وعلى الرغم من أن توجيه الفائض من الموارد لإجراء توزيعات أرباح للأسهم يمكن أن يساهم في تجنب الإفراط في الاستثمار في مشاريع غير مناسبة، أو إساءة استخدام الأموال من قبل المديرين لمصلحتهم الخاصة، إلا أن الشركات تحتاج أيضاً إلى تجنب دفع مبالغ كبيرة لضمان توافر الموارد الكافية لتمويل المشاريع التي يمكن أن تزيد من ثروة المساهمين (Cheng et al., 2014)، خاصة أن المنافسة في سوق المنتج تتطلب زيادة الإنفاق الاستثماري (Liu et al., 2020). وبالتالي يجب على إدارات الشركات أن تحدد حجم الأرباح المطلوب الاحتفاظ به لتغطية الاستثمارات المتوقعة في المستقبل (Ekanayaka and Wijesinghe, 2021). ففي حين تمثل توزيعات الأرباح مصدر دخل للمساهمين، إلا أن ذلك يخفض حجم الأموال المتاحة للاستثمار (Nguyen et al., 2024)،

وبالتالي، يجب على الشركات أن تعمل على إحداث توازن بين إجراء توزيعات أرباح عندما تكون هناك موارد فائضة لوفاء بتوقعات المساهمين، والاحتفاظ بالأرباح لتمويل المشروعات ذات الربحية العالية للوفاء بتوقعات المديرين. فوفقاً لنظرية الأرباح المتبقية Dividend Remaining Theory، لا ينبغي أن تكون النقطة المحورية لأي شركة هي حجم الأرباح الموزعة، ولا ينبغي دفع الأرباح إلا عند استفاد جميع الاستثمارات المحتملة أو المتاحة. ولذلك، فإن مبلغ الأرباح التي سيتم دفعها سوف يتحدد حسب الأرباح المتبقية بعد الاستثمارات (Umar, 2023).

3- الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

3-1 العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم

تستمد العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم أهميتها من خلال عدة اعتبارات أهمها تقليل تكاليف الوكالة والدور الحوكمي للمنافسة في سوق المنتج، فمن منظور تكاليف الوكالة. يرى Grullon et al (2019) أن اعتبارات الوكالة تعزز العلاقة الإيجابية بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات الأرباح، كما فحص Pham et al (2021) دور المنافسة في توزيعات أرباح الأسهم باستخدام عينة من الشركات غير المالية المدرجة في مؤشر ASX200 بأستراليا خلال الفترة من عام 1992م وحتى 2015م، وتوصل إلى أن الشركات العاملة في الأسواق التنافسية من المرجح أن تدفع المزيد من الأرباح لتقليل تكاليف الوكالة.

كذلك فحص Iqbal et al (2020) عينة من شركات التصنيع المدرجة في الصين خلال الفترة من عام 2003م وحتى 2016م وتوصل إلى أن المنافسة السوقية الشديدة تخفف من مشاكل الوكالة عن طريق التخلص من النقد الزائد عن طريق إجراء توزيعات أرباح للمساهمين. وفي نفس السياق، أثبت Ali et al (2020) أن الشركات تدفع أرباح ليس فقط لتأسيس سمعة طيبة، ولكن للتخفيف أيضاً من تكاليف الوكالة، وبالتالي تقليل تكلفة الحصول على رأس المال الخارجي.

ومن ناحية أخرى، يمثل الدور الحوكمي للمنافسة في سوق المنتج (فرضية النتيجة) أهمية كبيرة في العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم، وفي هذا السياق، تناول Kang and Kim (2021) تأثير المنافسة في سوق المنتج على سياسة توزيع أرباح جميع الشركات المدرجة في بورصات نيويورك وأميكس وناسداك من CRSP، وتوصل إلى نتائج مفادها أنه عندما يكون سوق المنتجات أكثر تنافسية، فإن توزيعات الأرباح تزداد خاصة في الشركات الأكثر ربحية. اهتم et al (2014) بـ Obembe بقياس تأثير المنافسة في سوق المنتج على توزيعات أرباح الشركات غير المالية المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة من عام 1997م وحتى 2007م، وأظهرت النتائج أن القوة السوقية كان لها تأثيراً إيجابياً وهاماً على توزيعات الأرباح.

علاوة على ذلك، أسفرت نتائج دراسة (Ho, et al, 2024) عن زيادة حجم توزيعات الأرباح في الشركات التايوانية العاملة في الصناعات التنافسية، وذلك خلال الفترة من عام 2005م وحتى 2022م، مما يدعم فرضية النتيجة. وبالمثل، أثبت Grullon et al (2019) أن الشركات العاملة في الصناعات الأكثر تنافسية تدفع أرباحاً أعلى بالمقارنة بالشركات العاملة في الأسواق الأقل تنافسية. كما وجد He (2011) أن الشركات اليابانية في الصناعات الأكثر تنافسية تدفع أرباحاً أعلى من الشركات في الصناعات

الأقل تنافسية. وتشير النتائج أيضاً إلى أن المنافسة فى سوق المنتج باعتبارها آلية حوكمة فعالة يمكن أن تجبر المديرين على إجراء توزيعات أرباح للمستثمرين الخارجيين.

فضلاً عن ذلك، استخدمت دراسة (Booth and Zhou, 2015) مؤشر هيرفيندال هيرشمان ومؤشر ليرنر لفحص كيفية تأثير قوة المنافسة فى سوق المنتج على سياسة توزيعات الأرباح للشركات الأمريكية وأسباب ذلك التأثير، وتوصلت الدراسة إلى أن القوة السوقية تؤثر بشكل إيجابي على توزيعات الأرباح، فالشركات التي تتمتع بقوة سوقية منخفضة تكون أكثر عرضة للمخاطر، وبالتالي من المرجح أن تدفع أرباحاً أقل بالمقارنة بالشركات التي تتمتع بقوة سوقية عالية وتتعرض لمخاطر أقل، مما يعكس الدور الهام لقوة المنافسة فى سوق المنتج فى تشكيل سياسة توزيعات الأرباح. وخلصت أيضاً دراسة (Kheirkhah et al., 2017) إلى وجود علاقة إيجابية وهامة بين القوة السوقية وتوزيعات الأرباح، وذلك عن طريق اختبار بيانات عينة مكونة من 83 شركة مقيدة ببورصة طهران خلال الفترة من عام 2011م وحتى 2016م.

وفى نفس السياق، اهتمت دراسة (Ali et al., 2020) باختبار العلاقة بين المنافسة سوق المنتج وتوزيعات الأرباح عن طريق عينة من الشركات الباكستانية خلال الفترة من عام 2001م وحتى 2015م، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تعمل فى الصناعات شديدة التنافسية تدفع أرباح أعلى بالمقارنة بالشركات الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، ركزت دراسة (Cigdem, 2020) على استكشاف العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وسياسة توزيعات الأرباح للشركات غير المالية المدرجة فى تركيا خلال الفترة من عام 2007م حتى 2015م، وأثبتت نتائج الدراسة أن المنافسة فى سوق المنتج تؤثر بشكل كبير على توزيعات الأرباح، كما أسهمت دراسة (Elsayed et al., 2024) فى تحسين الفهم بشأن دور المنافسة فى سوق المنتج فى تعزيز سلوك الشركات المتعلق بتوزيعات الأرباح، وكذلك زيادة وعي المستثمرين بالتنبؤ بأرباح الشركات بشكل أكثر دقة، وذلك عن طريق اختبار عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2018م وحتى 2021م.

وفى المقابل، وجد (Pan (2020) أن المنافسة تؤثر بشكل سلبي على قرار توزيعات الأرباح، وذلك عن طريق اختبار عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام 1990م وحتى 2009م. وبالمثل، أثبتت نتائج دراسة (Pahi and Yadav, 2022) أن الشركات غير التنافسية من المرجح أن تدفع أرباحاً أعلى من الشركات التنافسية، وذلك عن طريق اختبار عينة من الشركات الهندية غير المالية المدرجة فى بورصة نيودلهي خلال الفترة من عام 2001م وحتى 2018م، وأرجعت الدراسة السبب فى ذلك إلى أن الشركات غير التنافسية تواجه مشاكل وكالة أكثر أهمية بالمقارنة بالشركات التنافسية.

وبتحليل نتائج الدراسات السابقة، يتضح أن هناك اتفاق على وجود علاقة بين المنافسة في سوق المنتج والقرارات المتعلقة بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وذلك على الرغم من تباين نتائج تلك الدراسات بشأن طبيعة واتجاه تلك العلاقة، كما لوحظ اعتمادها على التطبيق العملي وليس الميداني أو الاستقصائي لاختبار تلك العلاقة، ولوحظ أيضاً تنوع بيئة التطبيق بين استراليا (Pham et al., 2021)، الصين (Kang and Kim, 2021, Booth and Zhou, 2015)، الولايات المتحدة الأمريكية (Iqbal 2020)، نيجيريا (Pan, 2020)، تاوان (Obembe et al., 2014)، اليابان (Ho, et al., 2024)، باكستان (Ali et al., 2020)، تركيا (Cigdem, 2011)، ايران (Kheirkhah et al., 2017)، الهند (Pahi and Yadav, 2022)، جمهورية مصر العربية (Elsayed et al., 2024)، كما امتدت الفترة الزمنية للتطبيق من عام 1992م وحتى 2022م، مما يعكس أهمية موضوع البحث وأنه لا يزال قيد الدراسة من قبل العديد من الباحثين خاصة في بيئات التطبيق الأخرى. **واستناداً إلى الحجج المذكورة أعلاه، يمكن صياغة الفرض البحثي الأول كما يلي:** "يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للمنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم".

3-2 العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم في وجود فرص النمو الاستثماري

إن تعزيز المنافسة والبقاء في السوق يدفع العديد من الشركات إلى تركيز أنشطتها على المنتجات الأساسية وتحسين مقدرتها الاستثمارية، مما يستلزم قيام الشركات بزيادة الإنفاق الاستثماري بشكل مستمر في العديد من المشاريع مثل البحث والتطوير لتحقيق نمو مستدام في السوق خاصة في الصناعات شديدة التنافسية (Maranjory, 2024)، فعادة ما يستخدم الاستثمار كاستراتيجية لتعزيز الاستحواذ على المزيد من الحصة السوقية (Ma et al, 2024). كما تؤثر المنافسة بشكل كبير على استثمارات الشركات (Olalere and Janine, 2023).

وقد أشار (Amini et al. (2024) إلى أن وجود منافسة سوقية عالية يحفز الشركات على زيادة الاستثمار بشكل كبير، وأرجع ذلك إلى حاجة الشركات لتعزيز بقاءها في السوق، بالإضافة إلى رغبة الشركات في زيادة حصتها السوقية الحالية. وبالمثل، استخدم (Arianpoor (2023) مؤشر هيرفيندال هيرشمان لقياس تأثير القدرة التنافسية في سوق المنتج على كفاءة الاستثمار لعينة مكونة من 199 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام 2014م وحتى 2021م، وأظهرت النتائج أن القدرة التنافسية للشركات تؤثر بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار.

