



جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريش

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

من إعداد الطالبة: بوجليدة سارة

بعنوان:

سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم

دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2020-2025

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	أستاذ	صاطوري الجودي
مشرفا ومقررا	أستاذ	رحالي بلقاسم
مناقشا	أستاذ	قاسمي محمد اليمين

السنة الجامعية: 2025/2026

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء



إلى كل عثرة علمتني القوة ولم تكن سقوطاً، بل محطة انطلاق... إلى كل حلم قادني إلى هذه اللحظة ولم يكن وهماً، بل خريطة طريق... إلى كل نجاح ذكرني بالتواضع ولم يكن غروراً، بل حافظاً للتقدم...

: هذه الورقة ليست مجرد حبر، بل هي

قلب أُمي الذي خفق بالدعاء حتى آخر ساعة امتحان... إلى من كانت ترى نجاحي حلماً لها قبل أن يكون حلمي، وتفرح بإنجازاتي وكأنها أعظم إنجازاتها

إلى أبي... إلى من بدأت على يديه رحلتي الدراسية في مقاعد الابتدائية، فكان المربي قبل أن يكون الوالد، والقُدوة قبل أن يكون الناصح

إلى أختي وإخوتي... شركاء الرحلة والفرح، الذين كانوا مصدر دعم وتشجيع، فخففوا عني مشقة الطريق وجعلوا لحظات النجاح أجمل.

إلى من عرفتني بهم الجامعة... إلى صديقتي اللواتي جمعتني بهنّ الحياة تحت سقف واحد في أجمل سنوات العمر، فتقاسمنا الأيام والذكريات فتركنا في ذاكرتي أثراً سيبقى مهما باعدت بيننا الطرق. وإلى زملائي وزميلاتي الذين شاركوني مقاعد الدراسة وتفاصيل الحياة الجامعية، بين ضغوط الامتحانات ولحظات الفرح والقلق، فصنعوا من هذه الرحلة حكاية جميلة تستحق أن تروى.

أخيراً... أهدي هذا الإنجاز إلى الإنسان المدرك الذي أصبحته بعد هذه الرحلة... ربما لم أصبح ما كنت أتخيله في طفولتي، لكنني لم أتوقف عن السعي، بل أصبحت شخصاً أفخر به، وتعلمت أن الرضا ليس استسلاماً، وإنما يقين بأن ما اختاره الله أجمل مما نختاره لأنفسنا.



شكر وعرفان



الحمد لله حمدا الذي بنعمته تتم الصالحات، وبتوفيقه تتحقق الغايات، والصلاة والسلام على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم القائل: "من لا يشكر الناس لا يشكر الله."

أتقدم بخالص الشكر والتقدير والامتنان إلى الأستاذ المشرف "رحالي بلقاسم"، الذي تفضل بالإشراف على هذه المذكرة، ولم يبخل علي بتوجيهاته القيمة وكان خير معين لي طوال مراحل إنجاز هذا العمل. فله مني جزيل الشكر وعظيم الامتنان على ما قدمه من دعم ومتابعة وتشجيع، وأسأل الله أن يجزيه خير الجزاء.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرين، لتفضلهم بقراءة هذه المذكرة وتقييمها، وما سيقدمونه من ملاحظات وتوجيهات قيمة تسهم في إثراء هذا العمل وتصويبه.

كما أتوجه بالشكر والعرفان إلى جميع أساتذتي الكرام الذين رافقوا مسيرتي الدراسية، فلكل أستاذ علمني حرفا، وأسهم في تكويني العلمي والفكري، مني أصدق عبارات التقدير والاحترام. ولا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر إلى طاقم الإقامة الجامعية، الذين كانوا بمثابة عائلة ثانية احتضنتني طوال خمس سنوات، وساهموا في توفير بيئة مريحة ساعدتني على مواصلة دراستي وتحقيق أهدافي.



ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد وقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في بورصة قطر، حيث شملت الدراسة 12 شركة مدرجة في هذه البورصة خلال الفترة 2020-2025، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات تم الاعتماد على نماذج البانل، فتم قياس القيمة السوقية للأسهم من خلال سعر الإغلاق، في حين تم العمل بربحية السهم، التوزيعات النقدية للسهم، الأرباح المحتجزة، نسبة توزيع الأرباح، الأسهم المجانية وأسهم الخزينة كمؤشرات لسياسة توزيع الأرباح. بينت نتائج الدراسة القياسية أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركات العينة، كما بينت أيضا أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر طرديا على القيمة السوقية للأسهم من خلال ربحية السهم، التوزيعات النقدية للسهم. في حين باقي المؤشرات ليس لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للأسهم في عينة الشركات محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية، سياسة توزيع الأرباح، أثر، نماذج البانل.

Abstract:

This study aims to examine and quantify the impact of dividend policy on the market value of stocks listed on the Qatar Stock Exchange. The research focuses on 12 companies over the period 2020–2025. To address the research questions and test the hypotheses, panel data models were employed. The market value of stocks was measured using the closing price, while earnings per share, cash dividends per share, retained earnings, dividend payout ratio, bonus shares, and treasury shares were considered as indicators of dividend policy. The findings reveal that the fixed effects model is the most appropriate for assessing the effect of dividend policy on the market value of the selected companies' stocks. Moreover, the study indicates that dividend policy positively influences stock market value through earnings per share and cash dividends per share, whereas the other indicators showed no significant effect on the market value of the stocks in the sample.

Keywords: Market Value, Dividend Policy, Impact, Panel Data Models

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
	الإهداء
	شكرو عرفان
	ملخص الدراسة
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ	مقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
3	المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية في سياسة توزيع الأرباح
7	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية في القيمة السوقية للأسهم
15	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم
18	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
18	المطلب الأول: الرسائل الجامعية باللغة العربية
20	المطلب الثاني: المقالات العلمية باللغة العربية
22	المطلب الثالث: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
	الفصل الثاني: دراسة حالة بورصة قطر خلال الفترة 2020-2025
28	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
28	المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة
33	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
37	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
37	المطلب الأول: تقدير نموذج الدراسة
40	المطلب الثاني: المفاضلة بين نماذج الدراسة
41	المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة
46	الخاتمة
49	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	المقارنة بين دراستنا والرسائل الجامعية باللغة العربية	20
02	المقارنة بين دراستنا والمقالات العلمية باللغة العربية	22
03	المقارنة بين دراستنا والدراسات السابقة باللغة الأجنبية	24
04	مؤشرات أداء بورصة قطر خلال سنة 2025	30
05	عينة الشركات المدرجة في بورصة قطر	31
06	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (Pooled)	37
07	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة (FEM)	38
08	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (REM)	39
09	نتائج اختبار Likelihood Ratio	40
10	نتائج اختبار Hausman	41
11	نتائج اختباري Breush-Pagan LM و Pesaran CD.	43

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج الآثار الثابتة	43

حققة

تعد الأسواق المالية من أهم مكونات الاقتصاد الحديث، حيث تساهم في توفير التمويل للمؤسسات وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار، كما تعتبر الأسهم من أبرز الأدوات المالية المتداولة فيها، إذ تعكس قيمتها السوقية الوضعية المالية للمؤسسة، ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح وجذب المستثمرين.

وفي ظل التطورات التي شهدتها الأسواق المالية وازدياد حدة المنافسة بين المؤسسات، أصبح الاهتمام منصبا على القرارات المالية التي تؤثر على قيمة المؤسسة في السوق، ومن بين أهم هذه القرارات قرار توزيع الأرباح، لما له من تأثير مباشر على ثقة المستثمرين وعلى أسعار الأسهم. فالمؤسسة تجد نفسها أمام خيارين أساسيين، يتمثل الأول في توزيع جزء من الأرباح المحققة على المساهمين بهدف تحقيق رضاهم وجذب مستثمرين جدد، بينما يتمثل الثاني في الاحتفاظ بالأرباح وإعادة استثمارها لتمويل مشاريعها التوسعية ودعم نموها المستقبلي. وقد أثار موضوع سياسة توزيع الأرباح اهتمام العديد من الباحثين والدارسين في مجال المالية، نظرا لاختلاف الآراء حول طبيعة العلاقة بينها وبين القيمة السوقية للأسهم، حيث ترى بعض النظريات أن لسياسة التوزيع أثرا مباشرا على أسعار الأسهم وقيمة المؤسسة، في حين ترى نظريات أخرى أن قيمة المؤسسة تتحدد بعوامل أخرى بعيدة عن قرار توزيع الأرباح. ومن هذا المنطلق، أصبحت دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم من المواضيع المهمة التي تسعى إلى تفسير سلوك المستثمرين، ومدى تأثير الأسواق المالية بقرارات التوزيع.

وتكتسي دراستنا هاته أهمية خاصة في ظل التطور الذي تشهده بورصة قطر، باعتبارها من أبرز الأسواق المالية العربية التي تضم عددا من المؤسسات الاقتصادية الناشطة في مختلف القطاعات، والتي تعتمد سياسات مختلفة في توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس على أداء أسهمها وقيمتها السوقية داخل السوق المالي. ولإحاطة بجوانب هذا الموضوع يمكن طرح الإشكالية الرئيسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على الشكل التالي:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسات المدرجة في البورصة

على القيمة السوقية لأسهمها؟

ومن أجل معالجة وتحليل هذه الإشكالية، وبغية الوصول إلى فهم واضح لها، يتم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بسياسة توزيع الأرباح، وكيف تتحدد القيمة السوقية للأسهم؟
- ما هي النظريات المالية التي تفسر طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم؟
- كيف يمكن قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على الأسعار السوقية للشركات محل الدراسة في بورصة قطر؟

فرضيات البحث:

على ضوء العرض السابق ومن أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضية الرئيسية التالية من أجل مناقشتها واختبار صحتها:

لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في ربحية السهم، التوزيعات النقدية للسهم، الأرباح المحتجزة للسهم، نسبة توزيع الأرباح، الأسهم المجانية وأسهم الخزينة أثر ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية لأسهم شركات عينة الدراسة.

أهمية الدراسة:

- تأصيل المفاهيم النظرية للمتغيرات.
- طرح وجهات النظر المختلفة حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم.
- قياس أثر متغيرات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية قياسيا.

أسباب اختيار الموضوع:

- الرغبة والميول الشخصي للبحث في هذا الموضوع.
- العلاقة المباشرة بين هذا الموضوع والتخصص المدروس (إدارة مالية).
- الرغبة في استخدام المهارات القياسية في تخصص المالية والتكنولوجيا المالية.
- تسليط الضوء على بورصة قطر كنموذج رائد.

منهج الدراسة:

بناء على طبيعة الموضوع، وللإجابة على الإشكالية ومحاولة اختبار الفرضيات، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وهو المنهج الأكثر استخداما وشيوعا في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الدراسة النظرية، من خلال التطرق لمختلف المفاهيم والعناصر المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، والقيمة السوقية للأسهم، ومن خلال أيضا استعراض الأدبيات والدراسات السابقة. بينما تم تحليل العلاقة بينهما في الجانب التطبيقي بالاعتماد على بيانات المؤسسات محل الدراسة لبناء نموذج قياسي يعتمد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data).

حدود البحث:

- الحدود المكانية: الشركات المدرجة في بورصة قطر (عينة مكونة من 12 شركة من 6 قطاعات مختلفة).
- الحدود الزمانية: الفترة الممتدة من سنة 2020 إلى سنة 2025.
- الحدود الموضوعية: دراسة أثر متغيرات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم فقط.

هيكل البحث:

للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا هذه الدراسة إلى فصلين حسب طريقة IMRAD، الفصل الأول يتضمن الإطار النظري للموضوع، حيث قسم إلى مبحثين، المبحث الأول تحت عنوان الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم، حيث تناولنا مفهوم وخصائص وأنواع سياسة توزيع الأرباح مع التركيز على العوامل المؤثرة فيها، وكذا ماهية الأسهم وتسعيرها والعوامل المؤثرة فيها، أما المبحث الثاني تناولنا فيه الدراسات السابقة المرتبطة بموضوعنا الحالي، أما في الفصل الثاني تطرقنا فيه إلى الدراسة التطبيقية، من خلال دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة الممتدة بين 2020 إلى 2025، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين؛ المبحث الأول تم فيه تقديم طريقة وأدوات الدراسة، أما المبحث الثاني تم فيه تحليل النتائج ومناقشتها، وهذا باستخدام نماذج البانل.

الفصل الأول:

الإطار النظري للدراسة

تمهيد:

تواجه المؤسسة خلال نشاطها العديد من القرارات المالية التي تؤثر بصورة مباشرة على استقرارها المالي وقيمتها داخل السوق، ومن بين أهم هذه القرارات قرار توزيع الأرباح، الذي يعد من أكثر القرارات المالية حساسية، لما له من ارتباط بمصالح المساهمين وتوجهات المستثمرين. فالمؤسسة تسعى دائما إلى تحقيق التوازن بين توزيع جزء من الأرباح المحققة لإرضاء المساهمين، وبين الاحتفاظ بجزء آخر قصد إعادة استثماره وتمويل احتياجات النمو والتوسع، وهو ما يجعل سياسة توزيع الأرباح ذات أثر واضح على القيمة السوقية للأسهم. كما أن اهتمام المستثمرين بسياسة التوزيع يرجع إلى كونها تعكس الوضعية المالية للمؤسسة، وقدرتها على تحقيق الأرباح والاستمرار في النشاط، حيث تؤثر التوزيعات على قرارات الاستثمار وعلى حركة أسعار الأسهم داخل الأسواق المالية. لذلك أصبحت سياسة توزيع الأرباح من المواضيع التي حظيت باهتمام واسع في الدراسات المالية الحديثة، نظرا للعلاقة التي تربطها بالقيمة السوقية للأسهم وبسلوك المستثمرين في البورصة. وانطلاقا من أهمية هذا الموضوع، تسعى المؤسسات إلى اختيار سياسة توزيع ملائمة تتوافق مع أهدافها المالية، وتحقق التوازن بين متطلبات النمو وتحقيق عوائد مناسبة للمساهمين، خاصة في ظل التغيرات المستمرة التي تشهدها الأسواق المالية.

المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم

تسعى المؤسسة من خلال نشاطها إلى تحقيق الأرباح، وعند تحقق ربح ما تجد المؤسسة نفسها أمام خيارين بشأن الأموال المتحصل عليها، إما توزيع جزء منها على المساهمين، أو الاحتفاظ به لإعادة استثماره بهدف تمويل حاجاتها للنمو والتوسع. ومن هنا برز الاهتمام المالي بدراسة سياسة توزيع الأرباح التي تعتمد عليها المؤسسة، والكيفية التي تختار بها الموازنة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، وذلك بما يخدم أهدافها ويعزز قيمتها السوقية.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية في سياسة توزيع الأرباح

تسعى المؤسسات دائما لتحقيق الأرباح أما ما يفرق بين مؤسسة وأخرى هو الكيفية التي توزع بها الأرباح ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها بالإضافة إلى العوامل المؤثرة فيها.

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وخصائصها

1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

تعددت تعاريف سياسة توزيع الأرباح، نذكر أهمها:

- الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل النمو المستقبلي. وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين¹.

- تعد أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في الشركة، إضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي. وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها (Retained Earnings) والأرباح المقدرة توزيعها (Dividends) على المساهمين العاديين وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة والتكلفة الحديثة للأموال وكذلك تؤثر على حجم الشركة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائده أيضا².

- سياسة توزيع الأرباح هي "كيفية التصرف في الأرباح التي حققها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم"³

¹ زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسجلة في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010، ص ص 84-85.

² دريد كامل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 205.

³ عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 390.

- إن توزيعات الأرباح تعتبر من العوامل الرئيسية التي يعتمد عليها المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق، هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزويدهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي، ولأن الأرباح المحتجزة هي أحد أشكال مصادر التمويل الداخلي فإن توزيع الأرباح يؤثر بشكل كبير على حاجات المؤسسة من التمويل الخارجي".¹

على ضوء ما سبق يمكننا تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها القرارات التي تحدد كيفية التصرف في الأرباح المحققة داخل المؤسسة، أي المفاضلة بين توزيع جزء منها على المساهمين في شكل توزيعات نقدية أو أسهم، وبين احتجاز الجزء الآخر لإعادة استثماره داخل الشركة. وتعد هذه السياسة عنصراً أساسياً في العلاقة بين المؤسسة والمساهمين، لأنها تؤثر على قيمة السهم في السوق، وعلى معدل النمو المستقبلي، وعلى احتياجات الشركة من التمويل الداخلي والخارجي، ويطلق على سياسة توزيع الأرباح التي تعظم القيمة السوقية لثروة الملاك بـ سياسة التوزيع المثلى، حيث تقوم المؤسسة بالبحث عن أفضل تسوية بين توزيع مبلغ ربح كاف بهدف تفادي استياء المساهمين، واستبقاء مبلغ كاف لدعم الخطط الاستثمارية المستقبلية للمؤسسة.

2- خصائص سياسة توزيع الأرباح:

تتصف سياسة توزيع الأرباح بخصائص متعددة نوجز بعضها في النقاط التالية:

- التوزيعات لها نفس ميل الأرباح: أي أن هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين، حيث قام جون لنتر بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات التي يتم تحويلها للمساهمين وتوصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح.
- تطور التوزيعات أكثر سلاسة من الأرباح: ويحصل ذلك نظراً لمجهودات المؤسسة في العمل على الرفع من قيمة التوزيعات وإبقائها على مستواها وقد أكدت العديد من الدراسات أن التوزيعات أقل تغيراً من الأرباح المحققة كون أن المؤسسة تتحكم في التوزيعات.²
- التوزيعات مستقرة: لا تفضل المؤسسات غالباً فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل، منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.³
- التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة: تتبع عموماً سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية.⁴

¹ معاذ محمد شقير، أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات، مذكرة ماجستير، تخصص مالية ومصارف، المعهد العالي لإدارة الأعمال، سوريا، 2019، ص 16.

² نواتي فايزة، مناعي إيمان، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2023-2024، ص 9

³ معاذ محمد شقير، مرجع سابق، ص 17.

⁴ عدنان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص 9.

- اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول: باعتبار أن التوزيعات تتبع في الغالب التغير في الأرباح المحققة، فهي تختلف كذلك من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدد من العوامل، كالتغير في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى التغير في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول¹.

ثانيا: أنواع سياسة توزيع الأرباح

1- أنواع سياسة توزيع الأرباح:

تمتلك الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، لذلك تختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة إلى أخرى. توجد عدة أنواع لسياسة توزيع الأرباح منها سياسة توزيع الأرباح المنتظمة وكذا سياسة توزيع الأرباح الثابتة والمتبقية²:

1-1 سياسة توزيع الأرباح الثابتة:

تقوم هذه السياسة بتوزيع الأرباح التي هي عبارة عن نسبة مئوية من أرباح الشركة المحققة، حيث تبقى ثابتة في كل مرة يتم فيها توزيع الأرباح، أما الإشكال الرئيسي لهذه السياسة يتمثل في أن الحصة التي يتم توزيعها للمستثمرين تكون قليلة جدا مقارنة بأي أرباح ستحققها الشركة ولن يتم الزيادة في مقسوم الأرباح الموزعة سابقا، أما إذا انخفضت نسبة الأرباح في إحدى الفترات قد لا توزع الأرباح، إذ أن التقلب الذي يحصل للأرباح يجعل من الصعب التوقع والتخطيط للحالة المستقبلية للشركة. ونجد مؤسسات قليلة تتبع هذه السياسة لأن أسعار الأسهم قد تتأثر عكسيا بالتقلب في التوزيعات.

2-1 سياسة توزيع الأرباح المنتظمة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح المنتظمة الأكثر منطقية وشيوعا، فهي تقوم على دفع أرباح ثابتة نسبيا في كل فترة زمنية معينة، حتى في أوقات الأزمات المالية وهذا ما ينتظره أغلب المستثمرون، حيث يحصلون على أرباحهم سواء ارتفعت أو انخفضت. تمنح هذه السياسة درجة عالية من الأمان المالي وانتظام الأرباح التي تتميز بعدم التقلب الذي ينعكس بالسلب على سعر السهم السوقي.

3-1 سياسة توزيع الأرباح المتبقية:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح المتبقية من أهم السياسات المطبقة لدى العديد من الشركات فهي تعتمد على دفع أرباح ثابتة، ولكن بمبالغ منخفضة. بموجب هذه السياسة تقوم الشركة بتوزيع الأرباح الإضافية التي حققتها بعد دفع كل النفقات الرأسمالية وهذا ما يميزها عن غيرها من السياسات فهي تعتمد على دفع أرباح استثنائية عدا المبالغ المنتظمة الموزعة وهذا ما يمنح المستثمرين الثقة بهذا المنهج المتبع من طرف الشركة. وتعتمد هذه السياسة

¹ معاذ محمد شقير، مرجع سابق، ص 18.

² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص ص، 375-377.

إذا أرادت المؤسسة تفادي بيوع جديدة لأسهم الملكية، وفي مثل هذه الحالة يمكن اعتبار إن قرار توزيع الأرباح قرار تابع لقرار الاستثمار.

2- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:

توجد العديد من العوامل التي تمثل عوامل ضاغطة ومحاكمة عند اتخاذ الجمعية العامة للمساهمين لقرار توزيع الأرباح، وهذا على اعتباره قراراً ذو صلة مباشرة بالقرارات المالية الأخرى، وعلى أهمية بقيمة المؤسسة وأسعار أسهمها، ولكن مع ذلك فمن الصعب وضع إطار عام يمكن استخدامه لاختيار سياسة توزيع معينة. وتتمثل العوامل التي تؤثر على سياسية توزيع الأرباح فيما يلي:

2-1- معدلات التضخم وتوفير السيولة النقدية:

عند ارتفاع معدلات التضخم فإن نفقات الأصول الملموسة الموزعة غير كافية لاستبدال الأموال المستهلكة، وهذا ما يستدعي احتجاز الأرباح من أجل المحافظة على القدرة الإرادية للمؤسسة، وكذلك الأمر بالنسبة لتوفير السيولة النقدية التي تعتبر أحد أهم الركائز التي تقوم عليها سياسة توزيع الأرباح، حيث توجد بينهما علاقة طردية، وذلك من خلال ارتفاع السيولة الذي يرافقه الارتفاع في توزيع الأرباح.¹

2-2- النمو والتوسع:

حيث إذا كانت المؤسسة تمر بمرحلة نمو فإنها سوف تحتاج إلى موارد مالية متاحة لتمويل عملية التوسع والنمو، ومن ثم الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية (الاستدانة)، وهذا ما يدعو المؤسسة إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، ما يعفيها من المصاريف التي تنجم عن الاستدانة.²

2-3- تفضيلات المساهمين الحاليين:

تعتبر تفضيلات المساهمين الحالية للمؤسسة من أهم محددات سياسة توزيع الأرباح ففي مؤسسة التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أن المساهمين الحاليين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية وعن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة، حيث لا يخسرون سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف (الفوائد) والقروض.³

2-4- القيود القانونية:

¹تواتي فاييزة، مناعي إيمان، مرجع سابق، ص 17.

²مختاري نجيب، زروال انس عبد الصمد، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة بلحاج بوشعيب، عين تيموشنت، 2022-2023، ص 5.

³المكان نفسه.

تخضع المؤسسات لقوانين وأنظمة الدولة التي تعمل فيها، مثل القانون التجاري، قانون الشركات وقانون هيئة سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، وتختلف القواعد أو القيود القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر ومن زمن إلى آخر وأهم هذه القيود هي: قيد إضعاف رأس المال، قيد تكوين الاحتياطات، قيد صافي الأرباح، قيد الإعسار المالي، قيد العقوبة الضريبية.¹

2-5- القيود التعاقدية:

تتمثل في عقود دين تفرض فيها الشركة المقرضة مجموعة من القيود التي تحد من قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح حيث تشترط مستوى معين من الأرباح المقبول عندها التوزيع، وهذا شيء طبيعي لحماية مصالحها وضمان سداد التزامات المؤسسة اتجاههم.²

2-6- الفرص الاستثمارية المربحة أمام المؤسسات:

إذا لم تتوفر للمؤسسة أي فرصة استثمارية مربحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين أما إذا توفرت الفرص الاستثمارية المربحة للمؤسسة فإنها تلجأ إلى استخدام الأرباح المحققة لتمويل هذه الفرص.³

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية في القيمة السوقية للأسهم

تعد الأسهم العادية إحدى الركائز الأساسية لتمويل المؤسسات في الوقت الراهن، لاسيما في ظل التطور المتسارع لتكنولوجيات الإعلام والاتصال، الذي أسهم بشكل ملحوظ في تنشيط أداء أسواق الأوراق المالية عبر مختلف دول العالم. إذ أصبحت البورصات فضاءات مركزية لتداول أسهم عدد كبير من الشركات، إلى جانب مختلف الأدوات المالية الأخرى، بما يواكب تضخم حجم الاستثمارات وحاجتها إلى موارد مالية ضخمة قد تتجاوز القدرات التمويلية للمؤسسات البنكية. وتكتسي القيمة السوقية للأسهم أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، كونها لا تعبر فقط عن تقدير السوق لقيمتها الاقتصادية، بل تمتد آثارها لتشمل تحديد علاوة الإصدار في السوق الأولية، الأمر الذي ينعكس مباشرة على حجم رأس مال المؤسسة.

أولاً: ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وأكثرها شيوعاً بين المستثمرين، والأصل في وجودها هو شركات المساهمة من خلال تجزئة رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة تثبت حقوق المساهمين في امتلاك جزء من رأس مال الشركة.

1- تعريف الأسهم:

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 310.

² نواتي فايزة، مرجع سابق، ص16.

³ مختاري نجيب، زروال انس عبد الصمد، مرجع سابق، ص5.

تعددت التعريفات بالنسبة لهذا النوع من القيم المنقولة، ففي اللغة الإنجليزية يدعى share ما يعني حصة أو جزء، كما يسمى كذلك Equity، أي حق الملكية، بالإضافة إلى اصطلاح ثالث هو stock، كل هذه المصطلحات ستصادف المستثمر، لذلك ينبغي معرفة أن هذه المصطلحات مترادفة ولها نفس المعنى فهي كلها ترمز إلى الأسهم. وللسهم عدة تعاريف نذكر منها:

لقد قام المشرع الجزائري بتعريف السهم من خلال نص المادة 715 مكرّر 40 من القانون التجاري، حيث نصت على ما يلي: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".¹

تشكل الأسهم رأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كل رأسمال المعلن ورأسمال الفعلي ورأسمال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي اقتناها من المستثمرين".²

"تتصف أسهم رأس المال بالدوام ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل وكذلك المتبقي من أصل الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد، وهذا يعني أنه من الممكن أن يتحصل حملة الأسهم العادية على عوائد أكبر من العوائد التي يتحصل عليها حاملي السندات ولكن تكون المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكبر، طالما أن حقوقهم مرتبطة بالدخل المتبقي بعد سداد الالتزامات ذات الأسبقية".³

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السهم عبارة عن سند أو ورقة مالية تثبت ملكية جزء من رأسمال الشركة وتعتبر من أهم الأوراق المالية المكونة لرأسمال الشركات المساهمة ووسيلة التمويل تضمن حق المساهم في الحصول على جزء من الأرباح وكذلك حسب نسبة مساهمته، والمشرع الجزائري أهمل ذكر المساهم في تعريفه، حيث يمثل السهم وثيقة مستقلة تقدّم لهذا الأخير، وتتضمن المعلومات الخاصّة بالشركة، مثل اسمها ومقدار رأسمالها ورقم السهم واسم صاحبها إن كان سهماً اسمياً، أو يكتب أنه لحامله، وبكلّ هذا يثبت حقه ونصيبه في الشركة وتتميز ب:

- قابلية الأسهم للمبادلة بكل مرونة وفي أي سوق مالي.

- عدم قابلية الأسهم للتجزئة، حيث لا يمكن أن يكون للسهم أكثر من مالك حتى وإن حدثت تغيرات في الملكية.

- لملك السهم الحق في التصويت في الأمور المتعلقة بإدارة الشركة وقراراتها.

2- أنواع الأسهم:

تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة لعدة أنواع نذكر منها:

¹ شليط علي، بومراو محند، النظام القانوني للأسهم والسندات، مذكرة لنيل شهادة الماستر في قانون الأعمال، تخصص القانون العام للأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2017-2018، ص9.

