

جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية ، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: تقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالب : علي غدايري

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم المؤسسة

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال

الفترة 2014-2016

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ /..... (أستاذ مساعد أ ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / يوسف خروبي..... (أستاذ محاضر ب ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور /..... (أستاذ مساعد أ ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية ، علوم التسيير وعلوم تجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية
التخصص: تقنيات الكمية في المالية
من إعداد الطالب : علي غدايري

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم المؤسسة

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال

الفترة 2014-2016

: بتاريخ علنا وأجيزت نوقشت

: السادة من المكونة اللجنة أمام

الأستاذ /..... (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / يوسف خروبي.....(أستاذ محاضر ب ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور /.....(أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

الاهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيتي ونجاحي بإذن الله الكريم:

إلى الوالدين امي وابي الكريمين حفظهما الله تعالى ورزقت برضاهم، و أدعو الله أن يغفر
لهما ويطيل في عمرهما

.... كما أهديتها كذلك إلى أخوتي وأخواتي وزوجاتهم حماهم الله وبارك الله فيهم ، أدعو
الله أن ييسر امورهم في الدنيا والاخرة .

..... إلى كل أفراد عائلة " غدايري " ، " لعجيلات " حفظهم الله ورعاهم .

..... إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد و الذين هم في القلب و لا تسعهم هذه

الورقة، فأسال الله أن يجزيهم خير الجزاء و أن يفتح لهم طريق الخير و البركة.

... و إلى كل طالبي وسالكي طريق علم، أسال الله أن يفتح لهم أبواب العلم و الرحمة.

علي

التشكرات

إن الحمد لله نحمده ونستعينه ونستغفره ، نشكركه على كل نعمة أنعمها علي ،
نحمده لتوفيقنا لإتمام هذا العمل.

أما بعد فلا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بكل الاحترام والتقدير وجزيل
الشكر إلى:

الدكتور المشرف " يوسف خروبي " على إشرافه على هذا العمل و ما قدمه لي من توجيه
ونصح و إرشاد طيلة فترة الدراسة.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من :

" الدكتور * محمد شيخي * ؛ الدكتور * إسماعيل بن قانة * "

فلهم خالص الشكر و الامتنان على العون الممدود في سبيل انجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي ، من الابتدائي إلى الجامعي ، أدعو الله أن يرزقهم
السعادة في الدنيا والاخرة .

كذلك أوجه الشكر إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل.

علي

مستخلص الدراسة :

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم من خلال اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2014/2016 ، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة المؤسسة المسعرة ، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي البسيط لإجراء هذه الاختبارات خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 ، كذلك توصلت الدراسة إلى التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر الأشكال للأرباح تأثيراً على القيمة المؤسسة المسعرة في البورصة .

الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة ، سياسة توزيع الأرباح ، بورصة قطر ، توزيعات نقدية ، توزيعات مجانية ، أرباح محتجزة.

Abstract:

This present study aimed at contrasting and measuring the impact of dividend policy on market value of economic companies, through estimating a model that explain the effect of this policy on the overall changes of the market's price of this shares « the enterprises value ». To tackle the present study, we needed sample of 25 enterprises listed in Qatar stock Exchange set in several sectors which exception of the financial sector within the period lasting between 2014-2016. as well as We tried to shed light on the most common forms of dividend policy influence on the market value of the company through the use of the multiple and simple linear regression for the making of the tests.

The present study's conclusion shows a statistically significant relationship between dividend policy and the company's value at a significance level of 5%. its show also that the cash dividend c considered as one of the most common forms having impact on the company's market value.

Keywords:

Value of Company ; Dividend Policy ; Qatar Stock Exchange ; Cash Dividend ; Stock Dividend ; Reading Earning

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
IV	الاهداء
V	التشكرات
VI	مستخلص الدراسة
IIV	قائمة المحتويات
IIIV	قائمة الجداول
IX	قائمة الاشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
X	قائمة المصطلحات
ب	المقدمة
الفصل الاول : الاطار النظري لسياسة توزيع الارباح وعلاقتها بالمؤسسة	
16	تمهيد
17	المبحث الاول : ماهية سياسة توزيع الارباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة
29	المبحث الثاني : الدراسات السابقة
35	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : الدراسة القياسية لاثر سياسة توزيع الارباح على قيمة اسهم المؤسسة	
21	تمهيد
38	المبحث الاول : تقديم مجتمع الدراسة
42	المبحث الثاني : تقديم وتفسير نتائج الدراسة
53	خلاصة الفصل
55	الخاتمة
59	قائمة المراجع
63	الملاحق
70	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
43	عينة الدراسة	الجدول رقم 1_2
47	نتائج مصفوفة الارتباط	الجدول رقم 2_2
48	تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة	الجدول رقم 3_2
49	علاقة التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة	الجدول رقم 4_2
50	تأثير الارباح المحتجزة على قيمة المؤسسة	الجدول رقم 5_2

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
40	تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر	الشكل رقم 1_2
42	تطور القيمة السوقية لبورصة قطر 2016_2014	الشكل رقم 2_2

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
63	الشركات المدرج في بورصة قطر 2014/12/31-2014/01/01	ملحق رقم 1
64	الشركات المدرجة في بورصة قطر 2015/12/31-2015/01/01	ملحق رقم 2
65	الشركات المدرجة في بورصة قطر 2016/12/31-2016/01/01	ملحق رقم 3
66	تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة	ملحق رقم 4
67	علاقة التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة	ملحق رقم 5
68	تأثير الارباح المحتجزة على قيمة المؤسسة	ملحق رقم 6

قائمة المختصرات

نصيب سهم من التوزيعات	Dividende Par Action	DPA
التوزيعات المجانية (اسهم المنحة)	Distribution D'actions Gratuites	DG
أرباح محتجزة	Bénéfices Non Répartis	BNR
موديغلياني وميلر	Modigliani & Miller	M&M

مقدمة

مقدمة

تؤدي الاسواق المالية دورا محوريا وهاما، فهي تمثل نقطة الاتصال بين المستثمرين و الشركات من خلال جمع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تساهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، كما تؤدي الأسواق المالية كذلك دورا هاما في الحياة المالية للمؤسسة ، إذ تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية ، فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس المال ومعياريها متخذ من خلاله القيمة السوقية ، كما يعتبر مصدرا هاما للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشأ فيه المؤسسات.

وفي ظل التطور الذي شهدته الساحة الاقتصادية والمالية ، تطور معها مفهوم القيمة التي أثار جدلا واسعا من خلال انتقاله من الفكر الكلاسيكي إلى المفهوم الحديث مع ظهور النظرية المالية ، فقد كان الهدف الأساسي للمؤسسة في الفكر الاقتصادي هو تعظيم الأرباح والذي وجهت إليه انتقادات عدة لكونه هدف غير استراتيجي وكذلك لعدة اعتبارات اخرى ، ومع ظهور النظرية المالية التي أخذت تلك الانتقادات بعين الاعتبار تحول الهدف الأساسي والجوهرية للمؤسسة إلى تعظيم قيمة المؤسسة وهذا من خلال إدخال حالة عدم التأكد في الدراسات والنماذج المستعملة .

و قد سعى الباحثون الماليون منذ ظهور النظرية المالية إلى البحث في العلاقة بين القرارات المالية و قيمة المؤسسة و البحث عن كيفية تعظيمها ، وهذا من أجل اختبار النظريات المالية في أرض الواقع ومدى صلاحية هذه النظريات والاعتماد عليها ، وقد أثبتت النظرية المالية عن وجود تأثير لقرار التمويلي و الاستثماري على قيمة المؤسسة ، يبقى أن القرار الأخير الذي يعتبر واحدا من أهم القرارات المالية بعد قرار الاستثمار و التمويل ألا وهو قرار توزيع الأرباح و الذي أثار جدلا بين الباحثين والمنظرين و ذلك لاختلاف مستويات الأسواق المالية والتطور الذي تواقبه وكذلك حجم المؤسسات وقيمتها ، و يترتب على هذه السياسة التأثير على الخطط الاستثمارية و التمويلية للمؤسسة في حد ذاتها.

و تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها ، عادة ما تشير إلى النسبة التي سيتم توزيعها من الأرباح المحققة والنسبة الواجب احتجازها ، حيث تقوم هذه السياسية بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية المؤسسة و أدائها ، التي يمكن إدراجها في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة ، إضافة إلى هذا وما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القرارات المالية الأخرى للمؤسسة يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة لدى مالكي المؤسسة بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين.

وتعتبر بورصة قطر من أهم البورصات العربية في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصية وحجم تداول مرتفع ، إضافة إلى التطور الملاحظ في شأنها ، حيث تولي مؤسسات المدرجة فيها أهمية بالغة لسياسة توزيع الأرباح خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية إلا أنها لم تحظ بدراسات مهمة في هذا الشأن .

أولا . إشكالية البحث :

وفي ظل ما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر العوائد الممكنة و ما تسعى إليه المؤسسات في ظل النظرية الحديثة و هو تعظيم قيمة المؤسسة وذلك بتعظيم القيمة السوقية لأسهمها يكمن مشكل اتخاذ قرار توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسة من عدمه والذي سيؤثر على القرارات المالية الأخرى ومن ثم على قيمة المؤسسة ، من خلاله تتجلى معالم إشكالية هذه الدراسة والتي يمكن صياغتها في السؤال المحوري التالي :

• هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016 ؟

وللتحكم أكثر في صلب الموضوع ارتأينا إلى تقسيم الإشكالية العامة إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية وهي كما يلي :

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية والقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة ؟
- في ظل الجدل الواقع بين " نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لنتنر ، ونظرية عدم التوزيعات ل M&M ، أي من هاتين النظريتين التي يمكن اعتبارها صالحة في سوق قطر للأوراق المالية؟
- أي من هذه المتغيرات المذكورة سابقا الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية ؟

ثانيا . فرضيات البحث :

ولإجابة على هذه الأسئلة تم وضع الفرضيات التالية :

الفرضية الرئيسية :

تؤثر سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المسعرة المدرجة بسوق قطر في الفترة 2014 – 2016

ومن خلال هذه الفرضية نطرح الفرضيات الفرعية التالية :

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة البورصية للمؤسسة المسعرة في البورصة.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية والقيمة البورصية للمؤسسة المسعرة في البورصة .
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة والقيمة البورصية للمؤسسة .
- تعتبر نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لينتنر الأكثر صلاحية في سوق قطر للأوراق المالية.
- تعتبر الارباح المجانية الاكثر تفسيراً لقيمة المؤسسات المسعرة في البورصة .

ثالثا. مبررات اختيار الموضوع:

تعددت مبررات اختيار هذا الموضوع والتي يمكن سردها في النقاط التالية:

محاولة دراسة هذا الموضوع في بورصة قطر للخروج بنتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة.

- محاولة اختبار بعض النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي.

- احتلال بورصة قطر المركز الأول في الشرق الأوسط من حيث الأداء للمرة الثانية على التوالي في سنة 2016/2014.

- رغبة الباحث في التعرض للجانب المالي و ذلك راجع للتخصص بالدرجة الأولى.

رابعاً. أهمية الموضوع

تكمن أهمية الموضوع من خلال ارتباطه بالهدف الحديث للمؤسسات الاقتصادية و الذي جاءت به النظرية المالية الحديثة ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة ، أيضا اعتبار سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية التي تهم المستثمر من خلال إعطائه إشارات تبين له الطريق الصحيح للاستثمار حسب نظرية الاشارة ، كذلك تطور بورصة قطر و التي تسعى لجلب مستثمرين كبار و السعي للوصول للمستويات الكبرى بمواجهة البورصات العالمية المتطورة ، ومن جانب اخر تكمن أهمية هذا البحث من خلال توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول أبحاث أداء البورصات والمؤسسات ومعايير تقييمها والعوامل المؤثرة عليها .