وبالاعتماد على بيانات عدد من الشركات المدرجة في دول BRIC (البرازيل وروسيا والهند والصين) خلال الفترة من عام 2009م وحتى 2020م، أشارت نتائج دراسة (Olalere and Janine, 2023) إلى أن المنافسة في سوق المنتج تؤثر بشكل كبير على الاستثمار. كذلك توصلت نتائج دراسة (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024) إلى وجود علاقة معنوية بين المنافسة في سوق المنتج والاستثمار، فضلاً عن الدور المعتدل الهام لنمو مبيعات الشركات في تلك العلاقة، وذلك عن طريق اختبار عينة مكونة من 82 شركة مقيدة ببورصة طهران خلال الفترة من عام 2018م وحتى 2022م.

وفي نفس السياق، أكد (Li et al., 2020) على تعرض المديرين لضغوط كبيرة لزيادة حجم الاستثمارات وتعزيز قدرة الشركات على المنافسة، وبالتالي من المرجح زيادة حجم الاستثمارات في الأسواق شديدة التنافسية. وبالمثل، باستخدام بيانات الشركات المدرجة في دول البريكس (البرازيل وروسيا والهند والصين) خلال الفترة من عام 2009م وحتى 2020م، توصلت دراسة (Olalere and Janine, 2023) إلى أن المنافسة في سوق المنتج تؤثر بشكل كبير على استثمارات الشركات. وأشارت أيضاً دراسة (Shin and Lee, 2022) إلى وجود ارتباط إيجابي بين المنافسة في سوق المنتج واستثمارات الشركات في البحوث والتطوير، وذلك عن طريق فحص عينة من الشركات الكورية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من عام 2001م وحتى 2020م. كما اختبرت دراسة (Li, 2022) تأثير المنافسة في سوق المنتجات على كفاءة الاستثمار من منظور ديناميكي لدورة حياة الشركات الصينية المقيدة ببورصتي شنغهاي وشننتشن خلال الفترة من عام 2010م وحتى 2020م، وأثبتت نتائج الدراسة أنه يمكن للمنافسة في سوق المنتج تحسين كفاءة الاستثمار والحد من الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار.

فضلاً عن ذلك، أوضح (Abdoh and Oscar, 2018) أن المنافسة تعزز الاستثمارات، خاصة في الشركات التي لا تعاني من قيود مالية، حيث تحفز المنافسة المديرين على الاستثمار في الأنشطة ذات القيمة المضافة. ومع ذلك، تضعف هذه العلاقة عندما تواجه الشركات قيوداً مالية أكبر. وفي الوقت نفسه، تكون الشركات في الأسواق التنافسية أكثر استجابة لفرص الاستثمار، خاصة عندما تكون غير مقيدة مالياً، أو يكون لديها القليل من التنوع الجغرافي وذلك نتيجة الخوف من خسارة حصتها في السوق لصالح المنافسين (Khadija, 2023).

وبالمثل، أثبتت نتائج دراسة (Ma et al., 2024) أن الشركات التي تواجه منافسة أكبر يكون لديها حساسية أعلى للاستثمار، وبالتالي من المرجح أن تولي المزيد من الاهتمام لفرص الاستثمار، وذلك من خلال فحص سوق رأس المال الصيني ومقارنات بسوق رأس المال الأمريكي خلال الفترة من عام 2008م وحتى 2020م.

وفي سبيل ذلك، تحتاج الشركات إلى أموال كبيرة لتغطية الإنفاق الاستثماري، وتعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصادر التمويل الهامة للشركات (Mahendra, 2023). لذا يجب أن تحقق سياسة توزيعات الأرباح توازناً بين إجراء توزيعات أرباح للمساهمين عندما يكون هناك فائض نقدي، وبما يساعد أيضاً في تجنب الإفراط في الاستثمار في مشاريع غير مناسبة و/أو إساءة استخدام الأموال من قبل المديرين لتحقيق مصلحتهم الخاصة. وفي الوقت نفسه، الاحتفاظ بموارد كافية لتمويل المشروعات الاستثمارية التي يمكن أن تزيد من ثروة المساهمين وبما يساعد أيضاً في تجنب نقص الاستثمار وذلك عن طريق تخفيض توزيعات الأرباح لضمان توفر الموارد الكافية داخل الشركات (Cheng et al. (2014).

ووفقاً لنظرية التعاقد Contracting Theory فإن الشركات التي يكون لديها خيارات نمو عالية يكون لديها توزيعات أرباح أقل. كما يُظهر التدفق النقدي للشركات وجود علاقة سلبية بين سياسة توزيعات الأرباح والاستثمار، فكلما زاد حجم الاستثمار في فترة معينة، كلما قلت توزيعات الأرباح. ويرجع السبب في ذلك إلى أن الشركات التي تتمتع بفرص نمو أكبر يكون لديها تدفق نقدي حر أقل، وبالتالي تدفع أرباحاً أقل (Danila et al., 2020).

وباستخدام بيانات الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من عام 2007م وحتى 2017م، تبين أن فرص النمو لها علاقة سلبية كبيرة مع توزيعات الأرباح، مما يشير إلى أن الشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية لا تشجع على توليد الديون لحل مشكلة نقص الاستثمار واستبدال الأصول. بعبارة أخرى، تميل الشركات التي لديها فرص استثمارية أكبر إلى اعتماد سياسة توزيعات أرباح منخفضة لأن التدفقات النقدية سيتم توجيهها للاستثمار (Danila et al., 2020)، ويظهر هذا بشكل واضح في الشركات التي تعاني من بعض القيود المالية، حيث تقوم الشركات بتكوين الأموال الداخلية لتمويل المشاريع المحتملة عن طريق تقليل توزيعات الأرباح (Hasibul et al., 2021).

علاوة على ذلك، أثبت (Cigdem (2020 أن الشركات الكبيرة المربحة ذات فرص الاستثمار المنخفضة توزع أرباحاً أعلى على مساهميها، وذلك عن طريق اختبار عينة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة اسطنبول خلال الفترة من عام 2007م وحتى 2015م. وفي المقابل، فإن الشركات التي قامت بتوزيع أرباحاً على المساهمين بنسب عالية شهدت نمواً أقل في مبيعاتها، مما يعكس الآثار السلبية لتوزيعات الأرباح على حجم الاستثمار، خاصة مع انخفاض نسب المرونة المالية لديها، وهو ما أكد عليه (Chino and Kim (2022).

بالتالي، فإن توزيعات الأرباح يكون لها ارتباطاً سلبياً بالإنفاق الاستثماري خاصة للشركات التي يكون لديها فرص نمو كبيرة، حيث أن تمويل الاستثمار يمثل أولوية هامة لتلك الشركات (Kaplan and

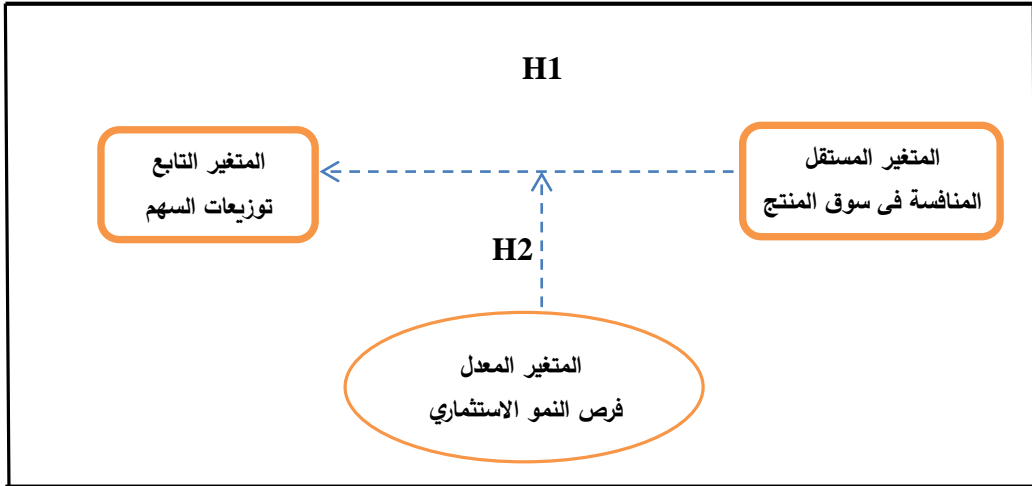
Gerardo, 2022). ووجد أيضاً (Cheng et al. (2014) أن فرص النمو تؤثر بشكل سلبي على سياسة توزيعات الأرباح، وذلك باستخدام عينة من الشركات الصينية المدرجة خلال الفترة من عام 2003م وحتى 2011م، حيث أشار إلى أن الشركات التي تتمتع بفرص نمو أكبر من المرجح أن تدفع أرباحاً أقل، وذلك للاستفادة بالموارد الذاتية في تمويل المشروعات الاستثمارية المربحة، مما يجنب الشركات نقص الاستثمار، بعبارة أخرى، تزداد توزيعات الأرباح مع انخفاض الفرص الاستثمارية المتاحة للشركات، وهو ما أكده (Kumar and Vergara-Alert (2020), Cherkasova and Kuzmin (2018)، حيث أن الزيادة في توزيعات الأرباح تختلف مع حجم ونوعية فرص الاستثمار المتاحة، ومدى الحاجة إلى التمويل الخارجي (Hasibul et al, 2021).

وفي دراسة أخرى لـ(عمار، 2023م) تبين أن الفرص الاستثمارية تؤثر بشكل سلبي وهام على درجة استقرار توزيعات الأرباح، حيث اعتمد الباحث على اختبار عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2012م وحتى 2021م. كما أوصى الباحث باتخاذ قرارات توزيعات الأرباح بما يلائم تفضيلات المستثمرين والقدرة الاستثمارية للشركات.

وفي نفس السياق، أشارت نتائج دراسة (Mirkhalili and Mahmoudabadi, 2018) إلى أن الشركات تميل إلى استغلال المشروعات المربحة من خلال توفير الموارد بأقل تكلفة، وذلك عن طريق تقليل توزيعات الأرباح. وفي المقابل، تزداد حجم توزيعات الأرباح في الشركات التي يكون لديها فرص استثمارية عالية، وبالتالي يتم تفسير الفرص الاستثمارية على أنها ذات تأثير إيجابي وهام على توزيعات الأرباح (Putra and Manuari, 2024).