² بوشنتوف نوال، الأسواق المالية والبورصة، مطبوعة محاضرات لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص مالية وتجارة دولية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2023-2024، ص52.

³ محمد عوض، عبد الجواد علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2018، ص58.

1-2- من حيث شكلها:

يجب أن تتخذ الأسهم شكلاً يسمح بتداوله بسهولة، وهي ثلاثة أنواع:¹

- ✓ الأسهم الاسمية: هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها وتدون الأسهم الاسمية اسم مالكيها في صكوكها وتفيد في دفاتر الشركة.
- ✓ أسهم لحاملها: وهو الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها، وإنما يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ويذكر فيها كلمة "لحاملها"، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية، فإن تداوله يجري عن طريق تسليمه، وبها لا تستطيع الشركة معرفة أسماء الأشخاص الذين تداولوا السهم، بل ولا اسم الشخص الذي يحمله، إذ قد لا يتقدم المساهم عند توزيع الأرباح إلا بالقسيمة، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم عن طريق التسليم المادي من المتنازل إلى المتنازل له (من يد إلى يد).
- ✓ أسهم للأمر: هذا النوع يتضمن اسم صاحبه، مع إضافة عبارة "لأمر" أو "لإذن"، ونقل ملكيته تكون بتظهيره وذلك بكتابة اسم المالك الجديد، مع توقيع المالك السابق دون الحاجة للرجوع إلى سجلات الشركة، بشكل عام هذا النوع من الأسهم نادر جداً.

2-2- من حيث الحصة المدفوعة:

تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى ثلاث أنواع هي:²

- ✓ أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يقدم فيها المساهم حصته من رأس المال نقداً مقابل الحصول عليها.
 - ✓ أسهم عينية: وهي الأسهم التي يقدم فيها المساهم حصته من رأس المال عينا (مباني، أراضي) مقابل الحصول عليها، يتم تقدير هذه الأسهم عبر إجراءات خاصة حتى يتم استخدامها بصيغة جيدة.
 - ✓ أسهم مختلطة: هي الأسهم التي يقدم فيها المساهم أو الشريك حصة نقدية وحصة عينية.
- ## 3-2- من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

- الأصل أن جميع أسهم شركة المساهمة تعتبر أسهماً عادية تطبيقاً لمبدأ المساواة، بالنسبة لتساوي قيمة الأسهم من جهة، وتساوي حقوق وواجبات أصحابها من جهة أخرى. غير أن بعض الأسهم تعطي لأصحابها حقوقاً وامتيازات إضافية، إذا انقسم هذا النوع من الأسهم إلى أسهم عادية وأخرى ذات حق الأفضلية (امتياز)، وسنتناول كل منها على حدى³
- ✓ الأسهم العادية: نصت عليها المادة 715 مكرر 42، وهي الأسهم التي يمتلكها أغلبية المساهمين وتمنحهم حقوقاً والتزامات متساوية، ويوزع على أصحابها الأرباح التي تبقى بعد أرباح الأسهم الممتازة.
 - ✓ الأسهم الممتازة: يطلق عليها أيضاً أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية، رغم أنه سند ملكية مثله مثل السهم العادي إلا أنها تتمتع ببعض المزايا التي لا نجدها في الأسهم العادية. تعطي هذه الأسهم لحاملها حقوقاً إضافية

¹ شليط علي، بومراو محند مرجع سابق، ص 12.

² بوشنتوف نوال، مرجع سابق، ص 56.

³ شليط علي، بومراو محند، مرجع سابق، ص ص 15-16.

على الحقوق الأساسية للأسهم، كأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة، ففي حالة ما إذا لم تحقق الشركة أرباحاً معينة أو قررت عدم توزيع الأرباح، حينئذ لا يحق للشركة إجراء أي توزيعات حتى يستوفي حملة الأسهم الممتازة حقوقهم من هذه الأرباح المجمدة، كما أن حقها في التصويت نادر، بالمقارنة مع حقوق الأسهم العادية في هذا الشأن. أما الميزة الأساسية التي تستفيد بها الشركة هي عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في إدارة الشركة، فهدفهم هو استفاء قيمة أسهمهم.

2-4- من حيث الاهتلاك:

الأصل أنه لا يجوز رد قيمة الأسهم للمساهمين إلا عند حل الشركة أو تصفيتها وبعد الوفاء بديونها، لكن قد يسمح القانون أو عقد الشركة بغير ذلك، فينتج عنها نوعان من الأسهم وهي:¹

✓ أسهم التمتع: عرف القانون التجاري الجزائري أسهم التمتع كالآتي: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوص إما من الفوائد أو الاحتياطات. ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل". أي هي أسهم لا يجوز لمالكها استرجاع قيمتها الاسمية إلا عند تصفية الشركة.

✓ أسهم رأس المال: هي تلك الأسهم التي لم يقبض المساهم قيمتها الاسمية من الشركة، أي أنها لم تستهلك بعد. ويظل سهم رأس المال قائماً داخلاً في موجودات الشركة ومتصلاً بأموالها لحين انقضاءها، وعند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال هذه الأخيرة، ويسترد كل منهم أسهمه في رأس مالها لكونه الضمان العام للدائنين، أما إذا أراد المساهم أن يسترد قيمة سهمه قبل انقضاء الشركة، فلا سبيل إلى ذلك إلا أن يتنازل عن السهم للغير.

ثانياً: تسعير الأسهم في البورصة

تمثل البورصة موقعا لتعامل وحدات العجز والفائض وعبر آليات البيع والشراء لتحديد الأسعار، وتتضمن مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوسطاء لإتمام تعاملات المستثمرين.

1- تعريف سعر البورصة:

يعرف سعر البورصة بأنه: "القيمة التي يبلغها سهم معين أثناء إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في جدول التسعيرة، والتسعيرة التي يتم الحصول عليها تعرف بالتسعيرة الرسمية، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لهذا السهم"²

كما يعرف أيضا بأنه: "قيمة التوازن التي تمت بها عمليات تداول الأسهم خلال إحدى جلسات البورصة، والتي يتم تسجيلها في جدول التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة، وتتم عملية تحديد سعر البورصة، وفق تقنيات وطرق

¹ المرجع نفسه، ص 20.

² عدلمان فائزة، مرجع سابق، ص 87.

محددة، الهدف منها تحقيق تلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت معين، على نحو يعكس مختلف القيم التي تلتقي عندها طلبات الشراء والبيع لسهم معين، وذلك بتطبيق قانون العرض والطلب¹.

في الأخير يمكن تعريفه بأنه: "القيمة التي يبلغها سهم ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد إنهاؤها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لسهم معين."

2- أوامر البورصة:

هي تعليمات شراء أو بيع القيم المنقولة المعطاة من قبل الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين. وتتضمن هذه الأوامر توضيحات وإرشادات ذات علاقة بطبيعة العملية (شراء أو بيع)، وبكيفية المفاوضات، وبطبيعة الأوراق المالية وعددها، ويجب أن توضح هذه الأوامر، كذلك فترة صلاحية الأمر (اليوم، الأسبوع). وتختلف أوامر البيع والشراء للأوراق المالية باختلاف السعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا، بالإضافة إلى الخصوصيات التي يشترطها المستثمر، وعليه يمكن تقسيم الأوامر إلى الأقسام الموالية:²

2-1- السعر السوقي: يعتبر هذا السعر من أبسط وأكثر الأسعار شيوعا، حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيعا أو شراء حسب السعر السائد في البورصة، وفي حالة قلة الطلب أو العرض، للأسهم موضوع الصفقة فإنه بإمكان الوسيط تنفيذ الأمر بالتدرج، أي يحدد العميل مجموعة مستويات لعملياته، حيث يبيع أو يشتري عدد معين من الأسهم بأسعار متفاوتة.

2-2- السعر الأفضل: حسب هذا السعر يشترط العميل أن يكون البيع أو الشراء بالسعر الأفضل أي أقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع.

2-3- السعر المحدد: يقوم المستثمر في هذا النوع بوضع سعر محدد لإتمام الصفقة، فإذا كان الأمر خاص بالشراء فإن الوسيط يقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، أما إذا كان الأمر خاص بالبيع فإن الوسيط سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه.

2-4- سعر الافتتاح والإقفال: حسب هذا السعر يحدد العميل تنفيذ العملية بسعر الافتتاح أي بالسعر المعروض في أول جلسة، كما يجوز تحديد سعر الإقفال أي آخر سعر قبيل نهاية الجلسة.

3- تقنيات تحديد الأسعار:

للوصول إلى تعظيم الكميات المتبادلة من مختلف الأسهم وتحديد الأسعار العادلة للأسهم، هناك عدة تقنيات لتحديد الأسعار، ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما: التسعير الدوري والتسعير المستمر:³

¹ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص 73.

² مفتاح بخته، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة دراسة حالة الجزائر، مذكرة شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 32.

³ جابر محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002، ص 114.

3-1- التسعير الدوري: في هذه الطريقة لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المعطاة إلى وسطاء البورصة مباشرة، بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف. وينقسم هذا النوع من التسعير إلى خمسة أنواع هي:

3-1-1- التسعير بالمناداة: يعتبر من أوائل تقنيات التسعير للأوراق المالية، حيث يتم تسعير الأوراق المالية شفهيًا، وحسب هذه الطريقة يلتقي الوسطاء وبحوزتهم جميع العروض وطلبات موكلهم في مقصورة البورصة، وتبدأ الجلسة بقراءة كل القيم محل التسعيرة حسب التسلسل الأبجدي من طرف المسعر (وهو موظف لدى سلطات البورصة) على أساس التسعيرات المتفق عليها عند إقفال الجلسة السابقة، ثم يبدأ الطالبون والعارضون بمناداة أوامر الشراء بهتاف أخذ وأوامر البيع بهتاف "عندي" مع تحديد الكميات، ونظرًا للفوضى التي تعم المقصورة، يلجأ المتفاوضون إلى إرفاق طلباتهم الشفوية بإشارة اليد عن طريق وضع الساعد أفقياً باتجاه الجسم في حالة الشراء، وعمودياً في حالة البيع.

أهم ما يميز التسعيرة بالمناداة أنها تمكن الوسطاء المتفاوضين من مراقبة التسعيرة ومعرفة حالة السوق بأكثر شفافية، بالإضافة إلى أنها تمكن المتعاملين من فهم ميكانزمات البورصة. إلا أنها تحمل عيباً كبيراً يتمثل في كون عملية تحديد أسعار الأوراق المالية تتم بناءً على اتفاق البائعين والمشتريين على سعر معين، وهو ما يبقي الجلسة في شبه مداولة مملّة، كما يتسبب في إحداث فترات انتظار كبيرة دون تسعير للأوراق المالية، مما يسبب ضياع فرص الاستثمار.

3-1-2- التسعير بالدرج: يتم التعامل وفقاً لهذه الطريقة بصورة كتابية، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقات وتوضع في درج، فيخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض وطلبات هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة بورصة) متخصصاً في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي ما زالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك.

3-1-3- التسعير بالصندوق: تستخدم هذه الطريقة في حالة كون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعتمد الوسطاء في هذه الحالة إلى وضع عروضهم وطلباتهم الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق خاص، يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة، وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وفي نهاية الجلسة تقوم لجنة البورصة باحتساب العروض مع الطلبات ويتحدد بناءً على ذلك سعر التوازن.

3-1-4- التسعير بالمعارضة: تسمى هذه الطريقة بالمعارضة، لأن كل واحد من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين يعارض التسعيرة التي لا تلي حاجته على الوجه المطلوب، وتتم التسعيرة بعد أن يهئ موظف

السوق سجلا بناء على البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء كل صباح، ثم تتم دراسة العروض، وبناء على ذلك يحدد سعر السوق، بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن لعروض الطلبات.

3-1-5- التسعير بالمطابقة : يتم العمل بهذه التسعيرة عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهذا بعد أن يتأكد الوسيط من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملاءمة.

3-2- التسعير المستمر :

تتم عمليات التبادل في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم التقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أين تتم معالجة مختلف الأوامر والعمليات باستعمال الإعلام الآلي (الحاسوب) الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي وقت، الأمر الذي يسمح من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما يمكن من المتابعة السعيرية لتطورات السوق.

تتميز تقنية التسعير المستمر بثلاثة تسعيرات، وهذا حسب توقيت عمل البورصة، وهي :

- سعر الافتتاح: هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال مرحلة ما قبل الافتتاح في يوم التداول .
- السعر خلال جلسة العمل: وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.
- سعر الإقفال: وهو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.

ثالثا: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم

تتأثر قيمة المؤسسة المعبر عنها بقيمة سهمها العادي في البورصة بعوامل العرض والطلب عليه، وهذه العوامل متعددة أكثر من أن تحصى، ونظرا لتعدد وتغير العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي المقياس لقيمة المؤسسة، فإن هذه القيمة لا تتسم بالثبات، بمعنى أنها تتقلب تبعا لتغير تلك العوامل. ويمكن تصنيف العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم إلى عوامل داخلية وخارجية كالآتي:

1- العوامل الداخلية:

تتمثل العوامل الداخلية في عوامل البيئة الداخلية، والتي غالبا ما يكون للمدير المالي قدرة على السيطرة عليها، ويمكن إيجازها فيما يلي:¹

🚩 القيمة الدفترية: وهي القيمة المثبتة في سجلات المؤسسة وعبارة عن حصة السهم الواحد من صافي أصول المؤسسة، وليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق، وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين،

¹تواتي فايزة، مناعي إيمان، مرجع سابق، ص 30-31.

لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة المؤسسة في التوسع والاستمرار. ومنه توجد علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وسعر السهم في السوق.¹

✚ الأرباح الموزعة والمحقة: الزيادة في الأرباح التي تم تحقيقها يكون لها أثر ايجابي على قيمة السهم في السوق وهذا ما يدل على أن عوائد السهم مرتفعة، وهذا ما يجلب المستثمرين، أما الأرباح الموزعة هي عبارة عن العوائد المنتظرة من الاستثمار في الأسهم فتؤثر على القيمة السوقية للأسهم طرديا إما بالارتفاع أو الانخفاض.