خامساً. أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى الاجابة عن التساؤلات الواردة في إشكالية البحث من خلال :

- الوقوف على القدرة التفسيرية لأخذ القرارات المالية وهو قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.
- التعرف على الشكل التوزيعات الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة.
- محاولة الوصول أو معرفة نموذج يفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة قطر.
- محاولة اختبار النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، هذا للجدل القائم بين المنظرين.

سادساً. حدود الدراسة

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي ، أما الحدود الزمنية ستكون في الفترة الممتدة بين 2014 – 2016 و التي تعتبر كافية لاختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية العامة.

سابعاً. منهجية الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي لاختبار العلاقات و تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة قطر و هذا من خلال الأساليب الإحصائية و الذي سيساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا و هو الانحدار الخطي البسيط وفقاً لطريقة المربعات الصغرى بمعالجة البرنامج الإحصائي 7.0 . Eviews

ثامناً. هيكل الدراسة

بهدف إنجاز هذا البحث والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقاً لمنهجية علمية أصيلة ، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة للدراسة و توصيات للأبحاث الأخرى ، وتمثل فصول الدراسة في :

الفصل الأول: سنقوم في هذا الفصل بتقسيمه إلى جزئين من خلال تسليط الضوء بشكل مختصر على الأسس النظرية لقيمة المؤسسة و سياسة توزيع الأرباح مروراً بالنظريات المفسرة لهذه السياسة وذلك في الجزء الأول ، أما الجزء الثاني سنتطرق فيه إلى أهم الأعمال والبحوث التي تصب في صلب موضوعنا قيد الدراسة و التي تم الاطلاع عليها و المختارة من أحسن الأبحاث التي سنعتمدها كدراسات سابقة.

الفصل الثاني: و الذي يعتبر فصل الدراسة القياسية ، و لذا سنحاول من خلاله الكشف عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة المسعرة في البورصة من خلال اختبار فرضيات الدراسة باستخدام طريقة الانحدار الخطي البسيط للكشف عن أي شكل من أشكال توزيعات الأرباح الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة.

الفصل الأول

إطار النظري لسياسة
توزيع الأرباح وقيمة
الأسهم

تمهيد:

مند ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على مستوى المالي ، فقد كان من الأهداف الأساسية لنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية (الاستثمار/ التمويل/ توزيع الأرباح) والتي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على القيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة من طرف مؤسسة.

و تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الهامة في المؤسسة حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية و التي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة الأسهم -قيمة المؤسسة- وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها .

و نظرا للجدل القائم حول هذه السياسة وتأثيرها على قيمة الأسهم سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على الجانب النظري للسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم المدرجة في بورصة، ومن ثم إعطاء بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع و التي تم الاطلاع عليها واعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا .

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم

المطلب الأول: قيمة الأسهم

الفرع الأول: مدخل للقيمة والتقييم

ليس من سهل تحديد مفهوم القيمة فقيمة الشيء مرتبط بعدد هائل من المحددات و زوايا التقييم و فترته ، و للقيمة مفاهيم عدة حسب الاستخدامات و غاياتها.

أولا/ تعريف القيمة:

- تعبر قيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل و في أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بحصم التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل¹.

- كونها ذلك المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة من كافة الحقائق ذات الصلة و لا يخضع أي منهما لأي نوع من الاكراه².

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص ذلك ان القيمة معبر عنها بقيمة نقدية او اصل ايجابي وتتم مداولتها بين المستثمرين على انها استثمار .

ثانيا/ مفهوم التقييم:

- يعني التحليل و المراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها³.

- هو ذلك الاجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، و ذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساس على وجود علاقة طردية بين المخاطرة و العائد المتوقع¹.

¹ - فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الثالثة 2010 ، ص173.

² - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة ، الطبعة 2008 ، ص12-20.

³ - مؤيد الفضل ، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة- ، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص

من خلال التعاريف السابقة يتم توزيع الارباح على المستثمرين بنسب كبيرة بغرض جذب مساهمين اخرين او يكتفي المسير باحتجاز الارباح لغرض تمويل المؤسسة ذاتيا واعادة استثمارها وهذا بعدم اللجوء للاقتراض .

الفرع الثاني: طرق تقييم الاسهم

تعد عملية تقييم الأسهم من التحديات التي تواجه المحلل المالي كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم و تنقسم الأسهم على العموم الى أسهم عادية و أسهم ممتازة تجمع بين صفات أداة المديونية و أداة ملكية، و لكل نوع من الأسهم السابقة نماذج تقييم خاصة بها.

أولا/ تقييم الاسهم العادية:

إن تقدير قيمة الأسهم العادية أصعب من السندات و الأسهم الممتازة و هذا لأن المستثمر يكون غير متأكد من حجم العوائد و النمط الزمني للعوائد و معدل العائد المطلوب $(K_e)^2$ ، مع هذا يمكننا إيجاد قيمة الأسهم العادية باستخدام مجموعة من النماذج أهمها:

1- نموذج خصم توزيعات الأرباح:

حسب هذا النموذج فإن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية -توزيعات الأرباح- التي من المتوقع الحصول عليها³، و هذا كما هو موضح في العلاقة التالية:⁴

$$VG = D1 / (1 + K) + D2 / (1 + K)^2 + \dots + D^N / (1 + K)^N \dots (1 - 1)$$

حيث:

VG قيمة السهم العادي.

D_t : توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن.

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص34.

² - طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع القاهرة الطبعة 2006 ، ص50.

³ - فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ص 193.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010 ، ص194.

K: معدل العائد المطلوب في السهم العادي.

1-1- نموذج اللانمو في التوزيعات:

و يعد هذا النموذج من أبسط النماذج لتقييم سعر السهم العادي ، حيث يفترض هذا النموذج ثبات توزيعات الأرباح، و بالتالي فإن معادلة النموذج الرئيسي تصبح كما يلي :

$$D = \dots = {}_2D = {}_1D = D \dots (2-1)$$

وعليه يمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم على النحو التالي:¹

$$V_0 = \frac{D}{K} \dots (3-1)$$

حيث تبين المعادلة بأن قيمة السهم في نموذج اللانمو في التوزيعات تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح (D) مخضومة بمعدل العائد المطلوب k.

1-2- نموذج ذو النمو الثابت في التوزيعات:

يعتبر من أكثر النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية ، حيث يطلق عليه نموذج جوردن (Model Gordon) و الذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستتمو بمعدل ثابت لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب لأنه إذا كان معدل النمو أكبر من معدل العائد المطلوب لا يمكن تطبيق النموذج رياضياً، و يمكن حساب قيمة السهم العادي وفق هذا النموذج من خلال المعادلة التالي:²

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g} \dots (4-1)$$

حيث: D_0 = التوزيعات النقدية.

K = معدل العائد المطلوب.

1- فيصل محمود الشوروة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسس النظرية والعملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى 2008 ، ص 96.

2- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره ، ص 196.

=g معدل نمو في توزيعات الأرباح

1-3- نموذج النمو المتغير في التوزيعات:

نموذج اللانمو و النمو الثابت لا يسمحان بأي تغيير في معدلات نمو توزيعات الأرباح ، و لأن معدلات النمو المستقبلية في توزيعات الأرباح قد تتغير صعودا أو نزولا بسبب تغير التوقعات، فإنه من المفيد أخذ نموذج النمو المتغير بعين الاعتبار للسماح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير ، و يمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية¹:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k)^t} + \left(\frac{D_{m+1}}{k-g_n} \right) \left(\frac{1}{(1+k)^m} \right) \dots (5-1)$$

حيث: g_s=معدل النمو المتغير في التوزيعات.

g_n=معدل النمو الثابت في التوزيعات.

K =معدل العائد المطلوب.

m=فترة النمو الغير العادي .

D_{m+1}= التوزيعات للسهم العادي في الفترة m +1.

2- نموذج نسب السعر:

إن المحلل المالي قد يستخدم نماذج أخرى لتوسيع تحليلاته بغض النظر عن نموذج خصم التوزيعات و منها نماذج مدخل النسب السعر التي تستند الى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم ، بل تعتمد أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها الى مؤشرات محاسبية مثل ربحية السهم EPS ، القيمة الدفترية للسهم BVPS و التدفق النقدي للسهم الواحد CFPS:

1-2 نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد (PER)

¹ - نفس المرجع ، ص 197 .

يتم استخدام مدخل نسبة السعر الى الربح أو ما يعرف بالمضاعف ، من قبل المحللين الماليين لتقدير سعر سهم الشركة في السوق ويمكن حسابه عن طريق ضرب صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة بنسبة السعر الى الربح (المضاعف).¹

$$P_0 = PER \times EPS (1+g)....(6-1)$$

حيث أن PER = سعر اغلاق السهم / ربحية السهم الواحد؛

EPS = ربحية السهم الواحد؛

g = معدل النمو؛

2-2 نسبة السعر الى التدفق النقدي

يقصد بالتدفق النقدي صافي الربح مضافا إليه قسط الإهلاك السنوي ، و يفضل بعض المحللين الماليين النظر الى التدفق النقدي للسهم الواحد عند تقييم الأسهم العادية ، كونه أكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الأداء المالي للشركات ، إن مؤشر نسبة P/ CFPS يمكن أن تكون دالة لنوعية الأرباح والمقصود بالنوعية أن الأرباح المحاسبية تعكس التدفق النقدي الفعلي و ليس ارقام محاسبية فقط ، و لذلك هذه النسبة هي دالة لمعدل النمو في الأرباح ، تحصيل حاصل الى معدل النمو في التدفق النقدي و تحسب وفق العلاقة التالية²:

$$PCR = \frac{MP}{C_0} = Times....(7-1)$$

$$P_0 = PCR \times C_0 (1 + g).....(8-1)$$

حيث أن:

PCR = معامل دوران التدفق النقدي.

MP = القيمة السوقية.

C₀ = التدفق النقدي.

¹ - فايزسليم حداد ، مرجع سبق ذكره ، ص 201 .

² - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 206.

=g معدل النمو.

3-2 نسبة السعر الى القيمة الدفترية

تعتمد هذه النسبة على المقياس المحاسبي لثروة السهم الواحد، ويطلق عليها في بعض الأحيان نسبة السوق الى القيمة الدفترية و يرمز لها بـ P/BV وهناك اعتقاد سائد بين المحللين الماليين و عموم المستثمرين أن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمة الدفترية على الأقل في الأجل الطويل و عليه فأن نسبة P/BV مؤشر لقدرة المؤسسة على خلق الثروة لحملة الأسهم، لذلك كلما كان $P/BV > 1$ فأن الشركة قادرة على خلق الثروة و العكس ، و من ذلك فإنه مؤشر لضعف قدرة الشركة على خلق الثروة و يمكن حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية¹:

$$P_0 = \frac{MP}{BV_0} \times BV_0 (1 + g) \dots (9-1)$$

حيث: BV_0 : القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية

MP = القيمة السوقية

=g معدل النمو.

ثانيا/ تقييم الأسهم الممتازة

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند و السهم العادي ، و ذلك لأن صاحب السهم الممتاز يحصل على عائد ثابت سنويا ، و لذلك فهو يمثل التزاما ثابتا كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال و اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة و أصولها و يتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملتها و الذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الإسمية و بالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة ، و يعود هذا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة و ثباتها و نظرا لأن الأسهم الممتازة دائمة و مستمرة فإن قيمتها هي ببساطة أرباح الأسهم السنوية المعلن عنها مقسومة على معدل العائد المطلوب على الأسهم الممتازة (K_p) و هذا من خلال المعادلة التالية²:

¹ - نفس المرجع ، 207.

² - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ذكره ، ص49.

القيمة الحالية للسهم الممتاز = التوزيعات الممتازة / معدل العائد المطلوب (10-1).....

الفرع الثالث: تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة

يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية ، فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للفرع في رأس المال ، و معيار هام تتحدد من خلاله القيمة السوقية ، كما يعتبر مصدر هام للمعلومات و المؤشرات المتعلقة بالحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

لقد تبين لنا أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل لأنه يتجاهل عدة عناصر هامة و هي توقيت العائد ، و التدفقات النقدية ، المخاطرة ، لذلك لا بد من الاعتماد على هدف آخر يستوعب جميع العوامل السابقة و بشكل عام فإن القرارات المالية لا بد أن يتم اتخاذها في ضوء تحقيق هدف تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقه باستمرار و هو تطوير و توزيع الموارد المتاحة بكفاءة على مدى الطويل من أجل تعظيم قيمة الشركة و بالتالي تعظيم ثروة المالكين و لا شك بأن تطبيق هذا الهدف يكون من خلال تعظيم أسعار أسهم الشركة في السوق لأنه و في أي لحظة زمنية فإن هذه الأسعار تعكس قيمة الشركة.¹

هذا يعني بأن تعظيم القيمة السوقية للشركة هو نتاج أو محطة للقرارات المالية التي يقوم مدير المالي باتخاذها في مجال الاستثمار و التمويل آخذاً مفهوم المبادلة بين العوائد و المخاطر بعين الاعتبار و كما هو معروف فإن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية ، بمعنى أن المستثمرون يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية لكن في المقابل عوائد متوقعة عالية، و يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة في المقابل عوائد متوقعة منخفضة.²

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح

الفرع الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

هي مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة ، و تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".³

¹ - فايز سليم حداد ، مرجع سابق ذكره ، ص18.

² - يوسف قريشي ، إلياس بن ساسي ، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية ، دار وائل لنشر التوزيع ، عمان ، الأردن، 2011، ص39.

³ - زرقون محمد ، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر بمجلة البحث، جامعة ورقلة العدد الثامن ، 2010 ، ص85.

هو ذلك لجزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني ، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة¹.

الفرع الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين ، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة ، هناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هي: التوزيعات النقدية و التوزيعات في شكل أسهم.

1. التوزيعات النقدية: و تنقسم هذه التوزيعات الى ثلاث أنواع:²

➤ **توزيعات الأرباح الثابتة:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة ، و يمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم، و يكمن إشكال هذه السياسة في أنه إذا انخفضت الأرباح فذلك سيؤدي الى انخفاض التوزيعات أو عدم التوزيع من الشركة و نظرا لكون التوزيعات مؤشرا على أحوال الشركة فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق.

➤ **توزيع الأرباح منتظمة:** هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية ، حيث يعتبر المساهمين هذه السياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية.

➤ **توزيعات الأرباح منخفضة و متزايدة:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ منخفضة، و تقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، و تستخدم هذه السياسة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

2. التوزيعات في شكل أسهم: و ينقسم هذا النوع من التوزيعات الى نوعين:

أ- **التوزيعات على شكل أسهم مجانية:** يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة و من بين الآثار الجوهرية لهذه

¹ - علي بن ضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير ، غير منشورة، جامعة ورقلة ، 2008-2009 ، ص122.

² - فايز سليم حداد ، مرجع سبق ذكره ، ص

السياسة هو انخفاض للقيمة السوقية للسهم ، لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.¹

ب- **تخفيض القيمة الاسمية للسهم** : قد تلجأ الشركة الى تخفيض القيمة الإسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه بتجزئة الأسهم و تتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية على أنها تهدف في النهاية الى تخفيض القيمة السوقية للسهم ، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين.²

ت- **إعادة شراء الأسهم العادية** : قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها و مثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية و هي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها ، و قد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد و بصفة عامة تحدث مالية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية.³

الفرع الثالث : العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية و من أهم هذه العوامل ما يلي:

✓ **القوانين التنظيمية** : تخضع الشركات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه ، مثل قانون الشركات و قانون هيئة سوق الأوراق المالية أنظمتها و تعليماتها ، و فيما يتعلق بتوزيع الأرباح فمعظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني و الذي يقاس بالقيمة الإسمية للأسهم العادية و في بعض الدول يضاف الى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة ماليا أو مغلقة قانونيا.⁴

✓ **عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة** : من الواضح أنه إذا كانت الشركة ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها ، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا و من ناحية أخرى إذ ما توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.⁵

✓ **الشروط و الاعتبارات التعاقدية** : قد تتضمن الاتفاقات و العقود المبرمة بين المنظمة و الدائنين أو بينها بين و أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف الشركة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة حيث قد

¹ - منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية، مصر ، 2003 ، ص 722.

² - نفس المرجع ، ص 725.

³ - عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية، مصر ، 2002 ، ص 204.

⁴ - فايز سليم حداد ، مرجع سبق ذكره ، مرجع سبق ذكره، ص310.

⁵ - عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص204.

يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل.¹

✓ **الضرائب الشخصية على دخل المساهم:** يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح و المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن ، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات و يعني هذا أن النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية.²

✓ **اعتبارات السوق:** إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي ، حيث المساهمين غالباً ما ينظرون الى دفع الأرباح كإشارة عن أداء الشركة المستقبلي فسياسة توزيع الأرباح المستقرة و الثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للشركة، و بالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية و بالتالي انخفاض سعر سهم الشركة في السوق.³

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

أولاً : نظرية الفائض

من أكثر النظريات قبولاً لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة هي نظرية المتبقي أي الفائض⁴، حيث تقوم هذه النظرية على عدم توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون قد قامت بتمويل كافة المشاريع الاستثمارية المرحة، أي أن الشركة تقوم بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت فيها بعد أخذ كل المشاريع المحدية اقتصادياً لشركة.⁵

¹ - عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، مصر ، 2007 ، ص 241.

² - عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 205.

³ - فايز سليم حداد ، مرجع سبق ذكره ، ص 313.

⁴ - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2008 ، ص 625.

⁵ - فايزسليم حداد ، مرجع سابق ذكره ، ص 309.

ثانيا : نظرية عدم ملاءمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية هما موديجلياني وميلر "M&M" سنة 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة و ليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح و أكدا أن كفاءة الاستثمار هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين ، و أن أسلوب تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة و للإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الافتراضات الغير واقعية و الغير قابلة للتطبيق العملي¹.

ثالثا : نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد)

تنسب هذه النظرية الى "ميرون غوردن وجون لنتر"، جاءت على نقد و اعتراض لفرضية "موديجلياني و ميلر" التي قامت عليها النظرية و هي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و القيمة السوقية، و الذين اقترحوا أن هنالك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في التوزيعات الأرباح و قيمتها السوقية ، و أساس هذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد و التي يرون فيها أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية.²

رابعا : نظرية التمييز الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على المستثمر و التي تبناها "ليزن بيرجي و راما سواني" ترفض نظرية عدم ملاءمة التوزيعات في حين تأخذ مركزا مضادا مع النظرية السابقة و هي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة حيث تقوم على مبدئين المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها بنسب التمييز الضريبي و الذي يرجح الأرباح الرأس مالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بمقارنة بالضريبة على التوزيعات ، وفقا لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية الى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة الأسهم ، من ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة³.

¹ - بريش عبد القادر وب دروني عيسى ، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية ، مجلة الباحث ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية العدد العاشر ، 2013 ، ص13.

² - لمزيد من التفصيل أنظر:

- فايز سليم حداد ، مرجع سبق ذكره ، ص309.

- عدنان تاية النعيمي وآخرون ، الإدارة المالية النظرية والتطبيق ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 ، ص456.

³ - زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص85.

خامسا : نظرية الإشارة

هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفئات و أصحاب العجز المالي ليست متماثلة ، فأصحاب الفئات ، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية و كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل ، في المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح و سعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان ، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها ، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح ، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.¹

¹ - بريش عبد القادر و بدروني عيسى ، مرجع سبق ذكره ، ص16.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

بعد أن تطرقنا الى الجانب النظري لموضوع الدراسة وجب علينا تقديم أهم الدراسات السابقة و التي تم الاطلاع عليها و المتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج التي تما الوصل إليها و المناهج المستعملة و هذا بهدف مناقشتها و مقارنتها بالنتائج المتوصل إليها في دراستنا ، فقد نال الموضوع قيد الدراسة قدر كبير من الاهتمام على المستوى الأكاديمي نظرا لأهميته بالنسبة للمؤسسات و المستثمرين إضافة الى اختلاف خصائص الأسواق المالية و اختلاف أحجام الشركات .

فمن بين الدراسات التي تم الاطلاع عليها منها رسالات جامعية ومقالات منشورة تم اختيار أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا ، من أهمها ما يلي :

1- دراسة: عبد الحق فنون ،"دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية-خلال الفترة 2011-2012"، مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2013 .

هدفت هذه الدراسة إلى تباين و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -قيمة المؤسسة- ، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة ، و هذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات ، و خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة ، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

أغفل الباحث في هذه الدراسة تبيان العلاقة بين ربحية السهم بالقيمة السوقية للسهم - قيمة المؤسسة- حيث تعتبر ربحية السهم مؤشراً لمقدار الثروة التي سيحصل عليها المستثمر.

2- . دراسة: خديجة خوخي، "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة -دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي-لفترة 2007/2008" «مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2014»

هدفت هذه الدراسة الى قياس تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث شملت الدراسة 36 شركة مدرجة بسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 الى 2008 موزعة على عدة قطاعات مختلفة ماعد القطاع المالي، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، حيث توصلت الدراسة الى أن سوق دبي للأوراق المالية يعد من بين أهم الأسواق العربية ، الى أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم في كلتا السنتين، حيث أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إيجابية عند مستوى 0.05 على قيمة المؤسسة.

و من خلال تقديمنا للدراسات التي تم الاطلاع عليها نلاحظ أنها اختلفت في النتائج المتوصل إليها و هذا بسبب اختلاف أشكال سياسة توزيع الأرباح من طرف المؤسسات و خصائص الأسواق التي تنشط فيها و نلاحظ كذلك أن هذه الدراسات اعتمدت على عدة متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح ، إلا أن الدراسة التي نحن بصدد القيام بها سنعتمد على المتغيرات " ربحية السهم ، التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح" كون أن التوزيعات النقدية و الاحتجاز يعتبران الشكلان المعتمدان في سوق الدار البيضاء بالمغرب .

3- . دراسة: علي بن الضب ، "دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006/2008،رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009.

حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على قدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة و من ثمة على أسعار أسهم الدول العربية، و التعمق في طرق التقييم المتعددة و اختبار إمكانية تطبيقها و الوقوف على النقائص و الصعوبات في ضل الإصلاحات المحاسبية الوطنية ، وهذا من خلال اختبار الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006 -2008، إضافة إلى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2006 - 2008 ، كذاك و محاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المردودية .

و قد خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفاءة عن المستوى الضعيف ، وأن متغير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية ، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس لوحيدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية و هي حجم المؤسسة ، المردودية، المخاطر النظامية والمعبر عنها ب Beta.

