مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: تأثير فرص النمو وهيكل رأس المال على سياسة توزيع الأرباح (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)
اسم الكاتب: د. منذر عبدالكريم مرهج، فارس حلمي قلاب
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5720
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 19:52 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Growth Opportunities, Capital Structure And Dividend Policy

(An applied study on companies listed on the Damascus Securities Exchange)

Dr. Mounzer Mourhij[*]
Faries Helme Kallab[**]

(Received 1 / 8 / 2021. Accepted 29 / 3 / 2022)

□ ABSTRACT □

This research aims to determine the impact of growth opportunities and capital structure on the dividend policy (cash and non-cash dividend) in companies listed on the Damascus Securities Exchange during the period (2010-2019). To achieve this objective, the two researchers used a hypothetical-deductive approach to formulate the hypotheses; and analyzed the financial statements of all companies listed in Damascus Securities Exchanges. The research reached the following results: 1- There is an inverse effect of growth opportunities and capital structure on the dividend payout ratio. 2- Growth opportunities inverse affect the decision to distribute cash dividends. 3- There is no effect of growth opportunities and capital structure on the stock dividend ratio. 4- There is an inverse effect of growth opportunities on the decision to pay cash dividend. 5- There is no effect of capital structure on the decision to pay cash dividend. 6- There is no effect of growth opportunities and capital structure on the decision to distribute stock dividend. 7- There is no effect of growth opportunities and capital structure on the zero dividend decision.

Keywords: Growth Opportunities, Dividend policy, Cash dividends, Stock dividend, Capital Structure, Financial Leverage, Damascus Securities Exchange.

[*]**Associate Professor, Department of Business Administration, Faculty of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria . drmonzmont@yahoo.com**
[**]**Postgraduate student (PhD), Department of Business Administration, Faculty of Economics ، Tishreen University, Lattakia, Syria. fares.kallab@outlook.com**

تأثير فرص النمو وهيكل رأس المال على سياسة توزيع الأرباح
(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

الدكتور منذر عبد الكريم مرهج [*]
فارس حلمي قلاب [**]

(تاريخ الإيداع 1 / 8 / 2021. قُبِل للنشر في 29 / 3 / 2022)

ملخّص

هدف هذا البحث إلى دراسة تأثير فرص النمو وهيكل رأس المال على سياسة توزيع الأرباح (النقدية وغير النقدية) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2010–2019). ولتحقيق هذا الهدف قام الباحثان باستخدام المدخل المنهجي (الفرضي–الاستنباطي) لصياغة فرضيات البحث، كما تم تحليل البيانات المالية المنشورة لجميع الشركات محل الدراسة، والبالغ عددها (24) شركة. وقد أظهرت نتائج البحث وجود تأثير عكسي لفرص النمو وهيكل رأس المال على نسبة الأرباح الموزعة النقدية، كما أن فرص النمو تؤثر بشكل عكسي على قرار توزيع أرباح نقدية، وتوصلت لعدم وجود تأثير لفرص النمو وهيكل رأس المال على نسبة الأسهم المجانية الموزعة، ووجود تأثير عكسي لفرص النمو على قرار توزيع أرباح نقدية، وعدم وجود تأثير لهيكل رأس المال على قرار توزيع أرباح نقدية، وعدم وجود تأثير لفرص النمو وهيكل رأس المال على قرار توزيع أسهم مجانية، وأظهرت عدم وجود تأثير لفرص النمو وهيكل رأس المال على قرار عدم توزيع أرباح.

الكلمات المفتاحية: فرص النمو، سياسة توزيع الأرباح، سياسة توزيع الأرباح النقدية، سياسة توزيع الأسهم المجانية، هيكل رأس المال، الرافعة المالية، سوق دمشق للأوراق المالية.

[*] أستاذ مساعد – قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية. drmonzmont@yahoo.com
[**] طالب دراسات عليا – (دكتوراه) قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد– جامعة تشرين – اللاذقية– سورية. fares.kallab@outlook.com

مقدّمة:

يواجه المدير المالي العديد من القرارات المالية المهمة التي تحدد بقاء الشركة، واستمراريتها، وقدرتها التنافسية، وحصتها السوقية، ومن أهم هذه القرارات؛ القرارات التمويلية، والاستثمارية، وقرارات سياسة توزيع الأرباح فجميع هذه القرارات مرتبطة بقيمة الشركة السوقية التي يعد تعظيمها الغاية الأساسية لإدارة الشركة؛ فتوفر فرص النمو أمام الشركة يدفعها لاختيار أهم الفرص الاستثمارية المتاحة، ويدفعها للبحث عن أفضل طريقة لتمويل هذه الفرص. وفي الوقت نفسه ينبغي على الشركة تحديد سياسة توزيع الأرباح التي تلبي رغبات مساهميها، ولا تتعارض مع قراراتها التمويلية والاستثمارية.

الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات العربية

- **دراسة (نادر & حيدر، 2015) بعنوان:**

العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وجمعت الدراسة البيانات الثانوية عن الفترة الزمنية الممتدة بين عامي 2009-2013 عن 23 شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واعتمدت على نموذج انحدار TOBIT لتحليل العلاقة بين المتغيرات، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة سلبية بين الفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح النقدية، ووجود علاقة سلبية بين نسبة المديونية وتوزيعات الأرباح النقدية.

- **دراسة (بوكرومة، 2019) بعنوان:**

أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2000-2018

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر قرارات الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (ASE)، وجمعت الدراسة البيانات الثانوية عن الفترة (2000-2018) عن عينة مكونة من 62 شركة، واعتمد الدراسة على نماذج الانحدار المتعدد وأسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة موجبة بين الأداء المالي للشركات المدرجة وكل من القرار الاستثماري، وسياسة توزيع الأرباح، وحجم الشركة، وفرص نموها.

ثانياً: الدراسات الأجنبية:

- **دراسة (Imamah *et al.*, 2019) بعنوان:**

Islamic law, corporate governance, growth opportunities and dividend policy in Indonesia stock market

الشريعة الإسلامية وحوكمة الشركات وفرص النمو وسياسة توزيع الأرباح في سوق الأوراق المالية في إندونيسيا

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الشريعة الإسلامية وحوكمة الشركات وفرص النمو على سياسة توزيع الأرباح، وجمعت الدراسة البيانات الثانوية عن 2125 شركة مدرجة في سوق إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2016، وجدت الدراسة أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (SCFs) تدفع توزيعات أرباح كبيرة، وتلعب الملكية المؤسسية لـ SCFs دوراً قوياً في حوكمة الشركات لأنها مرتبطة بشكل سلبي بتوزيعات الأرباح عندما يكون نمو

الشركة مرتفعاً، بينما تصبح هذه العلاقة إيجابية عندما يكون نمو الشركة منخفضاً، وتوصلت إلى أن الشريعة الإسلامية هي عامل مهم يؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الدول الإسلامية.

- **دراسة (Danila *et al.*, 2020) بعنوان:**

Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study

فرص النمو وهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة: دراسة حالة إندونيسيا

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الفرص الاستثمارية على هيكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح في إندونيسيا. جمعت الدراسة البيانات الثانوية للشركات المدرجة في سوق إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة 2007–2017، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. توصلت الدراسة لوجود علاقة ارتباط معنوية بين الفرص الاستثمارية ونسبة المديونية ونسبة الأرباح الموزعة.