✚ الأرباح الموزعة: من المعروف أن المستثمر يقبل عادة على شراء الأوراق المالية التي تكون عوائدها مرتفعة، أو بتعبير آخر يقبل المستثمرون على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية التي تكفي عوائدها لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية، وتعتبر الأرباح الموزعة من العوائد المنتظرة من وراء الاستثمار في الأسهم، وهي متغيرة، وعليه فإن القيمة السوقية للسهم تتغير تبعا لتغير عائداتها.

✚ الأداء المالي للشركة: وهو من أهم العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، فتحسن نسبة المبيعات والطلب على المنتجات يزيد من الطلب على الأسهم، وبالتالي ارتفاع سعر السهم في السوق، أما تدهور المركز المالي فيخفض من قيمة السهم.

✚ رأس المال: يعد المحرك الرئيسي لأي شركة، وهو من أهم عناصر الإنتاج فيها، لضمان تمويل طويل الأجل حيث إنه معيار لكفاءة العمليات التي تقوم بها أي شركة، وله أثر كبير على ربحية الأسهم، فكلما كان حجم رأس المال كبيرا كلما ارتفع معدل العائد المطلوب، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

وهناك العديد من العوامل الأخرى نوجزها في النقاط التالية:

- سيولة الشركة وقدرتها على أداء جميع التزاماتها تجاه الغير.
- درجة الرفع المالي.
- الوضع المالي والتجاري للمؤسسة المصدرة للأسهم.

2- العوامل الخارجية:

تتمثل العوامل الخارجية في عوامل البيئة الخارجية التي يعمل فيها المدير المالي، والتي ليس له

سيطرة عليها، يمكن إيجازها فيما يلي:²

✚ التضخم: زيادة حدة التضخم النقدي غير المتوقع الذي ينجم عنه أثر عكسي على القيمة السوقية للسهم وذلك لسببين:

¹نعاس صلاح الدين، سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة غرداية، 2014-2015، ص 19.

²عدمان فائزة، مرجع سابق، ص 80-84.

- الارتفاع في معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار، والذي بدوره يسبب انخفاضاً في مستوى أسعار السهم.
- الارتفاع في معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة التدفقات النقدية، فيعكس ذلك سلباً على نسبة الطلب على المنتجات، وهذا بالضرورة يؤدي إلى الانخفاض في السعر السوقي للسهم.
- + قوى العرض والطلب: من المعلوم أن أسعار الأسهم تتغير يومياً وغير ثابتة، وقد تتغير عدة مرات، وذلك نتيجة لنشاط حركتها للطلب والعرض عليها ما يؤثر على أسعار الأسهم ارتفاعاً وانخفاضاً، حيث كلما زادت التقلبات في حجم الطلب والعرض كلما ارتفع التذبذب في القيمة السوقية للسهم.
- + كميات التداول: وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل مؤسسة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه المؤسسة وذلك لأن كمية التداول المرتفعة تدل على سهولة تسهيل الأسهم، وهو أمر في صالح المستثمر.
- + الشؤون العالمية: يقصد بالشؤون العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن الحروب أو التوترات المحتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، مثل هذه الأحداث وما شابهها عادة ما تترك أثراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق رأس المال بها.
- + ظروف المنافسة: تعمل المؤسسات في ظل المنافسة، فإذا لم تكن تركز على السعر، فهي تركز على الدعاية والجودة والضمانات والعمل على راحة العملاء، في محاولة لخلق التمييز، وقد طرح بورتر نموذج للقوى المؤثرة على المنافسة ولخصها في خمسة قوى هي: الحالة التنافسية، خطر المنتجات البديلة، الموردون وقدرة المساومة لديهم، تهديد دخول مؤسسات جديدة.

وهناك العديد من العوامل الأخرى نوجزها في النقاط التالية :

- علم النفس المتعلق بالبورصة.
- التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال.
- حجم الناتج القومي.
- السياسات المالية والنقدية.
- حجم الناتج القومي.
- مصادر الحصول على المعلومات.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم

تقوم سياسة توزيعات الأرباح على مفاضلة المؤسسة بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا القرار ذا أهمية، في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم إضافة إلى الجزء من النقدية الذي سيتم تحويله إلى الملاك، حيث برزت العديد من النظريات في هذا الجانب، ويمكن إبراز أهمها فيما يلي:

1- نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح: جاء بها كل من (Miller and modigliani 1961)، وبموجبها فإن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على سعر السهم في السوق (القيمة السوقية للمؤسسة)، وإنما تتأثر قيمة المؤسسة فقط بالأرباح التي تحققها ومخاطر أصولها واستثماراتها، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر فقط بالدخل المتولد من إدارة الأصول، وليس بكيفية تقسيم هذا الدخل إلى توزيعات نقدية على المساهمين وأرباح محتجزة، وأكد أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين، لهذا نجد أن المستثمرين لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية وبين إعادة استثمار المؤسسة لأرباحها المحققة لتحقيق النمو، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية لهم عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم. وتقوم فكرة (M&M) على أن ثروة الملاك قبيل إجراء التوزيعات تتمثل في قيمة الأسهم العادية في السوق المالي، مضافاً إليها قيمة التوزيعات التي أعلن عنها، فإذا حققت المؤسسة أرباحاً وقررت توزيع جزء منها فإن القيمة السوقية للسهم ستخفض بمقدار التوزيعات، وأما إذا تقرر احتجاز الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم سترتفع بمقدار الأرباح المحتجزة، ويمكن القول أن نظرية عدم ملائمة التوزيعات لا يمكن قبولها خاصة في الواقع العملي الحديث، بوجود الضرائب وتفضيل كثير من المستثمرين للحصول على الدخل في شكل أرباح رأسمالية.¹

2- نظرية عصفور في اليد: تحمل هذه النظرية وجهة نظر كل من جوردن ولينتر، حيث توصلوا إلى أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب، بل إن المستثمرين يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلاً من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل الغير مؤكد أيضاً، ويقول جوردن " أن التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ أن المستقبل غير مؤكد. وأساس هذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد، والتي يرون فيها أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية². إن أهم ما أشارت له نظرية جوردن ولينتر هو علاقة الزمن ودرجة التأكد في التوزيعات، حيث ربطا تاريخ استحقاق التوزيعات بدرجة التأكد والعكس، وأتت هذه النظرية تحت هاتاه الفرضيات:

- المستثمرون لا يملكون القدر الكافي من المعلومات عن الوضع المالي للشركة .

¹نعاس صلاح الدين، مرجع سابق، ص25.

² بن عياش نور الهدى، طبال نفيسة، سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماستر تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2019_2020، ص74.

- أرباح الأسهم تخضع لضرائب بمعدلات عالية عند تحقيق أرباح رأسمالية عند بيع الأسهم.¹

3- نظرية التفضيل الضريبي: إن الافتراض الذي قامت عليه هذه النظرية الذي تبناها ليزن بيرجي وراما سواني، والتي توضح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، أي أنها توجه الشركات للاحتفاظ بأكبر كمية ممكنة من الأرباح، أي أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح بدلا من التوزيعات بالصورة النقدية. إن افتراضات موديليان وميلر لسوق رأس المال الكفو تستبعد أي تأثير ممكن للضرائب، حين تم الافتراض أنه لا يوجد اختلاف في حساب الضرائب بين التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية، لأن أغلب المستثمرين يهتمون بالفوائد بعد الضريبة، غير أن الضرائب يمكن أن تؤثر في الطلب على التوزيعات، أو قد يصل التأثير حتى إلى عرض التوزيعات، وذلك من خلال استجابة مدراء الشركة للتفضيل الضريبي، لتعظيم ثورة المساهمين من خلال زيادة معدل الاحتفاظ بالأرباح. نستنتج من هذه النظرية أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية، وذلك لأن الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم تخضع لمعدلات ضريبة أقل من معدلات ضريبة على توزيعات الأرباح النقدية.²

4- نظرية الإشارة: يشير معظم الباحثين وعلى رأسهم Rock & Miller 1985 إلى أن إدارة المؤسسة تملك معلومات أكثر دقة وسرية حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة مقارنة بالأطراف الأخرى، وهو ما يخلق فجوة بين الإدارة والمستثمرين. لذلك يمكن للمسيرين استعمال الإعلان عن توزيعات الأرباح كإشارة إلى السوق المالي حول المستقبل الجيد للمؤسسة وتدفقات الخزينة الواعدة في المستقبل القريب. وفي نفس السياق تشير دراسة Pettit 1972 إلى أن قيمة التوزيعات تحمل معلومات مهمة حول الاستحقاقات المستقبلية التي تعكسها القيمة السوقية للأسهم، فارتفاع قيمة التوزيعات يمكن أن يفسر على أنه إشارة مالية جيدة واستحقاقات مستقبلية مبشرة والعكس صحيح. بالمقابل يلاحظ Lintner 1956 أن المسيرين يتحفظون عن تخفيض التوزيعات، حتى وإن كان ذلك ضروريا، كما أنهم لا يرفعون من قيمتها إلا إذا كانوا يعتقدون أن الأرباح سترتفع بصفة مستمرة. وتؤكد دراسة Murgia & Amihud 1997 أن تغير قيمة توزيعات الأرباح يعطي إشارة مالية حول الاستحقاقات المستقبلية، وتوصلت الدراسة إلى تحقيق عوائد غير عادية تقدر بـ 0.965% في حالة ارتفاع التوزيعات، وانخفاض غير عادي يقدر بـ 1.73% في حالة انخفاض توزيعات الأرباح.³

5- نظرية الوكالة: تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة من جهة وبين إدارتها وتسيير أعمالها من جهة أخرى، فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن الإدارة. ومن ثم ظهر ما يسمى ببطقة المديرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة. فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو آخرين في القيام بإدارة وتسيير المؤسسة نيابة عنهم. وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك، وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية

¹ تواتي فايضة، مناعي إيمان، مرجع سابق، ص 37.

² مختاري نجيب، زروال انس عبد الصمد، مرجع سابق، ص 10-11.

³ قدام جمال، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس،

العدد 2، 2019، ص 50

مسؤولياته. وبطبيعة الحال فإن المدراء يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، فيمكن للمدراء أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان المراقبة على المدراء وبما يسمح بتحقيق أهدافهم.

تجدر الإشارة إلى أن المدراء يلجؤون من أجل تخفيض تكاليف الوكالة والصفقات إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم، التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف، وبالفعل فقد تم اختبار هذا النموذج من طرف Rozef1982 باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فوجد أنه كلما زادت نسبة امتلاك المدراء للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المدير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المدير للأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم.¹

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

بعد تطرقنا لأهم الجوانب النظرية التي تناولت موضوع سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم، سنتطرق في هذا المبحث لبعض الدراسات التي تناولت موضوع المذكرة، أو كانت لها علاقة به، وتتمثل هذه الدراسات فيما يلي:

المطلب الأول: الرسائل الجامعية باللغة العربية

أولاً: دراسة بن عياش نور الهدى وطبال نفيسة، بعنوان:

سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماستر

أكاديمي، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، السنة الدراسية 2019_2020.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث تناولت الدراسة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار فرضيات الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير نسبي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير الإيجابي لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة، في حين نصيب السهم من الأرباح الموزعة لا تأثير له على قيمة المؤسسة، مما يعني وجود فرص استثمارية جيدة.

ثانياً: دراسة ددان عبد الغني وقنون عبد الحق، بعنوان:

¹ معاذ محمد شقير، مرجع سابق، ص 31-32.

دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة عينة من المؤسسات

المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011-2012.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان وقياس 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، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لإجراء هذه الاختبارات. وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

ثالثاً: دراسة وسيم سليمان مخلوف، بعنوان:

أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة

ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، الجامعة الافتراضية السورية، السنة الدراسية 2018-2019.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية المصارف المدرجة في سوق عمان المالي. حيث تم التعبير عن سياسة توزيع الأرباح باستخدام نسبة توزيع الأرباح، في حين عبر عن ربحية المصارف باستخدام كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، تكونت عينة الدراسة من ثمانية مصارف مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة بين عامي 2005 و 2017، وتمت معالجة البيانات باستخدام طريقة مربعات الانحدار الصغرى ومعامل الاختلاف. من أجل معرفة مدى تأثير المتغير المستقل (نسبة توزيع الأرباح) على المتغيرات التابعة (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية). وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: هناك أثر سلبي متوسط لنسبة توزيع الأرباح في معدل العائد على الأصول، وهناك أثر سلبي متوسط لنسبة توزيع الأرباح في معدل العائد على حقوق الملكية، يضاف إلى ذلك عدم استقرار نسبة توزيع الأرباح لدى معظم مصارف العينة، وأن سياسة توزيع الأرباح الحالية كانت انكماشية في معظم مصارف العينة.

أما فيما يخص أوجه الشبه والاختلاف بين دراستنا الحالية والرسائل الجامعية باللغة العربية المذكورة

سابقاً، فيمكن تبيانها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): المقارنة بين دراستنا والرسائل الجامعية باللغة العربية

الدراسة السابقة	أوجه الشبه	أوجه الاختلاف	كيفية الاستفادة
بن عياش نور الهدى	تطابق في العنوان ومتغيرات الدراسة	الاختلاف في طبيعة البيانات وطريقة المعالجة القياسية.	الاستفادة منها في الجانب النظري
ددان عبد الغني	تشابه في العنوان وإشكالية الدراسة	رغم التشابه في طبيعة البيانات إلا أن هناك اختلاف في طريقة معالجة الإشكالية قياسيا	الاستفادة منها في الجانب النظري
وسيم سليمان مخلوف	تشابه في المتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح)	الاختلاف في المتغير التابع، إضافة إلى الاختلاف في طريقة المعالجة القياسية	الاستفادة منها في الجانب النظري

المصدر: من إعداد الطالبة

المطلب الثاني: المقالات العلمية باللغة العربية

أولاً: دراسة أحمد لمن بوغنامة ورفيق يوسف، بعنوان:

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية) - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات

المدرجة في مؤشر (40) CAC، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، السنة 2022.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث شملت الدراسة على 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2010-2021، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث تشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم، أما بخصوص القيمة الدفترية للسهم فقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بينها وبين الربح الموزع للسهم وربحية السهم.