من خلال ماتطرق إليه الدراساتنا نقول أنهما أمتا بكل الجوانب النظرية و التطبيقية الخاصة بسياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة، فبالنسبة لدراستنا فستركز فقط على اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة من خلال الاعتماد على 3 متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح هي " التوزيعات النقدية ،

التوزيعات المجانية و الأرباح المحتجزة " و التوصل إلى أي من هذه المتغيرات الأكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة.

4- . دراسة: أمجد إبراهيم البراجنة، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من قيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة و التمويل – الجامعة الإسلامية – غزة فلسطين ، 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة ، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية و السوقية للسهم ، و إذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أنه توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة ، و بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، كما أن هناك علاقة بين كل من كمية الأسهم المتداولة و القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، و من جهة أخرى توصل الباحث إلى عدم وجود علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح و القيمة الدفترية للأسهم المتداولة ، كذلك بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

أغفلت هاتين الدراستين أحد أهم المتغيرات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح ألا و هو " التوزيعات المجانية للأسهم " و الذي يعتبر أحد الأدوات المستعملة من طرف المؤسسات الاقتصادية المدرجة خاصة في عملية إعادة الهيكلة.

5- دراسة: عبد الوهاب دادن ، حورية بديدة ، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009 »، مجلة الباحث العدد 2012/10.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم «قيمة المؤسسة» - و إبراز المتغير الأكثر تأثيرا من بين مغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، إضافة إلى محاولة اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 و هذا من خلال إجراء دراسة اختبارية على 33 مؤسسة مدرجة في هذا المؤشر في الفترة ما بين 2010/2008 ، و دراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة هي 2009. و كشفت الدراسة عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة و سياسة إعادة شراء الأسهم، و أن سياسة التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة) أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح من خلال ما تؤكدته دراسة الحدث على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

نقول أن هذه الدراسة أملت بأهم أشكال سياسة توزيع الأرباح المستعملة من طرف الشركات إلا أن دراستنا لم تعتمد على المتغير " إعادة شراء الأسهم" كونه غير مستعمل خلال فترة الدراسة .

6- دراسة:

Zuriawati Zakaria jorlah Muhammad abdulhadi Zulikifli, **The Impact of dividend policy on the shar price volatility: malaysian construction and material companies**, Internationa journal of economics and management science , vol.2, No, 2012.

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العملة مجال البناء و المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2011 و اعتمد الباحث على الانحدار المتعدد لتقديم نموذج مفسر للظاهرة ، و توصلت الدراسة الى أن لتوزيعات النقدية و حجم المؤسسة هما المحددان الأساسيان لقيمة الأسهم حيث أنهما على علاقة إحصائية موجبة مع قيمة الأسهم و أن الرفع المالي على علاقة عكسية مع قيمة السهم ، كذلك توصل الباحث الى أن ربحية السهم ، معدل النمو، و تقلبات الأرباح ليست لها دلالة إحصائية ولا تفسر تقلبات الأسهم.

في هذه الدراسة اعتمد الباحث على المتغيرات " حجم المؤسسة، الرفع المالي ، معدل النمو و تقلبات الأسهم" كمؤشرات محددة لسياسة توزيع الأرباح و مكملة للدراسة ، إلا أن دراستنا ستركز فقط على المتغيرات " ربحية السهم، التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح" و علاقتها بقيمة الأسهم ضنا منا أنها كافية للدراسة .

7- دراسة عماد زياد رمضان

Imad Zeyad Ramadan, **Dividendpolicy and pricevolatility, empirical evidence from jordan**, International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.

هدفت هذه الدراسة الى تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات الصناعية من خلال دراسة عينة مكنة من 77 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان- الأردن- للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2011 حيث اعتمد الباحث على تحليل الارتباط بين المتغيرات و أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إضافة الى تقديم نموذج باستخدام الانحدار المتعدد، توصل الباحث الى أن كل من ربحية السهم و التوزيعات النقدية على علاقة عكسية مع قيمة أسهم الشركات الصناعية و أن مديري الشركات الصناعية الأردنية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح التي تناسب المستثمرين .

من خلال هذا التقديم نقول أن الدراسة اعتمدت على المتغيرات " ربحية الأسهم و التوزيعات النقدية" كمتغيرات مستقلة لتفسير تقلبات الأسهم إلا أن هذه الدراسة أغفلت دور احتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة و الذي سنعتمده في دراستنا إضافة الى المتغيران " ربحية السهم و التوزيعات النقدية".

8- دراسة:

Mohammad hashemijoo, Aref Mahdaviardekani, Najat younesi, **The impact of dividendpolicy on sharepricevolatility in the Malaysian stock market**, Journal of business studies quarterly, vol.4, No.1, 2012

قام الباحثون في هذه الدراسة باختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و تقلبات أسهم شركات المنتجات الاستهلاكية و هذا من خلال دراسة عينة مكونة من 84 شركة مدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010 اعتمادا على الانحدار المتعدد و البسيط لتفسير العلاقة بين المتغيرات.

و توصلت الدراسة الى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة " ربحية السهم و التوزيعات النقدية" و قيمة الأسهم و أن التوزيعات النقدية يعتبر الأكثر تأثيرا على تقلبات الأسهم .

اعتمدت هذه الدراسة على نفس المتغيرات " ربحية السهم و التوزيعات النقدية" باستثناء احتجاز الأرباح و الذي يعتبر أحد أشكال سياسة توزيع الأرباح و الذي يساعد في فهم السياسة الاستثمارية و التمويل الداخلي للمؤسسة .

9. دراسة:

Main Sajid & All « How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan » american journal of scientific research, issue 61,2012.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم من خلال معرفة دور هذه السياسة في تقلب أسعار أسهم الشركات الخاصة بالقطاع المالي المسعرة في بورصة كراتشي - باكستان - من خلال الاعتماد على بيانات المالية ل 75 شركة من القطاع المالي و التي كانت عينة الدراسة في الفترة ما بين 2006/2010.

توصلت الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة على علاقة عكسية مع تغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة كراتشي ، و إلى أن ربحية السهم على علاقة ايجابية مع تقلبات الأسعار أي أن سياسة توزيع الأرباح وسيلة فعالة للتأثير على أسعار الأسهم السوقية كون سوق كراتشي سوق ناشئة .

10. دراسة:

SALIH ALAA,A « The Effect of dividend plicy on market value UK, Empirical Study » Durham theses / Durham University/ UK / 2010.

هدفت هذه الأطروحة إلى دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للشركات في المملكة المتحدة من خلال اختبار نظرية عدم ملاءمة التوزيعات ل M&M و مدى صلاحيتها في أسواق المملكة المتحدة ، كذلك معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و السياسة الاستثمارية الخاصة بالشركات المسعرة و إلى مدى اعتماد هذه الشركات على سياسة التوزيعات الأرباح المتبقية¹.

¹ زرقون محمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 87.

خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل و بشكل موجز الى سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة الأسهم، و هذا بالتطرق الى مفاهيم عامة حول قيمة الأسهم و طرق تقييمها و التي تتحدد من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل ، مروراً بهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها و التي جاءت به النظرية المالية الحديثة من خلال النقد الموجه للفكر الاقتصادي و الذي يعتبر بأن الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم أرباحها و الذي يعود عليها بارتفاع في قيمتها، كما تم التطرق لسياسة توزيع الأرباح و هي قرار يعود للمؤسسة من حيث المفاضلة بين توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها أي احتجازها بغرض استثمارها حيث يوجد عدة أشكال لهذه التوزيعات منها توزيعات نقدية و أخرى توزيعات في شكل أسهم.

و بمأن هذا الموضوع نال أهمية كبيرة و أثار اهتمامات مفكري الإدارة المالية حول ما إذ كانت سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة الأسهم أم لا ، حيث وجدت العديد من التيارات التي ساققتها مجموعة من النظريات و التي كان الإشكال بينها حول هذه التوزيعات، فمنها من يعتبرها عملية لا بد منها حيث يبيى اعتقدته على أن القيام بها سيؤثر و بشكل مباشر على قيمة الأسهم "قيمة المؤسسة" في حين يرى البعض الآخر أنها ليس لها ادنى علاقة بقيمة السوقية للأسهم فتوزيعات الأرباح أو احتجازها ليس له أي تأثير على أسعار الأسهم السوقية، و في الأخير تناولنا أهم الدراسات التي انصبت حول هذا الموضوع و التي اختلفت الآراء فيها من خلال اختلاف نتائجها و خصائص المنطقة و الأسواق قيد الدراسة.

من خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى لنا أن نقوم بدراسة الحالة لتبيان الآراء و النظريات حول سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم هذا من خلال الفصل التالي و الذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع.

الفصل الثاني

دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع

الأرباح على قيمة الأسهم

تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري من خلال إلقاء نظرة إلى الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة ، العديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة ، سنحاول في هذا الفصل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية باختيار عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية.

ومن أجل تحقيق هذا الهدف سنقوم بدراسة اختبارية نموذجية باستعمال الانحدار الخطي البسيط للكشف عن المتغير الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة والمحدد الأساسي لها.

و لذلك سيتناول هذا الفصل جزئين أساسيين من خلال تقديم مجتمع الدراسة و الأدوات المستعملة في الدراسة في الجزء الأول، و تقديم نتائج الدراسة و تفسير و تحليل هذه النتائج في الجزء الثاني.

المبحث الأول : تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة

المطلب الأول : الإطار التنظيمي لسوق قطر المالي

الفرع الاول : تقديم مجتمع الدراسة

تعتبر سوق الدوحة من أهم الأسواق العربية و الخليجية من حيث الرسملة البورصية ، حجم التداول و حجم الشركات ، إضافة إلى حصولها حلى جائزة "بورصة العام" المرموقة التي تمنحها مجلة (Global Investor) في سنة 2012 ، كأفضل بورصة على مستوى منطقة الشرق المستثمر العالمي الأوسط وشمال إفريقيا .

1 _ نظرة عامة حول بورصة قطر

تأسست البورصة القطرية في عام 1995 ، وذلك وفقا للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعديلاته، حيث جاء فيه " أن سوق الدوحة للأوراق المالية مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي ويكون مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة " ، وقد بدأت البورصة عملياتها بصورة رسمية في ماي 1997 ومن ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي¹.

وفي جوان 2009 ، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار ، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات ، كما وفرت هذه الشراكة قيمة لبورصة Euronext NYSE في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما اعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

¹ - محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007_2008، رسالة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص 147.

ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة ، كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

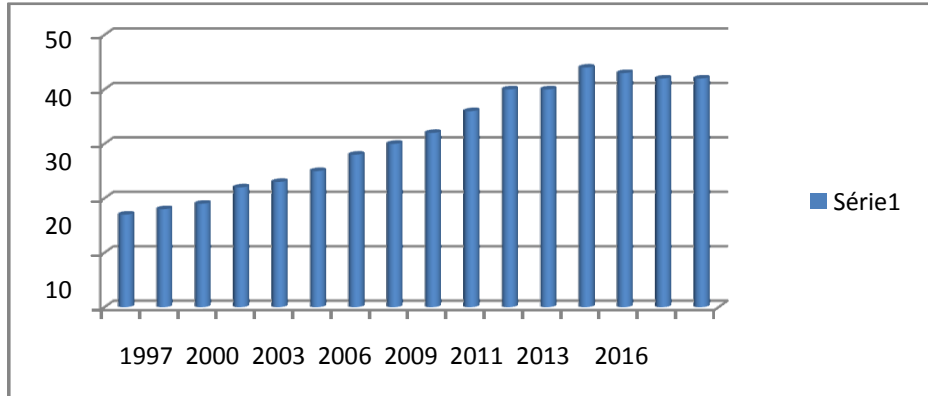
تمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر ، وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي و تعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الامكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليه¹.