- **دراسة (Akhmadi *et al.*, 2020) بعنوان:**

Firm Size As A Moderation Factor: Testing The Relationship of Capital Structure With Dividend Policy

حجم الشركة كمتغير وسيط: اختبار علاقة هيكل رأس المال بسياسة توزيع الأرباح

هدفت هذه الدراسة دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح باستخدام حجم الشركة كمتغير وسيط. اعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية المجموعة عن عينة من شركات التصنيع الأساسية والصناعات الكيماوية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011–2015، واستخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتوسط (MRA) لتحليل البيانات الثانوية، وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الدين إلى الأصول (DAR) لها تأثير سلبي وغير معنوي على نسبة توزيع الأرباح(DPR)، وحجم الشركة يتوسط العلاقة سلبياً، وهناك علاقة معنوية بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح.

- **دراسة (Mulongowebi, 2020) بعنوان:**

Effect of Capital Structure on Dividend Pay-Out Ratio of Public Listed Commercial Banks in Kenya

تأثير هيكل رأس المال على نسبة توزيع الأرباح للبنوك التجارية العامة المدرجة في كينيا

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير هيكل رأس المال على نسبة توزيع الأرباح للبنوك التجارية العامة المدرجة في كينيا. جمعت الدراسة البيانات الثانوية الخاصة عن 11 مصرفاً تجارياً عاماً مدرجاً في سوق نيروبي للأوراق المالية خلال الفترة 2011–2017، واستخدمت نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات الثانوية، وتوصلت إلى أن هيكل الملكية يعد محدداً هاماً لسياسة توزيع الأرباح.

- **دراسة (Sakr and Bedeir, 2020) بعنوان:**

The Interrelationship between Capital Structure and Corporate Payout Policy

العلاقة المتبادلة بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع أرباح الشركات

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وسياسة توزيع أرباح الشركات. جمعت الدراسة البيانات الثانوية عن 62 شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية (EGX) خلال الفترة 2003–2016، واستخدمت نموذج انحدار المربعات الصغرى لتحليل البيانات الثانوية، وتوصلت لوجود علاقة إيجابية معنوية بين هكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح.

أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة: تتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في كونها استخدمت نسبة الرفع المالي لقياس هيكل رأس المال، واستخدمت نسبة الأرباح الموزعة النقدية لقياس المتغير سياسة توزيع الأرباح، وتختلف عن الدراسات السابقة في كونها استخدمت نسبة إجمالي المطلوبات/إجمالي الأصول لقياس المتغير هيكل رأس المال، كما استخدمت نسبة القيمة السوقية لأصول الشركة/ القيمة الدفترية للأصول لقياس المتغير فرص النمو، واستخدمت (نسبة الأرباح النقدية الموزعة، ونسبة الأسهم المجانية الموزعة) لقياس المتغير سياسة توزيع الأرباح. كما أن هذه الدراسة درست تأثير هيكل رأس المال وفرص النمو على قرارات سياسة توزيع الأرباح (توزيع أرباح نقدية، توزيع أسهم مجانية، عدم توزيع أية أرباح سواء أكانت نقدية أم أسهم مجانية).

مشكلة البحث:

بعد قيام الباحثين بالمراجعة الأدبية للدراسات التي تناولت العلاقة بين فرص النمو وهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح وجدا قصوراً في المتغيرات التي تستخدمها هذه الدراسات في قياس هيكل رأس المال للشركة؛ فمعظم هذه الدراسات اعتمدت على نسب الديون قصيرة الأجل، أو الديون طويلة الأجل، أو إجمالي الديون/ إجمالي حقوق الملكية، وتجاهلت العديد من النسب المهمة كنسبة إجمالي المطلوبات/إجمالي الأصول، كما أن الدراسة الحالية درست التأثير المتبادل بين هيكل رأس المال وفرص النمو وسياسة توزيع الأرباح النقدية وغير النقدية، ومن هذا القصور تتجلى مشكلة البحث بالتساؤلات الرئيسة الآتية:

1. هل يوجد تأثير لفرص النمو على سياسة توزيع الأرباح (النقدية وغير النقدية) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
2. هل يوجد تأثير لهيكل رأس المال على سياسة توزيع الأرباح (النقدية وغير النقدية) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
3. هل يوجد تأثير لفرص النمو على قرارات سياسة توزيع الأرباح (توزيع أرباح نقدية، أسهم مجانية، عدم توزيع أرباح) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
4. هل يوجد تأثير لهيكل رأس المال على قرارات سياسة توزيع الأرباح (توزيع أرباح نقدية، أسهم مجانية، عدم توزيع أرباح) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

أهميّة البحث وأهدافه:

أهمية البحث:

<u>الأهمية النظرية</u>: ترتبط أهمية البحث بأهمية موضوع توزيع الأرباح والعوامل التي تحدد هذه التوزيعات وتأثيرها المتوقع على قيمة الشركة، وتكمن أهمية البحث في كونه سيحيط بالعلاقة المتبادلة بين هيكل رأس المال وفرص النمو وتوزيعات الأرباح، وبالتالي إغناء الأدبيات العلمية المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح، كما يعد توفر الفرص الاستثمارية وطريقة تمويل هذا النمو من الموضوعات المهمة نظراً لتأثيره على قرار المدير المالي في تحديد شكل وحجم ووقت توزيعات الأرباح، وانعكاس ذلك على القيمة السوقية للشركة.

<u>الأهمية العملية</u>: تكمن الأهمية العملية للبحث بأنه من المتوقع أن تساعد النتائج التي تم التوصل إليها المدراء الماليين في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح التي تؤدي إلى رفع كفاءة الأداء المالي للشركة، وبالتالي تعظيم قيمة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أهداف البحث:

1. تحديد تأثير فرص النمو على سياسة توزيع الأرباح (النقدية وغير النقدية) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. تحديد تأثير هيكل رأس المال على سياسة توزيع الأرباح (النقدية وغير النقدية) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. تحديد تأثير فرص النمو على قرارات سياسة توزيع الأرباح (توزيع أرباح نقدية، أسهم مجانية، عدم توزيع أرباح) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
4. تحديد تأثير هيكل رأس المال على قرارات سياسة توزيع الأرباح (توزيع أرباح نقدية، أسهم مجانية، عدم توزيع أرباح) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

فرضيات البحث: قام البحث على الفرضيات الآتية:

1. لا يوجد تأثير لفرص النمو (GO) على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. لا يوجد تأثير لفرص النمو (GO) على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
4. لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
5. لا يوجد تأثير لفرص النمو (GO) على قرار توزيع أرباح نقدية (CD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
6. لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار توزيع أرباح نقدية (CD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
7. لا يوجد تأثير لفرص النمو (GO) على قرار توزيع أسهم مجانية (SD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
8. لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار توزيع أسهم مجانية (SD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
9. لا يوجد تأثير لفرص النمو (GO) على قرار عدم توزيع أرباح (ZD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.
10. لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار عدم توزيع أرباح (ZD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

منهجية البحث:

لتحقيق هدف البحث قام الباحثان باستخدام المدخل المنهجي (الفرضي – الاستنباطي) لصياغة الفرضيات السابقة، كما تم جمع البيانات اللازمة للدراسة من واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واستخدم الباحثان برنامج STATA لتحليل بيانات هذا البحث.