ثانياً: دراسة قدام جمال وترفاس جمال الدين، بعنوان:

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز

DJIA، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس، العدد 02، السنة 2019.

هدفت الدراسة لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى اختبار بعض محددات هذه الأخيرة، وللوصول لهذا الهدف تم إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج خط الانحدار المتعدد لبيانات البائل، حيث تمت الدراسة على المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز DJIA الأمريكي الذي يضم 30 مؤسسة على فترة زمنية ممتدة من 2007 إلى 2017، كما تم إجراء الاختبارات اللازمة التي أعطت نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model) والذي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى (LSDV). توصلت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المفسرة كان لها دلالة إحصائية ما عدا متغير نمو الأصول، حيث كان تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح DPS و EPS إيجابيا وذو معنوية، كما كان للمتغيرات الضابطة والمتمثلة في الرفع المالي، حجم المؤسسة والربحية التشغيلية تأثير إيجابي ذو معنوية على القيمة السوقية للأسهم، في حين كان للعائد على حقوق الملكية تأثير سلبي ذو معنوية.

ثالثا: دراسة موصوسراح، بعنوان:

دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر

S&P100، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 08، العدد 03، السنة 2022.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 51 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2018، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات تم الاعتماد على بيانات البائل وباستخدام نموذج التأثيرات الثابتة، توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد على الأداء المالي، معبرا عنه بالعائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، بينما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على العائد على إجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة، كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي على أداء المؤسسات محل الدراسة.

أما فيما يخص أوجه الشبه والاختلاف بين دراستنا الحالية والمقالات العلمية باللغة العربية المذكورة سابقا، فيمكن تبينها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): المقارنة بين دراستنا والمقالات العلمية باللغة العربية

الدراسة السابقة	أوجه الشبه	أوجه الاختلاف	كيفية الاستفادة
أحمد لمين بوغنامة	التشابه في الإشكالية وطريقة معالجتها قياسيا	الاختلاف في حجم عينة الدراسة ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح	في الجانب النظري والتطبيقي
قدام جمال	التشابه في الإشكالية وطريقة معالجتها قياسيا	اضافة إلى سياسة توزيع الأرباح تم إدراج متغيرات أخرى ضمن النموذج القياسي	في الجانب النظري والتطبيقي
موصو سراح	التشابه في متغير سياسة توزيع الأرباح وطبيعة البيانات	الاختلاف في المتغير التابع	في الجانب النظري والتطبيقي

المصدر: من إعداد الطالبة

المطلب الثالث: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

أولاً: دراسة Bahtiar Usman, Henny Setyo Lestari, Syofriz Sofyan، 2020. بعنوان:

The effect of dividend policy on share price manufacturing companies in Indonesia.

هدفت هذه الدراسة التجريبية إلى فحص وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم. وتتكون عينة البحث من شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2014-2018. وتشمل المتغيرات المستقلة: ربحية السهم، ونسبة الأرباح المحتجزة، والعائد على حقوق الملكية، وعائد توزيعات الأرباح، وربحية السهم. أما المتغير التابع فهو أسعار أسهم قطاع التصنيع. وقد تم اختيار عينة الدراسة من 36 شركة باستخدام أسلوب العينة الهادفة. وتشير نتائج نموذج انحدار بيانات اللوحة إلى أن ربحية السهم لها أثر إيجابي على أسعار الأسهم، بينما يؤثر عائد توزيعات الأرباح سلباً عليها. أما نسبة الأرباح المحتجزة، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، فليس لها تأثير يذكر على أسعار الأسهم.

ثانياً: دراسة Daass Mossaab, Aimene Farid, Bahi Nawel، 2025. بعنوان:

The impact of the dividend policy on the market value of shares _the research of a sample of institutions listed on the Saudistock: Exchange during the period 2019-2023

هدف هذه الدراسة إلى بيان أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، وذلك بتطبيقها على المؤسسات المدرجة في السوق المالية السعودية. وقد تم اختيار عينة مكونة من 13 مؤسسة خلال الفترة (2019-2023).

(2023). واستخدمت الأدوات الإحصائية لدراسة العلاقة بين محددات سياسة توزيع الأرباح كمتغيرات مستقلة، والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع، بالاعتماد على برنامج SPSS ، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وتوزيعات الأرباح النقدية، بينما لم تظهر المتغيرات الأخرى المكونة للنموذج (ربحية السهم، والأرباح المحتجزة) دلالة إحصائية في تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم.

ثالثا: دراسة Esraa Mohamed Abdelfattah ، 2025. بعنوان:

. The impact of dividend policy on stock price volatility: Evidence from Egypt

هدفت هذه الدراسة إلى بحث أثر سياسة توزيع الأرباح بما في ذلك قيمة توزيعات الأرباح وعائدها على تقلبات أسعار أسهم الشركات المصرية المدرجة في البورصة. استخدمت الدراسة بيانات من شركات مدرجة في البورصة المصرية، وتحديدًا مؤشر EGX 100 واعتمد الباحث على عينة مكونة من 64 شركة، خلال فترة سبع سنوات من 2017 إلى 2023. واعتمدت الدراسة على المنهج الكمي، بالاعتماد على بيانات ثانوية، واستخدمت نموذج المربعات الصغرى المعممة لاختبار الفرضيات باستخدام برنامج Stata 17. أظهرت نتائج الدراسة أن كلا من توزيعات الأرباح وعائد توزيعات الأرباح لهما تأثير كبير على تقلبات أسعار الأسهم.

أما فيما يخص أوجه الشبه والاختلاف بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة باللغة الأجنبية المذكورة سابقا، فيمكن تبينها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03): المقارنة بين دراستنا والدراسات السابقة باللغة الأجنبية

الدراسة السابقة	أوجه الشبه	أوجه الاختلاف	كيفية الاستفادة
Bahtiar U, Henry S L, Syofriza S	التشابه في الإشكالية وطبيعة البيانات	إضافة إلى سياسة توزيع الأرباح تم إدراج متغيرات أخرى ضمن النموذج، إضافة إلى اختلاف طريقة معالجة الإشكالية	الاستفادة منها في الجانب النظري
Daass M, Aimene F, Bahi N	التشابه في الإشكالية وطبيعة البيانات	اختلاف طريقة معالجة الإشكالية	الاستفادة منها في الجانب النظري والتطبيقي
Esraa M Abdelfattah	التشابه في الإشكالية وطبيعة البيانات	إضافة إلى سياسة توزيع الأرباح تم إدراج قيمة التوزيعات ضمن النموذج، إضافة إلى اختلاف طريقة معالجة الإشكالية	الاستفادة منها في الجانب النظري والتطبيقي

المصدر: من إعداد الطالبة

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل، حاولنا الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال عرض أهم المفاهيم المرتبطة بسياسة التوزيع وأنواعها والعوامل المؤثرة فيها، إضافة إلى التطرق لمفهوم القيمة السوقية للأسهم وأبرز العوامل المحددة لها. كما تم استعراض أهم النظريات المفسرة للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم، والتي أوضحت أن قرارات توزيع الأرباح تؤثر على نظرة المستثمرين تجاه المؤسسة، من خلال إعطاء مؤشرات حول وضعيتها المالية وقدرتها على تحقيق الأرباح والاستمرار في النمو، الأمر الذي ينعكس على الطلب على أسهمها وبالتالي على قيمتها السوقية داخل السوق المالي. كما استعرضنا بعض الدراسات السابقة ذات علاقة بموضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم.

الفصل الثاني:

دراسة حالة بورصة قطر

خلال الفترة 2020_2025

تمهيد:

بعد أن تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم، واستعرض بعض الدراسات السابقة التي تناولت أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، سنقوم في هذا الفصل بقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة الزمنية من 2020 إلى 2025.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

تلعب الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة الميدانية دوراً مهماً في أهمية المعلومات ومصداقيتها من حيث جمعها ودراستها وتحليلها، مما يعطي للبحث قيمة علمية، ومن خلالها يتسنى للباحث إثبات أو نفي فرضياته، كذلك استنتاج نتائج في نهاية البحث.

المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة

قصد معالجة إشكالية الدراسة وتحقيق أهدافها يجب الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بكل من مجتمع وعينة الدراسة، وكذا طبيعة متغيراتها، بالإضافة إلى الأدوات والبرامج الإحصائية والقياسية المستخدمة لحساب النتائج.

أولاً: تقديم مجتمع وعينة الدراسة:

بورصة قطر هي السوق المالي الرسمي لدولة قطر تأسست عام 1995، وبدأت نشاطها في عام 1997 واستطاعت البورصة أن تحقق العديد من الانجازات في سعيها لأن تكون منصة تنوع الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية المستدامة، حيث تضم البورصة حالياً أكثر 50 شركة مدرجة تغطي قطاعات متنوعة مثل الصناعة، الاتصالات، العقارات، والخدمات. بالعودة إلى التسلسل الزمني لتطور هذه البورصة نجد أنه:

- في العام 2001، دشنت بورصة قطر أول نظام تداول آلي لها وهو نظام Horizon.
- في العام 2002، تم إطلاق أول موقع إلكتروني لبورصة قطر.
- في العام 2005 صدر مرسوم أميري يسمح للمستثمرين الأجانب بتملك أسهم في الشركات المدرجة بنسبة تصل إلى 25٪ من أسهم الشركات القابلة للتداول.
- في العام 2006، تم طرح سبع إصدارات جديدة (حقوق اكتتاب واكتتابات عامة أولية) بقيمة إجمالية قدرها 10.8 مليار ريال. وتم تغيير حد السعر اليومي السهم من 5٪ إلى 10٪ (صعوداً أو هبوطاً). وفي نفس العام، تم قبول بورصة قطر كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO).
- في العام 2007، تم قبول بورصة قطر كعضو مراسل في الاتحاد العالمي للبورصات وذلك خلال الاجتماع السنوي لمجلس إدارة الاتحاد الذي عقد في شنغهاي بتاريخ 14 أكتوبر 2007.
- شهد عام 2008 العديد من الأحداث الهامة وكان رد فعل السوق إيجابياً على هذه الأحداث، وفي الوقت نفسه، نفذت البورصة الخطط التي ركزت على التنمية الرأسمية من خلال الاستثمار في تطوير القوى العاملة والتكنولوجيا والبيئة التنظيمية، والتنمية الأفقية عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة.
- في العام 2009، وقع جهاز قطر للاستثمار ومجموعة NYSE Euronext اتفاقية شراكة لتشكيل سوق عالمي. تم تغيير اسم سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة قطر عند إبرام الصفقة، مما يمثل بداية حقبة جديدة في تاريخ تطور البورصة.

- في عام 2010 قامت بورصة قطر بإدخال منصة تداول جديدة تعتمد على أحدث تكنولوجيات التداول المستخدمة في بورصة NYSE ومجموعة بورصات Euronext.
- في العام 2011 تم إطلاق سوق أدوات الدين وإدراج الشريحة الأولى من أدونات الخزينة وكذلك تطبيق عملية التسليم مقابل الدفع DVP.
- في عام 2012 أعلنت بورصة قطر عن إطلاق سوق الشركات الناشئة المخصص لإدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- في العام 2013 كانت بورصة قطر على موعد مع إنجاز كبير في تاريخها من خلال ترقيةها من قبل MSCI إلى مرتبة الأسواق الناشئة اعتباراً من ماي 2014 . وكذلك رفعت S&P Dow Jones تصنيف بورصة قطر إلى مرتبة الأسواق الناشئة. كما شهد العام 2013 نجاحات كبيرة أخرى لبورصة قطر، مثل إدراج السندات والعضوية الكاملة في الاتحاد العالمي للبورصات وأصبح الرئيس التنفيذي لبورصة قطر عضواً في مجلس إدارة الاتحاد العالمي للبورصات.
- في العام 2015 تمت ترقية بورصة قطر من قبل FTSE إلى تصنيف سوق ناشئة.
- في العام 2016 انضمت بورصة قطر إلى مبادرة الأمم المتحدة للبورصات المستدامة (SSEI).
- شهد عام 2018 إنجازات كبيرة حيث صنفت بورصة قطر كأفضل البورصات أداءً على مستوى العالم وقامت البورصة بإدراج أول صناديق الاستثمار المتداولة على مستوى قطر وأكبرها على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي . كما أطلقت بورصة قطر منصة خاصة بتقارير الاستدامة (ESG) لتكون بذلك الأولى في المنطقة وباعتبارها بورصة رائدة على مستوى العالم في تحقيق معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات.
- في العام 2019 قامت بورصة قطر بنجاح بتنفيذ عملية تجزئة القيمة الإسمية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، كما قامت بعقد ندوات وبرامج توعوية عديدة حول عملية التجزئة . في نفس العام تم إدراج أسهم شركة "بلدنا" للتداول في بورصة قطر، ليرتفع عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 47 شركة مساهمة عامة قطرية . وفي إطار جهود البورصة لتعزيز الاستدامة والتثقيف المالي، نظمت بورصة قطر أول مسابقة من نوعها للتعليم المالي لطلاب الجامعات، والتي تهدف إلى تعزيز الوعي المالي والاستثماري لدى جيل الشباب وقادة المستقبل، بما يتماشى مع ركيزة التنمية البشرية في رؤية قطر الوطنية 2030.
- في العام 2020 بورصة قطر تفوز بجائزة أفضل مؤسسة مالية محلية في تحقيق المسؤولية الاجتماعية. كما أطلقت البورصة بنجاح موقعها الإلكتروني الجديد الذي يقدم خدمات مبتكرة وأدوات تحليلية حديثة لتلبية احتياجات المجتمع الاستثماري محلياً ودولياً ورفع درجة الوعي الاستثماري في المجتمع، كما حصل الموقع على شهادة مركز "مدى للتنفيذ الرقمي" حيث يعمل الموقع على تسهيل النفاذ الرقمي للمستثمرين بمختلف فئاتهم بما في ذلك ذوي الإعاقة والمتقدمين في السن الذين تبدي البورصة اهتماماً كبيراً تجاههم . كما تم بنجاح إطلاق نظام البورصة للإفصاح الإلكتروني الموحد (منصة إفصاح) التي تستخدم لغة التقارير المالية الإلكترونية

(XBRL)، الأمر الذي يترتب عليه استخدام معايير ونماذج عالمية إلكترونية موحدة للإفصاحات المالية بما يحقق أعلى معدلات الشفافية والإفصاح في السوق .

