

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية
"دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016"
The effect of dividends policy on the market value of firms
« A Case Study of Qatar exchange during the period 2013-2016 »

عبد الحق قنون¹، عبد الغني دادن²

¹ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة - الجزائر -

² كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة - الجزائر -

تاريخ الاستلام: 13 / 02 / 2019، تاريخ القبول: 25 / 02 / 2019

ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، إضافة إلى تبيان أي أشكال سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، ولذلك تم الاعتماد على عينة مكونة من 26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي خلال الفترة 2013-2016، بالاعتماد على الانحدار الخطي المتعدد و البسيط للكشف عن هذا التأثير، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة، كما توصلت كذلك أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية ، وهذا ما يدعم نظرية ملائمة توزيعات الأرباح .

الكلمات المفتاحية:

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

تصنيف Jel: C51; D46; D53; G35

Abstract

The aim of this study is to examine the impact of dividend payments on the value of firms listed on the Qatar Stock Exchange As well as we tried Define which forms of dividends policy are most influential on the firms value, Therefore It relied on a sample of 26 enterprises listed in Qatar stock exchange set in several sectors with the exception of the financial sector within the period lasting between 2013-2016, through the multiple and simple linear regression for the making of the tests, The findings show a relationship between dividend policy and the value of firms, its show also that the cash dividend considered as one of the most common forms having impact on the company's market value. This supports the theory of the appropriateness of dividends.

Keywords: Company Value; Dividends Policy; Qatar Stock Exchange; Cash Dividend; Stock Dividend; Retained Earnings.

Jel Classification Codes : C51; D46; D53; G35

1- تمهيد :

سعى الباحثون الماليون منذ ظهور النظرية المالية إلى البحث في العلاقة بين القرارات المالية و قيمة المؤسسة وكذا 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 و المتمثل في قرار توزيع الأرباح الذي بدوره أثار جدلا بين الباحثين والمنظرين و ذلك لاختلاف مستويات الأسواق المالية والتطورات التي توأكبها وكذلك حجم المؤسسات و قيمتها، و يترتب عن هذه السياسة التأثير على الخطط الاستثمارية و التمويلية للمؤسسة في حد ذاتها.

وتعتبر بورصة قطر من أهم البورصات العربية في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصيه وحجم تداول مرتفع، إضافة إلى التطور الملاحظ في شأها، حيث تولى المؤسسات المدرجة فيها أهمية بالغة لسياسة توزيع الأرباح خصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية إلا أنها لم تحظ بدراسات مهمة في هذا الشأن، و في 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 و من ثم على قيمة المؤسسة، ومن خلاله تتجلى معالم إشكالية هذا الدراسة في السؤال المحوري التالي:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟

- وبغية منا للتحكم في صلب الموضوع ارتأينا إلى تقسيم الإشكالية العامة إلى إشكاليات فرعية كما يلي:
- هل توجد علاقة بين كل من التوزيعات النقدية، التوزيعات المجانية، نسبة الأرباح المحتجزة من ناحية والقيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟
- أي من متغيرات سياسة توزيع الأرباح المذكورة سابقاً الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟
- في ظل الجدل القائم بين " نظرية ملاءمة التوزيعات لـ Linter & Gordon ونظرية عدم ملاءمة التوزيعات لـ M&M" أي من هاتين النظريتين التي يمكن اعتبارها صالحة في سوق قطر للأوراق المالية؟ وما مدى صلاحية نظرية الفائض في سوق قطر للأوراق المالية؟
- وللإجابة على هذه الأسئلة تم وضع الفرضيات التالية:
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية، التوزيعات المجانية ونسبة الأرباح المحتجزة والمتغير القيمة البورصية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- يعتبر احتجاز الأرباح الأكثر تفسيراً للقيمة البورصية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- تعتبر نظرية ملاءمة التوزيعات Linter & Gordon الأكثر صلاحية في سوق قطر للأوراق المالية.

أهداف الدراسة: تتمثل أهداف الدراسة في محاولة الوقوف على القدرة التفسيرية لأحد القرارات المالية وهو قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما يعتبر محاولة لإختبار النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، هذا للجدل القائم بين المنظرين، إضافة إلى ذلك محاولة الوصول إلى نموذج يفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة قطرية.

II. النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

1. نظرية الفائض: تعتبر من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة، ومضمون هذه النظرية أن أغلبية المساهمين في شركات الأعمال، طالما يسعون إلى تعظيم ثروهم، فهم لا يمانعون من قيام الشركة من احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها إذا ما كانت هناك فرص استثمارية جديدة ومرجحة، بشرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة من قبل الشركة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين فيما لو تمت عملية استثمار الأرباح الموزعة عليهم في مجال استثماري آخر خارج الشركة في ظل نفس المستوى من المخاطر¹.

2. نظرية عدم ملاءمة التوزيعات: وضعت هذه النظرية من طرف رائدي العلوم المالية (M&M, 1961)² والتي نصّت على أن قيمة الشركة تتحدد فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ومخاطر أصولها أو استثماراتها. وأن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة، وللإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الفرضيات الغير واقعية والغير قابلة للتطبيق العملي³.

3. نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد): تنسب هذه النظرية إلى الباحثان (J, Litner, 1962)⁴ (M, Gordon, 1963)⁵، وجاءت على نقدهما واعتراضهما للفرضيات التي قامت عليها نظرية M&M؛ حيث يرى الباحثان أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة، فالأساس المهم لهذه النظرية مستوحى من المثل "عصفور في اليد" حيث أن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية⁶.

4. نظرية التمييز الضريبي: انطلق تطوير هذه النظرية بدراسة التأثير الضريبي على توزيعات الأرباح وعلاقته بقيمة المؤسسة وتنسب هذه النظرية إلى كل من (M. J. BRENNAN)⁷ و (R. Litzenberger and K. Ramaswamy)⁸ حيث تركز على مبدأ أن المستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها بسبب معدل الضريبة المرتفع على التوزيعات النقدية الحالية اعتقاداً منهم أن معدل الضريبة على

الأرباح الرأسمالية يكون أقل من المفروضة على التوزيعات النقدية الفورية، ومنه بموجب هذا التفكير فإن المؤسسة ستؤثر على قيمة أسهمها كلما رفعت من احتجاز الأرباح المحققة وقللت من التوزيعات النقدية⁹.

5. نظرية الإشارة : تستند هذه النظرية على افتراض أن المعلومات الغير متاحة لكل المتعاملين في نفس الوقت وأن عدم تماثل المعلومة هي القاعدة الأساسية في السوق¹⁰، و تعود إسهامات هذه النظرية الى (Kose.j & Williams.j)¹¹ حيث يقوم مسيرو الشركات باستعمال توزيعات الأرباح كأداة لإرسال معلومات مفيدة إلى السوق المالي حول الأرباح المالية الحاضرة، المستقبلية وإمكانية نمو شركاتهم.

6. نظرية الوكالة: تقوم هذه النظرية على افتراض أن السوق المالي كفو وأنه لا وجود لتضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين في الشركة، إلا أن هذا الافتراض غير قابل للتطبيق العملي، ومنه فحسب هذه النظرية ما لم توزع الأرباح على المساهمين فقد يتم تحويلها الى مصلحة المسيرين الخاصة أو إلى مشاريع غير ربحية تخدم مصالحهم الشخصية، ونتيجة لذلك فالمساهمون يفضلون توزيعات الأرباح الحاضرة على أمل تحسن قيمة الأسهم جراء خفض الأموال المتاحة أمام المسيرين¹².

III. الدراسات السابقة :

في ضل تعدد النظريات المفسرة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة تتأتى الدراسات الحالية لاختبار مدى صحة وتطبيق هذه النظريات على أرض الواقع. فقد حظي هذا الموضوع بقدر كبير من الاهتمام على المستوى المحلي والعالمي لاختلاف خصائص الأسواق المالية منها الناشئة ومنها المتطورة، إضافة إلى اختلاف خصائص المؤسسات والشركات من إقليم لآخر. في سياق ذلك تم الاطلاع على مجموعة من الدراسات والمتعلقة أساسا بهذا الموضوع قصد التعرف على النتائج المتوصل إليها والمناهج المستعملة وهذا بهدف مقارنتها بالنتائج المتوصل إليها في دراستنا الحالية، ففي حدود ما تم التوصل إليه تم اختيار أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع الدراسة، ومن أهمها:

▲ دراسة (SALIH ALAA, A)¹³ والتي هدفت الى اختبار نظرية عدم ملائمة التوزيعات لـ "M&M" ومدى صلاحيتها في أسواق المملكة المتحدة من خلال تباين العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات المدرجة بسوق المملكة المتحدة، كذلك معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والسياسة الاستثمارية الخاصة بالشركات المسعرة وإلى مدى اعتماد هذه الشركات على سياسة التوزيعات الأرباح المتبقية. حيث خلص الباحث الى عدم قابلية نظرية "M&M" للتطبيق من خلال وجود علاقة موجبة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة البورصية للشركات في المملكة المتحدة، وأن هناك علاقة بين كل من "ربحية السهم واحتجاز الأرباح" مع القيمة السوقية لهاته المؤسسات مما يدل على أن الإعلان عن سياسة التوزيعات يؤثر على القيمة السوقية للشركات؛ كما أن الشركات البريطانية تعتمد عموما على سياسة التوزيعات المتبقية-نظرية الفائض- مما يعني تفضيل سياسة استثمار الأرباح على توزيعها باستثناء القطاع المالي، كما أظهرت النتائج أن معظم الشركات البريطانية تفضل التوزيعات النقدية عن الأشكال الأخرى من التوزيعات وهذا بسبب سهولة تنفيذ هذا الأسلوب في مكافأة رأس المال.

▲ دراسة (رشيد حفصي)¹⁴ حاول من خلالها تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، من خلال دراسة 30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتدة بين 2011-2014 موزعة على كافة القطاعات باستثناء القطاع المالي باستخدام الانحدار الخطي بنوعيتها، حيث توصل الى أن هناك تأثير لكل من (نصيب السهم من التوزيعات النقدية و ربحية السهم) على القيمة السوقية للأسهم و عن عدم وجود تأثير للسياسة الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للأسهم وهذا ما يدعم نظرية ملائمة التوزيعات؛ وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة (Sajid Gul & All)¹⁵ و المطبقة على 75 شركة مدرجة في بورصة كراتشي -باكستان- في الفترة الممتدة بين 2005-2010 بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات الأرباح و ثروة المساهمين وأن التوزيعات النقدية يعتبر الأكثر تأثيرا بغض النظر عن الأشكال الأخرى من التوزيعات.