مجتمع البحث:

يتمثل مجتمع البحث بجميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في سورية (24 شركة) وتشمل جميع القطاعات المالية والصناعية والخدمية والزراعية.

الجدول رقم (1): الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

المصارف	14	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	البنك العربي	فرنسبنك – سورية
		بنك بيمو السعودي الفرنسي	بنك الائتمان الأهلي	بنك الشرق
		بنك سورية الدولي الإسلامي	بنك بيبلوس	بنك البركة
		بنك سورية والمهجر	بنك قطر	بنك الشام
		بنك سورية والخليج	بنك الأردن – سورية	
التأمين	6	السورية الدولية للتأمين (آروب)	السورية الوطنية للتأمين	المتحدة للتأمين
		الاتحاد التعاوني للتأمين	السورية الكويتية للتأمين	العقلية للتأمين التكافلي
الخدمات	2	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	الأهلية للنقل	
الصناعة	1	الأهلية لصناعة الزيوت		
الزراعة	1	الهندسية الزراعية للاستثمار (نماء)		
المجموع	24			

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية: http://www.dse.sy/ ؛ تم الاطلاع على المرجع في: 27 تموز 2021

حدود البحث:

الحدود الزمانية: حددت الفترة الزمنية للبحث من تاريخ 2010 إلى تاريخ 2019.

الحدود المكانية: جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (باستثناء شركة سيريتل لإدراجها بتاريخ (2018/12/24)، وشركة MTN سوريا لإدراجها بتاريخ (2019/2/9)، وشركة اسمنت البادية لإدراجها بتاريخ (2019/9/29) لعدم توفر البيانات المرتبطة بالمتغير المستقل هيكل الملكية.

متغيرات البحث:

المتغيرات التابعة:

سياسة توزيع الأرباح

بعد المراجعة الأدبية التي قام بها الباحثان وجدا أن جميع هذه الدراسات درست العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح النقدية فقط، وقامت بقياس سياسة توزيع الأرباح بإحدى النسب التي تعبر عن توزيعات الأرباح النقدية **كنسبة الأرباح الموزعة النقدية DPR** = $\frac{\text{الأرباح النقدية الموزعة}}{\text{صافي الدخل}}$

(Sualehkhattak and Hussain,2017)، ونظراً لقيام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باتباع شكل آخر لتوزيعات الأرباح المتمثل بتوزيعات الأسهم المجانية قام الباحثان بإضافة **نسبة الأسهم المجانية الموزعة** **SDR** = $\frac{\text{إجمالي قيمة الأسهم المجانية الموزعة}}{\text{صافي الدخل + الأرباح المحتجزة}}$ لدراسة تأثير هيكل الملكية على هذا الشكل من توزيعات الأرباح.

لدراسة تأثير فرص النمو وهيكل رأس المال على شكل الأرباح الموزعة (توزيع أرباح نقدية–أسهم مجانية–عدم توزيع أية أرباح)، قاس الباحثان هذه العلاقة كما يأتي:

قرار توزيع أرباح نقدية: نعطي القيمة (1) في العام الذي تدفع فيه الشركة توزيعات أرباح نقدية والقيمة (0) في حال عدم دفعها لتوزيعات نقدية.

قرار توزيع أسهم مجانية: نعطي القيمة (1) في العام الذي توزع فيه الشركة أسهم مجانية والقيمة (0) في حال عدم توزيعها لأسهم مجانية.

قرار عدم توزيع أرباح: نعطي القيمة (1) في العام الذي لم توزع فيه الشركة توزيعات أرباح نقدية، أو أسهم مجانية والقيمة (0) في حال توزيعها للأرباح النقدية، أو للأسهم المجانية.

المتغيرات المستقلة:

فرص النمو = $\frac{\text{(القيمة الدفترية للأصول – إجمالي حقوق الملكية + الأسهم المصدرة × سعر السهم)}}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$ (Danila *et al.*,2020)

هيكل رأس المال= نسبة إجمالي المطلوبات/إجمالي الأصول (Sakr Sualehkhattak and Hussain,2017; and Bedeir,2020)

المتغيرات الضابطة:

اعتمدت الأدبيات السابقة على عدد من المتغيرات الضابطة (Imamah et al.,2019, Sualehkhattak and Hussain,2017، Sakr and Bedeir,2020)، لذلك اعتمد الباحثان المتغيرات الضابطة الآتية:

1. **حجم الشركة:** اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.
2. **معدل دوران الأصول:** اجمالي الدخل التشغيلي /إجمالي الأصول.
3. **نسبة العائد على حقوق الملكية:** صافي الدخل /حقوق الملكية.
4. **نسبة التداول:** الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة.

الإطار النظري:

مصطلحات البحث:

توزيعات الأرباح هي جزء من الربح الذي تحققه الشركة، وهو من حق المساهمين بما يتناسب مع حجم ملكيتهم في الشركة. (Akhmadi *et al.*,2020, p42)

تُعرَّف سياسة توزيع الأرباح على أنها توزيع أرباح الشركة على المساهمين عن فترة مالية محددة والتي يتم تحديدها من خلال اجتماع عام يحضره المساهمون. (Hartono and Matusin, 2020, p140)

هيكل رأس المال هو شرط يتم فيه تخفيض تكلفة رأس المال للوصول إلى الحد الأدنى(Mubaraq et al.,2021, p881)

نمو الشركة إن نسبة النمو هي النسبة التي تقيس مدى قدرة الشركة على الحفاظ على مكانتها في الصناعة والتنمية الاقتصادية العامة. يوضح نمو الشركة مدى قدرة الشركة على النمو وتطوير نمو أحد أصول الشركة، وإذا تمكنت إدارة

الشركة من الاستفادة من أصول الشركة على النحو الأمثل، فستزيد من أرباح الشركة، وكلما زادت كفاءة استخدام أصول الشركة انخفضت التكلفة المطلوبة لتمويل تشغيل هذه الأصول.