- في العام 2023 أطلقت البورصة منصة تداول جديدة تعتمد على تقنيات مجموعة بورصة لندن بهدف تحسين الكفاءة والأداء.

وكحوصلة لنشاط البورصة، فقد شهدت بورصة قطر أداء إيجابيا خلال تعاملاتها عام 2025، مسجلة مكاسب بالقيمة السوقية بقيمة 23.27 مليار ريال. حيث سجل المؤشر العام لبورصة قطر ارتفاعا نسبته 1.81% ليغلق تعاملات عام 2025 عند النقطة 10762.51، رابحا 191.42 نقطة عن مستواه نهاية عام 2024، البالغة 10571.09 نقطة.

وبلغت القيمة السوقية للأسهم بنهاية تعاملات العام 644.12 مليار ريال، بارتفاع 3.75% بما يعادل 23.27 مليار ريال عن قيمتها بختام عام 2024 البالغ 620.86 مليار ريال.

ودعم تداولات عام 2025، ارتفاع 5 قطاعات جاء في مقدمتها قطاع الاتصالات مرتفعا 23.93% عند مستوى 2229.06 نقطة، وتلاه قطاع البنوك والخدمات المالية بـ 10.76% عند مستوى 5245.51 نقطة. كما ارتفع قطاع البضائع والخدمات الاستهلاكية بـ 8.62% عند 8327.33 نقطة، وتلاه قطاع التأمين 6.49% عند 2500.86 نقطة، وصعد قطاع النقل بـ 5.87% عند مستوى 5468.07 نقطة.

وفي المقابل، تراجع قطاع العقارات بـ 5.4% عند 1529.2 نقطة، وقطاع الصناعة بـ 2.55% لينتهي تعاملات العام الحالي عند مستوى 4137.98 نقطة.

الجدول رقم (04): مؤشرات أداء بورصة قطر خلال سنة 2025

المؤشر	قيمة المؤشر	قيمة التغير	نسبة التغير
المؤشر العام	10762.51	191.420	1.810%
مؤشر العائد الإجمالي	25733.74	1626.110	6.750%
مؤشر جميع الأسهم	4058.8	283.320	7.500%
مؤشر جميع أسهم البنوك والخدمات المالية	5245.51	509.580	10.760%
مؤشر جميع أسهم الخدمات والسلع الاستهلاكية	8327.33	660.570	8.620%
مؤشر جميع أسهم الصناعة	4137.98	-108.440	-2.550%
مؤشر جميع أسهم العقارات	1529.2	-87.210	-5.400%
مؤشر جميع أسهم الاتصالات	2229.06	430.370	23.930%
مؤشر جميع أسهم النقل	5468.07	303.380	5.870%

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على البيانات المتاحة على الموقع: www.qe.com.qa

يشمل مجتمع الدراسة مجموعة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من 2020 إلى 2025. ونظرا لعدم توفر البيانات الكافية لبعض الشركات التي تم انتقاؤها خلال هذه الفترة، تم اختيار عينة منها مكونة من 12 شركة مدرجة في بورصة قطر موزعة على 6 قطاعات، والموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (05): عينة الشركات المدرجة في بورصة قطر

الشركة 02	الشركة 01	القطاع
الأهلي (Ahli B)	الريان (Rayyan B)	البنوك والخدمات المالية
قطر لصناعة الألمنيوم (Qamco)	نبراس للطاقة (Nebras)	الصناعات
ودام الغذائية (Widam)	زاد القابضة (Zad)	الإستهلاك
بروة العقارية (Barwa)	مزايا للعقارات (Mazaya)	العقارات
فودافون قطر (Vodafone)	أوريدو (Ooredoo)	الاتصالات
قطر الوطنية للملاحة والنقل (Milaha)	ناقلات (Nakilat)	النقل

المصدر: من إعداد الطالبة

تجدر الإشارة إلى أنه تم اختيار عينة الدراسة وفقا للشروط التالية:

- أن تكون جميع الشركات مدرجة في بورصة قطر.
- اختيار شركات تتوفر لها بيانات مالية كافية وموثوقة خلال فترة الدراسة.
- اختيار عينة على قطاعات متنوعة لتحقيق التوازن في التحليل.
- اختيار حجم العينة مناسب إحصائيا لإجراء التحليل واستخلاص نتائج ذات دلالة.
- أن تكون أسهم الشركة متداولة خلال فترة الدراسة.

ثانيا: متغيرات الدراسة:

1- المتغير التابع:

يتمثل في القيمة السوقية لأسهم شركات مسجلة في بورصة قطر (Market Value Per Share MVS)، وقد اعتمدنا على سعر الإغلاق في نهاية السنة. حيث تعتبر القيمة السوقية للسهم من المؤشرات الرئيسية المعبرة عن قيمة المؤسسة، والتي يمكن أن يستند إليها المستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة.

2- المتغيرات المستقلة:

بناء على إشكالية الدراسة، والمتمثلة في البحث عن أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، فإننا سنركز على متغيرات مستقلة تعكس سياسة توزيع الأرباح، هذه المتغيرات تتمثل في:

- ربحية السهم (Earning Per Share EPS):

تعتبر ربحية السهم مؤشرا لمقدار الثروة النظرية التي سيتحصل عليها المستثمر مستقبلا، فزيادة نصيب السهم من الربح تؤدي إلى زيادة سعر السهم في السوق، تم حساب ربحية السهم بقسمة صافي الربح بعد الضرائب على عدد الأسهم المكتتب بها.

- التوزيعات النقدية للسهم (Dividend Per Share DPS):

تعتبر هذه التوزيعات عن الدخل الجاري المتاح للمساهمين، والناجم عن استثماراتهم في أسهم المؤسسة، تم حساب التوزيعات النقدية للسهم بقسمة مجموع الأرباح المقرر توزيعها على عدد الأسهم المكتتب بها.

- الأرباح المحتجزة للسهم (Retained Earning Per Share RES):

تمثل الأرباح المحتجزة للسهم الأرباح الغير الموزعة في المؤسسة، تم حساب هذا المتغير بالعلاقة التالية:

$$\text{الأرباح المحتجزة للسهم للسنة } t = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب للسنة } (t-1) - \text{الأرباح الموزعة للسنة } t}{\text{عدد الأسهم المكتتب بها}}$$

- نسبة توزيع الأرباح (Dividend Payout Ratio DPR):

تمثل هذه النسبة نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين من صافي الأرباح المحققة، تم حساب هذا المتغير بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة توزيع الأرباح للسنة } t = 100 \times \frac{\text{الأرباح الموزعة للسنة } t}{\text{صافي الربح بعد الضرائب للسنة } (t-1)}$$

- أسهم مجانية (Bonus Shares BS):

وهي الأسهم الناتجة عن عملية رسملة الأرباح المدورة والاحتياطات وعلاوة الإصدار، تم أخذ هذا المتغير معبرا عنه بعدد الأسهم المجانية الصادرة خلال السنة t.

- أسهم الخزينة (Treasury Shares TS):

تتمثل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة وتعيد شراءها من جديد، تم أخذ هذا المتغير معبرا عنه بعدد أسهم الخزينة المشتراة من قبل المؤسسة في السنة t.

المطلب الثالث: الأدوات المستخدمة في الدراسة

أولاً: الأدوات المستخدمة في جمع المعطيات

لقد اعتمدنا في جمع المعطيات المتعلقة بالموضوع محل الدراسة على ما يلي:

- فيما يخص الأدبيات النظرية والتطبيقية تم الاستعانة بمختلف المصادر التي لها علاقة بموضوع الدراسة، والمتمثلة في الكتب والمذكرات، إضافة إلى المجالات العلمية والدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع.
- فيما يخص متغيرات الدراسة وتحليل تطورها تم الاعتماد على مواقع الانترنت المختلفة، خاصة موقع البورصة (www.qe.com.qa) قصد الإلمام بالجوانب التحليلية لموضوع الدراسة.

ثانياً: الأدوات القياسية والإحصائية المستخدمة

1- نماذج البائل وأهميتها:

اكتسبت نماذج البائل في الآونة الأخيرة اهتماماً كبيراً خصوصاً في الدراسات الاقتصادية، نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، على حد سواء، الكامن في بيانات عينة الدراسة. والمقصود ببيانات البائل هي المشاهدات المقطعية، مثل الدول أو الأسر أو الشركات... الخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية. تتمثل بيانات البائل في دمج بيانات عينة مأخوذة من الشركات المدرجة في بورصة قطر (البعد المقطعي)، وعددها 12 شركة، عبر فترة زمنية تمتد من 2020 إلى 2025 (البعد الزمني). ويتفوق تحليل البائل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، بالعديد من الإيجابيات، نذكر منها:

- توفر بيانات بائل بيانات أكثر فائدة، وتباين أكبر، وعلاقة خطية متداخلة أقل عبر المتغيرات والمزيد من درجات الحرية، والمزيد من الكفاءة، وهذا من خلال دمج السلاسل الزمنية لملاحظات المقطع العرضي.
- تعد بيانات البائل أكثر ملائمة لفحص ديناميكيات التغير لأنها تحقق في المقطع العرضي المتكرر للملاحظات.
- يمكن لبيانات بائل اكتشاف وتحديد التأثيرات التي يصعب اكتشافها وتقييمها في المقطع العرضي الخالص أو بيانات السلاسل الزمنية الخالصة.
- يمكننا فحص نماذج سلوكية أكثر تعقيداً باستخدام بيانات بائل، وعلى سبيل المثال، قد تدير قضايا مثل اقتصاديات الحجم والتطور التكنولوجي بشكل أفضل من بيانات المقطع العرضي الخالص أو بيانات السلاسل الزمنية الخالصة.
- يمكن أن تقلل بيانات البائل من التحيز الذي قد يحدث عندما نقوم بتجميع الأشخاص، أو المؤسسات في مجاميع كبيرة من خلال إتاحة البيانات لآلاف الوحدات.
- باختصار يمكن أن تعزز بيانات البائل التحليل التجريبي بطرق قد لا تتمكن بيانات المقطع العرضي أو السلاسل الزمنية من القيام بها، هذا لا يعني أن نمذجة بيانات البائل خالية من العيوب.

- نظرا لأن بيانات البائل تشير إلى الأفراد والشركات والبلدان وما إلى ذلك، سيكون هناك تباين في هذه الوحدات على مدار الوقت، يمكن أن تراعي مناهج تقدير بيانات اللوحة بشكل صريح مثل هذا التباين من خلال السماح بالمتغيرات الفردية المحددة.

2- متغيرات نموذج البائل الساكن وطرق التقدير:

لأغراض الدراسة، فقد تم اختيار القيمة السوقية للأسهم للشركات المدرجة في بورصة قطر كمتغير تابع، بينما تم إدراج مؤشرات سياسة توزيع الأرباح كمتغيرات مفسرة للقيمة السوقية للأسهم، وتغطي الدراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر، وعددها 12 شركة خلال الفترة 2020-2025، وعليه يصبح نموذج البائل الساكن لأثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للأسهم على النحو الآتي:

$$MVS_{it} = \alpha + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DPS_{it} + \beta_3 RES_{it} + \beta_4 DPR_{it} + \beta_5 BS_{it} + \beta_6 TS_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

حيث:

MVS_{it} : القيمة السوقية لسهم الشركة i في السنة t .

EPS_{it} : ربحية السهم الواحد للشركة i في السنة t .

DPS_{it} : التوزيعات النقدية لسهم الشركة i في السنة t .

RES_{it} : الأرباح المحتجزة لسهم الشركة i في السنة t .

DPR_{it} : نسبة توزيع الأرباح للشركة i في السنة t .

BS_{it} : الأسهم المجانية للشركة i في السنة t .

TS_{it} : أسهم الخزينة للشركة i في السنة t .

α : معلمة تمثل القاطع العام في النموذج

μ_i : تمثل الآثار أو الاختلافات المقطعية غير الملحوظة (Cross-section effects)، والتي تتفاوت من شركة إلى

أخرى، لكنها تظل ثابتة خلال الفترة الزمنية.

γ_t : تمثل الآثار أو الاختلافات الزمنية غير الملحوظة (Time effects)، والمشاركة بين الشركات، والتي تتغير

عبر الزمن.

ε_{it} : تمثل الحد العشوائي للنموذج مع الفروض التقليدية، ويكون مستقلا وموزعا بشكل متماثل، أي:

$$\varepsilon_{it} \rightarrow \text{IID}(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

وينصب نموذج البائل كيفية التعامل مع هذه الآثار أو عدم التجانس غير الملحوظ، إذ أن إهمالها يقود إلى تقديرات متحيزة وغير متسقة، لهذا يتم التعامل مع هذه الآثار (المقطعية μ_i والزمنية γ_t) في نماذج البائل إما كأثار ثابتة باستخدام نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model)، أو كأثار عشوائية باستخدام نموذج الآثار العشوائية (Random Effects Model).

