

## الأثر الوسيط لتمهيد الدخل علي العلاقة بين القيود المالية واستدامة التوزيعات

اعداد

دكتور

محمد محمود سليمان محمد  
مدرس بقسم المحاسبة – كلية التجارة  
جامعة الزقازيق

دكتور

السعيد عبدالعظیم طلبة الشرقاوي  
مدرس بقسم المحاسبة – كلية التجارة  
جامعة الزقازيق

### ملخص الدراسة:

استهدفت الدراسة اختبار الأثر الوسيط لتمهيد الدخل علي العلاقة بين القيود المالية واستدامة توزيعات الأرباح من خلال صياغة السؤالين البحثيين التاليين: هل يوجد علاقة بين القيود المالية واستدامة توزيعات الأرباح بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري؟"، "هل يوجد أثر وسيط لتمهيد الدخل علي العلاقة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"، واعتمدت الدراسة في إتمام الجانب الاختباري علي عينة ميسرة من الشركات غير المالية المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري بلغت ١٢٥ شركة موزعة علي ١٠ قطاعات اقتصادية بإجمالي مشاهدات ١٨٧٥، وتوصلت النتائج إلي وجود علاقة معنوية موجبة بين القيود المالية واستدامة توزيعات الأرباح، وتدعم هذه النتيجة نظرية الإشارة والتي تشير إلي أن الإدارة ستسعي إلي إرسال إشارات موجبة للملاك حول الوضع الحالي للحفاظ علي ثقة الملاك وتدعيم مصادر التمويل الداخلية خاصة في ظل وجود صعوبات متعلقة بالتمويل الخارجي ، بالإضافة إلي أن النتائج تشير إلي وجود أثر وسيط لتمهيد الدخل علي العلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح وهو ما يشير إلي توجه الإدارة نحو استخدام أساليب إدارة الدخل بالتمهيد للحفاظ علي ارقام دخل مستقرة تساعدها علي الاستمرار في إجراء التوزيعات اللازمة لإرسال إشارات إيجابية حول وضع الشركة .

**الكلمات الدلالية :** القيود المالية – توزيعات الأرباح – تمهيد الدخل

### **Abstract:**

The study aimed to examine the mediated effect of income smoothing on the relationship between financial restrictions and the sustainability of dividends, posing the following research questions: "Is there a relationship between financial restrictions and the sustainability of dividends in companies listed in the Egyptian stock market?", "Does income smoothing have a mediated effect on the relationship between financial constraints and the sustainability of dividends in companies listed on the Egyptian stock market?" Regarding the experimental aspect, the study draw on a sample of non-financial companies listed on the Egyptian stock market, amounting to 125 companies distributed over 10 different economic sectors with a total of 1875 observations. The results showed that there is a positive relationship between financial restrictions and the sustainability of dividends, supporting signal theory's suggestion that the management will seek to send positive signals to the shareholders about the current situation to maintain the confidence of the shareholders and strengthen the internal sources of funding, given the difficulties related to external financing. Furthermore, the results indicate that income smoothing has a mediated effect on the relationship between financial restrictions and dividends, which indicates that the management has appealing to earnings management methods in order to stabilize income figures, which helps it to afford the necessary dividends to send positive signals about the company's position.

keywords: financial constraints - dividends - income smoothing

### مقدمة ومشكلة البحث:

تقوم منشآت الأعمال بإجراء توزيعات الأرباح على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العمومية وتتم التوزيعات في شكل نقدي أو عيني ، ويعتمد رقم التوزيعات على العديد من العوامل عند تحديده لعل أهم هذه العوامل هو الاحتياجات الداخلية لهذه الموارد والفرصة الاستثمارية المتاحة والمخططة لتوسعات الحالية والمستقبلية وعوامل السوق المرتبطة بالطلب على سهم الشركة وسعره المتداول بالبورصة ومدى اقترابه/ ابتعاده عن القيمة العادلة للسهم (Flavin& O'Connor, 2017؛ Atanassov et al., 2018؛ المدبولي، ٢٠١٦؛ Singla& Samanta, 2019) .

تعد توزيعات الأرباح أحد الأدوات الهامة التي يلجأ إليها المستثمرين للحد من السلوك الانتهازي للإدارة في استخدام الفوائض النقدية غير المستغلة، فوفقاً لنظرية الوكالة فإن الطبيعة البشرية للمديرين ستؤدي بالمديرين نحو تعظيم منافعهم الذاتية (مادية – معنوية) على حساب مصلحة باقي الأطراف ذوي العلاقة من خلال استخدام تلك الفوائض في مشاريع استثمارية غير مجدية (Jensen, 1986؛ la Porta et al., 2000) .

وتدفع الدوافع الانتهازية المديرين نحو استغلال الفوائض النقدية في التوسع في بناء إمبراطوريته داخل المنشأة والتي تحقق له التشبع المعنوي من إدارة مؤسسات عملاقة بعدد كبير من الموظفين، وطاقة سكرتارية وأمن ضخم ومكاتب وثيرة وعريبات فخمة، كل ذلك وغيره لا ينعكس بأثر إيجابي على قيمة المنشأة بل من المتوقع أن تؤدي هذه السلوكيات إلى ضعف في قيمة المنشأة (Chen et al., 2012) .

وتساهم سياسات توزيع الأرباح في الحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة من خلال الضغط من الملاك بإجراء توزيعات للأرباح في صور متنوعها لعل أشهر هذه الصور هي : توزيعات الأرباح النقدية ، توزيعات الأسهم المجانية ، توزيعات الأسهم شبه المجانية .. وغيرها. وبإجراء هذه التوزيعات فإن الفوائض النقدية غير المستغلة المتاحة للإدارة تكون انخفضت بشكل كبير وبالتالي تخفيض حدة مشكلات الوكالة بالمنشأة (Atanassova & Mandell, 2018؛ He et al., 2017) .

ويقصد بالقيود المالية المعوقات التي تواجه المنشآت عند رغبته في الحصول على تمويل بسبب تعقد اشتراطات المديونية نظراً لما تعانيه المنشأة من ارتفاع شديد في مشكلات الوكالة بسبب عدم توافر المعلومات الكاملة لدى المستثمرين والدائنين عن قيمة الشركة الحقيقية، الأمر الذي قد يؤدي إلى هر فرصة استثمارية متاحة ذات صافي قيمة عالية موجبة لارتفاع تكلفة الحصول على التمويل اللازم للفرص المتاحة ( Kaplan & Zingales, 1997، Denis& Sibilkov, 2010، Gautam et al., 2014).

وأشارت دراسة Pal & Ferrando, 2010 إلى إمكانية التمييز بين أكثر من مستوي لتقييد المالي للشركات، وتتمثل هذه المستويات في : التقييد المالي المطلق ، التقييد المالي النسبي ، والشركات غير المقيدة مالياً. واعتمد بناء هذا التصنيف على الفجوات التمويلية التي تواجهه منشآت الأعمال، حيث تعتبر الشركات غير مقيدة مالياً إذا ما كانت تواجه ظروف تمويلية مواتية من الدائنين ، وهو ما يعني إمكانية زيادة نسبة الرفع المالية عند الحاجة لذلك مع عروض بتكلفة تمويل منخفضة، ويشير تصنيف الشركات المقيدة مالياً بشكل نسبي إلى تلك الشركات التي تحصل على تمويل خارجي بتكلفة أعلى قليلاً من الشركات غير المقيدة مالياً، ويشار إلى الشركات المقيدة بشكل مطلق بإنها الشركات التي يصعب عليها الحصول على التمويل الخارجي اللازم لسد الفجوة التمويلية لديها وتلجأ إلى تصفية الأصول واستخدام المدخرات في علاج هذه الفجوة .

ويعوق عملية وصول الشركات إلى سوق رأس المال مستوي عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف المختلفة وزيادة مستوي المخاطر الأخلاقية ( Stiglitz & Weiss, 1981؛ Anton & Yao, 2002) وبالتالي تلجأ الشركات إلى الموارد الداخلية إذا كانت متوفرة بالإضافة إلى توريق الديون، وفي هذه الحالة يسعى مجلس الإدارة إلى إرسال إشارات إيجابية للمستثمرين والسوق بالإعلان عن توزيعات أرباح للأسهم (Skinner & soltes, 2011؛ Miller & Rock, 2013).

ومن ناحية أخرى وعند معاناة الشركة من صعوبات في التمويل الخارجي فإن قرار توزيعات الأرباح قد لا يكون الخيار المفضل لمجلس الإدارة ، نظراً للتأثير السلبي للمدفوعات على السيولة الداخلية والتي قد تكون الشركة

في حاجة ماسة إليها في ظل صعوبات التقييد المالي التي تتعرض لها (Chen & Wang, 2012؛ Pathan et al., 2016).

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة السؤال البحثي الأول على النحو التالي :  
"هل يوجد علاقة بين القيود المالية واستخدام توزيعات الأرباح بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

تسعى منشآت الأعمال التي تعاني من قيود مالية عند رغبتها في الحصول على تمويل خارجي إلى محاولة البحث عن طرق معينة لإخفاء / أو تأجيل الاعتراف ببعض البنود المؤثرة على رقم الربح، في محاولة منها لإظهار الشركة في وضع مستقر مالياً، دون لفت الانتباه إلى عملية إدارة دخل فجأة، ولعل أهم هذه الطرق هو استراتيجية تمهيد الدخل بين الفترات المالية المختلفة لتخفيض مستوي التذبذب في رقم الربح المعلن من سنة إلى أخرى (Falavigna & Ippoliti, 2021؛ Tariverd & Keivanfar, 2017).

وفي سبيل سعي الإدارة للحفاظ على استخدام استراتيجية توزيعات الأرباح (كأحد استراتيجيات تخفيض تكاليف الوكالة بالمنشأة) فإنه قد يتولد لديها الدافع إلى اللجوء لإستراتيجية تمهيد الدخل للحفاظ على مستوي مستقر من الأرباح والتوزيعات من عام لآخر وبالتالي الحفاظ على ثقة الأطراف ذوي العلاقة في كفاءة الإدارة الحالية على الدفع بالمنشأة إلى مستويات أفضل . وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة السؤال البحثي الثاني على النحو التالي :

"هل يوجد أثر وسيط لتمهيد الدخل على العلاقة بين القيود المالية للشركات واستخدام توزيعات الأرباح بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

ويشتق من السؤال البحثي الثاني السؤالين الفرعيين التاليين :  
"هل يوجد علاقة بين القيود المالية وتمهيد الدخل بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

"هل يوجد علاقة بين تمهيد الدخل واستخدام التوزيعات بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

#### ١. أهداف البحث

في ضوء مشكلة الدراسة، فإن أهداف البحث يمكن صياغتها على النحو التالي :

- اختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح
- تحليل الأثر الوسيط لتمهيد الأرباح على العلاقة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح، ويشترك من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية :
  - اختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات وتمهيد الدخل .
  - اختبار العلاقة المباشرة بين تمهيد الدخل واستدامة توزيعات الأرباح.
  - اختبار العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح من خلال توسيط تمهيد الدخل.

### ٣. أهمية البحث

- الكشف عن دور استراتيجية تمهيد الدخل عند مواجهة الشركة قيود متعلقة بالتمويل ودورها في الحفاظ على مستويات منخفضة لتكلفة الوكالة من خلال التعرف على دورها في استدامة توزيعات الأرباح.
- إبراز دور القيود المالية وآثاره المتوقعة على المنشأة وبالتالي محاولة توعية المستثمرين بإيجابية هذا الدور في الحد من إهدار الإدارة لموارد المنشأة المتاحة وهو ما يشار إليه بالدور التأديبي للقيود المالية
- ندرة الدراسات - في حدود علم الباحث- التي اهتمت باختبار الأثر الوسيط لتمهيد الربح على العلاقة بين القيود المالية واستدامة توزيعات الأرباح خاصة بالبيئة العربية وهو ما يشكل فجوة بحثية سيحاول البحث الحالي تغطيتها بالبيئة المصرية.