كلما زادت فعالية استخدام أصول الشركة قلت فرصة الأصول غير المستخدمة حيث تقوم الشركة ببيع الأصول غير المستخدمة وتحصل على أموال إضافية.(Fajaria and Isnalita,2018, p58)

العلاقة بين فرص النمو وهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح

هناك علاقة عكسية بين فرص النمو وتوزيعات الأرباح حيث تميل الشركات إلى احتجاز أرباحها المحققة والاحتفاظ بها لتمويل عمليات التوسع والنمو .(Jaara et al.,2018, p203)

تعتبر مشاكل الوكالة أكثر حدة بالنسبة للشركات التي تمتلك فرص للنمو لأنها أكثر مرونة في اختيار استثماراتها المستقبلية، وبالتالي يجب أن يكون معدل النمو المتوقع مرتبطاً بشكل سلبي بالرافعة المالية، كما إن الشركات ذات معدلات النمو الكبيرة تميل إلى الاعتماد بشكل كبير على التمويل بالديون قصيرة الأجل، بينما تعتمد على التمويل بالديون طويلة الأجل بشكل أقل في هيكل رأس مالها من أجل تقليل تكاليف هذه الوكالة، وكلما زادت فرص النمو زادت الحاجة إلى الأموال لتمويل التوسع، وبالتالي تزداد احتمالية احتفاظ الشركة بأرباحها بدلاً من دفعها كتوزيعات أرباح، فالشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية ستعتمد على سياسة توزيع أرباح منخفضة.(Al-Najjar,2011, p211)

ووفقاً لنظرية تكاليف الوكالة فإن توزيعات الأرباح والتمويل باستخدام الديون يمكن أن يقلل من المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومات، فدفع توزيعات الأرباح والقدرة على إصدار الديون تعمل كآلية لتقليل التدفقات النقدية الخاضعة للسيطرة الإدارية، وبالتالي المساعدة في التخفيف من مشاكل الوكالة، لذلك من المتوقع وجود علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. (Al-Najjar,2011, p211)

الرافعة المالية هي الكيفية التي يتم في تمويل أصول الشركة من خلال الديون، وترتبط الرافعة المالية الكبيرة أيضاً بمخاطر استثمارية كبيرة، فالرافعة المالية الكبيرة ستجعل قيمة الشركة تنخفض وتجعل المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار في الشركة يفكرون مرتين قبل استثمار رأس مالهم.

يجب أن تكون الرافعة المالية الكبيرة مصحوبة بقدرة الشركة على سداد هذا الدين الكبير، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال مقدار الأصول التي يتعين على الشركة سداد ديونها.

تواجه الشركات التي تكون الرافعة المالية فيها كبيرة صعوبة بالطبع في إقناع المستثمرين باستثمار رؤوس أموالهم في الشركة، وتعد توزيعات الأرباح إشارة للمستثمرين الذين يحكمون على الأداء الجيد والسيئ، فتوزيع الأرباح يخفض العلاقة العكسية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، مما يعني أنه عندما يتبع الرافعة المالية العالية معدل توزيعات أرباح مرتفع يجعل ذلك قيمة الشركة عالية أيضاً.(Kanta et al.,2021, p247)

الرافعة المالية هي قدرة الشركة على استخدام الأصول الثابتة أو الأصول والأموال التي لها تكلفة ثابتة لزيادة مستوى الشركة، ووفقاً لـ Modigliani and Miller (1961) يمكن اعتبار الزيادة في مستوى المديونية بمثابة إشارة كبيرة للأرباح المستقبلية للشركة مما سيزيد من قيمة الشركة، ويؤثر على رغبتها في دفع توزيعات أرباح مرتفعة. كما يمكن للديون المتزايدة أن تحفز الإدارة على العمل بكفاءة بسبب قلة الفوائد التي تعود عليهم.(Chintya and Andrianantenaina,2020, p196)

وتتميز الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة باحتياجات تمويلية مستقبلية كبيرة لتمويل نموها، وسيؤثر معدل النمو المرتفع على توزيع الأرباح على المساهمين لأن الشركات تميل إلى احتجاز أرباحها لتمويل استثماراتها.(Mauris and Rizal,2021, p939)

وكلما زادت سرعة نمو الشركة زادت الحاجة إلى الأموال لتمويل التوسع، وزادت الحاجة إلى الأموال في المستقبل، وزادت رغبة الشركة في جني الأرباح. لذلك يجب ألا توزع الشركات التي تمتلك فرص نمو أرباحها كتوزيعات أرباح، ولكن يتم استخدامها بشكل أفضل لتمويل فرصها الاستثمارية، وكلما كان معدل نمو الشركة أسرع زادت فرصها في تحقيق الأرباح، وزاد حجم الأرباح المحتفظ بها في الشركة، وهذا يعني دفع توزيعات أرباح أقل.(Saribu and Januardin,2021, p146)

معظم الشركات التي تمتلك فرص نمو تتفاوض في كثير من الأحيان مع المساهمين للموافقة على تأجيل توزيعات الأرباح لأن الأموال ستستخدم لتمويل التوسع بحيث يتمتع المساهمون في الفترات القادمة بعوائد ضخمة. (Ismawati,2020, p149)

النتائج والمناقشة:

1. قام الباحثان بتطبيق اختبار Hausman لاختيار نموذج الدراسة المناسب بين النموذجين fixed effects أو random effects، إذا كانت نتيجة الاختبار (Prob > chi2) < 0.05 يتم استخدم نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects، وإذا كانت نتيجة الاختبار (Prob > chi2) > 0.05 يتم استخدم نموذج التأثيرات العشوائية random effects.

2. ولمعرفة ما إذا كانت هناك حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects يتم استخدم اختبار Wald إنه اختبار مشترك لمعرفة ما إذا كانت القيمة الوهمية لجميع السنوات تساوي 0 ، إذا كانت كذلك فلا حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects، وإذا كانت نتيجة الاختبار (Prob > F) > 0.05 أي أن قيمة معاملات جميع السنوات تساوي معاً الصفر، وبالتالي توجد حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects.

3. ولمعرفة ما إذا كانت هناك حاجة إلى استخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects استخدم الباحثان اختبار Breusch–Pagan Lagrange multiplier (LM) الذي يساعد على الاختيار بين انحدار التأثيرات العشوائية وانحدار OLS. الفرضية الصفرية في اختبار LM هي أن الفروق بين الشركات تساوي صفراً أي لا يوجد فرق معنوي بين الشركات (أي لا حاجة لاستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects). إذا كانت نتيجة الاختبار (Prob > chibar2) < 0.05 نرفض الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود فروق معنوية بين الشركات أي هناك حاجة لاستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects، أما إذا كانت نتيجة الاختبار (Prob > chibar2) > 0.05 نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود فروق معنوية بين الشركات أي لا حاجة لاستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects، لذلك استخدم الباحثان نموذج المربعات الصغرى العادية (OLS) لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

❖ **تحديد النماذج لاختبار الفرضيات:**

قام الباحثان بتطبيق اختبار **Hausman**، واختبار **Wald** لجميع نماذج الدراسة، وأظهرت نتائج هذه الاختبارات أن جميع قيمها أصغر من (0.05) لذلك **تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects**.

❖ **نتائج اختبار العلاقة بين المتغيرات في النماذج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects:**

1. ومن الجدول (2) **Model 1** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0000) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختبار P>|t| للمتغير فرص النمو (GO) هي (0.026) وهي أصغر من (0.05) أي نقبل الفرضية البديلة التي **تقوم على وجود تأثير لفرص النمو (GO) على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

ت- قيمة اختبار (P>t) للمتغير فرص النمو (GO) هي (0.026) وهي أصغر من (0.05) أي أن هناك تأثير معنوي على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR)، كما إن قيمة اختبار (t) لفرص النمو (GO) هي(2.25-) أي أن هناك علاقة عكسية بين فرص النمو (GO) ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR).

ث- قيمة اختبار (P>t) لحجم الشركة FSIZE في النموذجين (**Model 1, Model 2**) هي:

(0.005, 0.008) < 0.05 ، أي أن لحجم الشركة FSIZE تأثير معنوي على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR)، كما إن قيمة اختبار (t) هي (2.66, 2.81) أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR).