2-1- نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model):

في نموذج الآثار الثابتة (FEM)، يتم التعامل مع الآثار المقطعية μ_i أو الزمنية γ_t كقواطع تعبر عن الاختلافات الفردية (وهي الشركات)، أو الزمنية (وهي فترة الدراسة 2020-2025)، أي أن النموذج يسمح بوجود قواطع تتفاوت حسب كل شركة، أو حسب كل فترة زمنية (كل سنة)، وذلك من أجل احتواء العوامل والآثار غير الملحوظة، سواء أكانت ذات بعد مقطعي أو زمني، والتي هي في الواقع متغيرات غير ملحوظة، إلا أنها تؤثر في القيمة السوقية للسهم. ولتقدير هذه القواطع أو الثوابت تستخدم متغيرات صورية بعدد (N-1) لتمثيل الشركات وعدد (T-1) لتمثيل السنوات. ويعتمد نموذج الآثار الثابتة على افتراض أن هذه الآثار الخاصة بالشركات، أو تلك الخاصة بالسنوات مرتبطة بالمتغيرات المستقلة، أو على الأقل بأحدها، وهي متغيرات سياسة توزيع الأرباح، أي:

$$\text{Cov}(X_{it}, \mu_i \text{ and } \gamma_t) \neq 0$$

2-2- نموذج الآثار العشوائية (Random Effects Model):

على خلاف نموذج FEM يتعامل نموذج الآثار العشوائية (REM) مع الآثار المقطعية μ_i أو الزمنية γ_t على أنها معالم عشوائية، وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط حسابي يساوي الصفر وتباين محدود، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي ε_{it} . ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع المتغيرات المستقلة للنموذج، وبمقارنته مع FEM فإن نموذج الآثار الثابتة يفترض أن كل شركة أو كل سنة تأخذ قاطعا مختلفا، في حين أن نموذج الآثار العشوائية يفترض أن كل شركة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي. وفي حالة وجود كلا من الآثار المقطعية والزمنية في نموذج الآثار العشوائية، فيشار إليه أحيانا كنموذج مكونات الخطأ (Error components model) أو مكونات التباين، نظرا لأن الآثار العشوائية يتم تضمينها داخل حد الخطأ العشوائي، وبالتالي يصبح في نموذج الدراسة كما يلي:

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + \gamma_t + v_{it}$$

ويفترض نموذج REM أن تحقق هذه المكونات الفرضيات التالية:

$$i / \mu_i \rightarrow \text{IID}(0, \sigma_\mu^2)$$

$$ii / \gamma_t \rightarrow \text{IID}(0, \sigma_\gamma^2)$$

$$iii / v_{it} \rightarrow \text{IID}(0, \sigma_v^2)$$

وأن تكون هذه المكونات مستقلة عن بعضها البعض، وكذلك غير مرتبطة بالمتغيرات المستقلة، أي:

$$\text{Cov}(X_{it}, \mu_i \text{ and } \gamma_t \text{ and } v_{it}) = 0$$

ولاختيار التقدير المناسب لبيانات الدراسة، يتم عادة البدء بالتأكد من وجود تلك الآثار الثابتة غير الملحوظة (Unobserved Heterogeneity)، بمعنى هل هناك فعلا اختلافات بين الشركات μ_i أو عبر الفترات الزمنية γ_t ؟ من أجل تطبيق طرق تقدير البائل FEM و REM، وهنا يتم اختبار النموذج بقاطع لكل شركة مقابل نموذج بقاطع واحد (نموذج الانحدار التجميعي (Pooled))، وفرضية العدم هي افتراض التجانس (قاطع مشترك)، أي:

$$H_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_T, \text{ وبالنسبة للآثار الزمنية لفرضية العدم تكون من الشكل: } H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_N$$

ويتم اختبار فرضية العدم باستخدام الاحصائية (F) وفق الصيغة التالية:

$$F = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{CC}^2) / (N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2) / (NT - N - k)} \rightarrow F(N - 1, NT - N - k)$$

حيث:

R_{FEM}^2 : معامل التحديد لنموذج الآثار الثابتة

R_{CC}^2 : معامل التحديد للنموذج التجميعي (نموذج القاطع المشترك)

في حالة معنوية نموذج الآثار الثابتة (FEM) تتم المفاضلة بينه وبين نموذج الآثار العشوائية (REM)، باستخدام اختبار Hausman، وينصب الاختبار على ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرات المستقلة والآثار غير الملحوظة، وتحديدًا يختبر مقدرات النموذجين في ظل فرضية العدم H_0 : مقدرات نموذج الآثار العشوائية متسقة وكفاءة، مقابل الفرضية البديلة H_1 : مقدرات نموذج الآثار العشوائية غير متسقة. ويستخدم اختبار Hausman إحصائية H التي تتبع توزيع χ^2 بدرجة حرية k، وفق الصيغة التالية:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [Var(\hat{\beta}_{FEM}) - Var(\hat{\beta}_{rem})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \rightarrow \chi_k^2$$

فإذا كانت قيمة الاحصائية H أكبر من الاحصائية المجدولة، فهذا يعني أن الفرق بين مقدرات نموذجي الآثار الثابتة والآثار العشوائية معنوي، وعليه يمكن رفض فرضية العدم التي تنص على أن مقدرات نموذج الآثار العشوائية متسقة، والقبول بنموذج الآثار الثابتة، أما إذا كانت قيمة الاحصائية H أصغر من الاحصائية المجدولة، فيكون نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب.

ثالثًا: البرامج المستخدمة في معالجة المعطيات

يعتبر برنامج (EViews10) من البرامج المتقدمة في التحليل القياسي وبناء وتقدير النماذج الاقتصادية، فهو نسخة مطورة من برنامج (TSP)، وقد تم تصميمه للتعامل مع المشاكل الإحصائية الناتجة عن تقدير نماذج الانحدار مثل: الارتباط الذاتي (Autocorrélations) والارتباط المتعدد (Multi-colinéarité)، واختلاف التباين (Heteroskedasticity) وأخطاء صياغة النماذج (Erreurs de modélisation). يشتمل البرنامج على تقنيات متقدمة في تحليل السلاسل الزمنية وأساليب فحص جذر الوحدة (Unit Root) واختبار التكامل المتزامن (Cointegration test)، إضافة إلى تحليل بيانات بانل (Panel Data Analyses).

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

قصد تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركات العينة سنقوم ببناء نموذج قياسي، وتشخيصه اقتصاديا وقياسيا. يشتمل نموذج الدراسة متغير القيمة السوقية للسهم MVS (سعر الإغلاق) كمتغير تابع، EPS: ربحية السهم الواحد، DPS: التوزيعات النقدية للسهم، RES: الأرباح المحتجزة للسهم، DPR: نسبة توزيع الأرباح، BS: الأسهم المجانية، TS: أسهم الخزينة كمتغيرات مستقلة. اعتمادا على الدراسات التجريبية تم تصميم نموذج الدراسة على الشكل التالي:

$$MVS_{it} = \alpha + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DPS_{it} + \beta_3 RES_{it} + \beta_4 DPR_{it} + \beta_5 BS_{it} + \beta_6 TS_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

المطلب الأول: تقدير نموذج الدراسة

يتم تقدير نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الانحدار التجميعي (Pooled) بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، بينما يتم تقدير نموذج الآثار العشوائية (REM) بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS)، ونتائج تقدير هذه النماذج موضحة فيما يلي:

- نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (Pooled):

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، تم تقدير نموذج الانحدار التجميعي كمايلي:

الجدول رقم (06): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (Pooled)

Dependent Variable: MVS Method: Panel Least Squares Date: 05/07/26 Time: 22:34 Sample: 2020 2025 Periods included: 6 Cross-sections included: 12 Total panel (balanced) observations: 72				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.740793	0.492597	3.533910	0.0008
EPS	6.705963	1.567942	4.276919	0.0001
DPS	3.737554	1.825771	2.047110	0.0447
RES	0.463540	0.264059	1.755444	0.0839
DPR	-0.361422	0.445591	-0.811108	0.4203
BS	1.38E-08	1.97E-08	0.700365	0.4862
TS	-1.50E-07	1.60E-07	-0.938242	0.3516
R-squared	0.806203	Mean dependent var		5.896950
Adjusted R-squared	0.788314	S.D. dependent var		5.226120
S.E. of regression	2.404506	Akaike info criterion		4.684731
Sum squared resid	375.8071	Schwarz criterion		4.906074
Log likelihood	-161.6503	Hannan-Quinn criter.		4.772849
F-statistic	45.06698	Durbin-Watson stat		0.347651
Prob(F-statistic)	0.000000			

بناء على هذه المخرجات يكتب نموذج الانحدار التجميعي كمايلي:

$$\hat{MVS}_{it} = 1.74 + 6.70 \cdot EPS_{it} + 3.73 \cdot DPS_{it} + 0.46 \cdot RES_{it} - 0.36 \cdot DPR_{it} + 1.38E-08 \cdot BS_{it} - 1.5E-07 \cdot TS_{it}$$

(3.53) (4.27) (2.04) (1.75) (-0.81) (0.700) (-0.938)

$\bar{R}^2 = 0.7883$ $F - \text{Statistic} = 45.06$ $DW = 0.3476$

- نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة (FEM):

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، تم تقدير نموذج الآثار الثابتة كمايلي:

الجدول رقم (07): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة (FEM)

Dependent Variable: MVS Method: Panel Least Squares Date: 05/07/26 Time: 22:39 Sample: 2020 2025 Periods included: 6 Cross-sections included: 12 Total panel (balanced) observations: 72				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.355969	0.441379	9.868991	0.0000
EPS	5.518000	0.792774	6.960367	0.0000
DPS	1.064268	0.194366	5.475586	0.0000
RES	-0.268055	0.237101	-1.130554	0.2632
DPR	0.191241	0.171840	1.112898	0.2707
BS	6.60E-09	6.63E-09	0.994570	0.3244
TS	5.80E-09	5.37E-08	0.108095	0.9143
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.984643	Mean dependent var	5.896950	
Adjusted R-squared	0.979809	S.D. dependent var	5.226120	
S.E. of regression	0.742614	Akaike info criterion	2.455037	
Sum squared resid	29.77968	Schwarz criterion	3.024204	
Log likelihood	-70.38134	Hannan-Quinn criter.	2.681624	
F-statistic	203.6670	Durbin-Watson stat	2.039977	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

بناء على هذه المخرجات يكتب نموذج الآثار الثابتة كما يلي:

$$\hat{MVS}_{it} = 4.35 + 5.51 \cdot EPS_{it} + 1.06 \cdot DPS_{it} - 0.26 \cdot RES + 0.19 \cdot DPR_{it} + 6.60E-09 \cdot BS_{it} + 5.80E-09 \cdot TS_{it}$$

(9.86) (6.96) (5.47) (-1.13) (1.11) (0.994) (0.108)

$\bar{R}^2 = 0.9798$ F - Statistic = 203.66 DW = 2.039

- نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (REM):

يتم تقدير نموذج الآثار العشوائية (REM) بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS)،

الجدول رقم (08): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (REM)

Dependent Variable: MVS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/07/26 Time: 22:49				
Sample: 2020 2025				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 72				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.561719	0.764757	4.657322	0.0000
EPS	5.272049	0.776994	6.785187	0.0000
DPS	-0.732522	1.158254	-0.632436	0.5293
RES	0.110303	0.203844	0.541115	0.5903
DPR	0.274605	0.168427	1.630408	0.1079
BS	6.99E-09	6.61E-09	1.057461	0.2942
TS	-9.68E-09	5.35E-08	-0.181096	0.8569
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			2.304074	0.9059
Idiosyncratic random			0.742614	0.0941
Weighted Statistics				
R-squared	0.620653	Mean dependent var	0.769292	
Adjusted R-squared	0.585636	S.D. dependent var	1.264520	
S.E. of regression	0.813986	Sum squared resid	43.06721	
F-statistic	17.72450	Durbin-Watson stat	1.393405	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.643047	Mean dependent var	5.896950	
Sum squared resid	692.1955	Durbin-Watson stat	0.086695	

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

بناء على هذه المخرجات يكتب نموذج الآثار العشوائية كما يلي:

$$\hat{MV}_{it} = 3.56 + 5.27 \cdot EPS_{it} - 0.73 \cdot DPS_{it} + 0.11 \cdot RES + 0.27 \cdot DPR_{it} + 6.99E-09 \cdot BS_{it} - 9.68E-09 \cdot TS_{it}$$

(4.65) (6.78) (-0.63) (0.54) (1.63) (1.057) (-0.181)

$\bar{R}^2 = 0.5856$ F - Statistic = 17.72 DW = 1.3934

المطلب الثاني: المفاضلة بين نماذج الدراسة

أولاً: اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة:

يوضح الجدول الموالي نتائج اختبار (Likelihood Ratio) للاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، حيث تنص فرضية العدم H_0 على أن نموذج الانحدار التجميعي (Pooled) هو النموذج الملائم، في حين تنص الفرضية البديلة H_1 على أن نموذج الآثار الثابتة (FEM) هو النموذج المناسب لبيانات الدراسة.

الجدول رقم (09): نتائج اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: EQ01			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	57.041578	(11,54)	0.0000
Cross-section Chi-square	182.537973	11	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج EViews 10

من خلال الجدول أعلاه نجد أن:

$$F = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{CC}^2)/(N-1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - k)} = \frac{(0.9846 - 0.8062)/(12-1)}{(1 - 0.9846)/(12 \times 6 - 12 - 6)} = 57.04$$

$$F_{(N-1, NT-N-k)}^{5\%} = F_{(12-1, 12 \times 6 - 12 - 6)}^{5\%} = F_{(11,54)} = 1.97$$

بناء على نتائج مقارنة الاحصائية F مع الاحصائية المجدولة فإننا نرفض فرضية العدم، التي تنص على أن النموذج التجميعي (Pooled) هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة، ونقبل الفرضية البديلة التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة (FEM) هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة.

ثانياً: اختبار المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة:

بعد أن أثبتت نتائج الاختبار السابق أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج المناسب لبيانات الدراسة، سنقوم بإجراء اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي الآثار العشوائية والثابتة، حيث تنص فرضية العدم H_0 على أن نموذج الآثار العشوائية (REM) هو النموذج الملائم، في حين تنص الفرضية البديلة H_1 على أن نموذج الآثار الثابتة (FEM) هو النموذج المناسب لبيانات الدراسة.

الجدول رقم (10): نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQ01			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.094493	6	0.0040

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج EViews 10

تشير نتائج اختبار Hausman الموضحة في الجدول أعلاه أن إحصائية Hausman المحسوبة $H = 19.09$ أكبر من الإحصائية المجدولة $\chi^2_6(5\%) = 12.59$ ، وبالتالي قبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب لبيانات الدراسة.

المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة

بعد المفاضلة بين نماذج الدراسة، والاستقرار على أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأنسب لبيانات الدراسة، سنعمل على تقديم نتائج تقدير هذا النموذج، ومناقشتها اقتصادياً، إحصائياً وقياسياً. وكانت نتائج تقدير معاملات نموذج الآثار الثابتة كما يلي:

$$\hat{MV}_{it} = 4.35 + 5.51 \cdot EPS_{it} + 1.06 \cdot DPS_{it} - 0.26 \cdot RES + 0.19 \cdot DPR_{it} + 6.60E - 09 \cdot BS_{it} + 5.80E - 09 \cdot TS_{it}$$

(9.86) (6.96) (5.47) (-1.13) (1.11) (0.994) (0.108)

$$\bar{R}^2 = 0.9798$$

$$F - \text{Statistic} = 203.66$$

$$DW = 2.039$$

أولاً: اقتصادياً:

- بالنسبة للحد الثابت، فتشير قيمة هذا الثابت إلى أن هناك جزء مقداره 4.35 من القيمة السوقية لسهم أي شركة مدرجة في بورصة قطر لا يتأثر بمؤشرات سياسة توزيع الأرباح لهذه الشركة.
- بالنسبة لربحية السهم (EPS): بينت نتائج التقدير معنوية معلمة هذا المتغير عند مستوى معنوية 5%، كما أنها جاءت بإشارة موجبة، أي الأثر الطردي لربحية السهم (مؤشر عن سياسة توزيع الأرباح) على قيمته السوقية لشركات العينة ممثلاً في سعر الإغلاق. حيث أن كل زيادة في ربحية السهم بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لهذا السهم (سعر الإغلاق) بـ 5.51 وحدة.

- بالنسبة للتوزيعات النقدية للسهم (DPS): بينت نتائج التقدير معنوية معلمة هذا المتغير عند مستوى معنوية 5%، كما أنها جاءت بإشارة موجبة، أي الأثر الطردي للتوزيعات النقدية للسهم (مؤشر عن سياسة توزيع الأرباح) على قيمته السوقية لشركات العينة. حيث أن كل زيادة في التوزيعات النقدية للسهم بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لهذا السهم (سعر الإغلاق) بـ 1.06 وحدة.
- بالنسبة للأرباح المحتجزة (RES): بينت نتائج التقدير عدم معنوية معلمة هذا المتغير عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي عدم وجود أثر للأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للأسهم في هذه الشركات خلال فترة الدراسة.
- بالنسبة لنسبة توزيع الأرباح (DPR): بينت نتائج التقدير عدم معنوية معلمة هذا المتغير عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي عدم وجود أثر لنسبة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في هذه الشركات خلال فترة الدراسة.
- بالنسبة للأسهم المجانية (BS): بينت نتائج التقدير عدم معنوية معلمة هذا المتغير عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي عدم وجود أثر للأسهم المجانية على القيمة السوقية للأسهم في هذه الشركات خلال فترة الدراسة.
- بالنسبة لأسهم الخزينة (TS): بينت نتائج التقدير عدم معنوية معلمة هذا المتغير عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي عدم وجود أثر لأسهم الخزينة على القيمة السوقية للأسهم في هذه الشركات خلال فترة الدراسة.

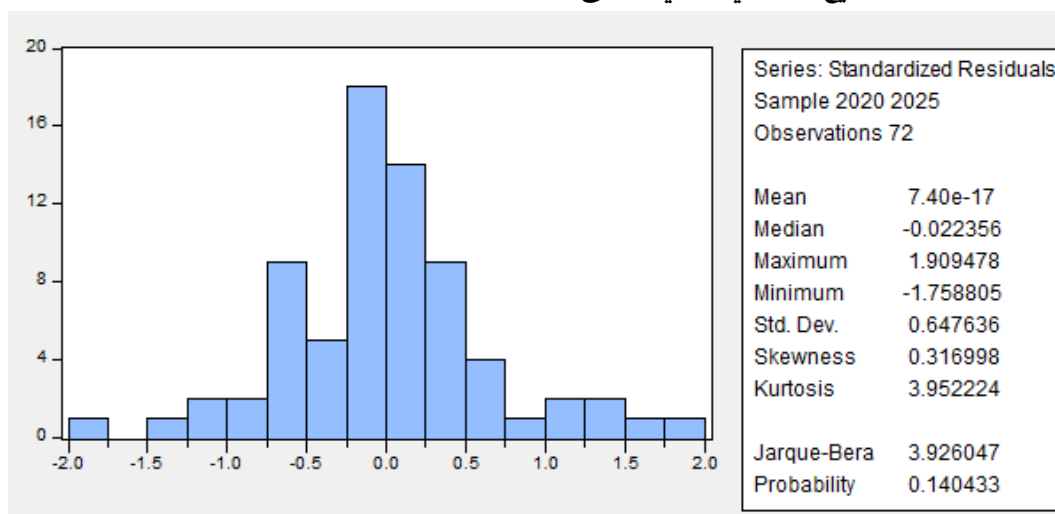
ثانياً: إحصائياً:

- تشير نتائج اختبار Student إلى معنوية معلمات نموذج الآثار الثابتة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يتضح من خلال مقارنة الإحصائية المحسوبة T_{cal} لمعاملات النموذج مع الإحصائية المجدولة $T_{tab} = 1.96$.
- تشير نتائج اختبار Fisher للمعنوية الكلية عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يتضح من خلال مقارنة إحصائية Fisher المحسوبة مع إحصائية Fisher المجدولة: $F - Stat = 203.66 > F_{(6.66)}^{5\%} = 2.33$.
- يشير معامل التحديد المصحح $\bar{R}^2 = 0.9798$ إلى القدرة التفسيرية العالية لنموذج الآثار الثابتة، حيث أن 97.98% من تغيرات القيمة السوقية للسهم مفسرة بمؤشرات سياسة توزيع الأرباح، (ربحية السهم، التوزيعات النقدية للسهم، الأرباح المحتجزة، نسبة توزيع الأرباح، الأسهم المجانية وأسهم الخزينة). وأن النسبة المتبقية فهي مفسرة بعوامل أخرى خارج النموذج.

ثالثاً: قياسياً:

- تشير إحصائية J-B إلى أن بواقي تقدير نموذج الآثار الثابتة تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (01): اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج الآثار الثابتة



المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

حيث نلاحظ أن القيمة الاحتمالية بلغت 0.1404، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%. وهذا ما يدل على أن بواقي التقدير تتبع التوزيع الطبيعي.

- للكشف عن وجود الارتباط الذاتي بين بواقي التقدير نستخدم اختباري Breush-Pagan LM و Pesaran CD. ونتائجها مبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (11): نتائج اختباري Breush-Pagan LM و Pesaran CD.

Residual Cross-Section Dependence Test			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals			
Equation: EQ01			
Periods included: 6			
Cross-sections included: 12			
Total panel observations: 72			
Cross-section effects were removed during estimation			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	63.05850	66	0.0845
Pesaran scaled LM	1.325410		0.1654
Bias-corrected scaled LM	1.524813		0.1273
Pesaran CD	0.512541		0.5833

المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

من الجدول أعلاه نجد أن القيمة الاحتمالية لإحصائية Breush-Pagan LM و Pesaran CD أكبر من 5%، وهو ما يعني غياب مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي نموذج الآثار الثابتة.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل حاولنا تحديد وقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، لعينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2020-2025، بالاعتماد على نماذج البائل التي تتناسب وطبيعة بيانات الدراسة، تم قياس القيمة السوقية للأسهم من خلال سعر الإغلاق، في حين تم العمل بربحية السهم، التوزيعات النقدية للسهم، الأرباح المحتجزة، نسبة توزيع الأرباح، الأسهم المجانية وأسهم الخزينة كمؤشرات لسياسة توزيع الأرباح.

بينت الدراسة القياسية أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم الشركات عينة الدراسة، كما أن لربحية السهم الواحد والتوزيعات النقدية للسهم الواحد أثر طردي ومعنوي على قيمته السوقية، في حين باقي المؤشرات ليس لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للأسهم في عينة الشركات محل الدراسة.

الخاتمة

تعد سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الأساسية التي تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للأسهم، باعتبارها مؤشرا يعكس الأداء المالي للمؤسسة، ومدى قدرتها على تحقيق عوائد للمساهمين. وقد أبرز الجانب النظري من هذه الدراسة أن التوازن بين توزيع الأرباح واحتجازها يمثل عاملا مهما في تعظيم قيمة المؤسسة وتحقيق أهدافها التمويلية والاستثمارية. كما بين الجانب التطبيقي، من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2020-2025، أن مؤشرات سياسة توزيع الأرباح كربحية السهم والتوزيعات النقدية تؤثر بدرجات متفاوتة على القيمة السوقية للأسهم، إذ تسهم التوزيعات المنتظمة في تعزيز ثقة المستثمرين ورفع جاذبية السهم في السوق. وفي المقابل، قد يحقق احتجاز الأرباح أثرا إيجابيا إذا وجه نحو استثمارات مربحة تدعم نمو المؤسسة مستقبلا. وعليه، يمكن القول إن تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم يرتبط بقدرة المؤسسة على تبني سياسة متوازنة تحقق رضا المساهمين وتدعم النمو والاستقرار المالي في آن واحد.

نتائج الدراسة:

يمكن إيجاز أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة فيما يلي:

- أن سياسة توزيع الأرباح هي كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.
- تعبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وأكثرها شيوعا بين المستثمرين، والأصل في وجودها هو شركات المساهمة من خلال تجزئة رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة تثبت حقوق المساهمين في امتلاك جزء من رأس مال الشركة.
- تتحدد القيمة السوقية للأسهم حسب العرض والطلب، وتتأثر بأداء المؤسسة وتوقعات المستثمرين.
- نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم على مستوى بورصة قطر.
- على مستوى بورصة قطر فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر طرديا على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في هذه البورصة من خلال ربحية السهم الواحد والتوزيعات النقدية للسهم الواحد.
- باقي متغيرات سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير معنوي إحصائيا على القيمة السوقية للأسهم على مستوى هذه البورصة.

اختبار الفرضيات:

من خلال بحثنا هذا توصلنا إلى اختبار فرضية الدراسة، والتي تنص على أن لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في ربحية السهم، التوزيعات النقدية للسهم، الأرباح المحتجزة للسهم، نسبة توزيع الأرباح، الأسهم المجانية وأسهم الخزينة أثر ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية لأسهم شركات عينة الدراسة. فبعد تقدير نموذج الآثار الثابتة تبين أن سياسة توزيع الأرباح تمارس تأثيرا طرديا على القيمة السوقية للأسهم من خلال ربحية السهم

والتوزيعات النقدية للأسهم، بينما باقي متغيرات سياسة توزيع الأرباح فليس لها أثر ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للأسهم. وهو ما يعني صحة الفرضية ولو جزئياً.

توصيات واقتراحات:

- على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التالية:
- ضرورة اعتماد المؤسسات على سياسة توزيع أرباح متوازنة، تضمن تحقيق رضا المساهمين ودعم النمو والاستقرار المالي، لما لذلك من أثر إيجابي على القيمة السوقية للأسهم.
- اقتراح توسيع الدراسات المستقبلية لتشمل قطاعات وأسواق مالية مختلفة، مع إدراج متغيرات اقتصادية ومالية أخرى للحصول على نتائج أكثر دقة وشمولية.

آفاق الدراسة:

- تبقى هذه الدراسة مجرد محاولة علمية للإحاطة بموضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، والتي يمكن أن تفتح آفاقاً لدراسات مستقبلية أخرى، من بينها:
- إجراء مقارنات بين بورصة قطر وأسواق مالية عربية أو أجنبية أخرى.
- دراسة تأثير العوامل الاقتصادية الكلية، مثل التضخم وأسعار الفائدة على القيمة السوقية للأسهم.
- تحليل سلوك المستثمرين ومدى تأثير قراراتهم بسياسات توزيع الأرباح.

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010.
- جابر محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002.
- دريد كامل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط 05، مطابع السروات، جدة، 2017.
- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط 3، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- محمد صالح حناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- محمد عوض، عبد الجواد علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2018.
- محمود أمين زويل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة والنشر، الاسكندرية، 2002.
- منير إبراهيم هنيدي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، ط 1، دار النهضة العربية، بيروت، 1997.
- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، ط 1، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2009.

ثانياً: المقالات العلمية

- أحمد ملين بوغنامة، رفيق يوسف، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر (40) CAC، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، السنة 2022.
- موصو سراح، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 08، العدد 03، 2022.
- قدام جمال، ترفاس جمال الدين، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 2، 2019.
- 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 08، 2010.

ثالثا: المذكرات

- بن عياش نور الهدى، طبال نفيسة، سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماستر، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2019-2020.
- مختاري نجيب، زروال انس عبد الصمد، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة بلحاج بوشعيب، عين تيموشنت، 2022-2023.
- مفتاح بخته، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة دراسة حالة الجزائر، مذكرة شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- معاذ محمد شقير، أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات، مذكرة ماجستير، تخصص مالية ومصارف، المعهد العالي لإدارة الأعمال، سوريا، 2019.
- نعاس صلاح الدين، سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة غرداية، 2014-2015.
- عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2016-2017.
- شليط علي، بومراو محند، النظام القانوني للأسهم والسندات، مذكرة لنيل شهادة الماستر في قانون الأعمال، تخصص القانون العام للأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2017-2018.
- تواتي فايزة، مناعي إيمان، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2023-2024.

رابعا: المراجع باللغة الأجنبية

- BAHTIAR USMAN, H. LESTARI, SYOFRIZA SOFYAN, THE EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON SHARE PRICE MANUFACTURING COMPANIES IN INDONESIA, PROCEEDINGS OF THE 3RD INTERNATIONAL CONFERENCE ON BANKING, ACCOUNTING, MANAGEMENT AND ECONOMICS, 2020.
- DAASS MOSSAAB, AIMENE FARID, BAHY NAWEL, THE IMPACT OF THE DIVIDEND POLICY ON THE MARKET VALUE OF SHARES – THE RESEARCH OF A SAMPLE OF INSTITUTIONS LISTED ON THE SAUDI STOCK: EXCHANGE DURING THE PERIOD (2019-2023), SCIENTIFIC RESEARCH INTERNATIONAL SCIENTIFIC JOURNAL. VOLUME: 5 ISSUE: 8, 2025.
- ESRAA MOHAMED ABDELFAHAT, THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICE VOLATILITY: EVIDENCE FROM EGYPT, EKB JOURNAL MANAGEMENT SYSTEM. VOLUME 16, ISSUE 1, 2025.
- MUHANNAD AKRAM AHMAD, ASHRAF MOHAMMAD SALEM ALRJOUN, HUSSEIN MOHAMMED ALRABBA, THE EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICE VOLATILITY: EMPIRICAL EVIDENCE FROM AMMAN STOCK EXCHANGE, ACADEMY OF ACCOUNTING AND FINANCIAL STUDIES JOURNAL, VOL: 22 ISSUE: 2, 2018.