### ٤. التأسيس النظري لمتغيرات الدراسة

#### ٤.١ القيود المالية

عند التطرق لمفهوم القيود المالية فيجدر الإشارة ابتداءً إلى الارتباط الوثيق بينها وبين تكلفة عملية التمويل داخليا External Financing وخارجياً Internal Financing، وبالتالي ارتباطها الوثيقة بهيكل رأس المال، وتعد عدم واقعية نظرية هيكل رأس المال التي أسس لها (Modigliani & Miller, 1958) أحد أسباب ظهور مفهوم ما يعرف بالقيود المالية ، حيث قامت افتراضات هذه النظرية على

إمكانية حصول منشآت الأعمال على احتياجاتها من مصادر التمويل الخارجي في وقت الحاجة إليه "فرضية مثالية سوق رأس المال Perfection Assumption. وتقوم فرضية مثالية سوق رأس المال على أساس غياب المعوقات التي إلى وجود اختلافات بين تكاليف التمويل الداخلية والخارجية - ما يعني عدم وجود فروق في التكلفة بين المصدرين- وبالتالي فهي تعني غياب محددات هامة تؤدي بالتبعية وجودها إلى وجود اختلافات بين مصادر التمويل لعل أهم هذه المحددات الضرائب tax بأنواعها، مخاطر عدم الوفاء بالدين والإفلاس Bankruptcy Cost تكاليف المعاملات Transaction Cost ، مشكلات الوكالة Agency problem ، عدم تماثل المعلومات Asymmetric information ( Kaplan & Zingales, 1997، Denis & Sibilkov, 2010؛ Gautam et al., 2014). وقدمت العديد من الدراسات مفهوماً نظرياً للقيود المالية، حيث عرف Lamont et al., 2001 القيود المالية بأنها المعوقات التي قد تعوق الشركة على تمويل كافة استثماراتها المرغوبة والتي قد تحول من قدرتها على الحصول على قروض أو إصدار الأسهم، وأكدت على هذا التعريف دراسات Denis & Sibilkov, 2010؛ Whited & wu, 2006؛ Denis & Sibilkov, 2010؛ (chang et al., 2013)، و عرف (Kaplan and Zingales, 1997) القيود المالية بأنها العقبات التي تقف حائلاً أمام المنشأة في الحصول على التمويلات اللازمة سواء من مصادر خارجية (في صورة قروض) أو إصدار أدوات حقوق ملكية جديدة ( في صورة إصدارات أسهم) وبالتالي احتمالية ضياع فرصة استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة على المنشأة ، بالإضافة إلى أنها أشارت إلى بعد جديدة للمفهوم النظري بتعريف القيود المالية بأنه زيادة الفرق بين تكلفة التمويل الداخلية والخارجية.

و عرف Korajczyk et al., 2003 القيود المالية بأنها تمثل ظاهرة بالشركات التي لا تملك من السيولة النقدية ما يكفي لاقتناص الفرص الاستثمارية المواتية نظراً لارتفاع تكاليف الوكالة بها مما يعوق من حركتها في أسواق رأس المال (بالديون وبالملكية)، وأشارت دراسة Gautam et al., 2014 على أن نشأت القيود المالية ترجع بشكل أساسي إلى حالة عدم تماثل المعلومات بين الأطراف ذوي العلاقة بالمنشأة مما يؤدي إلى زيادة حدة مشكلات الوكالة وبالتالي تكاليفها وعلى وجه التحديد

مشكلتي المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس، حيث تواجه الشركات ذات المستويات العالية من تكاليف وكالة زيادة مضطربة في تكاليف التمويل الخارجي كرد فعل لضعف الشفافية والإفصاح ، وبالتالي مواجهتهم صعوبات متعلقة بالتقييم الحقيقي لقدرة المنشأة علي حسن استغلال الموارد المتاحة وتعظيمها.

وفي ضوء العرض السابق يمكن الإشارة إلي أن معظم الدراسات اتفقت علي المفهوم النظري بشكل عام للقيود المالية ، وأن كان هناك بعض الاختلافات البسيطة والمتعلقة بالجانب الذي أركز عليه تعريف القيود وبالتالي فإن ارتفاع تكلفة الوكالة ، وزيادة نسبة الرفع المالي ، وانخفاض معدلات العائد علي حقوق الملكية، وصغر حجم المنشأة وحدثها ، وتحقيق نتائج مالية سلبية لفترات متكررة جميعها تعد محددات لعملية التمويل وتمثل قيود عليه (فودة، ٢٠٢٠).

#### ٢.٤ استدامة توزيعات الأرباح

تعد توزيعات الأرباح أحد الأدوات الرئيسية التي يعتمد عليها المستثمرين في تخفيض تكلفة الوكالة بالمنشأة من خلال الضغط علي الإدارة لتبني ممارسات إيجابية والتخفيض من حدة الممارسات الانتهازية التي يمكن من خلالها استغلال الفوائد النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة أو صورة إنفاق بذخي غير مضيف للقيمة (مليجي، ٢٠٢٠؛ Carcia et al., 2009؛ Habib & Hasan, 2019).

ويقصد باستدامة توزيعات الأرباح محافظة المنشأة علي إجراء توزيعات أرباح بشكل دائم كل عام وتتأخذ توزيعات الأرباح أشكال وصورة متعددة **Flavin & O'Connor**، 2017- فالتوزيعات النقدية هي حد أهم هذه الأشكال، إلا أن بعض الشركات قد تلجأ إلي صور أخرى من التوزيعات إجراء توزيعات أسهم مجانية وتوزيعات الأسهم شبه المجانية وغيرها. وبالتالي فإن رغبة المنشأة علي استدامة عملية توزيع الأرباح قد يكون بضغط من المستثمرين لتخفيف من حدة تكاليف الوكالة، مما يضع الإدارة تحت ضغوط متعلقة بقدرتها علي توفير السيولة المالية اللازمة لإجراء هذه التوزيعات، وما لذلك من أثار قد تضع علي المنشأة مشروعات استثمارية مربحة (الصاوي، ٢٠١٦؛ عفيفي، ٢٠١٤؛ Rampershad & Villiers, 2019).



ويمكن النظر إلى توزيعات الأرباح من قبل وجهتي نظر، وجهة النظر الأولى وهي المنظور الإيجابي (النظرة التفاؤلية) لعملية توزيع الأرباح حيث يعد ذلك مؤشراً عن تحسن مستوي عملياتها وارتفاع مستوي قيمتها ووجود آفاق مستقبلية واعدة وخاصة إذا كانت نسبة توزيع الأرباح الفعلية أكبر من المتوقعة، وهو مؤشر إلى حسن التصرف في الموارد المتاحة (بإجراء التوزيع) لعدم وجود مشاريع تحقق صافي قيمة حالية موجب وبالتالي تخفيض مستوي تكاليف الوكالة بتقليل الفوائض النقدية المتاحة للإدارة. أما وجهة النظر الأخرى فتتظر لتوزيعات الأرباح من منظور سلبي (تشاؤمي) حيث يعد ذلك مؤشراً لوصول المنشأة إلى مرحلة النضج وبالتالي ضعف الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الإدارة ولذلك تلجأ إلى عملية توزيع الأرباح بدل من البحث الجادة في فرص استثمارية جديدة تعزز من قيمة وقدرة المنشأة على الاستمرار والتطور (Flavin & O'Connor, 2017; Elise, 2010).

ويري Mjos, 2008 أن توزيع الأرباح يعد أحد المؤشرات الصحية عن المنشأة لأن ذلك القيد يعد دليلاً على انخفاض القيود المالية، كما أشارت دراسة Allen, 2002 إلى أن سياسة توزيع الأرباح تقدم اشارات جيدة عن تجنب المنشأة الإفراط في الاستثمار Overinvestment، حيث قد تلجأ بعض الإدارات إلى سياسة الإفراط في الاستثمار بهدف بناء إمبراطورية كبيرة تحقق الإشباع المعنوي للإدارة ومنعاً في وصول هذه التوزيعات ليد المستثمرين.

#### ٣.٤ استراتيجيات إدارة الدخل

ينظر لإدارة الدخل باعتبارها عملية تدخل متعمد في عملية التقرير المالي المصدر من قبل الإدارة للجهات الخارجية وذلك بهدف الحصول على بعض المكاسب الخاصة، وفي سبيل تحقيق ذلك تستخدم الإدارة مجموعة من السياسات المحاسبية التي تمكنها من الوصول للهدف المرسوم (Schipper, 1989; Scott, 1997).

وتعتبر الاستراتيجية في المحاسبة عن مجموعة الطرق والسياسات التي تختارها إدارة المنشأة من بين الطرق والسياسات المحاسبية المتعارف عليها، وتحقق فلسفة اختيار هذه السياسات والطرق والأهداف المرسومة من قبل الإدارة

حيث تتنوع ما بين استراتيجية تدعم تعظيم الدخل واستراتيجية تدعم تدنية الربح، واستراتيجية تدعم تمهيد الدخل (أبو سالم، ٢٠١٢).  
ويقصد باستراتيجية تعظيم الربح إظهار رقم الربح بأكبر قيمة يمكن التقرير عنها ويكون الهدف وراء ذلك هو إعطاء انطباع إيجابي عن كفاءة وفاعلية الإدارة في استغلال الموارد المتاحة لديها، ويقصد باستراتيجية تدنية الأرباح إظهار رقم الربح بأقل قيمة يمكن التقرير عنها ويكون الهدف وراء ذلك تأجيل الاعتراف بجزء من الأرباح لفترات قادمة، أو بهدف الهروب من عملية استحواذ متوقعة، أو التخلص من بعض الضغوط السياسية عليها (Flayyih & Altimemi, ٢٠١٥).  
ويقصد بتمهيد الدخل التحكم المتعمد من قبل الإدارة في رقم الربح المفصح عنه سواء بالزيادة أو النقص لتصبح في مستوي معين ثابت، وتهدف من وراء ذلك إلي تقليل مستويات التباين من فترة لأخرى، حيث تري الإدارة أن أحد معايير الحكم والتقييم لأدائها يتوقف بشكل رئيسي علي مدي استقرار رقم الربح (البحيري، ٢٠٢٠).  
ويمكن تفسير دوافع الإدارة لتبني استراتيجية تمهيد الدخل في ضوء مدخلين رئيسيين هما (LI & Richiem 2009) :

- الاتجاه الأول : ويقدم تمهيد الدخل باعتباره أداة كُفئة وفعالة يمكن للإدارة التحكم فيها واستخدامها في اظهار مستوي تميزها في إدارة الشركة وقدرتها علي توليد تدفق نقدي مستقبلي
- الاتجاه الثاني : ويقدم تمهيد الدخل باعتباره أداة تستخدمها الإدارة لخداع الأطراف ذوي العلاقة والمهتمين بالمنشأة، وبالتالي تعظيم منافعها الذاتية المتعلقة بالحوافز والمكافأة والاستقرار الوظيفي .