كما توصلت دراسة (S.Gabriel Anton)¹⁶ التي طبقت على سوق بوخارست خلال الفترة 2001-2011، ودراسة (Akram Budagag)¹⁷ المطبقة في سوق إسطنبول للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2015 إلى وجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية وقيمة الأسهم وان التوزيعات النقدية هي المحرك الأساسي للقيمة السوقية في البورصتين.

في سياق آخر وفي ظل التحليل القائم على نظرية الإشارة نجد دراسة (Dar-Hsin Chen & All)¹⁸: التي هدفت إلى معرفة تأثير الإعلان على تغيير توزيعات الأرباح النقدية للشركات المدرجة في أسواق الصين للأوراق المالية بالاعتماد على عينة من الشركات التي أعلنت عن تغيير في التوزيعات النقدية في الفترة الممتدة ما بين 2000-2004. تم رصد 422 إعلان عن تخفيض في توزيعات النقدية و 460 إعلان عن زيادة في توزيع الأرباح وهذا من أجل دراسة الحدث، فتوصل الباحثون إلى أن الإعلان عن التغيير في التوزيعات الأرباح له أثر إيجابي على سلوك الأسهم وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة (عبد الوهاب دادن، حورية بديدة)¹⁹ التي خلصت إلى وجود تأثير للمحتوى

المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة 33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2008-2010 وأن التوزيعات النقدية هي المحرك الأساسي للأسعار في بورصة باريس، وهو ما تؤكدته نظرية الإشارة حول توزيعات الأرباح. من خلال هذه الدراسات المقدمة نلاحظ أنها تتشابه من حيث النتائج وأنها تدعم نظرية ملائمة التوزيعات ونظرية الإشارة، هذا رغم اختلاف المعطيات وخصائص الأسواق التي أجريت فيها هذه الدراسات. كما لاحظنا أن أغلب هذه الدراسات تصب في جانبين فقط من المتغيرات المستقلة والذاتان يعكسان سياسة توزيع الأرباح ألا وهما "التوزيعات النقدية ورجحية السهم" وهو بعض القصور الذي تتميز به هذه الدراسات، حيث لم يتم التطرق إلى التوزيعات المجانية ودورها في التأثير على قيمة المؤسسة.

IV. منهجية الدراسة

1. مجتمع الدراسة :

تعتبر سوق الدوحة من أهم الأسواق العربية والخليجية من حيث الرسالة البورصية، حجم التداول وحجم الشركات، إضافة إلى حصولها حلى جائزة "بورصة العام" المرموقة التي تمنحها مجلة المستثمر العالم (Global Investor) في سنة 2012، كأفضل بورصة على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. حيث يرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية الى عام 1995، وذلك وفقا للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعديلاته، وقد بدأت البورصة عملها بصورة رسمية في ماي 1997 ومن ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي، 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 فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة²⁰، وفي نهاية سنة 2016 وصل عدد الشركات المدرجة في السوق إلى (44) شركة مقابل (17) شركة عند افتتاح السوق في سنة 1997، وقد تطور إدراج الشركات في السوق القطرية منذ افتتاحها وفق للشكل رقم (01).

2. تطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة 2013-2016 : يوضح الشكل رقم (02) تطور القيمة السوقية لبورصة قطر خلال الفترة 2013-2016 حيث بلغت القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية في الربع الأخير من سنة 2013 حوالي 152.592 مليون دولار حيث ارتفعت في نهاية 2014 إلى 185.814 مليون دولار بنسبة 21.77% مقارنة بالفترة الماضية، أما في الربع الأخير من سنة 2015 فقد بلغت القيمة السوقية 151.892 مليون دولار أي بانخفاض بنحو 18.25% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2014، وفي نهاية 2016 حققت ارتفاعاً طفيفاً قدر بنسبة 1.87% بالمقارنة بنهاية 2015 حيث قدرت بـ 154.739 مليون دولار²¹.

3. عينة الدراسة ومصادر البيانات : تتمثل عينة الدراسة في 26 مؤسسة مدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء مؤسسات القطاع البنكي وقطاع التأمين التي تم استبعادها، وتم اختيار العينة بناء على عدة اعتبارات منها : "المؤسسة لم تقم بعمليات اندماج أو اتحاد ولم تقم بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة"؛ كما تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الالكترونية الخاصة بالمؤسسات قيد الدراسة وبورصة الدوحة، إضافة إلى التقارير السنوية ودليل المستثمر والتي تنشرها بورصة الدوحة هذا لكونها معتمدة، مدققة وتتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسات تجريبية.

4. أسلوب الدراسة : تهدف من خلال هذه الدراسة إلى بناء نموذج إحصائي لتبيان المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم للشركات المدرجة من خلال إيجاد المعاملات β_0 ، β_1 ، β_2 ، β_3 وأحسن طريقة لذلك هي طريقة المربعات الصغرى والتي تهدف إلى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدنية مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية والمقدرة.