وبتحليل نتائج الدراسات السابقة، لاحظ الباحث أن زيادة الإنفاق الاستثماري للشركات يخضع بشكل كبير لضغوط المنافسة في سوق المنتج (Maranjory, 2024, Ma et al, 2024, Olalere and Janine, 2023, Arianpoor, 2023, Li et al., 2020) وذلك بسبب رغبة الشركات في زيادة حصتها السوقية (Amini et al., 2024)، وتجنب نقص الاستثمار (Li, 2022)، كما يزداد الارتباط بين المنافسة في سوق المنتج وحجم الإنفاق الاستثماري خاصة مع ارتفاع حجم مبيعات الشركات (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024) وانخفاض القيود المالية التي تتعرض لها وتنوعها الجغرافي (Khadija, 2023, Abdoh and Oscar, 2018). ومن ناحية أخرى، تتأثر توزيعات الأرباح بشكل كبير باعتبارها أحد المصادر الهامة للتمويل خاصة بالنسبة للشركات التي تتمتع بفرص نمو أو مبيعات عالية وانخفاض التدفق النقدي الحر (Danila et al., 2020, Chino and Kim, 2022, Kaplan and Gerardo, 2022) أو تعاني من وجود قيود مالية (Hasibul et al., 2021, Chino and Kim, 2022)، بالإضافة إلى رغبتها في تخفيض تكلفة التمويل (Mirkhalili and Mahmoudabadi,

(2018). واستناداً لما سبق، يمكن صياغة الفرض البحثي الثاني كما يلي: "يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لفرص النمو الاستثماري على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم".
يلخص الشكل رقم (1) متغيرات البحث والفروض والعلاقات فيما بينها



شكل 1: متغيرات البحث والفروض والعلاقات فيما بينها

المصدر: من إعداد الباحث

4- الدراسة التطبيقية

4-1 نماذج ومتغيرات الدراسة التطبيقية

يعتمد الباحث في اختبار فرضي البحث على صياغة نموذجين رياضيين وهما:

النموذج الأول: (اختبار الفرض البحثي الأول)

يركز هذا النموذج على اختبار الفرض البحثي المتعلق بمدى تأثير توزيعات السهم بالمنافسة في سوق المنتج، وبناء عليه، يتضمن النموذج المنافسة في سوق المنتج كمتغير مستقل، ويتمثل المتغير التابع في توزيعات السهم. ووفقاً لذلك، اعتمد الباحث على صياغة نموذج انحدار خطي متعدد المتغيرات لاختبار الفرض البحثي الأول، وذلك على النحو التالي:

$$DP_{i,t} = \alpha + \beta_1 PMC_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 \text{Industry fixed effect} + \beta_7 \text{Year fixed effect} + \varepsilon_{it} \quad \text{Model 1}$$

حيث أن:

$DP_{i,t}$: يعكس نصيب السهم العادى من توزيعات الأرباح للشركة (i) فى نهاية الفترة (t) (متغير تابع)، ووفقاً للعديد من الدراسات السابقة (Umar, 2023, Trinh et al., 2022, Hasibul et al., 2021, Gehan and Abdelmohsen, 2019, Mirkhalili and Mahmoudabadi, 2018) يتم حسابه من خلال قسمة الأرباح الموزعة على متوسط عدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.

$PMC_{i,t-1}$: يعكس المنافسة فى سوق المنتج للشركة (i) فى نهاية الفترة (t-1) (متغير مستقل)، واعتمد الباحث فى قياسه على مؤشر هيرفندال-هيرشمان (The Herfindahl-Hirschman Index) الذي يستند إلى قيمة الحصة السوقية (التركز الصناعى)، وتم قياسه بواسطة مجموع مربع قيمة مبيعات الشركة مقسوماً على إجمالي قيمة مبيعات الشركات فى نفس الصناعة، ويتم حسابه وفقاً للمعادلة التالية (Ma et al., 2024, Ebrahimi and Reyhanzade, 2024, Xue and Lu, 2024, Arianpoor, 2023, Kang and Kim, 2021, Ebrahimia et al., 2020)، حامد، 2022م:

$$\text{Herfindahl - Hirschman Index} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_i}{S} \right)^2$$

حيث: S_i هو إيرادات المبيعات للشركة i ، S هو إجمالي إيرادات المبيعات لشركات الصناعة التي تعمل فيها الشركة i ، n هو عدد الشركات في الصناعة.

$F\text{SIZE}_{i,t}$: يعكس حجم الشركة (i) فى نهاية الفترة (t) (متغير رقابى)، وتم قياسه بواسطة اللوغاريتم الطبيعي (Ln) لإجمالي أصول الشركة فى نهاية العام (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024, Phuong, 2022, Hasibul et al., 2021, Gehan and Abdelmohsen, 2018, Mirkhalili and Mahmoudabadi, 2019)، حامد، 2022م).

$OCF_{i,t}$: يعكس صافى التدفق النقدي التشغيلي للشركة (i) فى نهاية الفترة (t) (متغير رقابى)، وتم قياسه بواسطة اللوغاريتم الطبيعي (Log) لصافى التدفق النقدي التشغيلي للشركة فى نهاية العام (e.g., Hasibul et al., 2021, Mirkhalili and Mahmoudabadi, 2018).

$BVA_{i,t}$: يعكس القيمة الدفترية للسهم العادى للشركة (i) فى نهاية الفترة (t) (متغير رقابى)، ويقاس من خلال صافى الأصول مقسوماً على متوسط عدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.

$ROA_{i,t}$: يعكس معدل العائد على إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t) (متغير رقابي)، وتم قياسه بواسطة قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول في نهاية العام (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024, Phuong, 2022, Hasibul et al., 2021).

ε_{it} : يعكس الخطأ العشوائي للمتغير التابع.

النموذج الثاني: (اختبار الفرض البحثي الثاني)

يركز هذا النموذج على اختبار الفرض البحثي المتعلق بمدى تأثير توزيعات السهم بالمنافسة في سوق المنتج في وجود فرص النمو الاستثماري، وبناء عليه، يتضمن النموذج المنافسة في سوق المنتج كمتغير مستقل، ويتمثل المتغير التابع في توزيعات أرباح السهم، وفرص النمو الاستثماري كمتغير معدل، ووفقاً لذلك، اعتمد الباحث على صياغة نموذج انحدار خطي متعدد المتغيرات لاختبار الفرض البحثي الثاني، وذلك على النحو التالي:

$$DP_{i,t} = \alpha + \beta_1 INV_CAP_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 \text{Industry fixed effect} + \beta_7 \text{Year fixed effect} + \varepsilon_{it} \quad \text{Model 2/1}$$

$$DP_{i,t} = \alpha + \beta_1 PMC_{i,t-1} + \beta_2 INV_CAP_{i,t-1} + \beta_3 PMC_{i,t-1} * INV_CAP_{i,t-1} + \beta_4 FSIZE_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 BVA_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 \text{Industry fixed effect} + \beta_9 \text{Year fixed effect} + \varepsilon_{it} \quad \text{Model 2/2}$$

حيث أن، $INV_CAP_{i,t-1}$: يعكس فرص النمو الاستثماري للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1)، وقد اعتمد الباحث في قياسه على قسمة القيمة السوقية لإجمالي الأصول على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Ma et al, 2024, Pramanaswari, 2024, Phuong, 2022, Danila et al, 2020, Cheng et al, 2014، عمار، 2023م)، حيث تتمتع الشركات بفرص النمو الاستثماري عندما تزيد القيمة السوقية عن القيمة الدفترية.

$PMC_{i,t-1} * INV_CAP_{i,t-1}$: يعكس المنافسة في سوق المنتج معدلاً بفرص النمو الاستثماري للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1)، ويتم حسابه عن طريق المنافسة في سوق المنتج مضروباً في فرص النمو الاستثماري في نهاية العام.

4-2 عينة الدراسة التطبيقية ومصادر جمع البيانات

تحقيقاً لهدف البحث، تم اختيار عينة من الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2014م وحتى 2022م تتكون من 66 شركة بإجمالي 594 مشاهدة، وقد روعي في اختبار شركات العينة توافر القوائم المالية والمعلومات الكافية لها خلال سنوات الدراسة، كما تم استبعاد

البنوك والشركات التى تنتمى إلى قطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك، وكذلك شركات القطاع العام والتي لا تخضع أسهماها للتداول فى بورصة الأوراق المالية المصرية، ويوضح الجدول رقم (1) عدد الشركات المستخدمة فى الدراسة التطبيقية والقطاعات التى تنتمى لها:

جدول 1: يوضح عدد الشركات المستخدمة فى الدراسة التطبيقية والقطاعات التى تنتمى لها

النسبة %	عدد الشركات	القطاع
21.3%	14	العقارات
15.3%	10	التشييد ومواد البناء
3.2%	2	تكنولوجيا
6.4%	4	اتصالات
9.2%	6	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
13.7%	9	سياحة وترفيه
3.2%	2	منتجات منزلية وشخصية
3.2%	2	موارد أساسية
19.6%	12	أغذية ومشروبات
6.4%	4	أدوية
1.6%	1	غاز وبتترول
100%	66	الإجمالى
	594	إجمالى عدد المشاهدات

واعتمد الباحث فى سبيل الحصول على كافة البيانات اللازمة لإجراء التحليل الإحصائي لاختبار فرضى البحث الحالى على تقرير مجلس الإدارة والقوائم المالية لشركات عينة الدراسة التطبيقية، بالإضافة إلى المواقع الالكترونية مثل مباشر للبورصة المصرية (www.mubasher.com).

4-3 الاختبارات الإحصائية المستخدمة فى الدراسة التطبيقية

- تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية لتحليل بيانات الدراسة التطبيقية واختبار فرضى البحث وهى:
- الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive Statics، والتي تمثلت فى المتوسط الحسابى، الوسط الحسابى والانحراف المعياري لجميع متغيرات الدراسة التطبيقية لقياس مدى التشتت بالنسبة لكل متغير عن وسطه الحسابى.
 - معامل ارتباط بيرسون Pearson's Correlation Coefficient لتحديد نوع وقوة علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة التطبيقية.

- أسلوب تحليل الانحدار الخطى المتعدد Multiple Linear Regression Analysis باستخدام طريقة المربعات الصغرى Ordinary Least Square لاختبار فرضى البحث وتحديد اتجاه وقوة العلاقة بين المتغير التابع (توزيعات السهم) والمتغير المستقل والمعدل (المنافسة في سوق المنتج، فرص النمو الاستثماري)، والعديد من المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، القيمة الدفترية للسهم العادي، صافي التدفق النقدي التشغيلي، معدل العائد على إجمالي الأصول ونوع الصناعة.
- اختبار معامل تضخم التباين Multicollinearity Test للتأكد من عدم وجود ازدواج أو تعدد خطى بين متغيرات الدراسة التطبيقية.
- اختبار T.Test لتحديد تأثير المنافسة في سوق المنتج على فروق المتوسطات الحسابية لتوزيعات السهم.
- اختبار F.Test لاختبار معنوية وجودة نموذج الانحدار.