2_ الشركات المدرجة

وصل عدد الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية في ديسمبر 2016 إلى (45) شركة مقابل (17) شركة عند افتتاح السوق سنة 1997، قد تطور إدراج الشركات في السوق القطرية منذ افتتاحها وفق ما يوضحه الشكل التالي :

¹ - هي مجموعة من الشركات العالمية التي تعمل في مجال الإدارة في الأسواق المالية، تشكلت في سنة 2007 من خلال اندماج مجموعة NYSE EURONEXT من أكثر البورصات تنوعاً حيث توفر سلسلة واسعة من المنتجات والخدمات المالية في أوروبا ومجموعة بورصة نيويورك ومجموعة بورصة نيكست/ <http://www.nyx.com>

الشكل البياني رقم 1_1. تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر



من إعداد الطالب باستعمال برنامج Excel اعتماداً على البيانات المنشورة في موقع البورصة

كما يمكن الاطلاع على الشركات المدرجة في بورصة قطر في سنة 2016 في الملحق رقم(1)

الفرع الثاني : أهم مؤشرات بورصة قطر

1_ مؤشر بورصة قطر :

يقوم مؤشر بورصة قطر بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة وفي أول يوم تداول من شهري افريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لازالت تستوفي معايير المؤشر .

2_مؤشر العائد الإجمالي :

بتاريخ 1 أفريل 2012 ، أطلق مؤشر العائد الإجمالي الذي يشابه مؤشر البورصة العام من حيث تكوينه ولكنه يحتسب العائد الإجمالي لمؤشر البورصة بحيث يتم قياس كل من أداء السعر والدخل الناتج عن الأرباح للأسهم العشرين التي يتكون منها المؤشر العام وهي الأسهم الأكثر سيولة .

3_مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي :

مؤشر بورصة قطر الريان الاسلامي الذي اطلق في 7 جانفي 2013 ويرتكز المؤشر الجديد على سيولة الاسهم المتاحة للتداول وقيمة رسميتها السوقية و المخصصة لأسهم الشركات المدرجة في البورصة والتي تكون متوافقة مع الشريعة وفقاً لرأي هيئة الرقابة الشرعية في مصرف الريان. ويتمحور الهدف من وراء هذا المؤشر في دعم إطلاق صناديق الاستثمار المتداولة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي من المزمع إطلاقها من قبل الريان للاستثمار بعد أن تمت إجازتها بفتوى صادرة عن هيئة الرقابة الشرعية في مصرف الريان الإسلامي الشرعية في مصرف الريان .

كما قامت البورصة بنشر جميع الأسهم و7 مؤشرات قطاعية بهدف قياس مجمل أداء السوق وتزويد المستثمرين بأدوات إضافية لتقييم أداء القطاع في الوقت الفعلي له¹.

4_ نظرة على تطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة 2014_2016

بلغت القيمة السوقية لهذه المؤسسات في الربع الأول من سنة 2014 حوالي 178.56 مليار دولار حيث انخفضت في الربع الثاني إلى 173.6 مليار دولار بنسبة 1.8 بالمائة مقارنة بالربع الاول ، أما في الربع الثالث فقد بلغت القيمة السوقية 202.1 مليار دولار تجاوزت نسبته 16 بالمائة مقارنة بالربع الثاني وفي الربع الاخير من نفس السنة فقد تراجعت القيمة السوقية ب185.81 مليار دولار أي تراجع بنسبة 10.5 بالمائة مقارنة بربع السابق².

وفي سنة 2015 بلغت القيمة السوقية في الربع الأول بنحو 173.97 مليار دولار أي بتراجع حوالي 4.7 المائة مقارنة بالربع الاخير من سنة 2014، ارتفعت هذه القيمة في الربع الثاني حيث قدرت ب176.47 مليار دولار أي ارتفاع بحوالي 4.2 في المائة مقارنة بالربع الاول ، في الربع الثالث تراجعت إلى 166.18 مليار دولار بنسبة 6.0 في المائة مقارنة بالربع الثاني ، في الربع الاخير من نفس السنة تراجعت القيمة السوقية الى 151.89 مليار دولار³.

¹ - للمزيد من الاطلاع على مؤشر بورصة قطر.

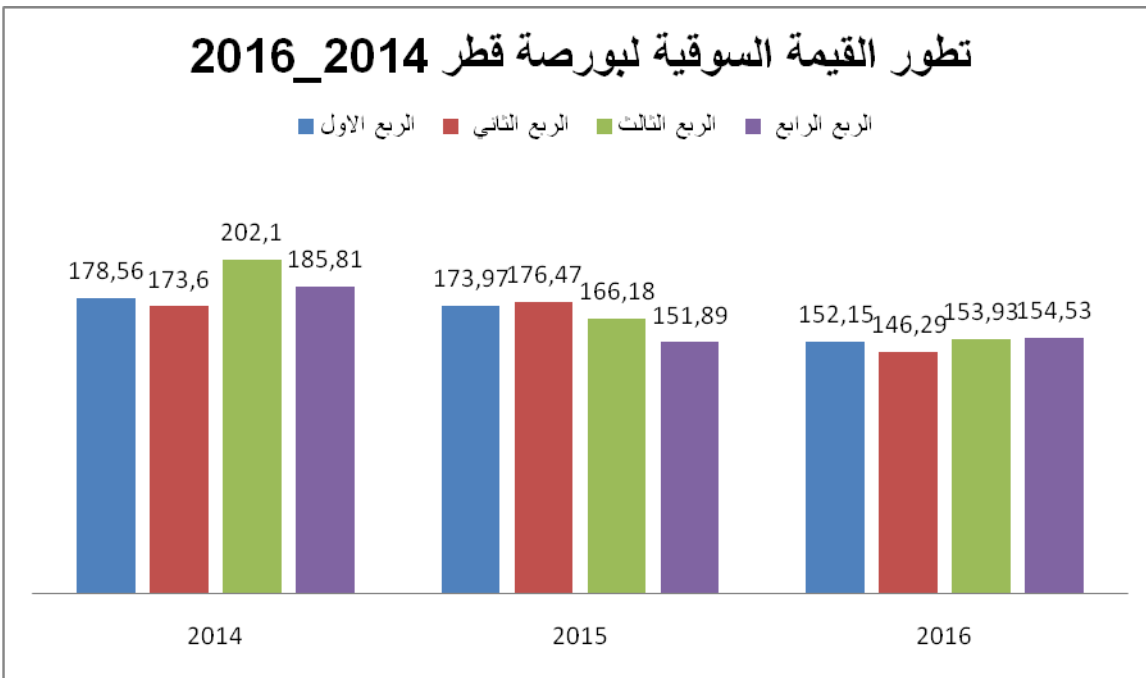
<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe+arabic+portal/Pages/Market+Statistics/QE+Index>

² - صندوق النقد الدولي ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، سنة 2014

³ - صندوق النقد الدولي ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية، سنة 2016

في سنة 2016 سجلت القيمة السوقية تحسنا ريعيا طفيفا في الربع الاول لتصل نحو 152.15 مليار دولار مقارنة بالربع السابق من سنة 2015، وقد سجلت في الربع الثاني بانخفاض محسوس لتصل 146.29 مليار دولار وذلك بنسبة 4.7 في المائة مقارنة بالربع السابق، في الربع الثالث بلغت القيمة السوقية 153.93 مليار دولار أي سجلت ارتفاع بنسبة 5.6 في المائة مقارنة بالربع السابق، اما في الربع الاخير من سنة 2016 فقد شهد ارتفاعا طفيفا بقيمة 154.73 مليار دولار.

شكل رقم 1-2: تطور القيمة السوقية لبورصة قطر 2014-2015



المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج EXCEL

المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة

سيتم من خلال هذا الجزء إعطاء وصف لعينة الدراسة و الشروط الواجب توفرها في المؤسسة لتشكيل العينة التي سيتم

اختيارها .

أولاً: تقديم عينة الدراسة

الفصل الثاني.....الدراسة القياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم المؤسسة

تتمثل عينة الدراسة في 25 مؤسسة مدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء مؤسسات

القطاع المالي و قطاع التأمين التي تم استبعادها كما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم 1_2 : عينة الدراسة

المجموع	الاتصالات	النقل	الخدمي	العقاري	الصناعي	القطاع
25	2	3	4	8	8	عدد المؤسسات
100%	8%	12%	16%	32%	32%	نسبة المؤسسات من العينة

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على منشور موقع البورصة

كما يمكن الاطلاع على بعض خصائص شركات عينة الدراسة في الملحق رقم (01)، وتم اختيار العينة بناء على عدة

اعتبارات منها :

_ لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال الفترة.

_ لم تقم بتوقيف تداول أسهمها خلال الفترة.

_ أن تكون الملفات البيانية المنشورة عليها من نوع PDF .

ثانيا: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة بين 2014_2016 و التي تعتبر فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة "

سياسة توزيع الأرباح" على المتغير التابع " قيمة المؤسسة " أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الدوحة للأوراق المالية (بورصة قطر)

ثالثا: مصادر البيانات

تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الالكترونية الخاصة بالمؤسسات قيد الدراسة و بورصة الدوحة ، إضافة إلى التقارير السنوية ودليل المستثمر والتي تنشرها بورصة قطر هذا كونها معتمدة ومدققة ، تتمتع بمصادقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسات اختبارية .

رابعا: متغيرات الدراسة

أ _ المتغير التابع :

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة ، ومن اجل الحصول على حسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدت متوسط سعر السهم للمؤسسة للفترة الممتدة بين 2014_2016 خلال أحد مشاهدات أسبوعية لأسعار الأسهم ، ونعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة و مدى إمكانية نموها واستمرارها ، حيث يعتقد انه يعكس قيمة المؤسسة.

ب _ المتغيرات المستقلة :

على ضوء تحليل الدراسة و هدفها تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح وهي كالتالي:

1_ نصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA: ويعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح و أكثرها استعمالا من طرف المؤسسات، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية.

2 _ التوزيعات علي شكل أسهم DG : و هو الشكل الثاني من سياسة توزيع الأرباح و تتمثل في نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الاسمية للسهم .

3_ الربح المحتجز للسهم BNR: هي عبارة عن القيمة التي تحتجزها المؤسسة من الأرباح لعدة أسباب ، تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة والأرباح الموزعة .

4 _ الخطأ العشوائي : يرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها.

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.

- الصياغة الرياضية غير سليمة للنموذج .

- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات و قياس المتغيرات المالية.

خامسا: الأسلوب و الأدوات الإحصائية المعتمدة

تم في هذه الدراسة الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة باستخدام الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة ، ودراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة و المستقلة وقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع ، ومن اجل ذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 7.0 بالإضافة إلى برنامج SPSS 16.0 .

المبحث الثاني : تقديم وتفسير نتائج الدراسة

المطلب الاول : تقديم نتائج الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى بناء نموذج إحصائي بين المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم للشركات بطريقة المربعات الصغرى والتي تهدف إلى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدئة مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية والمقدرة .

_ إيجاد المعاملات بواسطة مربعات الصغرى :

حيث:

$PRIX =$ سعر السهم السوقي والذي يمثل قيمة المؤسسة .

$DPA =$ نصيب السهم من التوزيعات النقدية.

$DG =$ نسبة التوزيعات المجانية للقيمة الاسمية .

$BNR =$ نصيب الربح المحتجز للسهم .

$\epsilon =$ الخطأ العشوائي .

1_ تحليل نتائج الارتباط :

الجدول أدناه يقوم بتوضيح نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة منها المتغيرات المستقلة

(DPA-DG-BNR) والمتغير التابع (PRIX).