ج-قيمة اختبارP>|t لمعدل دوران الأصول (AT) في النموذجين (**Model 1, Model 2**) هي:

(0.000) < 0.05 ، أي أن لمعدل دوران الأصول (AT) تأثير معنوي على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR)، كما إن قيمة اختبار (t) لمعدل دوران الأصول (AT) هي (5.10, 5.36) أي أن هناك علاقة طردية بين معدل دوران الأصول (AT) نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR).

ح-قيمة اختبار (P>t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE في النموذجين (**Model 1, Model 2**) هي:

(0.001, 0.003) < 0.05 ، أي أن نسبة العائد على حقوق الملكية ROE لها تأثير معنوي على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR)، كما إن قيمة اختبار (t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE هي (2.99- ,3.34-) أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR).

2. ومن الجدول (2) **Model 2** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0001) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختبار P>|t| للمتغير هيكل رأس المال (LEV) هي (0.002) وهي أصغر من (0.05) أي نقبل الفرضية البديلة التي **تقوم على وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

ت- قيمة اختبار P>|t| للمتغير هيكل رأس المال (LEV) هي (0.002) وهي أصغر من (0.05)، كما إن قيمة اختبار (t) لهذا المتغير هي(3.11-) أي أن هناك علاقة عكسية بين هيكل رأس المال (LEV) ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR).

3. ومن الجدول (2) Model 3 يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0002) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختبار |P>|t للمتغير فرص النمو (GO) هي (0.326) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على **عدم وجود تأثير لفرص النمو (GO) على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

ت- قيمة اختبار (P>t) لحجم الشركة FSIZE في النموذجين (**Model 3, Model 4**) هي: (0.000) < 0.05 ، أي أن لحجم الشركة FSIZE تأثير معنوي على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR)، كما إن قيمة اختبار (t) هي (3.62, 3.88) أي أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR).

ث- قيمة اختبار (P>t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE في النموذجين (**Model 3, Model 4**) هي: (0.001) < 0.05 ، أي أن نسبة العائد على حقوق الملكية ROE لها تأثير معنوي على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR)، كما إن قيمة اختبار (t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE هي (-3.39, -3.28) أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ونسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR).

4. ومن الجدول (2) **Model 4** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0001) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختبار |P>|t للمتغير هيكل رأس المال (LEV)هي (0.836) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على **عدم وجود لتأثير هيكل رأس المال (LEV) على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

5. ومن الجدول (2) **Model 5** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0001) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختبار |P>|t للمتغير فرص النمو (GO) هي (0.017) وهي أصغر من (0.05) أي نقبل الفرضية البديلة التي تقوم على **وجود تأثير لفرص النمو (GO) على قرار توزيع أرباح نقدية (CD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

ت- قيمة اختبار|P>|t لفرص النمو (GO) هي (0.017) < 0.05 ، أي أن لفرص النمو (GO) تأثير معنوي على قرار توزيع أرباح نقدية (CD)، كما إن قيمة اختبار (t) لفرص النمو (GO) هي (-2.40) أي أن هناك علاقة عكسية بين فرص النمو وقرار توزيع أرباح نقدية (CD).

ث- إن قيمة اختبار|P>|t لمعدل دوران الأصول (AT) في النموذجين (**Model 5, Model 6**) هي: (0.001, 0.003) < 0.05 ، أي أن لمعدل دوران الأصول (AT) تأثير معنوي على قرار توزيع أرباح نقدية (CD)، كما إن قيمة اختبار (t) لمعدل دوران الأصول (AT) هي (3.01, 3.38) أي أن هناك علاقة طردية بين معدل دوران الأصول (AT) وقرار توزيع أرباح نقدية (CD).

6. ومن الجدول (2) **Model 6** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0009) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختيار P>|t| للمتغير هيكل رأس المال (LEV)هي (0.671) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال (LEV) وقرار توزيع أرباح نقدية (CD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

7. ومن الجدول (2) **Model 7** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0000) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختيار P>|t| للمتغير فرص النمو (GO) هي (0.200) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على **عدم وجود تأثير لفرص النمو (GO) على قرار توزيع أسهم مجانية (SD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

ت- قيمة اختبار (P>t) لحجم الشركة FSIZE في النموذجين (**Model 7, Model 8**) هي:

(0.000) < 0.05 ، أي أن لحجم الشركة FSIZE تأثير معنوي على قرار توزيع أسهم مجانية (SD)، كما إن قيمة اختبار (t) هي (4.63, 5.00) أي أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة وقرار توزيع أسهم مجانية (SD).

ث- كما أن قيمة اختبار (P>t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE في النموذجين (**Model 7, Model 8**) هي: (0.002, 0.001) < 0.05 ، أي أن نسبة العائد على حقوق الملكية ROE لها تأثير معنوي على قرار توزيع أسهم مجانية (SD)، كما إن قيمة اختبار (t) لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE هي (3.29- ,3.39-) أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية و قرار توزيع أسهم مجانية (SD).

8. ومن الجدول (2) **Model 8** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0000) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر

ب- قيمة اختيار P>|t| هيكل رأس المال (LEV) هي (0.343) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على **عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار توزيع أسهم مجانية (SD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

9. ومن الجدول (2) **Model 9** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = 0.0011) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختيار P>|t| لفرص النمو (GO) هي (0.817) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي تقوم على **عدم وجود تأثير لفرص النمو (GO) على قرار عدم توزيع أرباح (ZD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

ت- إن قيمة اختبار (P>t) لحجم الشركة FSIZE في النموذجين (**Model 9, Model 10**) هي: (0.000) < 0.05 ، أي أن لحجم الشركة FSIZE تأثير معنوي على قرار عدم توزيع أرباح (ZD)، كما إن قيمة اختبار (t) هي (3.80- ,3.63-) أي أن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة وقرار عدم توزيع أرباح (ZD).

ث- إن قيمة اختبار P>|t| لمعدل دوران الأصول (AT) في النموذجين (**Model 9**, **Model 10**) هي: (0.017, 0.006) < 0.05 ، أي أن لمعدل دوران الأصول (AT) تأثير معنوي على قرار عدم توزيع أرباح (ZD)، كما إن قيمة اختبار (t) لمعدل دوران الأصول (AT) هي (−2.75 ,−2.41) أي أن هناك علاقة عكسية بين معدل دوران الأصول (AT) قرار عدم توزيع أرباح (ZD).

10. ومن الجدول (2) **Model 10** يستخلص الباحثان النتائج الآتية:

أ- إن نتيجة اختبار F هي (Prob > F = **0.0002**) وهي أصغر من (0.05) أي أن النموذج صحيح وهذا الاختبار يوضح فيما إذا كانت كل المعاملات تختلف عن الصفر.