4.4 اختبار اعتدالية توزيع بيانات الدراسة التطبيقية

تم حساب معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لمتغيرات الدراسة التطبيقية عن طريق اختبار Multicollinearity Test، وذلك للتأكد من عدم وجود ازدواج أو تعدد خطى بين متغيرات الدراسة التطبيقية، ويمكن توضيح النتائج من خلال الجدول رقم (2):

جدول 2: معامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات الدراسة التطبيقية

المتغير التابع = توزيعات السهم ($DP_{i,t}$)						المتغيرات المستقلة والرقابية	
2/2		2/1		1			
To	VIF	To	VIF	To	VIF		
0.566	1.767			0.686	1.458	$PMC_{i,t-1}$	المنافسة في سوق المنتج
0.735	1.360	0.964	1.037			$INV_CAP_{i,t-1}$	فرص النمو الاستثماري
0.960	1.042					$PMC_{i,t-1}^*$ $INV_CAP_{i,t-1}$	المنافسة في سوق المنتج معدلاً بفرص النمو الاستثماري
0.590	1.696	0.909	1.100	0.677	1.478	$FSIZE_{i,t}$	حجم الشركة
0.797	1.255	0.813	1.230	0.811	1.233	$OCF_{i,t}$	صافي التدفق النقدي التشغيلي
0.992	1.008	0.986	1.014	0.998	1.002	$BVA_{i,t}$	القيمة الدفترية للسهم العادي
0.848	1.179	0.871	1.148	0.882	1.133	$ROA_{i,t}$	معدل العائد على إجمالي الأصول

يتضح من الجدول رقم (2) أن قيمة (VIF) أقل من 10 وتقترب من الصفر، لذا فإنه يمكن القول بعدم وجود ازدواج خطي بين متغيرات الدراسة التطبيقية.

4-5 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية

تم إجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول (3):

جدول 3: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية

N	Std. Dev.	Median	Mean	Max	Min	المتغيرات
أ. المتغير التابع						
594	0.405	0.048	0.258	1.965	0.000	$DP_{i,t}$
ب. المتغيرات المستقلة والمعدلة						
594	0.219	0.049	0.141	0.957	0.003	$PMC_{i,t-1}$
594	0.524	0.746	0.822	1.499	0.002	$INV_CAP_{i,t-1}$
594	0.213	0.024	0.113	1.391	0.001	$PMC_{i,t-1} * INV_CAP_{i,t-1}$
ج. المتغيرات الرقابية						
594	1.977	21.149	21.013	25.402	13.728	$FSIZE_{i,t}$
594	6.801	1.773	1.661	9.755	1.558	$OCF_{i,t}$
594	9.501	6.769	10.037	31.768	0.011	$BVA_{i,t}$
594	0.055	0.032	0.062	0.213	0.002	$ROA_{i,t}$

وفقاً للجدول رقم (3)، يمكن إبراز أهم نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية كما يلي:

(أ) الإحصاء الوصفي للمتغير التابع

- تراوحت أقل قيمة وأعلى قيمة لنصيب السهم العادى من توزيعات الأرباح " $DP_{i,t}$ " (0.0، 1.965) على الترتيب، وبمتوسط حسابى قدره (0.258) وبانحراف معيارى قدره (0.405)، كما بلغ الوسيط (0.048) وهو أقل من المتوسط الحسابى، بالتالى فإن أغلب مشاهدات عينة الدراسة تكون أقل من المتوسط الحسابى، مما يعنى انخفاض قيمة توزيعات الأرباح فى غالبية الشركات التى تنتمى لعينة الدراسة، وقد يرجع ذلك لعدة أسباب من أهمها تضمين فترة العينة أحداث جائحة كورونا.

(ب) الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستقلة والمعدلة

- بلغت أقل نسبة للحصة السوقية وفقاً لمؤشر هيرفندال-هيرشمان كمقياساً للمنافسة فى سوق المنتج $PMC_{i,t-1}$ 0.3 %، فى حين بلغت أعلى نسبة للحصة السوقية 95.7 %، وبمتوسط حسابى قدره 14.1 % . كما بلغ الوسيط (0.049) وهو أقل من المتوسط الحسابى، بالتالى فإن الحصة السوقية لأغلب شركات عينة الدراسة تكون أقل من 14.1 % . كما بلغ متوسط فرص النمو الاستثمارى $INV_CAP_{i,t-1}$ (822)، مما يعنى أن 82.2 % من شركات عينة الدراسة لديها درجة حساسية عالية للاستثمار، وبانحراف معيارى قدره (0.524)، وهو يعكس تركيز شركات عينة الدراسة حول المتوسط الحسابى، كذلك بلغ متوسط المنافسة فى سوق المنتج معدلاً بفرص النمو الاستثمارى $PMC_{i,t-1} * INV_CAP_{i,t-1}$ (0.113)، وبانحراف معيارى قدره (0.213).

(ج) الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية

- تراوح حجم الشركة $FSIZE_{it}$ مقياساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالى الأصول (Ln) بين أقل وأعلى قيمة (13.728، 25.402) على التوالى، وبمتوسط حسابى قدره (21.013) وبانحراف معيارى قدره (1.977). ويدل صغر الانحراف المعيارى عن المتوسط الحسابى على تركيز حجم شركات العينة حول المتوسط الحسابى. كما بلغ الوسيط (21.149) وهو أعلى من المتوسط الحسابى، بالتالى فإن أغلب عينة الدراسة تكون من الشركات كبيرة الحجم. كما بلغ متوسط صافى التدفق النقدى التشغيلي للشركات $OCF_{i,t}$ مقياساً باللوغاريتم الطبيعي (Log) (1.661)، وبانحراف معيارى قدره (6.801). كذلك بلغت أقل وأعلى قيمة دفترية للسهم العادى $BVA_{i,t}$ (0.011، 31.768) وبمتوسط حسابى قدره (10.037) وبانحراف معيارى قدره (9.501)، مما يعكس تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابى. وأخيراً، بلغ متوسط معدل العائد على الأصول $ROA_{i,t}$ لشركات عينة الدراسة 6.2 % وبانحراف معيارى قدره (0.055)، ويدل صغر الانحراف المعيارى على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابى.

4-6 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة التطبيقية

تم عمل اختبار بيرسون لقياس مستوى العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج، فرص النمو الاستثمارى وتوزيعات السهم، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (4):

جدول 4: لتحديد معاملات الارتباط بين المنافسة في سوق المنتج، فرص النمو الاستثماري

وتوزيعات السهم

ROA _{i,t}	OCF _{i,t}	S_BVA _{i,t}	FSIZE _{i,t}	PMC _{i,t-1} * INV_CAP _{i,t-1}	INV_CAP _{i,t}	PMC _{i,t-1}	DP _{i,t}	المتغيرات
							1	DP _{i,t}
						1	0.217*** 0.000	PMC _{i,t-1}
					1	0.029** 0.047	-0.053** 0.016	INV_CAP _{i,t-1}
				1	0.207*** 0.000	0.241*** 0.000	-0.188*** 0.000	PMC _{i,t-1} * INV_CAP _{i,t-1}
				0.229*** 0.000	0.145*** 0.002	0.287*** 0.000	0.408*** 0.000	FSIZE _{i,t}
		1	0.024 0.574	0.022 0.587	0.049 0.295	0.005 0.895	0.027 0.550	S_BVA _{i,t}
	1	-0.001 0.979	0.231*** 0.000	0.283*** 0.000	0.051 0.275	0.164*** 0.000	0.460*** 0.000	OCF _{i,t}
1	0.365*** 0.000	0.023 0.585	-0.117*** 0.005	0.240*** 0.000	0.221*** 0.000	0.005** 0.026	0.155*** 0.000	ROA _{i,t}
*** دالة عند مستوى معنوية أقل من 1 %، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من 5 %، * دالة عند مستوى معنوية أقل من 10 %.								

يتضح من الجدول رقم (4) قوة الارتباط بين متغيرات الدراسة التطبيقية، وكانت نتائج الارتباط على النحو التالي:

- توجد علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.217) بمستوى معنوية أقل من 0.01. مما يعني زيادة توزيعات الأرباح بالنسبة للشركات التي لديها قوة تنافسية سوقية عالية، وهو ما أكده (Ho et al., 2024, Pham et al., 2021, Grullon et al., 2019).

- توجد علاقة ارتباط سلبية معنوية بين فرص النمو الاستثماري وتوزيعات السهم (-0.053) بمستوى معنوية أقل من 0.05، وهي تتفق مع (Kumar and Vergara-Alert, 2020, Cherkasova and Kuzmin, 2018)، علاوة على ذلك، توجد علاقة ارتباط سلبية معنوية بين المنافسة في سوق المنتج معدلاً بفرص النمو الاستثماري وتوزيعات السهم عند مستوى معنوية أقل من 0.01. وهو ما يؤكد على

أن الزيادة في توزيعات الأرباح الشركات تختلف حسب مستويات فرص الاستثمار المتاحة وحجم التمويل الخارجي اللازم، فكلما كانت لدى الشركات فرص استثمارية قليلة، تزداد توزيعات الأرباح والعكس صحيح (Hasibul et al., 2021, Kumar and Vergara-Alert, 2020, Cherkasova and Kuzmin, 2018).

- توجد علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين المنافسة فى سوق المنتج وفرص النمو الاستثمارى، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.029) بمستوى معنوية أقل من 0.05. مما يعنى أن الشركات التى تتمتع بقوة تنافسية عالية تولي اهتماماً أكبر باستغلال فرص الاستثمار المتاحة، وهو ما أكده (Ma et al., 2024).

- كما توجد علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين المنافسة فى سوق المنتج وكلاً من حجم الشركة وصافى التدفق النقدى التشغيلى عند مستوى معنوية أقل من 0.01، ومعدل العائد على إجمالى الأصول عند مستوى معنوية أقل من 0.05.

- توجد علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين توزيعات السهم وكلاً من حجم الشركة، صافى التدفق النقدى التشغيلى ومعدل العائد على إجمالى الأصول عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما توجد علاقة ارتباط إيجابية بين القيمة الدفترية للسهم العادى وتوزيعات السهم.

- توجد علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين فرص النمو الاستثمارى وكلاً من حجم الشركة ومعدل العائد على إجمالى الأصول عند مستوى معنوية أقل من 0.01.