#### ٥. مراجعة وتقييم الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة

#### ١.٥ مراجعة الدراسات السابقة

#### دراسة ( Pathan, 2016 )

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح علي عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٨٩ الي ٢٠١٢ م، علي عينة من ٧٨٦٦

مشاهدة واستخدمت الدراسة قاعدة بيانات COMPUSTAT/CRSP merged database في تجميع البيانات المحاسبية اللازمة لإجراء الدراسة الاختبارية .  
واستخدمت الدراسة ٤ مقاييس للتعبير عن ظاهرة القيود المالية في ضوء استخدامها في دراسات سابقة وهي : حجم الشركة (Almeida et al., 2004) ؛  
(Faulkender & Wang, 2006) من خلال تقسيم الشركات إلى عدة مستويات من واحد إلى عشرة واعتبار الشركات في المستويات الثلاثة الدنيا شركات مقيدة من خلال أخذ في الاعتبار توزيعات الأرباح للعام الحالي مقارنة بتوزيعات العام السابق ،  
والمقياس الثاني هو مقياس (WW index) والذي قدمته دراسة (Whited and Wu, 2006) حيث يتم تقسيم الشركات في نفس العام إلى علي مقياس من ١٠ مستويات ويتم تعريف الشركات التي تقع في المستويات الثلاثة الأولى علي مقياس ال ١٠ باعتبارها شركات مقيدة مالياً ، والمقياس الثالث هو مقياس HP index وهو مقياس مماثل لمقياس WW index وقدمته دراسة (Hadlock and Pierce, 2010) وتم بناء المؤشر علي اعتبار أن الشركات التي تقع في العشرينات الثلاثة الأولى هي شركات مقيدة وباقي الفئات لا تعتبر مقيدة مع الأخذ في بناء التصنيف تصنيفات السنة السابقة ، والمقياس الرابع والأخير هو وجود أصول يمكن استخدامها كضمان وقدم هذا المقياس من قبل دراسة (Almeida and Campello, 2007) حيث يكون لدي الدائنين أصول يمكن الاعتماد عليها في حال دخلت المنشأة في مرحلة إفلاس وتصفية ، وبالتالي فإن الشركات ذات أصول قابلة للاستخدام كضمان كبير يعد مؤشرا علي انخفاض القيود المالية للشركة .

وأشارت نتائج الدراسة إلي أن الشركات المقيدة مالياً يزداد فيها الأرباح غير العادية علي المدى قصير الأجل ولكنها تواجه في نفس الوقت أداء تشغيلي ضعيف في حال مقارنتها بالشركات غير المقيدة، كما أن الشركات التي تواجه قيودا مالية تعاني من ضعف الأداء التشغيلي في الأجل الطويل، كما أن الشركات التي تعاني من القيود المالية والتي تزداد توزيعات أرباحها خلال الأزمات المالية تقدم أسوء وأضعف مستويات للأداء كنتيجة لزيادة توزيعات الأرباح لإظهار قوة وصلابة المنشأة علي مواجهة الأزمة علي غير الحقيقة، كما أن الأدلة الإمبريقية للدراسة تشير إلي أن

الشركات المقيدة ماليا تظهر ردة فعل غير إيجابية عند الإعلان عن إصدار أسهم جديدة عقب إجراء توزيعات للأرباح ، وأشارت الأدلة الإمبريقية إلي وجود ردة فعل إيجابية من السوق إذا كان هناك فرص نمو استثمارية متاحة أمام المنشأة

#### دراسة ( Falavigna & Ippoliti, 2021 )

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيود المالية للشركات من خلال التركيز على الشركات الإيطالية الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٩ ، واعتمدت الدراسة علي قاعدتي بيانات (AIDA " CNR-IRCRES's " CERIS Rating ؛ "Bureau van Dijk's database "database") في تجميع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة التطبيقية، وحددت الدراسة خصائص الشركات الصغيرة والمتوسطة واللازم توافرها لإدراجها ضمن عينة الدراسة بتوافر أقل من ٢٥٠ عامل وتحقيق مبيعات سنوية أقل من ٥٠ مليون يورو.

#### دراسة ( Abuhommous, 2013 )

استهدفت الدراسة اخبار العلاقة بين القيود المالية وهيكل رأس المال وتوزيعات الأرباح علي عينة من ٨٥ شركة من الشركات المدرجة بسوق عمان خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ الي عام ٢٠٠٨ ، وتوصلت إلي وجود علاقة سلبية بين الربحية والرافعة المالية وهو ما يتوافق مع نظرية ترتيب الأولويات، وتشير النتيجة السلبية إلي أن الملاذ الأول للشركات هو التدفق النقدي الداخلي، يتبعه الاعتماد علي التمويل الخارجي. وتشير النتائج إلي أن الشركات الكبيرة تميل إلي زيادة الديون في هيكل رأس المال، وهو ما توضحه العلاقة الموجبة بين حجم الشركة والديون، وعلي عكس المتوقع يوجد علاقة موجبة بين فرص النمو والديون، ومع ذلك فإن النتائج لم تقدم دليل حاسم لتأثير هيكل ملكية الشركة علي نسبة الرفع المالي.

وأشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة موجبة بين التدفق النقدي الحر وتوزيعات الأرباح، وفي ضوء نظرية دورة حياة المنشأة، فإنه يوجد تأثير إيجابي لنسبة الأرباح المحتجزة علي احتمالية توزيع الأرباح، وتدعم النتائج تأثير تكلفة الوكالة، حيث يؤثر هيكل رأس المال الثابت علي توزيعات الأرباح .

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الأردنية مقيدة مالياً، ولكن لا يبدو أن هذه القيود مرتبطة بخصائص الشركة. علاوة على ذلك، تظهر النتائج أن الشركات الأردنية تستخدم الديون بدلاً من حقوق الملكية لتمويل استثماراتها. ويركز الفصل التجريبي الثاني على المحددات الرئيسية لهيكل رأس مال الشركات. تظهر النتائج هنا أن الشركات الأردنية تتبع نظرية الأولويات، حيث يكون للربحية والسيولة تأثير سلبي على مستوى الدين. حجم الشركة ونسبة توبينكز لهما تأثير إيجابي، مما يدعم الرأي القائل بوجود قيود كبيرة على تمويل الديون لأن مؤشرات الصحة المالية للشركات تؤثر على نسبة هيكل رأس المال. هناك أيضاً دليل على أن هيكل الملكية يؤثر على وصول الشركة إلى الديون. يفحص الفصل التجريبي الأخير تأثير خصائص الشركة على سياسة توزيع الأرباح، ويوضح أن الربحية والقيمة السوقية للقيمة الدفترية لها تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح، مما يعني ضمناً أن الشركات التي تتمتع بوصول أفضل إلى رأس المال أو توزيعات أرباح الائتمان. وهذا يعني أن الشركات تحتفظ بالأرباح من أجل ضمان أن لديها رأس مال كافٍ للاستثمار، مما يؤكد النتيجة الأولية بأن الشركات الأردنية مقيدة مالياً. هناك أيضاً دليل على تأثير هيكل الملكية، بما يتوافق مع توقعات نظرية تكلفة الوكالة، بينما يبدو أن المستثمرين المؤسسيين يتبعون قيود الرجل الحكيم، ويرتبطون بشكل إيجابي بالشركات التي تدفع أرباحاً. ثانياً: تؤكد هذه الأطروحة وجود عيوب في السوق لها تأثير كبير على القرارات المالية التي تتخذها الشركات الأردنية. يُظهر الدليل الثابت على أهمية الأرباح المحتجزة أن هذه الشركات تواجه قيوداً كبيرة من حيث وصولها إلى الأموال الخارجية، على الرغم من الإصلاحات التي أدخلت على النظام المالي الأردني على مدى العقدين الماضيين.

واستخدمت الدراسة التصنيفات الائتمانية للشركات كمؤشر لدرجة القيود المالية، ويعتمد بناء مشر التصنيفات الائتمانية على خوارزمية من معلومات مالية مستخرجة من التقارير المالية للشركات وهي: إجمالي الذمم المدينة المستحقة على المساهمين، إجمالي الأصول الملموسة، إجمالي الأصول المتداولة، إجمالي حقوق ملكية المساهمين، إجمالي المخصصات للمخاطر والرسوم، إجمالي الذمم الدائنة، إجمالي قيمة الإنتاج، إجمالي تكلفة الإنتاج.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الملاءة المالية وتوزيعات نقدية، وهو ما يعني أن وجود قيود مالية أعلى تقوم الشركات بإجراء توزيعات نقدية أقل، وتشير النتائج أيضاً أن الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات أعمار صغيرة ( مازالت في مراحل النشأة والنمو) تكون مهتمة بالإشارة إلى ربحيتها المتوقعة لجذب المستثمرين ودعم وصولها لسوق رأس المال.

### دراسة (Wiersma, 2017)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم ، وأجريت الدراسة على عينة من الشركات الهولندية بلغت ٥٠٠ شركة من الشركات المدرجة في البورصة الهولندية بشرط أن تكون مدرجة لمدة عام على الأقل قبل الاعتماد عليها ضمن بيانات عينة الدراسة، خلال الفترة من عام ٢٠١٠ إلى عام ٢٠١٤. ومن خلال سلسلة من التحليلات باستخدام نماذج الانحدار المتعدد أظهرت النتائج أن القيود المالية ليس لها تأثير سلبي كبير على توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم ، وتدعم هذه النتيجة مقولة "أن المديرين يربطون بين إشارات توزيع الأرباح وعمليات إعادة الشراء حيث أن الأحداث الشديدة المرتبطة بالقيود المالية لم تقدم دليلاً على انخفاض المدفوعات وعمليات إعادة الشراء"، وتشير النتائج إلى أهمية فهم سلوك الشركات الهولندية في أوقات القيود المالية بحيث يمكن العمل على تقليل مستوى عدم تناسق المعلومات الذي يواجه المستثمرون الحاليون والمستقبليون

### دراسة (Chang Im et al., 2016)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وإدارة الأرباح الحقيقية وإدارة الأرباح بالاستحقاق، على عينة من الشركات المدرجة بمؤشر KOSPI، kosdaq بسوق الأوراق المالية بدولة كوريا، خلال الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٢ على عينة من الشركات غير المالية بإجمالي مشاهدات 6744 مشاهدة ، وتضمنت نماذج الدراسة عدد من المتغيرات الضابطة وهي : حجم الشركة ، القيمة السوقية إلى الدفترية، الرفع المالي، معدل العائد على الأصول، حجم مكتب المراجعة، تركيز الملكية ، الملكية الأجنبية .

والأساس النظري لبناء العلاقة اعتمد علي أن جاذبية الشركات للمستثمرين من المؤسسات والأجانب تتعلق بوجود توزيعات أرباح كبيرة ، حيث تلقي هذه الشركات متابعة كبيرة ، وفي هذه الحالة سيفضل المديرين توزيعات أرباح كبيرة لتلبية هذه التوقعات، إلا أن مواجهة المنشأة لمشاكل متعلقة بانخفاض مستوى الدخل / أو التعرض لخسائر سيؤدي إلي مواجهة المديرين لصعوبات متعلقة بإجراء توزيعات كبيرة للأرباح لأنه لن يكون هناك مبرر منطقي لإجراء هذه التوزيعات، ومن هذا المنطلق سيتجه المديرين لإدارة رقم الربح لتحقيق التوازن المطلوب بين رقم الربح المفصح عنه والتوزيعات المعلنة، وتشير النتائج التي توصلت إليها الدراسة إلي أن سياسة توزيعات الأرباح تدفع إدارة المنشأة لإدارة رقم الربح ( علاقة إيجابية)، ويتولد هذا الدافع بسبب رغبة الإدارة الحفاظ علي رقم توزيعات الأرباح المستهدف.