ب- قيمة اختبار **P>|t|** لهيكل رأس المال (LEV) هي (**0.057**) وهي أكبر من (0.05) أي نقبل الفرضية الصفرية التي **تقوم على عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار عدم توزيع أرباح (ZD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.**

❖ **نماذج الدراسة:**

من الجدول (2) **تم كتابة نماذج الدراسة رياضياً:**

أ- **(Model 1):** $\mathrm{DPR_{it}} = (-0.433\ \mathrm{GO_{it}}) + (1.008\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (3.055\ \mathrm{AT_{it}}) + (-2.159\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.082\ \mathrm{CR_{it}}) + (-9.949) + e_{it}$

ب- **(Model 2):** $\mathrm{DPR_{it}} = (-2.128\ \mathrm{LEV_{it}}) + (0.930\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (3.196\ \mathrm{AT_{it}}) + (-1.902\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.032\ \mathrm{CR_{it}}) + (-8.229) + e_{it}$

ت- **(Model 3):** $\mathrm{SDR_{it}} = (0.036\ \mathrm{GO_{it}}) + (0.248\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (-0.006\ \mathrm{AT_{it}}) + (-0.404\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.006\ \mathrm{CR_{it}}) + (-2.455) + e_{it}$

ث- **(Model 4):** $\mathrm{SDR_{it}} = (-0.027\ \mathrm{LEV_{it}}) + (0.262\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (0.017\ \mathrm{AT_{it}}) + (-0.417\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.006\ \mathrm{CR_{it}}) + (-2.538) + e_{it}$

ج- **(Model 5)**: $\mathrm{CD_{it}} = (-0.105\ \mathrm{GO_{it}}) + (0.145\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (0.460\ \mathrm{AT_{it}}) + (0.248\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.009\ \mathrm{CR_{it}}) + (-1.248) + e_{it}$

ح- **(Model 6)**: $\mathrm{CD_{it}} = (-0.068\ \mathrm{LEV_{it}}) + (0.110\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (0.418\ \mathrm{AT_{it}}) + (0.291\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.008\ \mathrm{CR_{it}}) + (-0.964) + e_{it}$

خ- **(Model 7)**: $\mathrm{SD_{it}} = (0.062\ \mathrm{GO_{it}}) + (0.415\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (-0.018\ \mathrm{AT_{it}}) + (-0.513\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.010\ \mathrm{CR_{it}}) + (-4.128) + e_{it}$

د- **(Model 8)**: $\mathrm{SD_{it}} = (-0.165\ \mathrm{LEV_{it}}) + (0.442\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (0.042\ \mathrm{AT_{it}}) + (-0.530\ \mathrm{ROE_{it}}) + (0.006\ \mathrm{CR_{it}}) + (-4.236) + e_{it}$

ذ- **(Model 9)**: $\mathrm{ZD_{it}} = (0.012\ \mathrm{GO_{it}}) + (-0.350\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (-0.388\ \mathrm{AT_{it}}) + (0.004\ \mathrm{ROE_{it}}) + (-0.016\ \mathrm{CR_{it}}) + (4.277) + e_{it}$

ر- **(Model 10)**: $\mathrm{ZD_{it}} = (0.352\ \mathrm{LEV_{it}}) + (-0.358\ \mathrm{FSIZE_{it}}) + (-0.442\ \mathrm{AT_{it}}) + (-0.016\ \mathrm{ROE_{it}}) + (-0.007\ \mathrm{CR_{it}}) + (4.142) + e_{it}$

حيث:

i = 1، 2، 3، … 24. وهي عبارة عن الشركة (i).

t = 1، 2، 3، … 10. وهي عبارة عن الزمن (t) خلال الفترة (2010-2019).

جدول رقم (2): اختبار Fixed effects

Fixed effects –Model 1			
P>|t|	t	Coef.	DPR
0.026	−2.25	−0.433	GO
0.005	2.81	1.008	FSIZE
0.000	5.10	3.055	AT
0.001	−3.34	−2.159	ROE
0.398	0.85	0.082	CR
0.007	−2.75	−9.949	_cons
0.0000			Prob>F

Fixed effects –Model 2			
P>|t|	t	Coef.	DPR
0.002	−3.11	−2.128	LEV
0.008	2.66	0.930	FSIZE
0.000	5.36	3.196	AT
0.003	−2.99	−1.902	ROE
0.743	0.33	0.032	CR
0.022	−2.31	−8.229	_cons
0.0000			Prob>F

Fixed effects –Model 3			
P>|t|	t	Coef.	SDR
0.326	0.98	0.036	GO
0.000	3.62	0.248	FSIZE
0.955	−0.06	−0.006	AT
0.001	−3.28	−0.404	ROE
0.727	0.35	0.006	CR
0.000	−3.55	−2.455	_cons
0.0002			Prob>F

Fixed effects –Model 4			
P>|t|	t	Coef.	SDR
0.836	−0.21	−0.027	LEV
0.000	3.88	0.262	FSIZE
0.886	0.14	0.017	AT
0.001	−3.39	−0.417	ROE
0.757	0.31	0.006	CR
0.000	−3.69	−2.538	_cons
0.0004			Prob>F

Fixed effects –Model 5			
P>|t|	t	Coef.	CD
0.017	−2.40	−0.105	GO
0.077	1.78	0.145	FSIZE
0.001	3.38	0.460	AT
0.092	1.69	0.248	ROE
0.669	0.43	0.009	CR
0.130	−1.52	−1.248	_cons
0.0001			Prob>F

Fixed effects –Model 6			
P>|t|	t	Coef.	CD
0.671	−0.43	−0.068	LEV
0.175	1.36	0.110	FSIZE
0.003	3.01	0.418	AT
0.050	1.97	0.291	ROE
0.729	0.35	0.008	CR
0.245	−1.17	−0.964	_cons
0.0009			Prob>F

Fixed effects –Model 7			
P>|t|	t	Coef.	SD
0.200	1.29	0.062	GO
0.000	4.63	0.415	FSIZE
0.906	−0.12	−0.018	AT
0.002	−3.17	−0.513	ROE
0.682	0.41	0.010	CR
0.000	−4.56	−4.128	_cons
0.0000			Prob>F

Fixed effects –Model 8			
P>|t|	t	Coef.	SD
0.343	−0.95	−0.165	LEV
0.000	5.00	0.442	FSIZE
0.782	0.28	0.042	AT
0.001	−3.29	−0.530	ROE
0.805	0.25	0.006	CR
0.000	−4.70	−4.236	_cons
0.0000			Prob>F

Fixed effects –Model 9			
P>|t|	t	Coef.	ZD
0.817	0.23	0.012	GO
0.000	−3.63	−0.350	FSIZE
0.017	−2.41	−0.388	AT
0.980	0.03	0.004	ROE
0.548	−0.60	−0.016	CR
0.000	4.39	4.277	_cons
0.0011			Prob>F

Fixed effects – Model 10			
P>|t|	t	Coef.	ZD
0.057	1.91	0.352	LEV
0.000	−3.80	−0.358	FSIZE
0.006	−2.75	−0.442	AT
0.928	−0.09	−0.016	ROE
0.779	−0.28	−0.007	CR
0.000	4.32	4.142	_cons

Prob>F	0.0002

المصدر: نتائج تحليل برنامج STATA بناء على البيانات المالية لعينة الدراسة

الاستنتاجات والتوصيات:

من خلال الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات استخلص الباحثان الاستنتاجات الآتية:

1. أظهرت نتائج اختبار النموذجين (**Model 1, Model 2**) النتائج الآتية:

أ- وجود علاقة تأثير عكسية بين فرص النمو (GO) ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) فتوفر الفرص الاستثمارية يدفع الشركة إلى احتجاز أرباحها الحالية، كما قد يدفعها لاستخدام مصادر التمويل الخارجية مما يؤدي إلى انخفاض أو انعدام توزيعات الأرباح التي تدفعها الشركة.