تتكون متغيرات الدراسة من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي نظن انها ستؤثر على قيمة المؤسسات قيد الدراسة ويتمثلان فيما يلي:

✓ **المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة، ومن اجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم للمؤسسة في السنة خلال الفترة الممتدة بين 2013-2016، ونعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية نموها واستمرارها، حيث يعتقد انه يعكس قيمة المؤسسة.

✓ **المتغيرات المستقلة:** على ضوء تحليل الدراسة وهدفها تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح ألا وهي:

❖ **التوزيعات النقدية Cash dividends:** ويعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالاً من طرف

المؤسسات، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية؛

❖ **التوزيعات في شكل أسهم Stock dividends:** وهو الشكل الثاني من سياسة توزيع الأرباح وتتمثل في نسبة التوزيعات المجانية

إلى القيمة الاسمية للسهم؛

❖ الأرباح المحتجزة **Retained Earnings**: هي عبارة عن المقدار المالي الذي تحتجزه المؤسسة من الأرباح لعدة أسباب، تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة والأرباح النقدية الموزعة.

❖ الخطأ العشوائي: يرجع وجود حد الخطأ الى عدة أسباب منها²² إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج؛ الصياغة الرياضية غير سليمة للنموذج او حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

ومنه يمكن تصور النموذج المقدر لدالة الانحدار المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1 CD_{it-1} + \beta_2 ST_{it-1} + \beta_3 ER_{it-1} + \epsilon$$

❖ V = سعر السهم السوقي و الذي يمثل قيمة المؤسسة؛

❖ CD = قيمة التوزيعات النقدية؛

❖ ST = قيمة التوزيعات المجانية؛

❖ ER = قيمة الأرباح المحتجزة.

ملاحظة: من خلال النموذج أعلاه سيتم استخدام فاصل زمني مقدار بفترة واحدة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة تحسب وتقاس في الفترة السابقة ويتم الإفصاح عنها في الفترة التالية حيث يسري اعتقاد أنها تنعكس على المتغير التابع "قيمة المؤسسة".

V. نتائج الدراسة

1. تحليل نتائج الارتباط: من خلال نتائج الجدول رقم (01) و الذي يبين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات القطرية المسعرة محل الدراسة تبين لنا أن هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع -قيمة المؤسسة- والمتغيرات المستقلة $CD - ST - ER$ حيث بلغت معاملات الارتباط 78.33% ، 54.26% ، 47.47% على التوالي، كما تبين لنا كذلك أن هنالك ارتباطا متوسط نسبيا بين كل من "التوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة" حيث بلغ معامل الارتباط بينهما 61.03% ، ومن جهة أخرى تبين وجود ارتباط عكسي بين المتغير المستقل " التوزيعات المجانية" و المتغيرين " التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح".

2. نتائج الانحدار المتعدد:

أ - اختبار جودة التوثيق: يعتمد اختبار جودة التوثيق على معامل التحديد المتعدد و الذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك مراعاة معامل التحديد المصحح $Adjusted R-square$ و الذي يساعد على معرفة مدى قبول النموذج الكلي، ومن خلال نتائج النموذج الجدول رقم (02)، يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة تفسر 90.19% من التغيرات الكلية للمتغير التابع -قيمة المؤسسة- حيث بلغ معامل التحديد المصحح 89.89% .

ب - اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة: يمكن الاعتماد على توزيع ستودنت في اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسوك المتغير التابع وهذا من خلال الاعتماد على إحصائية t المحسوبة ومقرنتها بالقيمة الجدولة والمستخرجة من جدول توزيع ستودنت. بمستوى معنوية α ودرجة حرية $(n-k-1)$ كذلك يمكن الاعتماد على الاحتمال المرفق للإحصائية t المحسوبة ومقارنتاه بمستوى معنوية α ، ولاختبار 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 ورفض الأخرى اعتماداً على اختبارات ستودنت.

وانطلاقاً من الجدول رقم (02) نجد قيم t -stat للمتغيرات المستقلة $CD-ER-SD$ كانت أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع ستودنت المقدرة ب 2.08 ، وهي ما تؤكد الاحتمالات المرفقة لقيمة t -stat في العمود الأخير فنلاحظ لها أقل تماماً من مستوى المعنوية 5% ومنه نرفض فرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_1 ، β_2 ، β_3 يختلف معنوياً عن الصفر بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع -قيمة المؤسسة-.

ج - اختبار المعنوية الكلية للنموذج: يتم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر F -stat، حيث يمكن مقارنة F_c بقيمة فيشر الجدولة²³ $(k, n-k-1, \alpha)$ ، و من خلال الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإحصائية المحسوبة لفيلشر $F_c = 300.57$ أكبر تماماً من القيمة الإحصائية الجدولة لفيلشر والتي تقدر ب $2.98 = F(3,26,0.05)$ ، ومن خلال القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية و التي قدرت ب $0.0000 = \text{Probe}(F\text{-stat})$ ، و الذي كان أقل تماماً من مستوى المعنوية 0.05 ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن المعامل المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية و أن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية، و هذا ما يدل على المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج المقترح.

د - اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: يمكن اختبار مدى وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى باستخدام اختبار **(Durban Watson)** وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة من جدول الانحدار الخطي رقم **(02)** والتي قدرت ب $DW = 1.9941$ ، ومن خلال الشكل رقم **(04)** الذي يوضح قيم **d** (القيم الجدولية الاحتمالية)، والتي تشير إلى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى الموجب أو السالب، وبذلك نلاحظ أن إحصائية **DW** تقع في منطقة H_0 ومنه نستنتج أنه لا وجود لمشكل ارتباط ذاتي للأخطاء. ومن خلال الاختبارات الإحصائية الناجحة التي أجريت على النموذج يمكن أن نقول أن النموذج المقدر مقبول من الناحية الإحصائية، ويمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$Vi = 6.155233 + 18.66044 CD + 3.27739 ER + 3.656 ST..... (01)$$

4. الاختبار الاقتصادي للنموذج: انطلاقاً من الصيغة الرياضية لنموذج قيمة المؤسسة، فإن المتغيرات المستقلة (التوزيعات النقدية، التوزيعات المجانية، الأرباح المحتجزة) المدرجة في النموذج الإحصائي المقدر مفسرة - نظرياً - لقيمة المؤسسة، وتبدو معاملات المتغيرات المستقلة موجبة، بمعنى أن تأثيرها على قيمة المؤسسة يكون في الاتجاه الموجب وعليه، يمكن قبول هذا النموذج من الناحية الاقتصادية.

5. نتائج الانحدار البسيط: بعد تقدير النموذج الأولي و الذي يفسر تأثير المتغيرات المستقلة « **CD ; ER ; ST** » على المتغير التابع « **V** »، سنقوم في هذا الجزء بتقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع كل على حدى، بهدف الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على المتغير التابع - قيمة المؤسسة -.

من خلال نتائج الانحدار البسيط وانطلاقاً من الجدول رقم **(03)** فنلاحظ أن المتغير المستقل " التوزيعات النقدية " يفسر **61%** من التغيرات الإجمالية لسعر السهم - قيمة المؤسسة - وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 60.97\%$ كما أن التوزيعات النقدية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ **t-stat** حيث أنها أقل من مستوى المعنوية **5%**، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر فقدرت ب **0** وهي أقل من مستوى المعنوية **5%** ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

ومن خلال الجدول رقم **(04)** فإن المتغير المستقل " التوزيعات المجانية " يفسر **22.5%** من التغيرات الإجمالية لسعر السهم - قيمة المؤسسة - وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 21.76\%$ كما أن التوزيعات المجانية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ **t-stat** التي كانت أقل من مستوى المعنوية **5%** والقيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب **0.00** والتي تعتبر أقل من مستوى المعنوية **5%** ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

أما بالنسبة للمتغير المستقل الأرباح المحتجزة فبين الجدول رقم **(05)** أنه يفسر **29.44%** من التغيرات الإجمالية لسعر السهم - قيمة المؤسسة - وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 28.74\%$ كما أن الأرباح المحتجزة لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ **t-stat** والتي قدرت بأقل من مستوى المعنوية **5%** والقيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بأقل من مستوى المعنوية **5%** ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

IV. مناقشة نتائج الدراسة : كشفت دراستنا عن مجموعة من النتائج التي يمكن أن تبث أو تنفي فرضياتنا ومن ثم يمكن أن تساعد المستثمرين أو الباحثين على فهم محددات تغير الأسهم والعوامل المؤثرة عليها، فانطلاقاً من النموذج المقدر رقم **(01)**، نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة بشكل إيجابي من خلال أنه كلما زادت التوزيعات النقدية بوحدة واحدة ارتفع سعر السهم ب **18.66** وحدة، كذلك كلما زادت التوزيعات المجانية بوحدة واحدة زادت قيمة السهم في السوق ب **3.65** وحدة، وان الأرباح المحتجزة كلما زادت بوحدة زادت قيمة السهم ب **3.277**، ومنه يتبين لنا دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.

كما توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر وبشكل جيد وإيجابي على قيمة المؤسسة الاقتصادية من خلال نتائج النموذج العام الذي يقدم نتيجة أن هذه السياسة تفسر **90%** من التغيرات الكلية لقيمة المؤسسة ويمكن إرجاع ذلك إلى قيام المؤسسات الاقتصادية القطرية قيد الدراسة بتوزيعات بشكل مرتفع واستعمال أهم أشكال التوزيعات للتأثير على قيمتها السوقية وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراستي **(SALIH ALAA,A)** و **(رشيد حفصي)**.

أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد كشفت الدراسة أن التوزيعات النقدية على علاقة ذات دلالة إحصائية من خلال النموذج، كما يعتبر أكثر المتغيرات تأثيراً على قيمة المؤسسة حيث يفسر قيمة المؤسسة بنسبة **61%**، ويمكن إرجاع قوة العلاقة بين التوزيعات النقدية وقيمة المؤسسة إلى سياسة المؤسسات الاقتصادية القطرية التي تتبعها لجذب مستثمرين جدد من خلال دفع توزيعات أرباح للمستثمرين وهو ما يسمى **بالتأثير الزباني**، كذلك يمكن إرجاع ذلك إلى أن المستثمرين القطريين يولون اهتماماً للأرباح الجارية لأنها أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، وهذا بغرض إعادة استثمار هذه الأرباح في أسهم أخرى، ويمكن أن يرجع هذا التفضيل إلى افتقاد المستثمرين لمعلومات تفيدهم بشأن السياسة الاستثمارية والأرباح المستقبلية للمؤسسة، وهي نفس النتيجة المتوصل إليها من طرف " **دادن عبد الوهاب و حورية بديدة** "، " **رشيد حفصي** "،

"S.GabrielAnton"، "Sajid Gul & All"، "Akram Budagag" حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن التوزيعات

النقدية هي المحرك الأساسي للأسعار السوقية للأسهم في البورصات التي تم دراستها.

كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية وقيمة المؤسسة وهذا بتأثير إيجابي، وأنه يفسر قيمة المؤسسة بنسبة 22%، ويمكن أن يرجع سبب هذا التأثير الإيجابي إلى وجود إشارة حول التوزيعات المستقبلية للشركات حيث تعطي انطبعا بأن الشركات ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها وهذا رغم ضعف التأثير على قيمة المؤسسة ويرجع ذلك لاستعماله فقط من طرف المؤسسات الاقتصادية التي هي بصدد النمو وإعادة الرسملة، كذلك تعد إشارة إلى صغار المستثمرين من خلال تشجيعهم على شراء أسهم شركات التي قامت بهذه التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها وبالتالي زيادة احتمال رفع قيمة السهم في السوق.

أما بالنسبة للمتغير "الأرباح المحتجزة" 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 29% وهي نسبة قريبة من المتوسط للتأثير على أسعار أسهم في السوق، وهذا ما يدل على أن المؤسسة تقتطع جزءا من الأرباح لتمويل احتياجاتها الداخلية، كذلك اقتطاع جزء من الأرباح بغرض التوسع الاستثماري، وهذه النتيجة تتنافى مع النتيجة المتوصل إليها في دراسة "عبد الوهاب دادن و حورية بديدة" وتتوافق مع دراسة "رشيد حفصي"، "SALIH ALAA,A"، "Akram Budagag" الذين توصلوا الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة المؤسسة وبذلك يمكن القول أن الفرضية الأولى مقبولة وان الفرضية الثانية مرفوضة وهذا من خلال النتائج التي كشفت عنها الدراسة.

ومن خلال النتائج كذلك 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 " لجوردن و لينتير" إضافة إلى دعم نظرية الفائض، أي تُعتبران قابلتان للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية، إضافة إلى أنه يمكن إرجاع ذلك إلى أن سوق قطر للأوراق المالية تعتبر سوق ناشئة تسعى إلى جذب أكبر المستثمرين لرفع حجم التداول و القيمة السوقية من أجل نمو السوق وتطوره للوصول بهذه السوق لمجاهة الأسواق العالمية المتطورة، ومنه نقبل الفرضية الثالثة القائلة أن نظرية ملاءمة التوزيعات لجوردن و لينتير-العصفور في اليد- الأكثر صلاحية في سوق قطر للأوراق المالية.

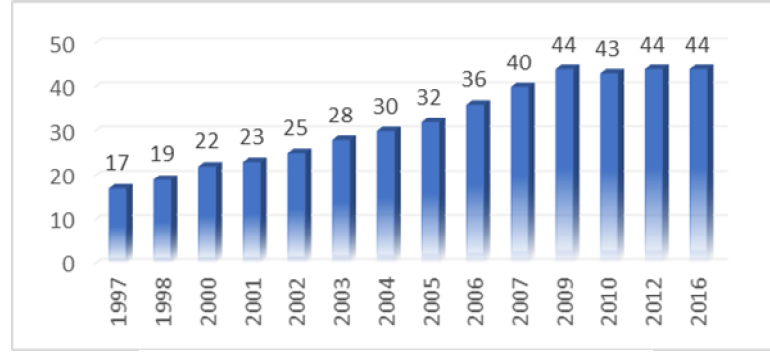
VI. الخلاصة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة إشكالية "مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة البورصية المؤسسة الاقتصادية المدرجة بسوق قطر للأوراق المالية"، من خلال إبراز هذا التأثير بدراسة عينة مُشكلة من 26 شركة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في "التوزيعات النقدية، احتجاز الأرباح، التوزيعات المجانية" وقيمة المؤسسة، كما كشفت الدراسة أن التوزيعات النقدية هي الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للأسهم وكان هذا التأثير في حدود 61% على قيمة المؤسسة. وهذا ما يبين سياسة المؤسسات القطرية في جذب المستثمرين الذين يفضلون الأرباح الجارية، والتي يعتبرونها أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، وفي ظل الجدل القائم حول توزيعات الأرباح كشفت الدراسة أن نظرية ملاءمة التوزيعات تعتبر الأصلح للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية على عكس ما جاءت به نظرية عدم ملاءمة التوزيعات لـ M&M.