#### دراسة ( Salah, 2021 )

استهدفت الدراسة اختبار التأثير المنظم لحوكمة الشركات علي طبيعة العلاقة بين إدارة الربح وسياسة توزيع الأرباح علي عينة من الشركات الفرنسية غير المالية المدرجة بمؤشر CAC All Tradable index خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلي ٢٠١٥، وبإجمالي مشاهدات ٢٨٠ مشاهدة ، وتتضمن النموذج عدد من المتغيرات الضابطة : حجم الشركة ، نسبة المديونية ، معدل العائد علي حقوق الملكية، نسبة السيولة، معدل النمو، نسبة المخاطرة، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية. وتوصلت الدراسة إلي : تركز الملكية يخفف بشكل إيجابي من تأثير إدارة الربح علي توزيعات الأرباح ، كما توصلت أن إدارة الربح تؤثر علي سياسة توزيع الأرباح في الشركات ذات حجم مجلس إدارة صغير، كما أن الشركات المدرجة بالسوق الفرنسي تقوم بعملية إدارة لرقم الربح بهدف إعطاء إشارات للسوق بإجرائها توزيعات أرباح ، لذلك توصي الدراسة بإعطاء آليات الحوكمة المزيد من الاهتمام بهدف توفير حماية قانونية أكبر للمستثمرين خاصة الأجانب، وزيادة مستوى جودة التقارير المالية .

#### دراسة ( Lopes & Narciso, 2020 )

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين إدارة الأرباح وسياسة توزيع الأرباح في ظل نظم ملكية مختلفة، واستخدمت الدراسة ثلاث منهجيات متعارف عليها لتقدير إدارة الربح،

وتعتمد الدراسة على عينة من الشركات الخاصة غير المدرجة بمؤشر سوق المال البورتغالي وغير المالية بلغت ٤٢٨٥ بإجمالي مشاهدات ٢٠ ألف مشاهدة خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧ ، واكتفت الدراسة بالاختبار على دولة أوروبية وحيدة لتجنب اختلاف الخصائص المؤسسية والقطرية والتي قد تؤدي إلى تحيز في النتائج وتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين إدارة الربح وسياسة توزيع الأرباح، مما يعني أن الشركات الخاصة غير المدرجة من المرجح أن توزع مستوي أعلى من الأرباح ، ورغم ذلك فإن التحليل المتعمق أشار إلى أن تركيز الملكية هو محدد أساسي للعلاقة بين إدارة الأرباح وسياسة توزيع الربح، حيث أدي تقسيم العينة إلى أن العلاقة تكون أوضح وأقوي بالشركات التي تتميز بتركز في الملكية .

#### دراسة ( Ahmed et al., 2018 )

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين إدارة الربح ( باستخدام نسبة السعر/ عائد) ونسبة توزيعات الأرباح على عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية بباكستان من ١٤ قطاعاً مختلفاً خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦ بإجمالي مشاهدات ١٣٢ مشاهدة وتضمن النموذج عدد من المتغيرات الضابطة : ربحية السهم ، القيمة السوقية إلى الدفترية، نسبة المديونية وتشير النتائج إلى أنه عند وجود عائد على حقوق الملكية أكبر من العائد المطلوب فإن العلاقة بين إدارة الربح ونسبة توزيعات الأرباح تكون سلبية ، وأشارت هذه الدراسة إلى نتائجها تستهدف مساعدة مديري الشركات والخبراء الماليين على التركيز على خفض نسبة توزيعات الأرباح .

#### دراسة ( Abbadi et al., 2020 )

استهدفت الدراسة التعرف على تأثير إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح على قطاعي الخدمات والصناعة بدولة الكويت، كما استهدفت الدراسة الفصل ما بين النتائج المتضاربة التي اختبرت العلاقة والتي أشارت إليها الدراسات السابقة ، واستخدمت الدراسة نموذج جونز المعدل في قياس إدارة الدخل، واعتمدت الدراسة على عينة من ٤٦ شركة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الكويتي خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٦ بإجمالي مشاهدات ١٨٤ مشاهدة.



وتتضمن نموذج الدراسة عدد من المتغيرات الضابطة وتتمثل في : معدل العائد على حقوق الملكية، حجم الشركة، الرفع المالي، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، عمر الشركة، وأسفرت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة بين إدارة الأرباح وسياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة (الدول النامية – الشرق الأوسط)، وبالتالي فإن الدراسة تتوقع أن السوق الكويتي يفتقر لديناميكية الأزمة التي تسمح للمستثمرين بالضغط على الشركات لتتفاعل بشكل خلاق (سواء بالإيجاب أو بالسلب) مع سياسة توزيع الأرباح ، وتلفت الدراسة النظر لأهمية الاهتمام بتوزيعات الأرباح كأحد الآليات الفاعلة في تقليل مشكلات الوكالة .

### دراسة (Ahmed , 2018)

استهدفت الدراسة البحث عن كيفية ارتباط القيود المفروضة على القدرة المالية للشركة بالخيارات المحاسبية المرتبطة بتقديرات الإدارة، واعتمدت الدراسة على ثلاث فرضيات مرتبطة بإدارة الربح وهي (الفرضية الانتهازية – فرضية التوقعات الرشيدة – فرضية الإشارة) حيث توقعت الدراسة أن الشركات المقيدة تتبع نهج إدارة ربح متصاعد مقارنة الشركات غير المقيدة ، واعتمدت الدراسة على عينة من الأسهم الممتازة خلال الفترة من ١٩٨٣ إلى ٢٠١٤، وتضمنت الدراسة على عدد من المتغيرات الضابطة : حجم الشركة – فرص النمو – متابعة المحللين الماليين – ملكية المدير التنفيذي.

وتوصلت النتائج إلى أن إدارة الأرباح الكبيرة تكون من قبل الشركات المقيدة، وتظهر العلاقة بشدة في ظل مرور الشركة بانخفاض مستوي الأرباح المعلن عنها ، كما اشارت الدراسة إلى أن إدارة الأرباح لا يتبعها ظهور عوائد سلبية غير طبيعية على المدى طويل الأجل، كما تشير نتائج الدراسة إلى أن الاستخدام المكثف من قبل الشركات المقيدة للاستحقاقات يرجع إلى قصر النظر الإداري الناجم عن ضغط سوق رأس المال وليس بسبب الانتهازية الإدارية التي تهدف إلى تضليل المستثمرين.

### دراسة (Abrnathy & Beyer, 2014)

استهدفت الدراسة اختبار أثر القيود على المنشآت على ادارة الأرباح (ثلاث أنواع: إدارة الأرباح بالاستحقاقات – إدارة الأرباح الحقيقية – إدارة الأرباح بالتصنيفات)، واعتمدت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة بمؤشر Compustat

North America خلال الفترة من ١٩٨٨ إلى ٢٠١١ ، واعتمدت على عدة قواعد بيانات أهمها : IBES، CRSP، Thomson Reuters بعد استبعاد الشركات غير المالية ، واستخدمت الدراسة عدد من المتغيرات الضابطة وهي : حجم الشركة ، القيمة السوقية الي الدفترية، معدل العائد على الأصول.

حيث يتخذ المديرين القرارات المرتبطة بإستراتيجية المنشأة بناءً على المفاضلة ما بين الثلاث الأساليب المختلفة لإدارة الربح. وتحاول الدراسة الإجابة عن سؤال لماذا كانت إدارة الأرباح بالتصنيف أحد البدائل المتاحة خاصة في حال وجود قيود على الأساليب الأخرى لإدارة الربح ، وأشارت النتائج إلي أنه في حال تعرض المنشأة لقيود مالية شديدة ومستوي عالي من الملكية المؤسسية ، وحصصة سوقية منخفضة في الصناعة فإن المديرين يلجئوا غالبا إلي إدارة الأرباح بالتصنيف.

### دراسة ( Matonti, 2020 )

تبحث هذه الدراسة تأثير القيود المالية على إدارة الأرباح بالشركات غير المدرجة بسوق الأوراق المالية باستخدام نموذج Altman Z-Score ، واعتمدت الدراسة على عينة من الشركات الإيطالية غير المالية وغير المدرجة بسوق الأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٧ ، بإجمالي مشاهدات ٨٧٥٢٥ مشاهدة، واستخدمت الشركة قاعدة بيانات Aida Database في تجميع واطماف البيانات المالية للدراسة

وادرجت الدراسة عدد من المتغيرات الضابطة وهي : الرفع المالي، حجم الشركة، درجة النمو، معدل العائد على الأصول، نسبة الضرائب، والاستحقاقات الاختيارية ، ورغم تناقض نتائج الدراسات السابقة ؛ إلا أن الدراسة الحالية توصلت إلي وجود علاقة سلبية بين القيود المالية وزيادة الدخل، حيث يؤدي وقوع المنشأة في قيود مالية إلي زيادة مستوي المخاطر، وهذه النتيجة تلفت اهتمام واضعي المعايير الوطنية والمحاسبين المهنيين المهتمين بالمستوي المتقدم من التحذيرات المرتبطة بالمشاكل المالية بأهمية أخذ مستوي إدارة الدخل في اعتبارهم .

### ٢.٥ تقييم الدراسات السابقة

- نالت العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيود المالية بالشركات اهتمام العديد من الدراسات السابقة في الفترة الأخيرة مثل (Pathan, 2016؛ Abuhommous،

- 2013؛ Falavigna & Ippoliti, 2021 وهو ما يعد مؤشر لأهمية وحداثة الموضوع في ظل الظروف الصعبة التي يمر بها العالم من أزمات متتالية.
- نالت العلاقة بين إدارة الأرباح بأنواعها المختلفة "الاستحقاق – الحقيقية – التصنيف " وتوزيعات الأرباح اهتمام العديد من الدراسات السابقة مثل (Wiersam, 2017، Salah, 2021، Lopes & Narciso, 2020) وهو ما يشير لأهمية العلاقة بين المتغيرين وذلك بالنظر لحداثة المراجع التي اهتمت باختبار العلاقة .
  - تعد دراستي Abrnathy & Beyer, 2014، Matonti, 2020 من الدراسات التي اهتمت بالعلاقة بين القيود المالية وإدارة الأرباح بأنواعها الثلاثة في بيئات مختلفة، وبناء أدلة امريقية تأصل لاتجاه هذه العلاقة
- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في عدة نقاط منها :**
- تعتمد الدراسة الحالية على اختبار الأثر الوسيط لتمهيد الدخل " كأحد استراتيجيات إدارة الأرباح" على العلاقة بين القيود المالية واستخدام توزيعات الأرباح.
  - تعتمد الدراسة الحالية في التعرف على الأثر الوسيط لتمهيد الدخل على المعادلات الهيكلية من خلال استكشاف العلاقات المباشرة وغير المباشرة، وهو من الأساليب الإحصائية التي تساهم في توفير نتائج إحصائية تدعم هدف البحث الرئيسي.
  - تعتمد الدراسة الحالية على متغير استخدام التوزيعات وليس التوزيعات فقط في حد ذاتها ، كما تساهم الدراسة في بناء مؤشر لقياس استخدام التوزيعات يعتمد في بناءه على وجود عملية التوزيع في حد ذاتها واستمرارها وتطورها من سنة لأخرى .
  - تدرج الدراسة الحالية عدد من المتغيرات الضابطة التي تدعم القوة التفسيرية لنموذج الدراسة مثل متغير نسبة الاستحقاقات ومعدل العائد على الأصول.
  - في حدود علم الباحث فإن الأثر الوسيط لتمهيد الدخل على طبيعة العلاقة بين استخدام التوزيعات والقيود المالية لم يلقي الاهتمام الكافي من البحث والدراسة بالبيئة المحلية
- ٣.٥ صياغة فروض الدراسة

في ضوء ما تم استعراضها من دراسات سابقة وفي ضوء مشكلة وأهداف الدراسة الحالية يمكن صياغة فروض الدراسة على النحو التالي :

**الفرض الأول :** يوجد علاقة معنوية بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح.

**الفرض الثاني :** يوجد دور وسيط لتمهيد الدخل على العلاقة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح .

**ويشتق من الفرض الثاني الفروض الفرعية التالية :**

فرض ١/٢ : يوجد علاقة بين القيود المالية وتمهيد الدخل.