ب- علاقة تأثير طردية بين حجم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) فكلما زاد حجم الشركة زادت قدرتها على توزيع أرباح منتظمة.

ت- علاقة تأثير طردية بين معدل دوران الأصول (AT) ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) فكلما زاد معدل النشاط في الشركة زادت أرباحها وقدرتها على دفع توزيعات أرباح.

ث- علاقة تأثير عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR)، وهذا يعني أن استثمارات الشركات تحقق معدل عائد مرتفع، وتقوم هذه الشركات بإعادة استثمار هذه العوائد بدلاً من أن توزع أرباح نقدية على مساهميها.

ج- علاقة تأثير عكسية بين هيكل رأس المال (LEV) ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) فعندما تعتمد الشركة على التمويل الخارجي لتمويل استماراتها قد يفرض الدائنين قيوداً على الشركة تحد من قدرتها على دفع توزيعات الأرباح، كما إن اعتماد الشركة على القروض والسندات يحمل الشركة تكاليف متمثلة بالفوائد، كما يتوجب على الشركة دفع أقساط القروض في وقت استحقاقها مما يخفض من سيولة الشركة المتاحة لدفع توزيعات أرباح نقدية.

2. أظهرت نتائج اختبار النموذجين (**Model 3, Model 4**) النتائج الآتية:

أ- عدم وجود تأثير لفرص النمو (GO) على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على نسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ت- علاقة تأثير طردية بين حجم الشركة ونسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR) فكلما زاد حجم الشركة زادت قدرتها على احتجاز الأرباح وتحويل أرباحها الحالية والمحتجزة إلى زيادة في رأس المال عن طريق توزيع الأسهم المجانية.

ث- علاقة تأثير عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ونسبة الأسهم المجانية الموزعة (SDR)، وهذا يعني أن استثمارات الشركات تحقق معدل عائد مرتفع، وتقوم هذه الشركات بإعادة استثمار هذه العوائد بدلاً من أن توزع أسهم مجانية على مساهميها.

3. أظهرت نتائج اختبار النموذجين (**Model 5, Model 6**) النتائج الآتية:

أ- علاقة تأثير عكسية بين فرص النمو وقرار توزيع أرباح نقدية (CD) فتوفر فرص النمو أمام الشركة يدفعها لاستخدام أموالها وأرباحها لتمويل هذا النمو مما قد يؤدي إلى انخفاض أو انعدام توزيعات الأرباح.

ب- علاقة تأثير طردية بين معدل دوران الأصول (AT) وقرار توزيع أرباح نقدية (CD) فكلما زاد معدل النشاط في الشركة زادت أرباحها وقدرتها على دفع توزيعات أرباح.

ت- عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار توزيع أرباح نقدية (CD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

4. أظهرت نتائج اختبار النموذجين (**Model 7, Model 8**) النتائج الآتية:

أ- عدم وجود تأثير لفرص النمو (GO) على قرار توزيع أسهم مجانية (SD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- علاقة تأثير طردية بين حجم الشركة وقرار توزيع أسهم مجانية (SD) فكلما زاد حجم الشركة زادت قدرتها على احتجاز الأرباح وتحويل أرباحها الحالية والمحتجزة إلى زيادة في رأس المال عن طريق توزيع الأسهم المجانية.

ت- علاقة تأثير عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وقرار توزيع أسهم مجانية (SD)، وهذا يعني أن استثمارات الشركات تحقق معدل عائد مرتفع، وتقوم هذه الشركات بإعادة استثمار هذه العوائد بدلاً من أن توزع أسهم مجانية على مساهميها.

ث- عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار توزيع أسهم مجانية (SD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

5. أظهرت نتائج اختبار النموذجين (**Model 9, Model 10**) النتائج الآتية:

أ- عدم وجود تأثير لفرص النمو (GO) على قرار عدم توزيع أرباح (ZD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- علاقة تأثير عكسية بين حجم الشركة وقرار عدم توزيع أرباح (ZD) فكلما زاد حجم الشركة زادت قدرتها على تحقيق الأرباح وبالتالي قدرتها على توزيع الأرباح.

ت- علاقة تأثير عكسية بين معدل دوران الأصول (AT) قرار عدم توزيع أرباح (ZD) فكلما زاد معدل النشاط في الشركة زادت أرباحها وقدرتها على دفع توزيعات أرباح.

ث- عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال (LEV) على قرار عدم توزيع أرباح (ZD) في الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية.

التوصيات:

يوصي الباحثان بما يأتي:

أ- أظهرت نتائج اختبار الفرضيات وجود تأثير عكسي قوي لهيكل الملكية المقاس بنسبة الرفع على نسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR)، فعلى سبيل المثال نسبة إجمالي المطلوبات/إجمالي الأصول DR1 في البنك العربي خلال الفترة (2010-2019) هي (0.91، 0.84، 0.84، 0.84، 0.84، 0.78، 0.72، 0.78، 0.83، 0.81) ولم يدفع أية توزيعات سواء أكانت نقدية أم أسهم مجانية خلال هذه الفترة، والأمر ينطبق على العديد من الشركات كالمجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق وهنا يظهر التأثير السلبي للرافعة المالية التي أدت إلى انعدام توزيعات الأرباح، لذلك يوصي الباحثان إدارة الشركات بتحقيق التوازن بين القرارات التمويلية والقرارات المرتبطة بتوزيع أرباح

نقدية بما يخدم مصالح الشركة ويعظم القيمة السوقية للشركة، فعلى سبيل المثال نسبة إجمالي المطلوبات/إجمالي الأصول DR1 في الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية خلال الفترة (2010–2019) هي (0.03، 0.09، 0.08، 0.12، 0.15، 0.16، 0.10، 0.16، 0.07، 0.17) كما بلغت نسبت الأرباح النقدية الموزعة خلال تلك الفترة (0.90، 0.88، 0.55، 0.71، 0.51، 0.24، 0.21، 0، 0.89، 0.91) والأمر ينطبق على العديد من الشركات كالسورية الدولية للتأمين_أروب.

ب- لم تظهر نتائج اختبار الفرضيات وجود تأثير معنوي للرفع المالي على نسبة الأسهم المجانية الموزعة نظراً لاعتماد الشركات التي توزع الأسهم المجانية على تحويل أرباحها المحتجزة والاحتياطيات وقد تعتمد أيضا على الأرباح المحققة خلال السنة إلى أسهم مجانية، لذلك يوصي الباحثان إدارة الشركات باستخدام أرباحها المحتجزة لمواجهة التزاماتها الحالية والمستقبلية، وتحقيق التوازن بين القرارات التمويلية والاستثمارية وتوزيعات الأرباح كما فعلت الشركة السورية الوطنية للتأمين التي وازنت بين نسبة الرفع المالي ونوعت من توزيعات أرباحها وحافظت على تنوع استثماراتها فلقد وزعت أرباح نقدية خلال الفترة (2010–2016) كما وزعت أرباح نقدية في عام 2019، ووزعت أسهم مجانية في العامين 2017، 2018.