4-7 تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة التطبيقية

- نتيجة اختبار الفرض البحثى الأول (H1)

لاختبار الفرض البحثى الأول، تم عمل اختبار (t) لقياس تأثير المنافسة فى سوق المنتج على فروق المتوسطات الحسابية لتوزيعات السهم، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (5):

جدول 5: نتائج اختبار (t) لقياس تأثير المنافسة فى سوق المنتج على فروق المتوسطات

الحسابية لتوزيعات السهم

F	T-test	انخفاض المنافسة فى سوق المنتج		ارتفاع المنافسة فى سوق المنتج		المتغيرات
		Lower $PMC_{i,t}^b$		Higher $PMC_{i,t}^a$		
		SD	Mean	SD	Mean	
22.319***	4.345***	0.357	0.206	0.469	0.355	$DP_{i,t}$
0.261	17.059***	1.612	2.018	1.637	2.257	$FSIZE_{i,t}$
15.859***	4.568	8.788	8.754	10.312	1.246	$BVA_{i,t}$
9.538***	4.401***	4,687	1,573	9,391	1,827	$OCF_{i,t}$
7.432***	1.182	0.051	0.048	0.058	0.054	$ROA_{i,t}$

$PMC_{i,t}^a$ وهى تشير إلى تمتع الشركات بقوة تنافسية عالية (حجم الحصة السوقية 10% فأكثر)، $PMC_{i,t}^b$ وهى تشير إلى تمتع الشركات بقوة تنافسية منخفضة (حجم الحصة السوقية أقل من 10%).

وفقاً للجدول رقم (5)، يلاحظ زيادة توزيعات السهم بالنسبة للشركات التى تتمتع بارتفاع مستوى المنافسة فى سوق المنتج بنسبة 41,9% بالمقارنة بالشركات التى ينخفض فيها مستوى المنافسة فى سوق المنتج. بعبارة أخرى، فإن تأثير قوة المنافسة فى السوق على توزيعات الأرباح يكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التى تستحوذ على حصة سوقية أكبر.

وبناءً عليه، تم عمل تحليل انحدار خطى متعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى لتحديد درجة تأثير المنافسة فى سوق المنتج كمتغير مستقل على توزيعات السهم كمتغير تابع مع وجود العديد من المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، القيمة الدفترية للسهم العادى، صافى التدفق النقدى التشغيلى، معدل العائد على إجمالى الأصول ونوع الصناعة، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (6):

جدول 6: لتحديد درجة تأثير المنافسة فى سوق المنتج على توزيعات السهم

Panel (1)						المتغيرات
N	Sig.	F-stat.	Sig.	T-stat.	β	
594	0.000***	42.722	.000***	-4.019	-5.007	CONSTANT
			.000***	4.269	2.423	$PMC_{i,t-1}$
			.000***	4.020	5.646	$FSIZE_{i,t}$
			.000***	8.942	0.090	$OCF_{i,t}$
			0.595	0.532	3.166	$BVA_{i,t}$

Panel (1)						المتغيرات
N	Sig.	F-stat.	Sig.	T-stat.	β	
			.000***	5.515	0.285	$ROA_{i,t}$
Yes						Industry Fixed Effect
Yes						Years Fixed Effect
0.553						R
0.306						R^2
0.299						Adjusted R
10 <						VIF
2.048						Durbin-Watson ^a
<p>*** دالة عند مستوى معنوية أقل من 1 %، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من 5 %، * دالة عند مستوى معنوية أقل من 10 %.</p> <p>^a اختبار دارين واتسون (Durbin-Watson test)، هو اختبار إحصائي عملي للتحقق من مدى وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين أخطاء نموذج الانحدار.</p>						

يتضح من الجدول رقم (6) أن قيمة اختبار F.test تبلغ (42.722) بمستوى معنوية أقل من 0.01، مما يؤكد على الجودة المعنوية الكلية للنموذج، وهو ما يعكس وجود تأثير معنوي للمنافسة في سوق المنتج (كمتغير مستقل)، بالإضافة إلى حجم الشركة، القيمة الدفترية للسهم العادي، صافي التدفق النقدي التشغيلي، معدل العائد على إجمالي الأصول ونوع الصناعة كمتغيرات رقابية على المتغير التابع وهو نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح، كما بلغ معامل التفسير (0.306)، مما يعني أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية يفسرون 30.6% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، كذلك بلغت Durbin-Watson (2.048). لذا يمكن القول بخلو النموذج من مشكلة وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء الإحصائية.

علاوة على ذلك، يوجد تأثير إيجابي معنوي للمنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما يوجد تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة، صافي التدفق النقدي التشغيلي ومعدل العائد على إجمالي الأصول عند مستوى معنوية أقل من 0.01. وتعكس تلك النتيجة أن المنافسة في سوق المنتج تخفف من مشاكل الوكالة وتحد من الإنفاق الانتهازي للمديرين، وذلك عن طريق التخلص من النقد الزائد، وزيادة توزيعات الأرباح. وهو ما يتفق مع نتائج بعض الدراسات السابقة (e.g., Pham et al., 2019, Grullon et al., 2020, Iqbal et al., 2020, Ali et al., 2021)، كما تتماشى تلك النتيجة مع الدور الحوكمي للمنافسة في سوق المنتج (فرضية النتيجة)، حيث تعكس النتائج زيادة توزيعات الأرباح مع ارتفاع القوة التنافسية للشركة، وهو ما يتفق مع نتائج بعض الدراسات السابقة (e.g., Ho et al., 2024, Kang and Kim, 2021, Ali et al., 2020, Kheirkhah et al., 2017, Booth and

(e., g., Pahi and Yadav, Zhou, 2015)، كما تتعارض النتائج مع نتائج بعض الدراسات السابقة (Pan, 2020). وبناءً عليه، يتم قبول الفرض البحثي الأول الذي ينص على: "يوجد تأثير معنوي للمنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم".

- نتيجة اختبار الفرض البحثي الثاني (H2)

لاختبار الفرض البحثي الثاني، تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى لتحديد درجة تأثير المنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم في وجود فرص النمو الاستثماري للشركات والعديد من المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، القيمة الدفترية للسهم العادي، صافي التدفق النقدي التشغيلي، معدل العائد على إجمالي الأصول ونوع الصناعة، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (7):

جدول 7: لتحديد درجة تأثير المنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم في وجود فرص النمو الاستثماري

Panel (2)						المتغيرات
2/2			2/1			
Sig.	T-stat.	β	Sig.	T-stat.	β	
.002***	-3.181	-4.339	.000***	-6.226	-6.993	CONSTANT
.020**	-1.275	-8.556				$PMC_{i,t-1} * INV_EFF_{i,t-1}$
.000***	4.542	2.833				$PMC_{i,t-1}$
.014**	-1.448	-2.768	.019**	-2.360	-2.401	$INV_EFF_{i,t-1}$
.001***	3.378	5.070	.000***	6.826	8.487	$FSIZE_{i,t}$
.000***	9.072	0.092	.000***	7.911	0.087	$OCF_{i,t}$
0.548	0.601	3.149	.854	0.184	2.678	$BVA_{i,t}$
.000***	5.068	0.267	.000***	4.611	0.251	$ROA_{i,t}$
Yes			Yes			Industry Fixed Effect
Yes			Yes			Years Fixed Effect
31.267***			29.713***			F-stat.
0.559			0.481			R
0.312			0.232			R ²
0.302			0.224			Adjusted R
10 <			10 <			VIF
2.018			2.108			Durbin-Watson ^a

*** دالة عند مستوى معنوية أقل من 1 %، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من 5 %، * دالة عند مستوى معنوية أقل من 10 %.

^a اختبار دارين واتسون (Durbin-Watson test)، هو اختبار إحصائي معلمي للتحقق من مدى وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين أخطاء نموذج الانحدار.

يتضح من الجدول رقم (7) أن قيمة اختبار F.test وفقاً لـ $Mod.2/1$ بلغت (29.713) بمستوى معنوية أقل من 0.01، مما يؤكد على الجودة المعنوية الكلية للنموذج، وهو ما يعكس وجود تأثير معنوي لفرص النمو الاستثماري (كمتغير مستقل)، بالإضافة إلى حجم الشركة، القيمة الدفترية للسهم العادي، صافي

التدفق النقدي التشغيلي، معدل العائد على إجمالي الأصول ونوع الصناعة كمتغيرات رقابية على المتغير التابع وهو نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح، كما بلغ معامل التفسير (0.232)، مما يعني أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية يفسرون 23.2% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، كذلك بلغت *Durbin-Watson* (2.108). لذا يمكن القول بخلو النموذج من مشكلة وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء الإحصائية.

علاوة على ذلك، يوجد تأثير سلبي معنوي لفرص النمو الاستثماري على توزيعات السهم عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وبعبارة أخرى، كلما ارتفع حجم الاستثمار تتخفف توزيعات الأرباح، هو ما يتفق مع نتيجة دراسة (Danila et al., 2020, Mirkhalili and Mahmoudabadi, 2018, Cheng et al., 2014). وبما يتفق أيضاً مع نظرية الأرباح المتبقية (Umar, 2023).

ووفقاً لـ *Mod.2/2*، بلغت قيمة اختبار *F.test* (31.267) بمستوى معنوية أقل من 0.01، مما يؤكد على الجودة المعنوية الكلية للنموذج، وهو ما يعكس وجود تأثير معنوي للمنافسة في سوق المنتج، فرص النمو الاستثماري والمنافسة في سوق المنتج معدلاً بفرص النمو الاستثماري (كمتغيرات مستقلة) بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية على المتغير التابع وهو نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح. كما بلغ معامل التفسير (0.312)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية يفسرون 31.2% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع. كما بلغت *Durbin-Watson* (2.018). لذا يمكن القول بخلو النموذج من مشكلة وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء الإحصائية.

كذلك يوجد تأثير سلبي معنوي للمنافسة في سوق المنتج معدلاً بفرص النمو الاستثماري على توزيعات السهم عند مستوى معنوية أقل من 0.05، مما يعكس انخفاض توزيعات الأرباح مع زيادة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، ويمكن إرجاع تلك النتيجة لعدة أسباب أهمها، أن زيادة توزيعات الأرباح في ظل ارتفاع مستوى المنافسة السوقية تكون مرهونة بحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، وهو ما يتفق مع نظرية التعاقد، بالإضافة إلى الرغبة الشديدة لدى الشركات لتعزيز حجم الاستثمارات بغرض الاستحواذ على المزيد من حصة السوق (Ma et al., 2024, Olalere and Janine, 2023)، وذلك باعتبار أن الاستثمار ركيزة أساسية لتعزيز أداء الشركات (Olalere and Janine, 2023)، علاوة عليه، توجد ضغوط كبيرة على المديرين لزيادة حجم الاستثمارات للحفاظ على وضع تنافسي قوي (Li et al., 2020)، وتلك الأسباب تدفع الشركات إلى الاحتفاظ بقدر ضئيل من النقدية وتفضيل الاحتفاظ بالأرباح في شكل استثمارات بدلاً من توزيعها على المساهمين. وبناءً عليه، **يمكن قبول الفرض البحثي الثاني الذي ينص على:** "يوجد تأثير معنوي لفرص النمو الاستثماري على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتج وتوزيعات السهم".