الجدول رقم 2_2: نتائج مصفوفة الارتباط

	PRIX	DPA	DG	BNR
PRIX	1	0.934	0.601	0.682
DPA		1	0.457	0.693
DG			1	0.564
BNR				1

المصدر: من اعداد الطالب باستخدام برنامج SPSS16.0

من خلال نتائج الجدول أعلاه و الذي يبين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات القطرية محل الدراسة عن وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع PRIX قيمة المؤسسة المسعرة و المتغيرات المستقلة DPA-DG-BNR حيث معاملات الإرتباط 93.4%، 60.1%، و 68.2% على التوالي ، كذلك يبين الجدول الارتباط عن وجود علاقة متوسطة نسبيا بين كل من التوزيعات النقدية، والتوزيعات المجانية و الأرباح المحتجزة حيث بلغ معامل الارتباط 45.7% و 69.3% و 56.4% على التوالي.

2_ نتائج الانحدار البسيط :

سنقوم في هذا الجزء بتقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع كل على حدا ، بهدف الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيرا على المتغير التابع _ قيمة المؤسسة .

أ_ النموذج الاول : علاقة التوزيعات النقدية بقيمة المؤسسة

الجدول رقم 2_3 : تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.209278	5.111847	1.801556	0.0847
DPA	20.30412	1.341512	15.13525	0.0000
R-squared	0.908758	Mean dependent var		63.00000
Adjusted R-squared	0.904791	S.D. dependent var		61.55576
S.E. of regression	18.68510	Akaike info criterion		8.769948
Sum squared resid	8030.057	Schwarz criterion		8.867458
Log likelihood	-107.6244	Hannan-Quinn criter.		8.796993
F-statistic	229.0759	Durbin-Watson stat		1.604425
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS7.0

و لاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين:

$$H_0 : \beta_j = 0 / j=1, 2, 3$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0 / j=1, 2, 3$$

حيث يمكننا قبول إحدى الفرضيتين و رفض الأخرى اعتمادا على النتائج التالية :

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " التوزيعات النقدية " يفسر 90% التغيرات الإجمالية لسعر السهم _ قيمة المؤسسة _ وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2=90.87\%$ كما ان التوزيعات النقدية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية ل t-stat حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5 % أما القيمة الاحتمالية الاحصائية فتشير حيث قدرت ب 0 .

ومنه للنموذج معنوية إحصائية . 5% وانها اقل من مستوى المعنوية

_ إذن $0.05 > \text{prob} = 0.000$ ، هناك إحصائية معنوية للمتغير DPA إذن نرفض الفرضية العدمية H_0 ونقبل

الفرضية البديلة H_1 ، النموذج $DW=1.60$ نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء .

ب _ النموذج الثاني : علاقة توزيعات المجانية على قيمة المؤسسة

جدول رقم 2_4 :علاقة توزيعات المجانية على قيمة المؤسسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	48.90190	10.62551	4.513197	0.0002
DG	17.55013	5.136035	3.611760	0.0015
R-squared	0.381905	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.334162	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	49.41283	Akaike info criterion		10.71492
Sum squared resid	56157.43	Schwarz criterion		10.81243
Log likelihood	-131.9364	Hannan-Quinn criter.		10.74196
F-statistic	13.04481	Durbin-Watson stat		1.969155
Prob(F-statistic)	0.001467			

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ ان المتغير المستقل التوزيعات المجانية يفسر 38 % من التغيرات كما ان الاجمالية لسعر السهم المؤسسة و هذا ما يبينه معامل التحديد $R_2 = 38\%$ كما أن التوزيعات المجانية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية ل $t\text{-stat}$ والتي قدرت ب 0.0015 حيث انها اقل من مستوى المعنوية % 5 و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث ب 0.001467 وانها أقل من مستوى المعنوية % 5 ومنه للنموذج معنوية إحصائية .

_ إذن $0.05 > \text{prob} = 0.001467$ ، هناك إحصائية معنوية للمتغير DG إذن نرفض الفرضية العدمية H_0

ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، النموذج $DW=1.96$ نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء .

ت _ النموذج الثالث : علاقة الارباح المحتجزة بقيمة المؤسسة

جدول رقم 2_5 : تأثير الأرباح المحتجزة على المؤسسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.17746	10.49686	1.826972	0.0807
BNR	19.46479	3.236320	6.014482	0.0000
R-squared	0.631116	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.594416	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	38.56520	Akaike info criterion		10.21920
Sum squared resid	34207.32	Schwarz criterion		10.31671
Log likelihood	-125.7400	Hannan-Quinn criter.		10.24624
F-statistic	36.17399	Durbin-Watson stat		1.925346
Prob(F-statistic)	0.000006			

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS7.0

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " الأرباح المحتجزة " يفسر %63_ من التغيرات الاجمالية لسعر السهم المؤسسة وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2=63.11\%$ كما ان الأرباح المحتجزة لها معنوية احصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t-stat والتي قدرت بـ 0.0000 حيث انها اقل من مستوى المعنوية %5 و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.000006 وانها اقل من مستوى المعنوية %5 ومنه للنموذج معنوية إحصائية .

_ إذن $0.05 > \text{prob} = 0.000006$ ، هناك إحصائية معنوية للمتغير BNR إذن نفرض الفرضية العدمية H_0

ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، النموذج $DW=1.92$ نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء .

المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة

كشفت الدراسة عن مجموعة من النتائج التي يمكن أن تبث أو تنفي فرضياتنا ومن ثم يمكن أن تساعد المستثمرين أو الباحثين على فهم محددات تغير الاسهم والعوامل المؤثرة عليها :

1_ توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر وبشكل جيد و ايجابي على قيمة المؤسسة من % 96 الاقتصادية من خلال نتائج النموذج العام الذي يقدم نتيجة أن هذه السياسة تفسر التغيرات الكلية لقيمة المؤسسة ويمكن إرجاع ذلك إلى قيام المؤسسات الاقتصادية القطرية قيد الدراسة بتوزيعات بشكل مرتفع و استعمال أهم أشكال التوزيعات للتأثير على قيمتها السوقية و هي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة SALIH ALAA,A ، من جهة أخرى تتناقض مع دراسة Main Sajid & All والتي توصلت إلى ان هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيعات الارباح وثروة المسامين

2_ بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد كشفت الدراسة أن التوزيعات النقدية على علاقة ذات دلالة احصائية في النموذج ، كذلك فهو أكثر المتغيرات تأثيرا على قيمة المؤسسة حيث يفسر بنسبة 90 % .

ويمكن إرجاع قوة العلاقة بين التوزيعات النقدية و قيمة المؤسسة إلى سياسة المؤسسات الاقتصادية القطرية التي تتبعها لجذب مستثمرين جدد من خلال دفع توزيعات أرباح للمستثمرين وهو ما يسمى بالتأثير الزبائني ، كذلك يمكن إرجاع ذلك إلى أن المستثمرين القطريين يولون اهتمام للأرباح الجارية لأنها اقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية ، وهذا بغرض إعادة استثمار هذه الأرباح في أسهم أخرى ويمكن أن يكون هذا التفضيل إلى افتقاد المستثمرين لمعلومات تفيدهم بشأن السياسة الاستثمارية و الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة " دادن عبد الوهاب و حورية بديدة " حيث توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية هي المحرك الأساسي للأسعار السوقية للأسهم في بورصة باريس .

3_ كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ايجابي، وأنه يفسر قيمة المؤسسة بنسبة 38 %.

ويمكن أن يكون سبب هذا التأثير الايجابي إلى وجود إشارة حول التوزيعات المستقبلية للشركات حيث انها تعطي انطبعا بأن الشركات ترغب في التوسع وزيادة حجم الاعمال وهذا رغم ضعف التأثير على قيمة المؤسسة ويرجع ذلك لاستعماله فقط من طرف المؤسسات الاقتصادية التي هي بصدد النمو و إعادة الرسملة، كذلك تعد إشارة إلى صغار المستثمرين من خلال

تشجيعهم على شراء أسهم شركات التي قامت بمهذة التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة الطلب على راس مالها و بالتالي زيادة احتمال رفع قيمة السهم في السوق، وهذه النتيجة المتوصل إليها تدعم دراسة "علي بن الضب .

4_أما بالنسبة للمتغير الأرباح المحتجزة الذي يعبر عن السياسة الاستثمارية للشركات المدرجة قيد دراسة فقد كشفت الدراسة انه على علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة المؤسسة .

فالأرباح المحتجزة أكثر تأثير من التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة حيث بلغت القدرة التفسيرية للأرباح المحتجزة حوالي 63 % وهي نسبة جيدة لتأثير على أسعار أسهم في السوق، وهذا ما يدل على أن المؤسسة تقتطع جزءا من أرباح لتمويل احتياجاتها الداخلية كذلك اقتطاع جزء من الأرباح بغرض التوسعات الاستثمارية الجديدة، وهذه النتيجة تتنافى مع النتيجة المتوصل إليها في دراسة عبد الوهاب دادن و حورية بديدة" وتتوافق مع دراسة "علي بن الضب و "SALIH ALAA,A حول وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و قيمة المؤسسات المسعرة .

ومنه نستنتج ان التوزيعات النقدية و الأرباح المحتجزة هما المحددان الأساسيان لأسعار السوقية للأسهم و من ثم على قيمة المؤسسة بغض النظر عن المحددات الأخرى التي يجب الكشف عنها من خلال الدراسات الأخرى ، و أن النتائج المتوصل إليها تدعم نظرية العصفور في اليد " لقوردن و لتنتر" إضافة إلى دعم نظرية الفائض ، أي تعتبران صالحتان للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية ، اضافة إلا انه يمكن إرجاع ذلك إلى أن سوق قطر للأوراق المالية تعتبر سوق ناشئة تسعى إلى جذب أكبر المستثمرين لرفع حجم التداول و القيمة السوقية من اجل نمو السوق و تطوره للوصول بهذه السوق لمجاهة الاسواق العالمية المتطورة .

خلاصة الفصل :

تعتبر سوق قطر للأوراق المالية من بين أهم الأسواق العربية في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصية و أداء حيث تعتبر الثانية بعد سوق السعودية من حيث الرسملة البورصية ما يبين لنا النمو الملاحظ في هذه السوق رغم العدد القليل للمؤسسات المدرجة في هذه السوق حيث لم يتجاوز 45 مؤسسة اقتصادية و هذا ما يعطي نظرة لحجم المؤسسات المدرجة في هذه السوق .

وبعد ما تم تقديم مجتمع الدراسة و المتمثل سوق قطر للأوراق المالية و مستوى التوزيع الأرباح ، تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال استخدام الانحدار الخطي للكشف عن هذه العلاقة واختبار النظريات على ارض الواقع، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ، وهذا التأثير كان بمستوى قوي في حدود 97% بشكل موجب، والى أن نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لنتنر تعتبر صالحة في سوق قطر للأوراق المالية ، كما توصلت الدراسة كذلك الى أن التوزيعات النقدية هي أكثر أشكال توزيعات الأرباح تفسير لقيمة المؤسسة بغض النظر عن التوزيعات الأخرى .

الخطمة

الخاتمة :

تمت في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح و تأثيره على قيمة المؤسسة في سوق قطر للأوراق المالية ، حيث تناولت إشكالية البحث ما مدى أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016 ؟ وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة سابقا وحاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز هذا التأثير من خلال اختيار عينة مشكلة من 25 شركة مدرجة في سوق الاوراق المالية ولخصت الدراسة فيما يلي :

أسفرت نتائج الدراسة من خلال النموذج المقدر و الذي أكد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 حيث تفسر هذه السياسة 97 % من التغيرات الكلية لأسعار الأسهم السوقية من ثم على قيمة المؤسسة .

كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل " التوزيعات النقدية" و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 ، وكان هذا التأثير في حدود 90 % على قيمة المؤسسة، وهذا ما يبين سياسة المؤسسات القطرية في جذب المستثمرين الذين يفضلون الأرباح الجارية و الذين يعتبرون ان الأرباح الجارية اقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، ومن خلال هذا نكون قد اجبنا على الإشكالية الأولى و قبلنا الفرضية الأولى.

أظهرت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية وقيمة المؤسسة حيث بلغ هذا التأثير الضعيف تأثير التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة 38% لقلة استعماله من طرف المؤسسات ، إلا المؤسسات التي هي بغرض النمو وإعادة الهيكلة ،ومنه نكون قد اجبنا على الاشكالية الثانية مع قبول الفرضية الثانية .

وبالنسبة للمتغير احتجاز الارباح فقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5% وذلك بتأثير في حدود 63% وهذا ما يدل عن المؤسسة تقتطع جزءا من الإرباح لتمويل احتياجاتها المالية أو بغرض التوسع في الاستثمارات الجديدة ومنه نستنتج أن نظرية الفائض تعتبر صالحة للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية ، ومنه نقبل الفرضية الثالثة.

في ظل الجدول القائم حول التوزيعات النقدية ، كشفت الدراسة من خلال النتائج الأولية أن نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لنتنر الأصلح للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية على عكس ما جاءت به نظرية عدم ملاءمة التوزيعات لمود ليقلياني و ميلر ، ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الرابعة و قبلنا الفرضية الرابعة.

ومن خلال هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الانحدار الخطي البسيط نجد أن التوزيعات النقدية أكثر أشكال التوزيعات تأثيرا على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة ، ومنه نرفض الفرضية الخامسة.

• التوصيات وافاق البحث :

في ظل التطورات الاقتصادية و المالية ، انفتاح الأسواق و ترابطها ، من خلال ما تسعى إليه المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو و التوسع، إضافة إلى ذلك و ما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته ، بناء على ما ورد و ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نوصي بما يلي :

- _ محاولة دراسة والبحث للكشف على اساليب جديدة في توزيع الارباح للمؤسسات المسعرة في البورصة .
- _ دراسة بورصات دول شرق وجنوب شرق اسيا للحصول على نتائج واستراتيجيات جديدة في توزيع الارباح .
- _ إعادة إجراء الدراسة مع اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية.
- _ إعادة إجراء هذه الدراسة في فترة تتميز بالأزمة المالية خانقة لمقارنة النتائج المتوصل إليها.
- _ إعادة إجراء هذه الدراسة بتوسيع فترة الدراسة وإدخال مؤشرات جديدة او متغيرات جديدة
- إن استعملت في سوق قطر للأوراق المالية لزيادة فهم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة اسهم المؤسسة.
- _ اختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لفهم مستويات التوزيعات في سوق قطر للأوراق المالية .
- _ اختبار بعض المتغيرات المالية و الاقتصادية الأخرى لفهم العوامل المؤثر على قيمة اسهم المؤسسة.

المراجع

قائمة المراجع

❖ أولاً / باللغة العربية

✓ قائمة الكتب

- 1- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2010 .
- 2- أجد إبراهيم البراجنة، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من قيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة و التمويل -الجامعة الإسلامية - غزة فلسطين، 2009 .
- __ زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- ،مجلة الباحث ،جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010 .
- __ سعيد هتهات ، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2005 .
- __ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر .والتوزيع، القاهرة، طبعة 2006.
- __ عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، الإسكندرية، مصر ، دار الجامعة الجديدة، 2002.
- __ عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية،مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/04.
- __ عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة 40 _ خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009، مجلة الباحث ، العدد 2012/10 CAC المؤشر
- __ عدنان تاية النعيمي و آخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2008/2007.
- __ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة "دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006/2008 ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008_2009.

- __ فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الثالثة، 2010.
- __ فايز سليم حداد ، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن ، 2009 .
- __ محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007_2008، رسالة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة،2012.
- __ محمد شبيخي ، طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات و تطبيقات"، دار مكتب حامد لنشر و التوزيع، عمان ، الأردن ، 2010.
- __ محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى واخرون ، الاستثمار في الاوراق المالية وإدارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، طبعة 2007.
- __ منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، مصر، 2003.
- __ هواري سويسي ، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2008 .
- __ يوسف قريشي ، إلياس بن ساسي ، التسيير المالي " الإدارة المالية"، الطبعة الثانية ، دار وائل لنشر ، عمان ، الأردن ، 2011 .
- __ صندوق النقد الدولي ، أداء أسواق الاوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد 84 _ 2014.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد 85 _ 2014.
- __ ،أداء أسواق الاوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد 87 _ 2014.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد88 _ 2014.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد89 _ 2015.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد90_ 2015.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد91 _ 2015.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد92 _ 2015.
- __ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد93 _ 2016 .

_____ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد 94_2016.

_____ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد 95_2016.

_____ ، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، العدد 96_2016.

_____ بورصة قطر ، النشرة السنوية ، 2014 .

_____ ، النشرة السنوية ، 2015.

_____ ، النشرة السنوية ، 2016.

_____ بورصة قطر ، دليل المستثمر ، 2014 .

_____ ، دليل المستثمر ، 2015

_____ ، دليل المستثمر ، 2016

✓ ثانيا / باللغة الأجنبية

_ SALIH ALAA,A « The Effect of dividend plicy on market value UK, Empirical Study » Durham theses / Durham University/ UK / 2010.

_ Main Sajid & All « How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan » american journal of scientific research , issue 61, 2012.

_ Dar-Hsin Chen & All « The Announcement Effect Of Cach Dividande Changes On Share Prices : An Empricla Analysis Of China », Department of Business Administration, National Taipei University ,taiwan,2007.

❖ ثالثا / المواقع الالكترونية

_____ موقع بورصة القطرية: <https://www.qe.com.qa/ar/home>

_____ موقع البورصة <http://www.nyx.com/>

_____ صندوق النقد العربي اداء الاسواق المالية العربية:

http://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/daily

الملاحق

الملحق رقم 1 : الشركات المدرجة في بورصة قطر 2014/01/01-2014/12/31

القطاع	الشركة Company	عدد الاسهم Traded Volume	قيمة الاسهم (QR) Value	عدد الصفقات No. of .Trans	Open Price	High Price	Low Price	Closing Pr. (LTP)	All day VWA P	قیم Previous Closing Price	Price Change	
											Value ÄasÄ	%
الخدمات والسلع الاستهلاكية	ZHCD	2,079,038	166,349,989.50	3233	69.00	95.40	63.70	84.00	80.01	69.50	14.50	20.86 %
	QGMD	39,159,509	550,937,520.90	14647	14.13	16.48	8.60	10.15	14.07	13.85	-3.70	-26.71 %
	SIIS	233,081,039	3,782,661,448.59	48954	13.07	21.44	11.80	15.85	16.23	13.01	2.84	21.83 %
	MCGS	45,218,727	3,672,199,156.40	31235	52.90	142.50	52.10	117.00	81.21	52.50	64.50	122.86 %
	QCFS	337,567	17,483,782.45	852	40.15	69.00	38.10	44.00	51.79	40.10	3.90	9.73 %
	QFLS	21,487,685	5,013,836,380.80	41931	285.00	339.00	179.00	204.30	233.34	284.10	-79.80	-28.09 %
	WDAM	44,729,546	2,593,837,430.45	31104	51.10	72.00	39.90	60.40	57.99	51.70	8.70	16.83 %
	MERS	19,268,639	3,510,110,164.60	25915	133.80	244.00	133.50	200.00	182.17	133.30	66.70	50.04 %
Total sector		405,361,750	19,307,415,873.69	197,871								
الصناعة	QIMD	10,881,151	518,259,663.15	7618	50.40	54.30	40.10	43.35	47.63	50.60	-7.25	-14.33 %
	QNCD	6,104,458	792,463,285.60	7267	119.00	150.00	113.00	132.00	129.82	119.00	13.00	10.92 %
	IQCD	81,535,477	15,084,278,943.50	96151	167.60	202.90	160.00	168.00	185.00	168.90	-0.90	-0.53 %
	QIGD	73,988,018	4,139,254,371.40	50420	43.80	72.20	33.00	41.40	55.94	43.70	-2.30	-5.26 %
	QEWS	24,193,166	4,497,999,937.10	35217	179.00	208.70	162.00	187.50	185.92	181.90	5.60	3.08 %
	MCCS	6,793,935	768,532,281.60	25318	89.00	125.40	88.00	109.00	113.12	89.90	19.10	21.25 %
	AHCS	58,467,502	1,001,526,166.47	24553	15.00	21.50	10.40	15.19	17.13	15.00	0.19	1.27 %
	GISS	88,815,348	8,642,300,969.70	80693	61.00	131.00	61.00	97.10	97.31	61.00	36.10	59.18 %
MPHC	214,031,748	7,941,937,674.90	217957	50.00	73.90	24.90	29.50	37.11	50.00	-20.50	-41.00 %	
Total sector		564,810,803	43,386,553,293.42	545,194								
البنوك	UDCD	316,818,514	7,995,567,800.18	63104	22.40	30.75	19.71	23.59	25.24	22.61	0.98	4.33 %
	BRES	384,173,158	15,117,670,337.75	133294	29.80	54.20	29.80	41.90	39.35	29.80	12.10	40.60 %
	ERES	422,008,220	8,960,432,476.09	121834	17.00	55.30	13.10	14.92	21.23	17.00	-2.08	-12.24 %
	MRDS	353,926,468	6,931,823,355.76	100367	11.25	25.85	11.21	19.15	19.59	11.18	7.97	71.29 %
Total sector		1,476,926,360	39,005,493,969.78	418,599								
الاتصالات	ORDS Ooredoo	36,049,951	5,021,235,274.90	36914	136.70	169.50	104.30	123.90	139.29	137.20	-13.30	-9.69 %
	VFQS	519,419,163	9,053,305,225.48	113579	10.75	23.00	10.75	16.45	17.43	10.71	5.74	53.59 %
Total sector		555,469,114	14,074,540,500.38	150,493								
النقل	QNNS	25,510,543	2,412,804,908.40	18967	82.70	106.50	81.20	99.50	94.58	83.00	16.50	19.88 %
	GWCS	28,974,546	1,625,254,397.60	14623	41.15	69.50	39.50	56.40	56.09	41.50	14.90	35.90 %
	QGTS	191,502,325	4,425,895,109.70	61018	20.32	25.90	18.80	23.10	23.11	20.25	2.85	14.07 %

المصدر : الاعتماد على موقع بورصة قطر <https://www.qe.com.qa/ar/home> / www.qatarexchange.qa