فرض ٢/٢ : يوجد علاقة بين تمهيد الدخل واستدامة التوزيعات.

## ٦. الدراسة الاختبارية

يناقش هذا القسم من الدراسة تصميم الدراسة الاختبارية تمهيداً لاختبار فروض الدراسة من خلال استعراض النموذج، ومتغيرات البحث وكيفية قياسها، والتعرف على عينة الدراسة وكيفية تجميعها، بالإضافة إلى عرض النتائج الإحصائية من خلال عرض الإحصاءات الوصفية التي توضح أهم خصائص العينة ونتائج تحليل المسار للنموذج الهيكلية وذلك على النحو التالي :

### ١.٦ نموذج الدراسة :

في ضوء مشكلة الدراسة الحالية ، يهتم النموذج الإحصائي للدراسة ببيان كيفية اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح من خلال توسيط متغير تمهيد الدخل، ويعتمد أسلوب تحليل المسار على نمذجة المعادلات الهيكلية الخاصة بفروض البحث ، حيث يساعد أسلوب تحليل المسار في تحليل العلاقة بين متغير السبب (القيود المالية) ومتغير النتيجة ( استدامة التوزيعات) إلى مسارات مباشرة ومسارات غير مباشرة ، ويتحدد نتيجة المسار من خلال ما يسمى بمعامل المسار والذي يعبر عن اتجاه وقيمة العلاقة على هذا المسار، وذلك على النحو المعروض في جدول رقم (١) .

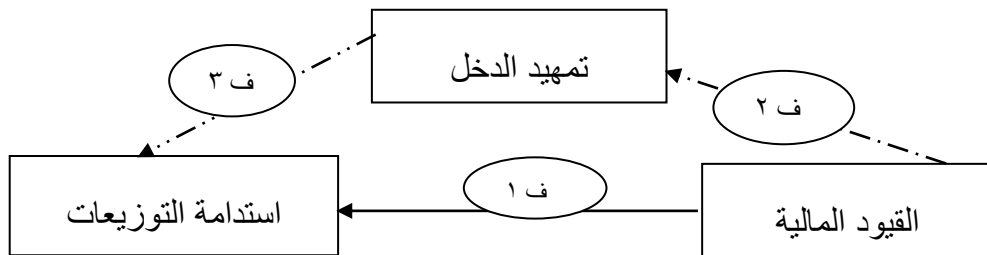
جدول رقم (١) : المعادلات الهيكلية لفروض الدراسة

المعادلات الهيكلية	فروض البحث
$SUSDIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FnCONit + \sum \beta_x CON_{it} + \epsilon_{it}$ (1)	نموذج ١
$Smooth_{it} = \delta_0 + \delta_1 FnCONit + \sum \delta_x CON_{it} + \epsilon_{it}$ (2)	نموذج ٢
$SUSDIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Smooth_{it} + \sum \alpha_x CON_{it} + \epsilon_{it}$ (3)	نموذج ٣
$SUSDIV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FnCONit + (\gamma_2 * \gamma_3) Smooth_{it} + \sum \gamma_x CON_{it} + \epsilon_{it}$ (4)	نموذج ٤

وتشير الرموز الواردة بالجدول رقم (١) إلي :

استدامة توزيعات الأرباح بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).	<b>SUSDIV it</b>
تمهيد الدخل بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).	<b>Smooth it</b>
القيود المالية بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).	<b>FnCONit</b>
القيود المالية بالشركة (i) في نهاية الفترة (t) ، وتتضمن المتغيرات : معدل العائد علي الأصول ، نسبة الاستحقاقات ، معدل دوران الأصول ، ثوابت الإنحدار	<b>CON it</b>
معاملات التأثير المباشرة	<b><math>\beta_0 \&amp; \delta_0 \&amp; \alpha_0 \&amp; \gamma_0</math></b>
معاملات التأثير غير المباشر عند توسيط متغير تمهيد الدخل	<b><math>B1 \&amp; \delta 1 \&amp; \alpha 1 \&amp; \gamma 1</math></b>
الخطأ العشوائي	<b><math>\beta X \&amp; \delta X \&amp; \alpha X \&amp; \gamma X</math></b>
	<b>Eit</b>

ويمكن توضيح الإطار العام لفرضيات الدراسة والتي تتعلق بالعلاقة بين القيود المالية ، تمهيد الدخل ، استدامة التوزيعات وذلك علي النحو المعروض بالشكل رقم (١) :



- التأثير المباشر (ف ١) : القيود المالية علي استدامة التوزيعات
- التأثير غير المباشر:

(ف٢) : القيود المالية علي تمهيد الدخل

(ف٣) : تمهيد الدخل علي استدامة التوزيعات

٢.٦ التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة :

(١) المتغير التابع : استدامة التوزيعات

يقصد باستدامة التوزيعات استمرار المنشأة علي القيام بإجراء التوزيعات خلال الفترات المالية المتتالية، ويقاس من خلال المؤشر يعبر عن جانبين (استمرار - نمو) التوزيعات، حيث تحصل فيه كل شركة علي قيمة من (١) إلي (٦) علي النحو المعروض بجدول رقم (٢) ، جدول رقم (٣) :

**جدول رقم (٢) : مقياس الحفاظ علي استمرارية التوزيعات خلال عدة فترات متتالية**

١	قيام المنشأة بإجراء توزيعات أرباح نقدية متتالية خلال فترتين ماليتين متتاليتين
٢	قيام المنشأة بإجراء توزيعات أرباح نقدية متتالية خلال ثلاث فترات مالية متتالية
٣	قيام المنشأة بإجراء توزيعات أرباح نقدية متتالية خلال أكثر من ٣ فترات مالية متتالية
صفر	خلاف ما سبق

**جدول رقم (٣) : مقياس الحفاظ علي نمو التوزيعات خلال عدة فترات مالية متتالية**

١	زيادة رقم التوزيعات النقدية خلال فترتين متتاليتين
٢	زيادة رقم التوزيعات النقدية خلال ٣ فترات مالية متتالية
٣	زيادة رقم التوزيعات النقدية خلال أكثر من ٣ فترات مالية متتالية
صفر	خلاف ما سبق

**المتغير المستقل : القيود المالية**

تعتمد الدراسة علي مقياس حساسية النقدية للتدفقات النقدية - Investment Cash Flow Senitivity لتصنيف شركات العينة وفقاً لقيودها المالية واستخدام هذا المقياس في دراسات عديدة مثل (Gautam et al., 2014؛ Pal& Ferrando, 2010)، ويمكن الحصول علي مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية من خلال إختبار نموذج الإنحدار التالي :

$$\frac{\Delta cash_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{CFO_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} + \alpha_2 \Delta \log S_{i,t} + \alpha_3 \Delta \log S_{i,t-1} + \alpha_4 \frac{\Delta TFA_{i,t} - Depr_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta IFA_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} + \alpha_6 \frac{\Delta FixedA_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{\Delta NWC_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} + \alpha_8 \frac{\Delta STD_{i,t}}{TAsset_{i,t-1}} + \alpha_8 \log TAsset_{i,t} + \lambda \lambda_i + \mu_t + v_{i,t}$$

حيث أن :

$\Delta cash_{i,t}$	التغير في مستوى النقدية للشركة (i) خلال الفترة (t) عن الفترة (t-1)
$TAsset_{i,t-1}$	إجمالي أصول الشركة (i) بدون النقدية وما في حكمها خلال الفترة (t)
$CFO_{i,t}$	صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\Delta \log S_{i,t}$	اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات الصافية للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\Delta \log S_{i,t-1}$	اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات الصافية للشركة (i) خلال الفترة (t-1)
$\Delta TFA_{i,t}$	التغير في الأصول الملموسة المادية للشركة (i) خلال الفترة (t)
$Depr_{i,t}$	مصروفات الإهلاك للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\Delta IFA_{i,t}$	التغير في الأصول غير الملموسة للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\Delta FixedA_{i,t}$	التغير في الأصول الثابتة للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\Delta NWC_{i,t}$	التغير في صافي رأس المال العامل غير النقدي للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\Delta STD_{i,t}$	التغير في الالتزامات قصيرة الاجل للشركة (i) خلال الفترة (t)
$\lambda_i$	قيم معاملات الأثر الثابت لكلا من الشركة والفترة الزمنية
$\mu_t$	الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار.
$v_{i,t}$	

ووفقا لنموذج حساسية النقدية للتدفقات النقدية تكون الشركة مقيدة مالياً إذا كان معامل  $\alpha_1$  معنوي وموجب؛ وتعتبر الشركة غير مقيدة مالياً إذا كانت قيمة معامل  $\alpha_1$  غير دالة إحصائياً.

المتغير الوسيط : تمهيد الربح

تعتمد الدراسة في قياس تمهيد الدخل علي مقياس تم استخدامه في دراسات ( Francis ) ( Subramanyam, 1996 ؛ Schipper & Vicent, 2003؛ et al., 2004 ) ويمكن عرضه علي النحو التالي :

$$Smooth_{i,t} = \frac{\sigma(NO E_{i,t} / TAsset_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t} / TAsset_{i,t})}$$

$Smooth_{i,t}$  : مستوي تمهيد الدخل للشركة  $I$  في نهاية الفترة  $t$ .

$NO E_{i,t}$  : صافي الربح المستمر قبل البنود غير العادية للشركة  $I$  في نهاية الفترة  $t$ .

$CFO_{i,t}$  : صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة  $I$  في نهاية الفترة  $t$ .

$TAsset_{i,t}$  : صافي أصول الشركة  $I$  في نهاية الفترة  $t$ .

وتعتمد منهجية هذا المقياس علي مستوي التذبذب في صافي التدفقات النقدية التشغيلية مقارنة بين صافي الدخل المستمر قبل البنود غير العادية، ويعتبر زيادة مؤشر تمهيد الربح عن الواحد الصحيح مؤشراً لانخفاض مستوي تمهيد الدخل والعكس صحيح.

### ٣.٦ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المقيدة والمتداولة بسوق الأوراق المالية المصري، وتشمل عينة الدراسة عدد ١٢٥ شركة خلال الفترة من ١٩٩٩ حتي عام ٢٠١٧ مع استبعاد الفترة من ١٩٩٩ إلي عام ٢٠٠٢ بهدف حساب الانحراف المعياري لمتغير تمهيد الدخل ، وبلغت عدد المشاهدات النهائية للدراسة ١٨٧٥ علي مدار فترة البحث، وتنتمي الشركات محل عينة الدراسة إلي ١٠ قطاعات اقتصادية، بعد استبعاد قطاعي ( الخدمات المالية غير المصرفية ، البنوك ) نظراً لاختلاف طبيعتهم ومعايير إعدادهم عن معايير باقي القطاعات، حيث تعد تقارير البنوك والخدمات المالية غير المصرفية وفقاً لأحكام ومقررات بازل، ويوضح الجدول رقم (٤) التوزيع القطاعي لعينة البحث ، ويبين الملحق رقم (١) أسماء شركات عينة الدراسة.



جدول رقم (٤) : التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

م	القطاعات	عدد الشركات	نسبة العينة %
١	الأغذية والمشروبات	١٩	١٥.٢
٢	الكيمويات	٦	٤.٨
٣	الموارد الأساسية	٧	٥.٦
٤	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	١٠	٨
٥	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	١٠	٨
٦	قطاع المنتجات المنزلية والشخصية	١٠	٨
٧	قطاع التشييد ومواد البناء	٢٢	١٧.٦
٨	قطاع العقارات	٢٠	١٦
٩	قطاع السياحة والترفيه	١١	٨.٨
١٠	قطاع الاتصالات و الإعلام والمرافق والتجزئة	١٠	٨
	الإجمالي	١٢٥	١٠٠

٤.٦ مصادر جمع البيانات

- اعتمدت الدراسة الحالية علي عدة مصادر في سبيل جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الإمبريقية، وتتمثل هذه المصادر في :
- موقع الشركات محل الدراسة علي شبكة الانترنت .
  - موقع البورصة المصرية علي شبكة الانترنت .
  - شركة مصر لنشر المعلومات .