4-8 اختبار المتانة Robustness Checks

تناولت العديد من الدراسات السابقة مؤشر ليرنر* Lerner's index كمقياساً بديلاً للمنافسة في سوق المنتج (Ebrahimi and Reyhanzade, 2024)، وفي هذا الصدد، استخدم الباحث هذا المؤشر لتحديد مدى قوة ومتانة النتائج التي توصل لها البحث الحالي، حيث تبين من نتائج تحليل الانحدار الخطي الموضحة بالجدول رقم (8) أن المنافسة في سوق المنتج مقياساً بمؤشر Lerner's index لها تأثيراً إيجابياً على توزيعات السهم عند مستوى معنوية أقل من 0.05، في حين يؤثر التفاعل بين المنافسة في سوق المنتج وفرص النمو الاستثماري ($PMC_{i,t-1} * INV_EFF_{i,t-1}$) سلبياً وبشكل كبير على توزيعات السهم عند مستوى أقل من 0.1، وهذا يشير إلى أن الزيادة في فرص النمو الاستثماري تعدل التأثير الإيجابي للمنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم. وهذه النتائج تعزز النتائج التي توصل لها البحث في الجدولين رقم (6)، (7).

جدول 8: لتحديد درجة تأثير المنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم في وجود فرص النمو الاستثماري

Panel (2)			Panel (1)			المتغيرات
Sig.	T-stat.	B	Sig.	T-stat.	B	
0.031**	-2.157	-0.350	0.044**	-2.018	-0.324	CONSTANT
0.077*	-1.775	-4.598				$PMC_{i,t-1} * INV_EFF_{i,t-1}$
0.021**	1.240	5.062	0.074**	.325	1.143	$PMC_{i,t-1}$
0.010**	-2.601	-0.076				$INV_EFF_{i,t-1}$
0.333	0.970	0.008	0.216	1.238	0.009	$FSIZE_{i,t}$
0.096*	1.666	3.301	0.133	1.505	2.992	$OCF_{i,t}$
0.000***	14.324	0.022	.000***	14.590	0.021	$BVA_{i,t}$
0.000***	8.924	2.339	.000***	9.337	2.359	$ROA_{i,t}$
Yes			Yes			Industry Fixed Effect
Yes			Yes			Years Fixed Effect
49.745***			67.365***			F-stat.
0.614			0.607			R
0.377			0.369			R ²
0.370			0.363			Adjusted R
10 <			10 <			VIF
1.934			1.940			Durbin-Watson ^a

*** دالة عند مستوى معنوية أقل من 1 %، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من 5 %، * دالة عند مستوى معنوية أقل من 10 %.

* تم حساب مؤشر ليرنر وفقاً للمعادلة الرياضية التالية:

$$LI = (\text{Sales} - \text{COGS} - \text{SG\&A}) / \text{Sales}$$

حيث أن Sales هي إيرادات المبيعات، COGS هي تكلفة البضائع المباعة، SG&A هي المصروفات العامة والإدارية.

4-9 تحليل نتائج إضافية

تساعد المرونة المالية في تحقيق التوازن بين النمو الاستثماري وتجنب الإفراط الاستثماري، وفي سبيل ذلك، يسعى الباحث إلى القيام بمزيد من التحليلات الإضافية عن طريق قياس الأثر التفاعلي للمرونة المالية مع كلاً من فرص النمو الاستثماري والمنافسة في سوق المنتج على توزيعات السهم، وتستند تلك التحليلات على فرضية هامة مفادها أن الشركات ستُحرم من الاستثمار المربح بسبب عدم إمكانية الوصول إلى رأس المال الخارجي (وجود قيود مالية)، ووفقاً لذلك، يمكن للشركات من خلال المرونة المالية أن تعمل على تحسين قدرة الشركات على الاستجابة لتغيرات السوق واغتنام فرص النمو المتاحة مستقبلاً (Zhang et al, 2022)، وتجنب الضائقة المالية (Khosravi and Mohamadreza, 2017)، وتجنب نقص الاستثمار (Ploypailin et al., 2022).

وبناء عليه، تم عمل اختبار (t) لقياس تأثير مستويات المرونة المالية للشركات على فروق المتوسطات الحسابية لتوزيعات السهم، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (9):

جدول 9: نتائج اختبار (t) لقياس تأثير مستويات المرونة المالية للشركات على فروق المتوسطات

الحسابية لتوزيعات السهم

Sig.	F	Sig.	T	Std. Dev.	Mean	المستوى	المتغير المستقل
المتغير التابع = $(DP_{i,t})$							
0.000***	19.807	0.054*	1.926	0.461	0.292	$FIN_F_{i,t}^a$	$*FIN_F_{i,t}$
		0.057*	1.905	0.345	0.227	$FIN_F_{i,t}^b$	
<p>*** دالة عند مستوى معنوية أقل من 1%، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من 5%، * دالة عند مستوى معنوية أقل من 10%.</p> <p>$*FIN_F_{i,t}$: يعكس المرونة المالية وتم قياسها بواسطة قدرة الديون غير المستخدمة (1- نسبة الرافعة المالية). وذلك وفقاً لما أشارت إليه العديد من الدراسات السابقة (Arshed, 2021, Yan et al., 2020, Zhaoyang et al., 2020, Philip, 2019, Mirkhalili and Mahmoudabadi, 2018)</p> <p>$FIN_F_{i,t}^a$ وهي تشير إلى تمتع الشركات بمستوى عالي للمرونة المالية (حجم الديون غير المستخدمة 50% فأكثر)، $FIN_F_{i,t}^b$ وهي تشير إلى تمتع الشركات بمستوى منخفض للمرونة المالية (حجم الديون غير المستخدمة أقل 50%).</p>							

وفقاً للجدول رقم (9)، يلاحظ ارتفاع توزيعات السهم للشركات التي تتمتع بارتفاع مستوى المرونة المالية بنسبة 28.6% بالمقارنة بالشركات التي ينخفض فيها مستوى المرونة المالية، وهو ما يدعم نتائج التحليل الأساسي للبحث الحالي التي سبق التوصل لها. ووفقاً لذلك اعتمد الباحث على صياغة نموذج انحدار خطي متعدد المتغيرات لاختبار تأثير المنافسة في سوق المنتج وفرص النمو الاستثماري على توزيعات السهم في وجود المرونة المالية، وذلك على النحو التالي:

$$DP_{i,t} = \alpha + \beta_1 FIN_Fi_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 \text{Industry fixed effect} + \beta_7 \text{Year fixed effect} + \varepsilon_{it} \quad \text{Model 3/1}$$

$$DP_{i,t} = \alpha + \beta_1 PMC_{i,t-1} + \beta_2 INV_CAP_{i,t-1} + \beta_3 FIN_Fi_{i,t-1} + \beta_4 PMC_{i,t-1} * FIN_Fi_{i,t-1} + \beta_5 INV_CAP_{i,t-1} * FIN_Fi_{i,t-1} + \beta_6 FSIZE_{i,t} + \beta_7 OCF_{i,t} + \beta_8 BVA_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} \text{Industry fixed effect} + \beta_{11} \text{Year fixed effect} + \varepsilon_{it} \quad \text{Model 3/2}$$

وبناء عليه، تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى لتحديد درجة تأثير المنافسة في سوق المنتج وفرص النمو الاستثماري على توزيعات السهم في وجود المرونة المالية، والعديد من المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، القيمة الدفترية للسهم العادي، وصافي التدفق النقدي التشغيلي، معدل العائد على إجمالي الأصول ونوع الصناعة، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (10):

جدول 10: لتحديد درجة تأثير المنافسة في سوق المنتج وفرص النمو الاستثماري على توزيعات السهم في وجود المرونة المالية

Panel (3)						المتغيرات
Model 3/2			Model 3/1			
Sig.	T-stat.	B	Sig.	T-stat.	B	
0.000***	-4.359	-7.504	0.000***	-7.528	-1.074	CONSTANT
0.076*	0.295	1.880				PMC _{i,t-1}
0.045**	-0.746	-1.377				INV_EFF _{i,t-1}
0.012**	2.520	1.316	0.000***	4.145	1.982	FIN_Fi _{i,t-1}
0.083*	0.210	1.067				PMC _{i,t-1} *FIN_Fi _{i,t-1}
0.004***	2.899	4.779				INV_CAP _{i,t-1} *FIN_Fi _{i,t-1}
0.000***	4.408	7.481	0.000***	7.571	1.082	FSIZE _{i,t}
0.000***	8.018	0.081	0.000***	8.627	0.086	OCF _{i,t}
0.004***	2.863	2.876	0.001***	3.414	3.426	BVA _{i,t}
0.000***	5.397	0.275	0.000***	5.108	0.259	ROA _{i,t}
Yes			Yes			Industry Fixed Effect
Yes			Yes			Years Fixed Effect
29.478***			47.982***			F-stat.
0.593			0.572			R
0.351			0.327			R ²
0.339			0.320			Adjusted R
10 <			10 <			VIF
2.121			2.133			Durbin-Watson ^a
*** دالة عند مستوي معنوية أقل من 1 %، ** دالة عند مستوي معنوية أقل من 5 %، * دالة عند مستوي معنوية أقل من 10 %.						

يتضح من الجدول رقم (10) أن قيمة اختبار F.test وفقاً لـ **Model (3/1)** بلغت (47.982) بمستوى معنوية أقل من 0.01، مما يؤكد على الجودة المعنوية للكلية للنموذج، وهو ما يعكس وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة والرقابية على المتغير التابع وهو نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح، كما بلغ معامل التفسير (0.327)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية يفسرون 32.7% من التغيرات التي

تحدث فى المتغير التابع، كذلك بلغت *Durbin-Watson* (2.133). لذا يمكن القول بخلو النموذج من مشكلة وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء الإحصائية.

علاوة على ذلك، يوجد تأثير إيجابى معنوى للمرونة المالية للشركات على توزيعات السهم عند مستوى معنوية أقل من 0.01. وتشير تلك النتيجة إلى أن انخفاض توزيعات الأرباح فى ظل الاعتماد بشكل كبير على الديون، كما تتماشى مع نظرية الإشارة التي تشير إلى أن دفع الأرباح هو إشارة إلى المتانة المالية للشركة. وبالتالي، يمكن القول بأن المرونة المالية تسهم فى التخفيف من فرط الإنفاق الانتهازي للمديرين، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Linden et al., 2022, Muljanto et al., 2022, Hasibul et al., 2021).