الملحق رقم 2 : الشركات المدرجة في بورصة قطر 2015/01/01-2015/12/31

القطاع	Company	Traded Volume	Traded Value (QR)	No. of Trans.	Open Price	High Price	Low Price	Closing Pr. (LTP)	day VWAP	Previous Closing Price	Price Change	
											Value	%
الخدمات والسبع الاستهلاكية	QGMD	1,256,180	118,423,453.00	2524	83.50	106.00	76.20	84.80	94.27	84.00	0.80	0.95 %
	SIIS	56,972,533	872,687,989.12	24323	10.47	19.89	9.45	13.72	15.32	10.15	3.57	35.17 %
	MCGS	60,381,777	831,545,232.72	20010	15.40	17.20	11.01	11.82	13.77	15.85	-4.03	-25.43 %
	QCFS	6,386,332	981,419,370.00	9753	116.90	204.00	108.00	119.30	153.67	117.00	2.30	1.97 %
	QFLS	258,33	9,993,581.25	175	40.10	52.00	34.00	34.00	38.69	44.00	-10.00	-22.73 %
	WDAM	9,022,890	1,585,963,226.90	18954	201.20	225.00	131.60	147.50	175.77	204.30	-56.80	-27.80 %
	MERS	10,340,161	614,509,349.30	9113	62.80	65.00	40.40	52.80	59.43	60.40	-7.60	-12.58 %
	QIMD	4,520,215	1,044,811,465.80	14047	200.00	288.90	192.00	220.00	231.14	200.00	20.00	10.00 %
Total sector ا		149,138,418	6,059,353,668.09	#								
الصناعة	IQCD	4,379,832	197,872,689.10	2568	43.50	52.50	37.95	39.85	45.18	43.35	-3.50	-8.07 %
	QIGD	2,791,128	336,274,729.30	4286	127.70	146.00	99.20	102.00	120.48	132.00	-30.00	-22.73 %
	QEWS	49,479,913	6,649,961,871.60	62094	169.00	178.00	96.00	111.10	134.40	168.00	-56.90	-33.87 %
	MCCS	18,707,376	849,475,028.50	18952	39.60	56.50	33.40	37.70	45.41	41.40	-3.70	-8.94 %
	AHCS	10,325,592	2,118,645,658.90	16917	190.50	228.00	177.00	216.40	205.18	187.50	28.90	15.41 %
	GISS	6,481,000	694,028,138.40	32052	106.30	117.40	90.60	95.30	107.09	109.00	-13.70	-12.57 %
	MPHC	61,622,069	966,342,226.17	23493	15.23	19.29	11.32	13.99	15.68	15.19	-1.20	-7.90 %
	QATI	111,831,462	8,258,500,451.40	83636	98.00	112.50	46.30	51.50	73.85	97.10	-45.60	-46.96 %
	DOHI	46,472,301	1,155,647,603.48	45474	29.50	30.90	17.55	19.40	24.87	29.50	-10.10	-34.24 %
Total sector القطاع اجمالي		312,090,673	21,226,748,396.85	289,472								
العقارات	ORDS	70,909,758	1,663,522,444.98	21112	23.58	26.40	19.00	20.75	23.46	23.59	-2.84	-12.04 %
	VFQS	208,252,056	9,772,533,602.50	86910	41.80	54.40	37.60	40.00	46.93	41.90	-1.90	-4.53 %
	QNNS	415,720,248	7,523,940,272.05	100340	15.10	21.78	14.00	15.90	18.10	14.92	0.98	6.57 %
	GWCS	142,535,747	2,575,086,131.59	42608	19.10	22.17	13.20	14.20	18.07	19.15	-4.95	-25.85 %
Total sector القطاع اجمالي		837,417,809	21,535,082,451.12	250,97								
الاتصالات	QNBK	27,584,245	2,344,781,498.00	67687	121.00	123.90	60.00	75.00	85.00	123.90	-48.90	-39.47 %
	QIBK	289,094,080	4,686,302,955.73	72931	16.15	19.50	10.69	12.70	16.21	16.45	-3.75	-22.80 %
Total sector القطاع اجمالي		316,678,325	7,031,084,453.73									140,618
النقل	DHBK	10,745,042	1,068,955,478.50	8992	96.30	109.90	90.00	95.00	99.48	99.50	-4.50	-4.52 %
	ABQK	8,017,398	527,583,813.10	7803	56.00	85.50	52.10	56.90	65.80	56.40	0.50	0.89 %
	QIHK	117,208,872	2,782,923,040.62	41378	23.09	25.30	19.31	23.35	23.74	23.10	0.25	1.08 %
Total sector		135,971,312	4,379,462,332.22									58,173

المصدر : نفس الموقع سبق ذكره .

الملحق رقم 3 : الشركات المدرجة في بورصة قطر : 2016-12/31-2016/01/01

القطاع .Sec	الشركة Company	Traded Volume	Traded Value (QR)	No. of Trans.	Open Price	High Price	Low Price	Closing Pr. (LTP)	All day ¹ VWAP	سعر الإغلاق السابق Previous Closing Price	Price Change	
											قيمة Value	%
الاستهلاكية والسلع والخدمات Consumer Goods & Services	ZHCD زاد	304,429	26,089,661.80	614	78.00	93.90	65.50	89.20	85.70	84.80	4.40	5.19 %
	QGM D الطبية	30,859,000	370,470,111.89	12,331	14.00	14.62	9.11	10.10	12.01	13.72	-3.62	-26.38 %
	SIIS السلام	73,237,850	867,934,497.91	20,339	11.75	13.69	8.99	11.05	11.85	11.82	-0.77	-6.51 %
	MCGS الرعية	23,679,018	2,027,644,578.70	28,039	115.70	125.80	55.00	62.90	85.63	119.30	-56.40	-47.28 %
	QCFS السبنا	101,85	2,970,720.10	141	37.40	40.00	23.10	27.45	29.17	34.00	-6.55	-19.26 %
	QFLS قطر لتوفود	8,487,743	1,268,202,273.00	16,756	147.50	168.50	108.00	145.40	149.42	147.50	-2.10	-1.42 %
	WDAM ونام	25,088,924	1,528,450,275.30	15,277	52.40	69.90	38.70	68.00	60.92	52.80	15.20	28.79 %
	MCCS مجمع المناخي	2,406,812	218,531,218.80	7,195	94.00	105.50	75.10	80.00	90.80	95.30	-15.30	-16.05 %
	MERS السيرة	5,409,335	1,043,488,192.80	12,473	218.00	225.00	149.50	175.50	192.91	220.00	-44.50	-20.23 %
	اجمالي القطاع Total sector		169,574,961	7,353,781,530.30								
الصناعة	QIMD التحويلية	3,783,030	156,788,087.40	3,104	39.95	45.00	34.00	44.50	41.45	39.85	4.65	11.67 %
	QNCD الإسمنت	3,182,487	276,040,005.80	4,685	102.00	102.10	80.00	86.00	86.74	102.00	-16.00	-15.69 %
	IQCD صناعات قطر	42,437,152	4,479,153,584.60	41,131	110.00	119.90	88.00	117.50	105.55	111.10	6.40	5.76 %
	QIGD المستثمرين	70,504,935	3,588,776,301.58	36,774	37.00	70.40	23.15	58.50	50.90	37.70	20.80	55.17 %
	QEWS كهرباء وماء	8,249,659	1,723,382,839.50	16,904	213.10	235.80	175.10	227.00	208.90	216.40	10.60	4.90 %
	AHCS أعمال	48,510,956	655,207,506.11	19,817	14.00	15.80	10.60	13.63	13.51	13.99	-0.36	-2.57 %
	GISS الخليج الدولية	132,338,606	4,789,974,613.55	59,432	51.50	51.50	27.40	31.10	36.19	51.50	-20.40	-39.61 %
	MPHC مسعود	51,255,360	933,352,702.98	31,918	19.03	21.00	14.01	15.80	18.21	19.40	-3.60	-18.56 %
	اجمالي القطاع Total sector		360,262,185	16,602,675,641.52								
المقارن	UDCD المتحدة للتجارة	57,247,769	1,147,552,262.53	19,169	20.30	22.37	16.50	20.65	20.05	20.75	-0.10	-0.48 %
	BRES بروة	93,292,584	3,185,064,085.60	56,456	39.70	40.00	28.00	33.25	34.14	40.00	-6.75	-16.88 %
	ERES إزدان القابضة	142,418,938	2,394,069,077.42	46,024	15.99	20.24	12.10	15.11	16.81	15.90	-0.79	-4.97 %
	MRDS مزيا قطر	104,969,910	1,446,161,031.35	31,264	14.20	15.70	10.50	14.39	13.78	14.20	0.19	1.34 %
اجمالي القطاع Total sector		397,929,201	8,172,846,456.90									152,913
الاتصالات	ORDS Ooredoo	34,996,634	3,228,089,035.50	68,442	73.60	107.00	60.00	101.80	92.24	75.00	26.80	35.73 %
	VFQS فود الفون قطر	277,966,402	2,939,917,227.12	60,068	12.55	13.15	8.76	9.37	10.58	12.70	-3.33	-26.22 %
اجمالي القطاع Total sector		312,963,036	6,168,006,262.62	128,51								
النقل	QNNS الملاحة	8,115,199	733,518,603.30	8,578	94.00	98.00	83.40	95.60	90.39	95.00	0.60	0.63 %
	GWCS مخزن	22,143,771	1,305,575,717.35	16,084	55.00	66.10	40.05	56.00	58.96	56.90	-0.90	-1.58 %
	QGTS نقلات	74,345,696	1,718,290,768.23	36,268	23.06	25.20	18.70	23.09	23.11	23.35	-0.26	-1.11 %
اجمالي القطاع Total sector		104,604,666	3,757,385,088.88	60,93								

المصدر : نفس الموقع سبق ذكره .

الملحق رقم 4 : تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 19/04/17 Time: 09:36				
Sample: 130				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.209278	5.111847	1.801556	0.0847
DPA	20.30412	1.341512	15.13525	0.0000
R-squared	0.908758	Mean dependent var		63.00000
Adjusted R-squared	0.904791	S.D. dependent var		61.55576
S.E. of regression	18.68510	Akaike info criterion		8.769948
Sum squared resid	8030.057	Schwarz criterion		8.867458
Log likelihood	-107.6244	Hannan-Quinn criter.		8.796993
F-statistic	229.0759	Durbin-Watson stat		1.604425
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج EViews7.0

الملحق رقم 5 : علاقة توزيعات المجانية على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date:19/04/17 Time: 09:36				
Sample: 130				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	48.90190	10.62551	4.513197	0.0002
DG	17.55013	5.136035	3.611760	0.0015
R-squared	0.381905	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.334162	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	49.41283	Akaike info criterion		10.71492
Sum squared resid	56157.43	Schwarz criterion		10.81243
Log likelihood	-131.9364	Hannan-Quinn criter.		10.74196
F-statistic	13.04481	Durbin-Watson stat		1.969155
Prob(F-statistic)	0.001467			

المصدر : من اعداد الطالب مخرجات **EViews**

الملحق رقم 6 : : تأثير الارباح المحتجزة على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 19/04/17 Time: 09:37				
Sample: 130				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.17746	10.49686	1.826972	0.0807
BNR	19.46479	3.236320	6.014482	0.0000
R-squared	0.631116	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.594416	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	38.56520	Akaike info criterion		10.21920
Sum squared resid	34207.32	Schwarz criterion		10.31671
Log likelihood	-125.7400	Hannan-Quinn criter.		10.24624
F-statistic	36.17399	Durbin-Watson stat		1.925346
Prob(F-statistic)	0.000006			

المصدر : من اعداد الطالب مخرجات EIEWS:

الفهرس

الصفحة	الفهرس
I	الإهداء
II	التشكرات
III	مستخلص الدراسة
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الاشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	المختصرات
ب	المقدمة
	الفصل الأول : الاطار النظري لسياسة توزيع الارباح على قيمة اسهم المؤسسة
16	تمهيد
17	المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم
17	المطلب الأول: قيمة الأسهم
23	المطلب الثاني : النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
29	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
35	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : الدراسة القياسية لتأثير سياسة توزيع الارباح على قيمة اسهم المؤسسة
37	تمهيد
38	المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة
38	المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق قطر المالي
42	المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة
46	المبحث الثاني : تقديم وتفسير نتائج الدراسة

46	المطلب الاول : تقديم نتائج الدراسة
51	المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة
53	خلاصة الفصل
55	الخاتمة
59	قائم المراجع
63	الملاحق
70	الفهرس