النتائج الإحصائية

١.٥.٥ الاحصاءات الوصفية

يستعرض الجدول رقم (٥) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الرئيسية التي انطوي عليها نموذج الانحدار للدراسة الحالية ، وتساعد الإحصاءات الوصفية في تقديم قراءة أولية عن طبيعة خصائص وملامح عينة الدراسة وذلك علي النحو التالي :

جدول رقم (٥) : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأقصى	الوسط	اسم المتغير
٠.٤٣٥٨	٠	٠.٩٣١٤	٠.٥٤١	القيود المالية
٢.٥٩٩	٠	٦	٢.٨٦٤	استمرارية التوزيعات
١٠.٨٢	(١٠.٠٧)	٣٣.٩٦	٩.١٣	معدل العائد علي الأصول %
١٠.٧	(٢٣.٦)	٢٠.٨	٠.٢	نسبة الاستحقاقات %
١.٠٣٤٢	٠.٠٠٠٩١	٧.١٢٥٤	٠.٥٩٠٨	معدل دوران الأصول %
٠.٥٠١١	٠.٠٩١٠٧	١.٩٤٢	٠.٦٥٠٤	تمهيد الدخل

- وبتدقيق النظر بالنتائج المعروضة بالجدول رقم (٥) يمكن إبداء الملاحظات التالية :
- يوجد فجوة كبيرة بين قيم متغير القيود المالية، حيث يبلغ الحد الأقصى لقيم المتغير ٠.٩٣ في حين بلغ الحد الأدنى صفر، ويبلغ متوسط قيم المتغير ٠.٥٤١ بانحراف معياري بلغ ٠.٤٣٥.
  - تتراوح قيم متغير تمهيد الدخل ما بين ١.٩٤٢ عند الحد الأقصى و ٠.٠٩١ عند الحد الأدنى، إلا أن قيم المتوسط الحسابي بلغت ٠.٦٥٠٤ وهي تميل قليلاً إلى الحد الأدنى، وبلغ الانحراف المعياري لقيم المتغير ٠.٥٠١١.
  - تتراوح قيم متغير استدامة توزيعات الأرباح ما بين صفر كحد أدنى و ٦ كحد أقصى، إلا أن قيم المتوسط الحسابي بلغت ٢.٨٦٤ وهي تميل قليلاً للحد الأدنى، وبانحراف معياري بلغ ٢.٥٩٩.

#### - تشير النتائج الوصفية للمتغيرات الضابطة إلى:

- تفاوت قيم متغير معدل العائد على الأصول ما بين ربح بمعدل ٣٤% عند الأقصى وخسارة ١٠% عند الحد الأدنى، في حين تبلغ متوسط قيم المتغير ٩.١٣%.
- تفاوت قيم متغير معدل دوران الأصول كمقياس لتكلفة الوكالة بالمنشأة حيث تبلغ قيمة المتغير عند الحد الأقصى ٧.١٢ في حين تبلغ عند الحد الأدنى ٠.٠٠٠٩، في حين يبلغ متوسط القيم للمتغير ٠.٥٩٠٨ بانحراف معياري ١.٠٣٤٢.

#### ٢.٥.٦ مصفوفة الارتباط

يعرض الجدول رقم (٦) مصفوفة بيرسون للارتباطات الثنائية بين متغيرات الدراسة، وتساهم مصفوفة بيرسون في تقديم دليل أولي لاحتمالية وجود مشكلة ازدواج خطي بين المتغيرات المتضمنة بنموذج الدراسة، وتشير النتائج المعروضة بالجدول رقم (٦) إلى أن مصفوفة الارتباط لا تمثل خطورة كبيرة ببيانات الدراسة الحالية حيث بلغت قيمة أقصى معامل ارتباط (٠.٦١٤) وهو بين متغيري "معدل دوران الأصول" و "معدل العائد على الأصول"

جدول رقم (٦) : مصفوفة ارتباط بيرسون لقياس الارتباط متغيرات الدراسة

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)
١	القيود المالية	١					
٢	استمرارية التوزيعات	**٠.٣٢	١				
٣	معدل العائد على الأصول	**٠.٢٨	**٠.٣٢	١			
٤	نسبة الاستحقاقات	٠.٢١٧	**٠.٤٢	*٠.٠٩-	١		
٥	معدل دوران الأصول	**٠.٢٤	**٠.٣١	*٠.٦١٤	*٠.٤٢٦	١	
٦	تمهيد الدخل	**٠.١٧	*٠.١٨	*٠.٠٩	*٠.٠٤٢	*٠.١٢-	١

مع العلم بأن : \*، \*\*، تشير إلى معنوية عند ١%، ٥%، ١٠% علي الترتيب  
وفيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين المتغيرات الرئيسية للدراسة فإن المؤشرات  
الأولية تشير إلى وجود ارتباط معنوي موجب عند مستوي ٥% بين متغيري القيود  
المالية واستمرارية التوزيعات ، وتشير إلى وجود ارتباط معنوي موجب عند مستوي  
معنوية ٥% بين متغيري القيود المالية وتمهيد الدخل ، وتشير إلى وجود ارتباط  
معنوي موجب عند مستوي معنوية ١% بين متغيري تمهيد الدخل واستمرارية  
توزيعات الأرباح ، وعلي مستوي المتغيرات الضابطة بالنموذج فإن النتائج تشير إلى  
وجود ارتباط معنوي موجب عند مستوي معنوية ١% بين متغيري معدل العائد علي  
الأصول والقيود المالية، في حين تشير النتائج إلى عدم وجود ارتباط بين متغيري  
نسبة الاستحقاقات والقيود المالية.

### ٣.٥.٦ منهجية اختبار فروض البحث

اعتمدت الدراسة في سبيل إتمام اختبار فروض البحث علي الحزمة الإحصائية  
(*STATA V.16*)، واستخدام "المعادلات الهيكلية" في التعرف علي طبيعة واتجاه  
العلاقة السببية وتحليل تأثير الوساطة علي متغيرات البحث الرئيسية (Hall, 2007)،  
وتستخدم الدراسة نماذج تحليل المسار في بناء نموذج مبدئي يمثل طبيعة  
العلاقات المتوقعة بين المتغيرات محل الدراسة وفي ضوء ما تم التوصل إليه من  
تأصيل نظري للعلاقة ، وقبل الشروع في تطبيق هذه المنهجية يجب في البداية التأكيد  
علي مدي ملائمة البيانات التي تم جمعها لنموذج الدراسة، وتعتمد الدراسة علي  
مؤشرات حسن المطابقة *Goodness of Fit Measurements* في التحقق من ذلك  
(Kline, 2016; Browne & Cudeck, 1993) وقائمة Help في برنامج  
*STATA V.16* ويستعرض الجدول رقم (٧) مؤشرات حسن المطابقة .

جدول رقم (٧) : مؤشرات حسن مطابقة النموذج

القرار	طبيعة الحكم	النتيجة الإحصائية	القياس	مؤشر جودة النموذج
				<b>Population error:</b>
متحقق	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad	٠.٠٠٠	RMSEA	Root mean squared error of approximation
متحقق	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad	٠.٠٠٠	lower bound	90% CI,
متحقق	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad	٠.٠٠٠	Upper bound	90% CI,
متحقق	> 0.05 (not statistically significant)	١.٠٠٠	pclose	Probability RMSEA <= 0.05
				<b>Information criteria:</b>
متحقق	Smaller values indicate a better fit	٣٤٧٦-	AIC	Akaikes information criterion
متحقق	Smaller values indicate a better fit	٣١٨٣-	BIC	Bryesian information criterion
				<b>:Likelihood ratio</b>
غير متحقق	> 0.05 (not statistically significant)	0.000	chi2_ms(0) $p > chi2$	model vs. saturated
غير متحقق	> 0.05 (not statistically significant)	622 0.000	chi2_bs(15) $p > chi2$	baseline va. Saturated
				<b>Baseline comparison:</b>
متحقق	= 1 perfect fit; > 0.95 great; > 0.90 traditional; > 0.80 sometimes permissible	١.٠٠٠	CFI	Comparative fit index
متحقق	= 1 perfect fit; > 0.95 great; > 0.90 traditional; > 0.80 sometimes permissible	١.٠٠٠	TLI	Tuker-Lewis index
				<b>Size of residuals:</b>
متحقق	= 0 perfect fit; < 0.09 good fit	٠.٠٠٠	SRMR	Standardized root mean squared residual
متحقق	= 1 perfect fit; A value close to 1 indicates a good fit	٠.٣٠٢	CD	Coefficient of determination

وفي ضوء النتائج المعروضة بجدول رقم (7) يمكن القول بأن النماذج الهيكلية المقترحة تامة الملاءمة *Perfect Fit* لبيانات عينة الدراسة وذلك على مستوى كافة المؤشرات عدا مؤشر Likelihood ratio (٢١) وبالتالي يمكن الاطمئنان لجودة النماذج الهيكلية وبالتالي قبول النتائج الإحصائية التي سيتم التوصل إليها بناءً على تشغيل النموذج الإحصائي.

وفي سبيل التحقق من استقرار وثبات النتائج ( *Stability analysis of simultaneous equation systems* ) بناءً علي البيانات المتوفرة من عينة الدراسة تم الاعتماد علي اختبار *Eigenvalue stability condition* وتشير نتائج قيمة الاختبار إلي استقرار وثبات العينة وبالتالي إمكانية الاعتماد علي النتائج في قبول / او رفض الفروض الإحصائية.

#### ٤.٥.٦ نتائج اختبارات فروض البحث

يستعرض في الجدول رقم (٨) طبيعة العلاقات المباشرة (*Direct effects*) للمتغير المستقل (القيود المالية) والمتغيرات المنظمة علي المتغير الوسيط (تمهيد الدخل) :  
جدول رقم (٨) : العلاقات المباشرة بين القيود المالية، والمتغيرات الضابطة والمتغير الوسيط

#### تمهيد الدخل

المتغير	Coef	z	P> z
القيود المالية	٠.٣٤٢٦	٣.٣٣	*٠.٠٠١
معدل دوران الأصول	٠.٠٩٧٢	٤.٦٨	*٠.٠٠٠
نسبة الاستحقاقات	٠.٢٧٠٢	١.٩٣	***٠.٠٥٤
معدل العائد الأصول	١.٠٤٠	٠.٨١	٠.٤١٧
ثابت الانحدار	٠.٧٩٠	٣٣.٣٥	*٠.٠٠٠

وبإمعان النظر في النتائج المعروضة بجدول رقم (٨) يلاحظ وجود ارتباط معنوي موجب بين القيود المالية وتمهيد الدخل عند مستوي معنوية ١% ، كذلك وجود ارتباط معنوي موجب بين المتغيرات الضابطة "معدل دوران الأصول، نسبة الاستحقاقات" وتمهيد الدخل عند مستوي معنوية ١% ، ١٠% علي الترتيب ، وعدم وجود علاقة بين القيود المالية ومعدل العائد علي الأصول كمتغير ضابط وتمهيد الدخل.