بالإضافة إلى ذلك، وفقاً لـ *Model (3/2)* يوجد تأثير إيجابى معنوى لكلاً من المنافسة فى سوق المنتج معدلاً بالمرونة المالية $PMC_{i,t-1} * FIN_F_{i,t-1}$ وفرص النمو الاستثمارى معدلاً بالمرونة المالية $INV_CAP_{i,t-1} * FIN_F_{i,t-1}$ عند مستوى معنوية أقل من (0.01، 0.1) على الترتيب، وتشير هذه النتيجة إلى أن المرونة المالية تدعم توزيعات الأرباح خاصة بالنسبة للشركات التي تتمتع بقوة تنافسية عالية وحساسية أعلى للاستثمار. ويمكن إرجاع ذلك إلى الدور الهام الذى تقوم به المرونة المالية فى تخفيف مخاطر الوكالة والقيود المالية للشركات، بالإضافة إلى سهولة الوصول إلى رأس المال الخارجى، مما يساهم فى استغلال الفرص الاستثمارية المربحة وتجنب نقص الاستثمار، وهو ما أكدته نتائج بعض الدراسات السابقة (Mahmood et al., 2022, Islam et al., 2020, Zhaoyang et al., 2020, Zolfigol and Zolfigol, 2019).

5- الخلاصة والتوصيات ومقترحات لأبحاث مستقبلية

يهدف البحث الحالى إلى قياس أثر فرص النمو الاستثمارى على العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات الأسهم، وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 66 شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2014م وحتى 2022م. وبشكل عام، قدم البحث أدلة عملية على أن قوة المنافسة السوقية للشركات تشكل بديلاً للحوكمة الخارجية، حيث أثبتت النتائج أن الشركات ذات القوة التنافسية العالية من المرجح أن تدفع أرباح أعلى للمساهمين بغرض التخفيف من مشاكل الوكالة المحتملة والمرتبطة بارتفاع التدفق النقدي الحر أو الإفراط في الاستثمار والعكس صحيح.

وفى المقابل، أثبتت النتائج أن حجم النمو الاستثمارى يمكن أن يفسر الاختلافات فى سياسة توزيعات الأرباح بين الشركات، وقد اتضح ذلك من وجود علاقة سلبية بين المنافسة فى سوق المنتج وحجم توزيعات الأرباح فى ظل ارتفاع حجم النمو الاستثمارى للشركات، وهو ما يعكس أن الشركات ذات القوة التنافسية

الأعلى تكون لديها حساسية أعلى للاستثمار وحافز ورغبة كبيرة فى زيادة حصتها السوقية وتعزيز قدرتها التنافسية، وهو ما ينعكس على انخفاض توزيعات الأرباح بها. مما يشير إلى أن حجم وجودة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات يمكن أن يشكل عامل هام ومؤثر فى طبيعة العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات الأسهم.

علاوة على ذلك، أكدت نتائج التحليل الإضافى على أهمية المرونة المالية فى دعم سياسة توزيعات الأرباح، وهو ما اتضح من خلال ارتفاع توزيعات السهم بالنسبة للشركات التى تتمتع مرونة مالية عالية بالمقارنة بالشركات الأخرى. بالإضافة إلى تحقيق فهم أفضل لمديري الشركات لأهمية الحفاظ على مستوى ملائم للمرونة المالية لتعزيز قدرتها الاستثمارية.

وبناءً على نتائج البحث الحالى، ينبغي على إدارة الشركات أن تعطي الأولوية للمبادرات الرامية إلى تعزيز الانفتاح الصناعى وتكثيف المنافسة فى السوق وذلك لإعطاء الفرصة ل تحسن القدرة الاستثمارية للشركات واستغلال فرص الاستثمار المتاحة باعتبارها عامل هام فى تعزيز موقفها التنافسى، وفى الوقت نفسه، يتعين تصميم وتنفيذ سياسات توزيعات الأرباح بما يلائم مستوى القدرة التنافسية للشركات وحجم الفرص الاستثمارية المتاحة فى السوق، وبما لا يتعارض مع تعظيم ثروة المساهمين فى الأجل الطويل، فقد تخفى توزيعات الأرباح فى كثير من الأحيان نقاط الضعف المحتملة. يضاف لذلك، ضرورة اهتمام إدارة الشركات بالتدابير اللازمة لتعزيز المرونة المالية لعدم تعريض عوائد المستثمرين للخطر وتجنب نقص الاستثمار أو حدوث استثمار مفرط، خاصة للشركات التى تميل إلى الاحتفاظ بال نقدية لأسباب احترازية. علاوة على ذلك، يتعين على صناع السياسات والجهات التنظيمية التركيز على تنفيذ سياسات حوكمة يكون من شأنها أن تعزز دور المنافسة السوقية فى التخفيف من تكاليف الوكالة، وذلك عن طريق تحرير السوق وإصدار قوانين أو لوائح جديدة مثل إلغاء القيود التنظيمية وقوانين مكافحة الاحتكار، لتحفيز المنافسة فى السوق.

وقد اقتصر البحث الحالى على قياس أثر فرص النمو الاستثمارى على العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات الأسهم وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية، وبالتالي لا يمكن تعميم النتائج التى توصل إليها البحث، مما يسمح بإعادة اختبار فرضى البحث على البنوك والشركات التى تنتمى إلى قطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك. كذلك لم يأخذ الباحث فى الحسبان تأثير العوامل المرتبطة بالاقتصاد الكلى مثل التضخم، عدم التأكد الاقتصادى، المخاطر الجيوسياسية، تكاليف التمويل الخارجى وحجم القيود المالية بالنسبة للشركات، بالإضافة إلى العوامل المتعلقة ببيئة المعلومات مثل جودة الإفصاح المحاسبى وجودة الأرباح، مما يفتح المجال للأبحاث المستقبلية بحيث تتناول تأثير تلك العوامل على العلاقة بين المنافسة فى سوق المنتج وتوزيعات الأرباح.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

حامد، عبد الباسط عبد الرحمن (2022م)، أثر المنافسة في سوق المنتج والقوة السوقية للشركات على إدارة الأرباح: دراسة إمبريقية في الشركات المساهمة المصرية، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مجلد44، عدد2، ص ص 91-118.

عمار، محمد رزق عبد الغفار (2023م)، التأثير المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين الفرص الاستثمارية واستقرار توزيعات الأرباح لمنشآت الأعمال المصرية، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، المجلد 12، العدد 2، ص ص 159-195.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abdoh, H.& Oscar, V. (2018). Product market competition, cash flow and corporate investments, *Managerial Finance*, Vol.44, pp.207-21.

Abdoh, H. and Oscar, V. (2017). Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 43, pp.5-13.

Ali, S., Jabeen, M., Obaid, Z. and Zaib, S. (2020). Relationship between Product Market Competition and Payout Policy of Pakistani Firms, *FWU Journal of Social Sciences*, Vol.14, No.2, pp.190-207.

Amini, S., Kumar, R. and Shome, D. (2024). Product market competition and corporate investment: an empirical analysis, *International Review of Economics & Finance* Vol.94, pp.23-44.

Anggraini, S., Suranta, E. and Midiastuty, P. (2024). The Effect of Earnings Management on Dividend Policy: Concentrated Ownership and Audit Committee Expertise as Moderating Variables, *Ilomata International Journal of Tax & Accounting*, Vol.5, No.1, pp.28-43.

Arianpoor, A. (2023). The impact of market competitiveness on investment efficiency: the role of ownership and regulatory structures, *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JIABR-11-2022-0309>

- Arshed, F. (2021). The relationship between financial flexibility and market value added: the mediation effect role of the corporate size, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 13(1), pp.52-60.
- Babajide, B., Fosu, S. and Song, Q. (2024). The impact of dividend policy on earnings management: Does climate risk matter? pp.1-54. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4834321>
- Babar, M. and Habib, A. (2021). Product market competition in accounting, finance, and corporate governance: A review of the literature, *International Review of Financial Analysis*, Vol.73, pp.1-16.
- Babar, M. and Habib, A. (2022). Product market competition and operating leverage: International evidence, *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol.33, No.3, pp.189-216.
- Booth, L. and Zhou, J. (2015). Market power and dividend policy, *Managerial Finance*, No.2, pp.145-163.
- Burks, J., Cuny, C., Gerakos, J., and Granja, J. (2018). Competition and voluntary disclosure: Evidence from deregulation in the banking industry, *Review of Accounting Studies*, Vol.23, No.4, pp.1471-1511.
- Chen, A., Kao, L. and Lu, C. (2014). Controlling ownership and firm performance in Taiwan: The role of external competition and internal governance, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 29, pp.219-238.
- Cheng, Z., Cullinan, C. and Zhang, J. (2014). Free cash flow, growth opportunities, and dividends: does cross-listing of shares matter? *The Journal of Applied Business Research*, Vol.30, No.2, pp.587-598.
- Cherkasova, V. and Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies, *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol.20(2), pp.137-164.
- Chino, A. and Kim, j. (2022). Does dividend policy affect sales growth in product markets? Evidence from the 2003 dividend tax cut, *Financial Management Association International*, Vol. 51, No.2, pp.539-571.

- Cigdem, V. (2020). Corporate payout policy in Turkey: Does market power affect the dividend payout?, *Ege Academic Review*, Vol.20, pp.1-19.
- Danila, N., Noreen, U., Azizan, N., Farid, M. and Ahmed, Z. (2020). Growth opportunities, capital structure and dividend policy in emerging market: Indonesia case study, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol.7 No.10, pp.1-8.
- Ebrahimi, A. and Reyhanzade, L. (2024). Product Market Competition and Companies' Investment, *Novel Explorations in Computational Science and Behavioral Management*, Vol.1, No.2, pp.105-116.
- Ebrahimia, S., Bahraminasab, A., Jalali, F. and Parvaneh, S. (2020). Investigating the relationship between product market competition and diversion of efficient investment using linear and nonlinear models, *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, Vol.11, No.2, pp.447-455.
- Ekanayaka, E. and Wijesinghe, M. (2021). Earnings management and dividend policy: evidence from a frontier market South Asian, *Journal of Business Insights*, Vol.1, No.1, pp.36-60.
- Elsayed, H., Omar, T. and Alsayed, M. (2024). The impact of peer firms on dividend smoothing: The moderating role of information environment and market competition: An empirical study, *Journal of Accounting & Auditing*, Vol 13, No.1, pp.31-65.
- Gehan, A. Mousa and Abdelmohsen, D. (2019). The effect of dividend payments and firm's attributes on earnings quality: empirical evidence from Egypt, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.16(1), pp.14-29.
- Grullon, G., Larkin, Y. and Michaely, R. (2019). Dividend policy and product market competition. available at SSRN: <https://ssrn.Com/abstract=972221> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.972221>

- Gupta, A., Misra, L. and Shi, Y. (2017). Product-market competitiveness and investor reaction to corporate governance failures, *International Review of Economics and Finance*, Vol.48, pp.134-147.
- Hasibul, C., Shofiqur, R. and Harikumar, S. (2021). Annual report readability, financial flexibility, and payout policy, *Business, Economics*, pp.1-57.
- He, W. (2011). Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policies in Japan, *Accounting and Finance*, Vol.52, No.3, pp.1-37.
- Ho, K., Pan, L. and Lee, S. (2024). Information Disclosure, Product Market Competition and Payout Policy, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.86, pp.1-32.
- Hussain, A. and Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: do agency problem and financing constraints matter?, *Borsa Istanbul Review*, Vol.22(5), pp.839-853.
- Iqbal, A., Zhang, X., Tauni, M.Z. and Jebran, K. (2020). Principal-principal agency conflicts, product market competition and corporate payout policy in China, *Journal of Asia Business Studies*, Vol.14, No. 3, pp. 265-279.
- Islam, R., Monirul, A. Hossain, Mohammad, S. Uddin and Dawit, T. Bahta (2020). Does financial flexibility foster investment efficiency? evidence from an emerging market, *Asian Business Review*, Vol.10(2), pp.121-136.
- Kang, E. and Kim, R. (2021). Product market competition, reputation, and dividend policy, *Applied Economics*, Vol.53, Iss.29, pp.3334-3346.
- Kao, L. and Chen, A. (2013). How product market competition affects dividend payments in a weak investor protection economy: evidence from Taiwan, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.25, pp.21-39.
- Kaplan, Z. and Gerardo, P. (2022). Investment as the opportunity cost of dividend signaling, *The Accounting Review*, Vol.97, No.3, pp.279-308.