كما تم التوصل الى أن التوزيعات المجانية للأسهم تؤثر بشكل ضعيف على قيمة المؤسسة في حدود 22% ويمكن إرجاع السبب لضعف استعمال هذه السياسة أو اللجوء إليها بغرض النمو وإعادة الهيكلة، وبالنسبة للمتغير المتمثل في احتجاز الأرباح فقد كشفت الدراسة عن تأثير في حدود 29% ويمكن ارجاع سبب ذلك الى ان المستثمرين لا يهتمون بسياسة التمويل الداخلية للمؤسسة بقدر الأرباح النقدية التي سيستلمونها في المستقبل ومنه نستنتج أن نظرية الفائض تعتبر قابلة كذلك للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية.

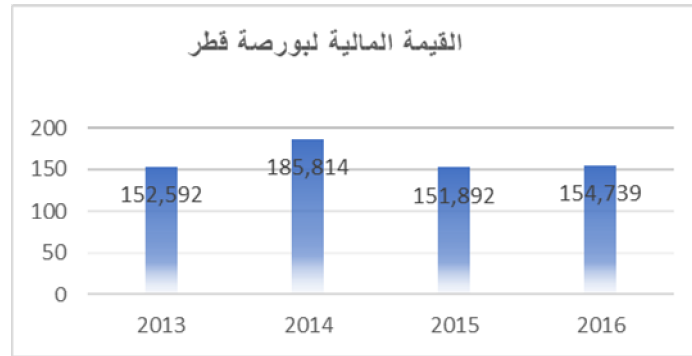
- الملاحق

الشكل البياني رقم 01: تطور شركات المدرجة في بورصة قطر



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على احصائيات بورصة قطر

الشكل رقم 02 : تطور القيمة البورسية خلال الفترة 2011-2012



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على بيانات الصندوق النقد العربي

الجدول رقم (02): نتائج الانحدار الخطي المتعدد

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.155233	3.282042	1.875428	0.0637
CD	18.66044	0.987369	18.89914	0.0000
ER	3.277396	1.235092	2.653564	0.0093
ST	3.656931	2.179138	16.78155	0.0000

R-squared	0.901972	Mean dependent var	71.55353
Adjusted R-squared	0.898971	S.D. dependent var	69.41754
S.E. of regression	22.06437	Akaike info criterion	9.064231
Sum squared resid	47709.98	Schwarz criterion	9.167172
Log likelihood	-458.2758	Hannan-Quinn	9.105915
F-statistic	300.5720	Durbin-Watson stat	1.994191
Prob(F-statistic)	0.000000		

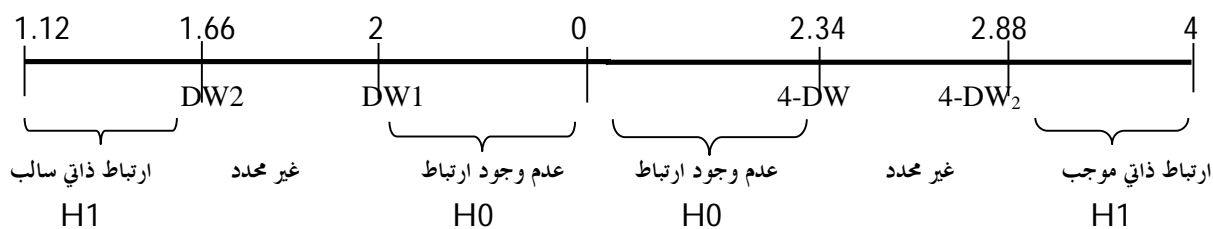
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EViews8.0

الجدول رقم (01) : نتائج الارتباط

	V	CD	ER	ST
V	1.000000	0.783345	0.542676	0.474708
CD		1.000000	0.610355	-0.069431
DND			1.000000	-0.045992
ST				1.000000

المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام برنامج EViews8.0

الشكل رقم (04): يوضح قيم **d** (القيم الجدولية الاختبارية)



جدول رقم (04): تأثير التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة

الجدول رقم (03): تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة

Dépendent Variable: V Method : Least Squares Date : 02/26/18 Time : 21:13 Sample: 1 102 Included observations : 102				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	68.29069	6.109740	11.17735	0.0000
ST	3.262836	6.049544	5.393524	0.0000
R-squared	0.225347	Mean dependent var	71.55353	
Adjusted R-squared	0.217601	S.D. dependent var	69.41754	
S.E. of regression	61.40213	Akaike info criterion	11.09218	
Sum squared resid	377022.1	Schwarz criterion	11.14365	
Log likelihood	-563.7011	Hannan-Quinn criter.	11.11302	
F-statistic	29.09010	Durbin-Watson stat	2.200032	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable : V Method: Least Squares Date: 02/26/18 Time: 21:14 Sample: 1 102 Included observations : 102				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.45117	6.242326	2.315031	0.0227
CD	19.34516	1.535044	12.60235	0.0000
R-squared	0.613630	Mean dependent var	71.55353	
Adjusted R-squared	0.609766	S.D. dependent var	69.41754	
S.E. of regression	43.36424	Akaike info criterion	10.39656	
Sum squared resid	188045.7	Schwarz criterion	10.44803	
Log likelihood	-528.2246	Hannan-Quinn criter.	10.41740	
F-statistic	158.8191	Durbin-Watson stat	1.752607	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج **EViews8.0**