ويستعرض الجدول رقم (٩) طبيعة العلاقات المباشرة (*Direct effects*) للمتغير المستقل (القيود المالية) والمتغير الوسيط (تمهيد الدخل) ومجموعة المتغيرات الضابطة علي المتغير التابع (استمرارية توزيعات الأرباح) وذلك علي النحو التالي :  
جدول رقم (٩) : العلاقات المباشرة بين القيود المالية، وتمهيد الدخل ، والمتغيرات الضابطة

#### والمتغير التابع استمرارية توزيعات التوزيعات

المتغير	Coef	z	P> z
القيود المالية	١.٩٣١	9.71	*٠.٠٠٠
تمهيد الدخل	٠.٢٧٠١	5.74	*٠.٠٠٠
معدل دوران الأصول	٠.٢٢٢٩	5.52	*٠.٠٠٠

نسبة الاستحقاقات	١.٤٤٩١	5.36	*.٠.٠٠٠
معدل العائد الأصول	٤.٤٤٣٥	17.96	*.٠.٠٠٠
ثابت الانحدار	١.١٦١	19.70	*.٠.٠٠٠

وبإمعان النظر في النتائج المعروضة بجدول رقم (٩) يلاحظ وجود ارتباط معنوي موجب بين القيود المالية واستمرارية الأرباح عند مستوي معنوية ١%، ووجود ارتباط معنوي موجب بين تمهيد الدخل واستمرارية توزيعات الأرباح عند مستوي معنوية ١%، كذلك وجود ارتباط معنوي موجب بين جميع المتغيرات الضابطة واستمرارية توزيعات الأرباح عند مستوي معنوية ١%.

ويستعرض الجدول رقم (١٠) طبيعة العلاقات غير المباشرة (*Direct effects*) للمتغير المستقل (القيود المالية) ومجموعة المتغيرات الضابطة على المتغير التابع (استمرارية الأرباح) وذلك على النحو التالي :

جدول رقم (١٠) : العلاقات غير المباشرة بين القيود المالية، والمتغيرات الضابطة والمتغير التابع استمرارية التوزيعات

المتغير	Coef	z	P> z
القيود المالية	٠.٠٩٢٥	٢.٨٨	*.٠.٠٠٤
معدل دوران الأصول	٠.٠٢٦٨	٣.٦٣	*.٠.٠٠٠
نسبة الاستحقاقات	- ٠.٠٧٣٠١	١.٨٣	*.٠.٠٦٧
معدل العائد الأصول	٠.٠٢٨١٠	٠.٨٠	٠.٤٢٢

وبإمعان النظر في النتائج المعروضة بجدول رقم (١٠) يلاحظ وجود ارتباط معنوي موجب بين القيود المالية واستمرارية توزيعات الأرباح عند مستوي معنوية ١%، وبالنسبة للمتغيرات الضابطة فإن النتائج تشير إلى وجود علاقة وجود ارتباط معنوي موجب بين معدل دوران الأصول واستمرارية توزيعات الأرباح عند مستوي معنوية ١%، ووجود علاقة معنوية وسلبية عند مستوي معنوية ١٠% بين نسبة الاستحقاقات واستمرارية توزيعات الأرباح، وتشير النتائج إلى عدم وجود علاقة بين معدل العائد على الأصول واستمرارية توزيعات الأرباح.

ويستعرض الجدول رقم (١١) طبيعة العلاقات على مستوي التأثير الكلي بالنسبة لكلاً من المتغيرات المستقلة والضابطة والوسيطه والتابعة وذلك على النحو التالي :

جدول رقم (١١) : عرض لطبيعة العلاقات علي المستوي الكلي لجميع متغيرات الدراسة

استمرارية توزيعات الأرباح			تمهيد الدخل			المتغير
$P> z $	$z$	Coef	$P> z $	$z$	Coef	
*.٠٠٠٠	١٠.١١	٢.٠٢٣٥٦	*.٠٠٠١	٣.٣٣	٠.٣٤٢٦	القيود المالية
*.٠٠٠٠	٥.٧٤	٠.٢٧٠١٩	*.٠٠٠٠	٤.٦٨	٠.٠٩٧٢	تمهيد الدخل
*.٠٠٠٠	٦.١٥	٠.٢٤٩٢٨	***.٠٠٥٤	١.٩٣	٠.٢٧٠٢	معدل دوران الأصول
*.٠٠٠٠	٥.٠٥	١.٣٧٦١	٠.٤١٧	٠.٨١	١.٠٤٠	نسبة الاستحقاقات
*.٠٠٠٠	١٧.٩٠	٤.٤٧١٦	*.٠٠٠٠	٣٣.٣٥	٠.٧٩٠	معدل العائد الأصول

٧. تفسير نتائج الدراسة والدراسات المستقبلية

١.٦ تفسير نتائج الدراسة

في ضوء ما تم استعراضه من نتائج الاختبارات الإحصائية يمكن استعراض هذه النتائج في الجدول رقم (١٢) من خلال التعرف علي إمكانية رفض أو عدم رفض فروض الدراسة وذلك علي النحو التالي :

جدول رقم (١٢) : نتائج اختبار فروض الدراسة

م	الفرض	القرار
١	يوجد علاقة معنوية بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح	لا يمكن رفضه
٢	يوجد دور وسيط لتمهيد الدخل علي العلاقة بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح	لا يمكن رفضه
١/٢	يوجد علاقة بين القيود المالية وتمهيد الدخل	لا يمكن رفضه
٢/٢	يوجد علاقة بين تمهيد الدخل واستدامة التوزيعات	لا يمكن رفضه

وتشير نتائج اختبار الفروض المعروضة بالجدول رقم (١٢) إلي العديد من النقاط يمكن استعراضها علي النحو التالي :

- لا يمكن رفض الفرض الأول القائل " يوجد علاقة معنوية بين القيود المالية للشركات واستدامة توزيعات الأرباح " وتدعم هذه النتيجة نظرية الإشارة، والتي تقول أن القيود المالية تدفع الشركة للحفاظ علي مستوي مستقر ودائم من التوزيعات نظراً لما تواجهه من قيود ومعوقات في الحصول علي التمويل اللازم من مصادر التمويل الخارجية وبالتالي تلجأ الشركات إلي الموارد الداخلية إذا كانت متوفرة بالإضافة إلي توريق الديون، وفي هذه الحالة يسعي مجلس الإدارة

إلى إرسال إشارات إيجابية للمستثمرين والسوق بالإعلان عن توزيعات أرباح للأسهم (Miller & Rock, 2013؛ Skinner & soltes, 2011).

- لا يمكن رفض الفرض الثاني القائل " **يوجد دور وسيط لتمهيد الدخل على العلاقة بين القيود المالية للشركات واستخدام توزيعات الأرباح** " حيث تشير النتائج الإحصائية المعروضة بجدول رقم ( ٩ ) ، جدول رقم (١٠) ، جدول رقم (١١) أن قيمة  $(\beta)$  للتأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية كانت علي النحو التالي: ١.٩٣١ ، ٠.٠٩٢٥ ، ٢.٠٢٣٥ عند مستوي معنوية ١%، وهو ما يعني أن تمهيد الدخل يلعب دور الوسيط في طبيعة العلاقة بين القيود المالية وتوزيعات الأرباح ، وتدعم هذه النتيجة وجهة النظر القائلة أن منشآت الأعمال التي تعاني من قيود مالية تسعى في سبيل الوصول إلي مصادر تمويل خارجي أو الحفاظ علي مصادر التمويل الداخلية إلي محاولة البحث عن طرق معينة لإخفاء / أو تأجيل الاعتراف ببعض البنود المؤثرة علي رقم الربح، في محاولة منها لإظهار الشركة في وضع مستقر مالياً، دون لفت الانتباه إلي عملية إدارة دخل فجة وذلك بالاعتماد علي استراتيجية تمهيد الدخل بين الفترات المالية المختلفة لتخفيض مستوي التذبذب في رقم الربح المعلن من سنة إلي أخرى ( Tariverd & Keivanfar, 2017؛ Falavigna & Ippoliti, 2021). وفي ضوء قبول الفرض الرئيسي تم قبول الفرضين الفرعيين أيضاً وذلك علي النحو التالي :

- لا يمكن رفض الفرض الفرعي الأول والقائل " **يوجد علاقة بين القيود المالية وتمهيد الدخل** " وتدعم هذه النتيجة وجهة نظر القائلة أن الإدارة تسعى لاستخدام تمهيد الدخل للحفاظ علي مستوي أرباح معلن عنه مستقر ما بين السنوات المالية في محاولة منها لإظهار واقع المنشأة بشكل أفضل

- لا يمكن رفض الفرض الفرعي الثاني والقائل " **يوجد علاقة بين تمهيد الدخل واستخدام التوزيعات** " ويمكن تفسير هذه النتيجة في ضوء وجهة النظر القائلة أن محاولة المنشأة للحفاظ علي توزيعات مستقرة من الأرباح سيعتمد علي الوصول لمستويات ثابتة من الأرباح بشكل سنوي دون حدوث تذبذب كبير فيها من خلال استخدام استراتيجية تمهيد الدخل.



### ١.٦ الدراسات المستقبلية

- اختبار الدور الوسيط لأساليب أخرى من إدارة الدخل على العلاقة بين القيود المالية واستخدام التوزيعات الأرباح مثل :
  - الدور الوسيط لإدارة الدخل بالاستحقاق على العلاقة بين القيود المالية واستخدام توزيعات الأرباح
  - الدور الوسيط لإدارة الدخل الحقيقية على العلاقة بين القيود المالية واستخدام توزيعات الأرباح.
  - الدور الوسيط لإدارة الدخل بالتصنيف على العلاقة بين القيود المالية واستخدام توزيعات الأرباح
- إعادة اختبار الدور الوسيط لتمهيد الدخل على العلاقة بين القيود المالية واستخدام توزيعات الأرباح على عينة مقارنة من شركات القطاع العام والخاص .

## المراجع

### المراجع : المراجع العربية

حماد، احمد هاني البحيري، ٢٠٢٠، "نظرية المحاسبة"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.  
فودة، السيد احمد محمود، ٢٠٢٠، " الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية دراسة اختبارية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة ، كلية التجارة، جامعة اسكندرية، ٢(٤) : ١-٨٤.  
المديولي، داليا محمد خيرى، ٢٠١٦، " أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة علي توزيعات الأرباح النقدية من منظور محاسبي: "دراسة تطبيقية علي الشركات المسجلة في البورصة المصرية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢(٥٣): ٢٠٧-٢٦٠.  
مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، ٢٠٢٠، " أثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات علي سياسة توزيع الأرباح: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في مؤشر EGX-100" ، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة ، كلية التجارة، جامعة اسكندرية، ٢(٤) : ٩٥-١٦٩.

- Abbadi, S., Abuaddous, M, Bataineh, H., & Muttairi, A., (2020). The Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Kuwait. *International Journal of Financial Research*. 11. 518. 10.5430/ijfr.v11n5p518.
- Abernathy, John & Beyer, Brooke & Rapley, Eric. (2014). Earnings Management Constraints: An Examination of the Tradeoff Between Accruals-based Earnings Management and Classification Shifting.
- Abuhommous, A A., (2013). FINANCIAL CONSTRAINTS, CAPITAL STRUCTURE AND DIVIDEND POLICY: EVIDENCE FROM JORDAN. 10.13140/RG.2.2.15417.83043.
- Ahmed, F., Advani, N., & Kanwal, S. (2018). Earnings Management and Dividend Policy: Empirical Evidence from Major Sectors of Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(3), 182–190. Retrieved from <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/6445>
- Almeida H and Campello M (2007) Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies* 20: 1429–1460.
- Anton, J.J.; Yao, D.A. The Sale of Ideas: Strategic Disclosure, Property Rights, and Contracting. *Rev. Econ. Stud.* **2002**, 69, 513–531.