- Khadija, S. (2023). Local product market competition and investment home bias, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol.88,
- Kheirkhah, R., Asadi, A. and Zendehtdel, A. (2017). The effect of product market on dividend policy and firms' dividends, *International Journal of Management, Accounting and Economics*, Vol.4, No.12, pp.1161-1175.
- Khosravi, H. and Mohamadreza, S. (2017). The impact of financial flexibility on short-term financial leverage of industry of pharmaceutical and chemical substances listed in the Tehran stock exchange, *Research Journal of Management Reviews*, Vol.3, No.1, pp.52-57.
- Kong, D., Mianmian, J. and Liu, L. (2024). Parent firm dividend payouts and subsidiary earnings management: Evidence from mandatory dividend policy, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.44, pp.1-22.
- Kumar, A. and Vergara-Alert, C. (2020). The effect of financial flexibility on payout policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.55, No.1, pp.263-289.
- Laksmna, I. and Ya-Wen, Y. (2015). Product market competition and corporate investment decisions, *Review of Accounting and Finance*, Vol.14, pp.128-48.
- Li, j. (2022). The Impact of Product Market Competition on Investment Efficiency from the Perspective of Life Cycle, *2022 10th International Education, Economics, Social Science, Arts, Sports and Management Engineering Conference*, pp.47-57.
- Li, S., Qianqiu, L. and James, R. (2020). Industry classification, product market competition, and firm characteristics, *Finance Research Letters*, Vol.36, pp.1-22.
- Linden, A., Othmar M. Lehner, Losbichler, H. and Martikainen, M. (2022). Dividend payout decisions under uncertainty: the ownership influence

- in the early days of the COVID-19 pandemic in Finland, *Journal of Applied Accounting Research*, pp.1-19.
- Liu, X., Chen, Z. and Yang, X. (2020). Product market competition and financial flexibility: evidence from China, *Modern Economy*, Vol.11, 1401-1420.
- Liu, C., Li, Q. and Lin, Y. (2023). Corporate transparency and firm value: Does market competition play an external governance role?, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol.19, No.1, pp.1-23.
- Liu, Q., Qu, X., Wang, D., Abbas, J. and Mubeen, R. (2022). Product market competition and firm performance: Business survival through innovation and entrepreneurial orientation amid COVID-19 financial crisis, *Frontiers in Psychology*, Vol.12, pp.1-12.
- Loncan, T. (2023). Product market competition and FDI decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.58, No.6, pp.2617-2656.
- Ma, X., Liu, H. and Wang, X. (2024). Control rights and cash dividends: A moderating effect of product market competition, *Finance Research Letters*, Vol.65, pp.22-37.
- Ma, C., Lv, H., Chang, H. and Jin, Y. (2024). Product market competition, financial flexibility, and investment- q sensitivity: evidence from the US and China, *Applied Economics*, pp.1-16.
- Mahendra, M. (2023). Dividend policy strategy: moderating the effect of financial conditions and investment opportunities on corporate profit growth, *Jurnal Manajemen Organisasi dan Industri*, Vol.2(2), pp.156-165.
- Mahmood, Y., Rashid, A. and Rizwan, M. (2022). Do corporate financial flexibility, financial sector development and regulatory environment affect corporate investment decisions?, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol.38, No.3, pp.485-508.

- Maqsood, N., Shahid, T. and Rehman, A. (2024). The impact of dividend and tax avoidance on earning management of companies, *Bulletin of Business and Economics*, Vol.13, No.1, pp.34-55.
- Maranjory, M. (2024). Environmental uncertainty and R&D investment: Moderator role of product market competition, *International Journal of Finance and Managerial Accounting*, Vol.9, No.33, pp.129-137.
- Mirkhalili, T. and Mahmoudabadi, H. (2018). The effect of financial flexibility on financial behavior of companies listed in Tehran stock exchange, *American Journal of Industrial and Business Management*, Vol.8, pp.143-155.
- Muljanto, S., Anwar, Y. and Djan, I. (2022). The relationship between dividend policy and earnings quality: the role of accounting information in Indonesia's capital market. *Economies*, Vol.10, pp.1-23.
- Nguyen, L., Linh, N. and Ha, T. (2024). Earnings management and dividend policy of listed firms in the Ho Chi Minh City stock exchange, *Journal of Economic and Banking Studies*, Vol.4, No.7, pp.64-79.
- Nam, Y. (2024). No Pain, No Gain: Global Competition Laws and Dividend Policy. Available at: <https://ssrn.com/abstract=4847084> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4847084>
- Obembe, O., Imafidon, J. and Adegboye, A. (2014). Product market competition and dividend payouts of listed non-financial firms in Nigeria, *International Journal of Economics and Finance*, Vol.6, No.11, pp.117-130.
- Olalere, O. and Janine, M. (2023). Product market competition, corporate investment, and firm value: scrutinizing the role of economic policy uncertainty, *Economies* Vol.11, No.167, pp.1-18.
- Pahi, D. and Yadav, I. (2022). Product market competition, agency cost and dividend payouts: new evidence from emerging market, *Journal of Management & Governance*, Vol.26, No.3, pp.925-956.

- Pan, L. (2020). The effects of corporate governance and product market competition on payout policy under agency problems and external financing constraints, *International Journal of Business*, Vol.25, No.2, p.111-129.
- Pham, H. , Chung, R., Bao, B. and Min, B. (2021). Corporate payout policy: does product market competition matter? Evidence from Australia, *International Journal of Managerial Finance*, Vol.17, No.2, pp.342-357.
- Phuong, D. (2022). Market competition and earnings management: evidence from Vietnam, *Journal of Science and Technology*, Vol.20, No.6, pp.90-95.
- Philip, T. Fliers (2019). What is the relation between financial flexibility and dividend smoothing?, *Journal of International Money and Finance*, Vol.92, pp.98-111.
- Ploypailin, K., Hussain, A. and Mumtaz, A. (2022). Corporate governance, firm performance and financial leverage across developed and emerging economies, *Risks*, Vol.10, pp.1-20.
- Pramanaswari, A. (2024). The influence of dividend policy, investment opportunities and profitability on company value, *International Journal of Economic Literature*, Vol.2, No.1, pp.123-132
- Putra, G.and Manuari, I. (2024). The investment opportunity and company size affecting financial performance and dividend policy, *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, Vol.16, No.1, pp.35-42.
- Robert, K. (2015). The relationship between financial flexibility and dividend payouts: a case of listed firms in Kenya, *European Journal of Business and Management*, Vol.7, No.3, pp.51-58.

- Sanusi, F., Januarsi, Y. and Purbasari, I. (2023). The discipline vs complement role of product market competition and market power: Evidence from real earnings management in an emerging market, *Cogent Business & Management, Taylor & Francis Journals*, Vol.10, No.1, pp.200-217.
- Sheikh, S. (2018). The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.44, pp.36-50.
- Shi, G., Sun, J. and Zhang, L. (2018). Product market competition and earnings management: A firm-level analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.45, No.5, pp.604-624.
- Shin, I. and Lee, H. (2022). Product market competition and a firm's R&D investment: New evidence from Korea, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.19, No.1, pp.287-299.
- Shu, S. and Peng, W. (2024). How does product market competition affect dividend smoothing? Evidence from China, *International Review of Economics & Finance*, Vol.92, pp.177-192.
- Siladjaja, M., Anwar, Y. and Djan, I. (2022). The relationship between dividend policy and earnings quality: The role of accounting information in Indonesia's capital market, *Economies*, Vol. 10, No.6, pp.1-23.
- Tang, H. and Chen, A. (2020). How do market power and industry competition influence the effect of corporate governance on earnings management?, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.78, No.3, pp.212-225.
- Thoan, T. and Thuy, V. (2024). Corporate governance in listed firms: Does market competition make a difference? *Asian Academy of Management Journal*, Vol.29, No.1, pp.171-203.

- Trinh, Q. Dat, Haddad, C. and Tran, K. Thuan (2022). Financial reporting quality and dividend policy: New evidence from an international level, *International Review of Financial Analysis*, Vol.80, No.5, pp.1-35.
- Umar, A. (2023), Dividend policy and value of listed non-financial companies in Nigeria: the moderating effect of investment opportunity, *Gusau Journal of Accounting and Finance*, Vol.4, Iss.1, pp.18-34.
- Xue, R. and Lu, J. (2024). The role of product market competition and analyst attention in modulating the link between equity pledges and classification shifting, *Frontiers in Energy Research*, pp.1-20.
- Yan, G., Qianglong, Z. and Kung-Cheng, H. (2020). Financial flexibility and managerial short-termism, *Annals of Economics and Finance*, Vol.21, No.1, pp.189-208.
- Zhang, H. (2018). Product market competition and corporate governance: Substitutes or complements: Evidence from CEO duality. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3088768>
- Zhang, X., Chang B-G and Wu, K-S (2022). COVID-19 shock, financial flexibility, and hotels' performance nexus, *Front Public Health*, Vol.10, pp.1-12.
- Zhaoyang, G., Siyu, H. and Li, G. (2020). Corporate social responsibility and firm value: The moderating effects of financial flexibility and R&D investment, *Sustainability*, Vol.12, pp.1-17.
- Zolfigol, M. and Zolfigol, M. (2019). Flexibility on financial policies of companies listed in Qom province stock exchange, *Research Journal of Management Reviews*, Vol.4, No.1, pp.10-17.