جدول رقم (05): تأثير الأرباح المحتجزة على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: PRIC				
Method: Least Squares				
Date: 02/26/18 Time: 21:14				
Sample: 1 102				
Included observations: 102				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.44018	7.844849	4.772582	0.0000
ER	16.78685	2.598230	6.460879	0.0000
R-squared	0.294498	Mean dependent var		71.55353
Adjusted R-squared	0.287443	S.D. dependent var		69.41754
S.E. of regression	58.59751	Akaike info criterion		10.99867
Sum squared resid	343366.8	Schwarz criterion		11.05014
Log likelihood	-558.9324	Hannan-Quinn criter.		11.01952
F-statistic	41.74296	Durbin-Watson stat		1.841001
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج **EViews8.0**

- الإحالات والمراجع :

- ¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 625.
- ² - Merton H. Miller and Franco Modigliani, **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**, *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, 1961, pp. 411-433.
- ³ - Jonathan Berk and Peter DeMarzo, **Corporate Finance**, 3th Ed, Pearson, Boston, USA, 2013, p.636
- ⁴ - John Lintner, **Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations**, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No. 3, 1962, pp. 243-269.
- ⁵ - Myron J. Gordon, **Security and a Financial Theory of Investment**, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 74, Issue 3, 1960, P 472-492,
- ⁶ - للمزيد من التفصيل انظر:
- فايز سليم حداد، الدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص 309.
- عدنان تاية النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2008/2007، ص 456.
- ⁷ - Michael j. Brennan, (1970), **Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy**, *National Tax Journal*, Vol. 23, No. 4, pp. 417-427.
- ⁸ - Robert H. Litzenger and Krishna Ramaswamy, (1980) **Dividends, Short Selling Restrictions, Tax-Induced Investor Clienteles and Market Equilibrium**, *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2, pp. 469-482.
- ⁹ - Brealey, Myers, and Marcus, (2012) **Fundamentals of Corporate Finance, 7th Edition**, The McGraw-Hill, NY, p 493.
- ¹⁰ - Pascal Quiry et al., (2009) **Corporate Finance: Theory and Practice**, 2nd edition (Chichester, U.K.; Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, p 643.
- ¹¹ - Kose johne, Joseph Williams, (1985), **Dividends, dilution, and taxes: A signalling, equilibrium**. *The Journal of Finance*, Volume 40, Issue 4, p-p 1053-1070.
- ¹² - Akram Budagaga, (2017), **Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach**, *International Journal of Economics and Financial Issues*, International Journal of Economics and Financial Issues, 7(2), p 370.
- ¹³ SALIH ALAA, A, (2010), « **The Effect of dividend policy on market value UK, Empirical Study** » Durham theses, Durham University, UK.
- ¹⁴ رشيد حفصي، (2016)، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد الثاني، ورقة.
- ¹⁵ Sajid Gul & All, (2012), « **The Relationship Between Dividend Policy and Shareholder's Wealth** » (Evidence from Pakistan), *Economics and Finance Review* Vol.2.
- ¹⁶ Sorin Gabriel ANTON, (2016), **THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON FIRM VALUE. A PANEL DATA ANALYSIS OF ROMANIAN LISTED FIRMS**, *Journal of Public Administration, Finance and Law*, Issue 10.
- ¹⁷ - Akram Budagaga, (2017) **Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach**, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2).
- ¹⁸ Dar-Hsin Chen & All, (2007), « **The Announcement Effect of Cash Dividend Changes On Share Prices: An Empirical Analysis Of China** », Department of Business Administration, National Taipei University, taiwan.
- ¹⁹ عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، (2012)، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009، مجلة الباحث، العدد 10، ورقة.
- ²⁰ هي مجموعة من الشركات العالمية التي تعمل في مجال الإدارة في الأسواق المالية، تشكلت في سنة 2007 من خلال اندماج مجموعة بورصة نيويورك ومجموعة بورصة يورونكست، تعتبر مجموعة NYSE EURONEXT من أكثر البورصات تنوعاً حيث توفر سلسلة واسعة من المنتجات والخدمات المالية في أوروبا والولايات المتحدة والتي تشمل على تداول الأسهم والعقود الآجلة، عقود الخيارات، السندات وبيع بيانات السوق والمنتجات التكنولوجية. وبوجود أكثر من 8000 شركة مدرجة عالمياً، فإن أسواق الأسهم الخاصة ببورصة NYSE EURONEXT والتي تمثل حوالي 40% من حجم التداول في سوق الأسهم العالمية و تتميز الأسهم المتداولة في مجموعة بورصات NYSE EURONEXT بالسيولة العالمية.
- <http://www.nyx.com/>
- ²¹ - نبذة عن بورصة قطر، <https://www.qe.com.qa/ar/about-qse> تاريخ الاطلاع 02/10 /2018 الساعة 14:47
- ²² للمزيد من التفصيل أنظر:
- صندوق النقد العربي، (2013)، أداء اسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 75.

- صندوق النقد العربي، (2014) أداء اسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 79.
- صندوق النقد العربي، (2015)، أداء اسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 83.
- صندوق النقد العربي، (2016)، أداء اسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 87.
- 22 سعيد هتهات، (2006)، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، ص 97.
- 23 محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات وتطبيقات"، دار مكتب حامد لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 74.