ت- أظهرت نتائج اختبار الفرضيات وجود تأثير عكسي لفرص النمو (GO) على نسبة الأرباح الموزعة لذلك يوصي الباحثان إدارة الشركات باستخدام مزيج تمويلي أمثل يساعدها على اتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة بما ينعكس على القيم السوقية لاسهم هذه الشركات.

ث- أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي عكسي لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE على نسبة الأسهم المجانية الموزعةSDR، ونسبة الأرباح الموزعة النقدية (DPR) ، لذلك يوصي الباحثان إدارة الشركات الاهتمام بسياسة توزيع الأرباح، والموازنة بين متطلبات النمو ومصالح مساهميها، فمعظم هذه الشركات تحقق أرباح لكنها تقوم باحتجاز معظم هذه الأرباح وتعتمد عليها لتمويل عملياتها الاستثمارية، ولا تولي الاهتمام اللازم لسياسة توزيع الأرباح التي ترسل معلومات عن الوضع الحالي والمستقبلي للشركة مما يؤثر على قرار المستثمر وعلى ثروة المساهمين.

References:

1. Al-Ammar, Radwan; Nader, Nihad. *Financial Accounting*.Tishreen University, Syria, 2004, 446.
2. IMAMAH, NUR; LIN, TSUI-JUNG; HANDAYANI, SITI RAGIL and HUNG, JUNG-HUA. Islamic law, corporate governance, growth opportunities and dividend policy in Indonesia stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*,Vol(55),2019,110-126.
3. DANILA, NEVI; NOREEN, UMARA; AZIZAN, NOOR AZLINNA; FARID, MUHAMMAD; AHMED, ZAHEER; PATTIRUHU, JOZEF R; PAAIS, MAARTJE; FUADAH, LUK LUK; SAFITRI, RIKA HENDA and YULIANI, YULIANI. Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study.*The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, Vol (7), No (10),2020,1-8.
4. AKHMADI, AKHMADI; MAHMUDI, BAMBANG; MUKSIN, MOH; SUHENDAR, INDRA and RINA, F. Firm Size As A Moderation Factor: Testing The Relationship of Capital Structure With Dividend Policy. *AFEBI Management and Business Review*, Vol (5), No (2),2020,41-49.
5. Mourhij M. TESTING THE STABILITY OF SYSTEMATIC RISK COEFFICIENT OF THE STOCKS LISTED IN DAMASCUS SECURITIES EXCHANGE. Tishreen University Journal for Studies and Scientific Research-Economic Science Series . 2014;36(5).
6. MULONGOWEBI, PAUL.(2020). Effect of Capital Structure on Dividend Pay-Out Ratio of Public Listed Commercial Banks in Kenya. Master Theses, Jomo Kenyatta University of Agriculture and Technology.
7. SAKR, AHMED and BEDEIR, AMINA.The Interrelationship between Capital Structure and Corporate Payout Policy.*International Research Journal of Finance and Economics*, Issue(178),2020,63-77.
8. SUALEHKHATTAK, M and HUSSAIN, CM. Do growth opportunities influence the relationship of capital structure, dividend policy and ownership structure with firm value: Empirical evidence of KSE?J. *Account. Mark*, Vol (6), No (1),2017,1-11.
9. HARTONO, POWELL GIAN and MATUSIN, ANITA ROOSMALINA. Determinants of Dividend Policy of Real Estate, Property, and Building Construction Companies Listed in IDX with Unbalanced Panel Data Approach.TIJAB. *The International Journal of Applied Business*, Vol (4), No (2), 2020,139-156.
10. MUBARAQ, MUNAJAT; RAHAYU, SRI MANGESTI; SAIFI, MUHAMMAD and DARMAWAN, ARI. The Moderating Effect Of Corporate Governance On The Relationship Between Dividend Policy, Capital Structure, And Firm Value: Evidence From Indonesian Manufacturer Companies. *European Journal of Molecular & Clinical Medicine*, Vol (8), No (1),2021,880-889.
11. FAJARIA, ARDINA ZAHRAH and ISNALITA, NIDN. The effect of profitability, liquidity, leverage and firm growth of firm value with its dividend policy as a moderating variable. *International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)*, Vol (6), No (10),2018,55-69.
12. JAARA, BASSAM; ALASHHAB, HIKMAT and JAARA, OSAMA OMARALI. The determinants of dividend policy for non-financial companies in Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol (8), No (2), 2018,198-209.
13. AL-NAJJAR, BASIL. The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics*, Vol (25), No (2), 2011, 209-224.

14. KANTA, AGUS GURNITA ADI; HERMANTO, HERMANTO and SURASNI, NI KETUT. The Effect of Leverage and Profitability on Firm Value with Dividend Policy as Moderation Variable (Studies in Manufacturing Companies for the 2014-2018 Period). *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, Vol (8), No (1),2021,245-255.
15. CHINTYA, BENYADI FARAH and ANDRIANANTENAINA, HAJANIRINA. Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Size on Dividend Policy. *Perspektif Akuntansi*, Vol (3), No (2), 2020, 192-203.
16. MAURIS, FEBRILIA IZZA and RIZAL, NORA AMELDA. The Effect of Collaterallizable Assets, Growth in Net Assets, Liquidity, Leverage and Profitability on Dividend Policy (Case Studies on Non-Financial Services Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2019 Period). *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, Vol (4), No (1), 2021,937-950.
17. SARIBU, HOLFIAN DAULAT TAMBUN and JANUARDIN, JANUARDIN. The Effect of Company Growth, Current Ratio and Leverage Ratio of Dividend Policy in Trade, Services, and Companies Investment That is on The IDX. *Journal of Social Science*, Vol (2), No (2), 2021,144-151.
18. ISMAWATI, LINNA. Financial Behavior Impact to Determine Dividend Policy at Indonesian Companies. *International Conference on Business, Economic, Social Science, and Humanities–Economics, Business and Management Track (ICOBEST-EBM 2019)*, Vol (112), 2020, 148-150.
19. FRANC-DĄBROWSKA, JUSTYNA; MĄDRA-SAWICKA, MAGDALENA and ULRICHS, MAGDALENA. Determinants of dividend payout decisions–the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, Vol (33), No (1),2020,1108-1129.
20. ALAETO, HENRY EMEKA. (2020). Determinants of dividend policy: empirical evidence from Nigerian listed firms. Master Theses, Robert Gordon University.
21. Nader, Nouhad; Haidar, Weam. factors affecting cash dividends policy of listed companies in Damascus Securities Exchange, *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series,* Vol (37), No(3), 2015, 145-162.
22. Nassour, R. (2020). The role of sustainable marketing in achieving marketing efficiency Field study in the General Company for Metallurgical Industries / Barada /. Tishreen University Journal- Economic and Legal Sciences Series, 42(1).
23. Bokrumah, karima. (2019). The impact of investment decisions and dividend distribution on the financial performance of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange for the period 2000-2019. PhD thesis, Larbi Ben M'hidi University - Oum El Bouaghi.