- Arif, Ahmed & Abrar, Afsheen & Khan, Mehwish & Kayani, Ferheen & Shah, Syed. (2011). Dividend Policy and Earnings Management: An Empirical Study of Pakistani Listed Companies. *Information Management and Business Review*. 3. 68-77. 10.2139/ssrn.2558338.
- Atanassov, J., and Mandell, A. (2018). "Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships". *Journal of Corporate Finance*. *Journal of Corporate Finance*. 53(1):106-132.
- Ben Salah, O. and Jarboui, A. (2021), "Dividend policy, earnings management and the moderating effect of corporate governance in the French context", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2021-0034>.
- Chen, C., Lu, H., Sougiannis, T., 2012, "The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs", *Contemporary Accounting Research*, 29 (1): 252–282.
- Chen, S.S.; Wang, Y. Financial constraints and share repurchases. *J. Financ. Econ.* **2012**, *105*, 311–331.
- Denis, D.J. and Sibilkov, V. (2010) Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *The Review of Finance Studies*, 23, 247–269. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhp031>
- Falavigna, Greta, and Roberto Ippoliti. 2021. "Financial Constraints and the Sustainability of Dividend Payout Policy" *Sustainability* 13, no. 11: 6334. <https://doi.org/10.3390/su13116334>
- Faulkender M and Wang R (2006) Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance* 61:1957–1990.
- Flavin, T., & O'Connor, T. (2017). "Reputation building and the life cycle model of dividends". *Pacific-Basin Finance Journal*. 46: 177–190
- Flayyih, Hakeem & Altimemi, Abbas. (2015). Earning management, *Dar Ghaida Printing and Publishing*, Amman, Jordan.
- Gautam, V., Singh, A. and Gaurav, S., 2014, "Cash Holdings and Finance Constraints in Indian Manufacturing Firms", *Research in Applied Economics*, Vol. 6 (3): 56 – 75.
- Habib, A., and Hasan, M. (2019). "Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A Survey, and direction

- for future research". *International Review of Financial Analysis*. 61(1):188-201.
- Hadlock C and Pierce J R (2010) New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies* 23: 1909–1940.
- He, T.T., Li, W.X.B., Tang, G.Y.N., (2012). "Dividends behavior in stateversus family controlled firms: evidence from Hong Kong". *J. Bus. Ethics*. 110, 97–112.
- Im, Chae & Kim, Jeong & Choi, Min. (2016). Dividend Policy and Earnings Management: Based on Discretionary Accruals and Real Earnings Management. *International Journal of u- and e- Service*, Science and Technology. 9. 137-150. 10.14257/ijunesst.2016.9.2.15.
- Jensen, M. (1986). "Agency cost of free cash flow, corporate finance and the market for takeovers". *American Economic Review*. 76(1): 323-329.
- Kaplan, S, and Zingales, L., 1997, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112(1): 169–215.
- Korajczyk, Robert A. and Levy, Amnon, Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints (June 17, 2002). AFA 2002 Atlanta Meetings; *Kellogg School of Mgmt. Finance Working Paper No. 279*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=281430> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.281430>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (2000). "Agency Problems and dividend policies around the World". *The Journal Finance*. 55 (1) : 1-33.
- Li, Si & Richie, Nivine. (2016). Income smoothing and the cost of debt. *China Journal of Accounting Research*. 9. 10.1016/j.cjar.2016.03.001.
- Miller, M.H.; Rock, K. Dividend policy under asymmetric information. *J. Financ*. 2013, 40, 1031–1051.
- Modigliani, F. and Miller, M. H., and 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48: 261–297.
- Pal, R, and Ferrando, A., 2010, "Financial Constraints Firms Cash Policy in the EURO Area", *The European Journal of Finance*, Vol. 16(2): 153-171

- Pathan, S.; Faff, R.; Méndez, C.F.; Masters, N. Financial constraints and dividend policy. *Aust. J. Manag.* **2016**, 41, 484–507.
- Sami, M. and Abdallah, W. (2021), "Assessing the impact of dividend policy on the sustainability of distressed firms", *Journal of Modelling in Management*, Vol. 16 No. 3, pp. 987-1001
- Sinan S. Abbadi & Murad Y. Abuaddous & Hanady T Bataineh & Abdulla E Muttairi, 2020. "The Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Kuwait," *International Journal of Financial Research, International Journal of Financial Research*, Sciedu Press, vol. 11(5), 518-526
- Singla,H., and Samanta,P.(2018)." Determinants of dividened payout of construction companies: a panel data analysis". *Journal of Financial Management of Property and Construction*. 24(1):1366-4387.
- Skinner, D.J.; Soltes, E. What do dividends tell us about earnings quality? *Rev. Account. Stud.* **2011**, 16, 1–28.
- Stiglitz, J.E.;Weiss, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *Am. Econ. Rev.* **1981**, 71, 393–410.
- Tariverdi, Y., & Keivanfar, M. (2017). The Effect of Financial Constraints on Relationship between Financial Reporting Quality and Investment Inefficiency. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 161–168. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/4790>
- Toni M. Whited, Guojun Wu, Financial Constraints Risk, *The Review of Financial Studies*, Volume 19, Issue 2, Summer 2006, Pages 531–559, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>
- Verga Matos, Pedro, Victor Barros, and Joaquim Miranda Sarmiento. 2020. "Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe?" *Sustainability* 12, no. 21: 8804. <https://doi.org/10.3390/su12218804>
- Whited T and Wu G (2006) Financial constraints risk. *Review of Financial Studies* 19: 531–559.

ملحق رقم (١)

الموارد الأساسية	م
العربية للألومنيوم	١
الحديد والصلب المصرية	٢
العز الدخيلة للصلب	٣
العامّة لصناعة الورق راكتا	٤
أسيك للتعبين	٥
مصر للألومنيوم	٦
حديد عز	٧
الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	
الأهرام للطباعة والتغليف	٨
السويس للأكياس	٩
الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	١٠
الصناعات الهندسية المعمارية للإتشاء والتعمير - إيكون	١١
العربية المتحدة للشحن والتفريغ	١٢
العربية للصناعات الهندسية	١٣
القناة للتوكيلات لملاحية	١٤
الكابلات الكهربائية المصرية	١٥
المصرية لخدمات النقل والتجارة - إيجيترانس	١٦
الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	١٧
الأدوية	
الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	١٨
المركز الطبي الجديد الإسكندرية	١٩
العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٠
القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٢١
المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٢٢
النيل للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٣
جلاكسو سميتكلاين	٢٤
مستشفى الزهراء الدولي	٢٥
ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٦
مينافارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٧
العقارات	
التعمير والاستشارات الهندسية	٢٨
الخليجية الكندية للاستثمار	٢٩
السادس من أكتوبر للتنمية - سوديك	٣٠
الشمس للإسكان والتعمير	٣١
العالمية للاستثمار والتنمية	٣٢
العامّة لاستصلاح الأراضي	٣٣
العربية لاستصلاح الأراضي	٣٤
العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	٣٥
العربية الإسلامية للتنمية	٣٦
القاهرة للاستثمارات والتنمية	٣٧
المتحدة للإسكان والتعمير	٣٨
القاهرة للإسكان والتعمير	٣٩
المجموعة المصرية العقارية	٤٠
المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	٤١
الوطنية للإسكان للتقانات المهنية	٤٢
زهراء المعادي للاستثمار	٤٣
مدينة نصر للإسكان	٤٤
مصر الجديدة للإسكان	٤٥

الأثر الوسيط لتمديد الدخل على العلاقة بين القيود المالية واستخدام التوزيعات

د/ السعيد محمد العظيم طلبة الشرفاوي & د/ محمد محمود سليمان محمد

مينا للاستثمار السياحي والعقاري	٤٦
وادي كوم أمبو لاستصلاح الأراضي	٤٧
موزعون وتجارتجزئة	
أسبوط الإسلامية الوطنية	٤٨
العامه للصوامع والتخزين	٤٩
القاهرة للخدمات التعليمية	٥٠
مصر للأسواق الحرة	٥١
كيمياويات	
أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٥٢
الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	٥٣
المالية والصناعية المصرية	٥٤
سماد مصر ايجيفرت	٥٥
سيدي كرير للبتريكيماويات	٥٦
كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	٥٧
مصر لصناعة الكيماويات	٥٨
منتجات منزلية وشخصية	
الاسكندرية للغزل والنسيج سينالكس	٥٩
الشرقية - ايسترن كومباني	٦٠
العامه لمنتجات الخزف والصيني	٦١
العربية لحليج الأقطان	٦٢
العربية وبولفرا للغزل والنسيج	٦٣
النساجون الشرقيون للمسجاد	٦٤
النصر للملابس والمنسوجات - كابو	٦٥
النيل لحليج الأقطان	٦٦
جولدن تكس للأصواف	٦٧
دايس للملابس الجاهزة	٦٨
الأغذية والمشروبات	
الاسماعيلية - مصر للدواجن	٦٩
الدلتا للسكر	٧٠
الدولية للمحاصيل الزراعية	٧١
الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٧٢
العربية لمنتجات الألبان	٧٣
القاهرة للدواجن	٧٤
القاهرة للزيوت والصابون	٧٥
المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	٧٦
المصرية للدواجن	٧٧
المنصورة للدواجن	٧٨
شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي	٧٩
مصر للزيوت والصابون	٨٠
مطاحن شرق الدلتا	٨١
مطاحن مصر العليا	٨٢
مطاحن مصر الوسطي	٨٣
مطاحن وسط وغرب الدلتا	٨٤
مطاحن ومخازن الإسكندرية	٨٥
مطاحن ومخازن جنوب القاهرة والجيزة	٨٦
مطاحن ومخازن شمال القاهرة	٨٧
البناء والتشييد	
أسمنت بوتلاندر المصرية	٨٨
أسمنت سيناء	٨٩
أكرو مصر للشدات والسقالات	٩٠
الاسكندرية لاسمنت بورتلاندر	٩١

الأثر الوسيط لتمديد الدخل على العلاقة بين القيود المالية واستخدام التوزيعات

د/ السعيد محمد العظيم طلبة الشرفاوي & د/ محمد محمود سليمان محمد

البويات والصناعات الكيماوية - باكين	٩٢
الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار	٩٣
الحديثة للمواد العازلة مودرن	٩٤
السويس للأسمنت	٩٥
الصعيد العامة للمقاولات والاستثماري	٩٦
العربية للخزف	٩٧
العربية للمحابس	٩٨
العز لسيراميك والبورسلين	٩٩
القومية للأسمنت	١٠٠
المصرية لتطوير صناعة البناء - السلاب	١٠١
النصر للأعمال المدنية	١٠٢
جنوب الوادي للأسمنت	١٠٣
دلتا للإتشاء والتعمير	١٠٤
رويكس لتصنيع البلاستيك	١٠٥
ليسكو مصر	١٠٦
مصر بني سويف للأسمنت	١٠٧
مصر لصناعة التبريد والتكييف	١٠٨
مصر للأسمنت قنا	١٠٩
<b>السياحة والترفيه</b>	
التعمير السياحي	١١٠
المصرية للمشروعات السياحية العالمية	١١١
المصرية للمنتجات السياحية	١١٢
أوراسكوم للفنادق والتنمية	١١٣
بيراميزا للفنادق والفري السياحية	١١٤
رمكو لإتشاء القرى السياحية	١١٥
رواد السياحة	١١٦
رواد مصر للاستثمار السياحي	١١٧
شادم دريمز للاستثمار السياحي	١١٨
عبر المحيطات للسياحة	١١٩
مصر للفنادق	١٢٠
<b>الاتصالات</b>	
المصرية للاتصالات	١٢١
المصرية لخدمات التليفون المحمول - اورنج	١٢٢
<b>الاعلام</b>	
المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	١٢٣
<b>المرافق</b>	
غاز مصر	١٢٤
<b>غاز وبتروول</b>	
الاسكندرية للزيوت المعدنية	١٢٥