

اختبار اثر العلاقة بين توزيعات الارباح و القيمة السوقية للأسهم

باستخدام بعض من ادوات التحليل المالي

دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠١٠-٢٠١٤

المدرس المساعد: هند ضياء عبد الرسول

كلية الادارة والاقتصاد

جامعة القادسية

E-mail:-tears2010@yahoo.com

المخلص:-

يهدف البحث الى فحص العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، ومدى تأثره بالقدرة الربحية والتدفق النقدي الحر والرافعة المالية . وقد تم فحص هذه العلاقة بأستخدام تحليل الانحدار المتعدد .تكونت عينة البحث من ٤٢ شركة مساهمة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية موزعة على قطاعات المصارف والمالية والخدمات والصناعية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٤ .

اظهرت نتائج البحث وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الارباح الموزعة والقيمة السوقية للاسهم في القطاعات عينة البحث كما بينت نتائج البحث عدم وجود اثر للرافعة المالية على العلاقة بين الارباح الموزعة والقيمة السوقية للاسهم .

Aachtbar Effect Relationship Between The Dividend And The Market Value Of The Shares Using Some Of The Analysis Tools Almal- Applied Study Of A Sample Of Listed On The Iraq Stock Exchange Companies For The Period Of ٢٠١٠-٢٠١٤

**Teacher Assistant: Hind .D.Abdul Rasul**  
College of Management and Economics  
Department of Business Administration  
University of Qadisiyah

### Abstract

*The aim of this research is to examine the relationship between the dividends and the market value of shares listed in Iraqi stock Exchange (ISE<sub>S</sub>) as well as affected by profitability ,free cash flow and financial leverage. We test this relationship by using multable regression analysis. The sample study consisted of ( ٤٢ ) listed companies in Iraqi stock exchange distributed on the sectors of banks serviles and industry for the period ٢٠١٠- ٢٠١٤ .Search results showed a relationship of statistical signify came between the distributed dividends and the market value of shares in researched sectors ,Also the lock of effect of financial leverage on the relationship between the distributed dividends and the market value of shares.*

المقدمة:-

تهدف كل شركة لتعظيم ثروة مساهميها من خلال تعظيم قيمة الشركة التي تتجسد بالقيمة السوقية للأسهم، هذا الهدف لا يستفيد منه فقط أصحاب الأسهم، بل أيضا العاملون في الشركة. من وجهة نظر الإدارة المالية فأَنْ عدد الأسهم المملوكة هو انعكاس لملكية الشركة وقيمة المساهمين التي تنبثق من القيمة السوقية للأسهم. يمكن بالتأكيد التوصل إلى هدف الشركة من خلال تنفيذ مهام الإدارة المالية من خلال اتخاذ ثلاثة قرارات مالية هي: الاستثمار، والتمويل، ورسم سياسة توزيع الأرباح لتحسين قيمة الشركة التي تعتمد بشكل كبير على الكيفية التي يتم من خلالها تطبيق هذه القرارات كما يمكن الوصول إلى قيمة الشركة من خلال تنفيذ مهام الإدارة المالية. وذلك لأن اتخاذ قرار مالي من شأنه ان يؤثر على القرارات المالية الأخرى وبالتالي قيمة الشركة. لذا نلاحظ ان التوزيعات النقدية المرتفعة هي إحدى الأدوات المشجعة على الاستثمار وتدفع إلى احتفاظ المستثمرين بأسهمهم، وهي إحدى الأسباب الرئيسية لإقبال المساهمين على الاستثمار بأسهم الشركة ذات التوزيعات المرتفعة مما ينعكس بالإيجاب وبالتالي يميزها عن باقي الشركات المنافسة في نفس المجال وبلا أدنى شك فإن التوزيعات النقدية المرتفعة تعزز من الاحتفاظ بأسهم الشركة وترفع من مستوى الثقة في مجلس إدارتها حيث تثمن صبر المساهمين وتقتنع بوجود مكافأته على هذا الصبر، ولقد تعددت النظريات والآراء الخاصة بسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة الشركة فالشركة تختار السياسة التي تعكس معتقدات الإدارة حول نظرية التوزيعات وتتوقف سياسة التوزيعات التي تقرها الشركة على ان عملة توزيع الأرباح دون احتجازها سوف تؤثر بشكل مباشر في القيمة السوقية للسهم وبالتالي التأثير على تعظيم ثروة الملاك فكلما زادت عملية توزيعات الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وتأسيساً على هذه الأدبيات يحاول هذا البحث اختيار اثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم باستخدام بعض من ادوات التحليل المالي ولتحقيق غايته قسم الى اربع محاور خصص الاول منها للمنهجية فيما تناول المحور الثاني الجانب النظري وانصرف المحور الثالث للجانب العملي وتكفل المحور الرابع والاخير بأهم استنتاجات وتوصيات البحث.

المحور الأول:- منهجية البحث العلمي

## أولاً:- مشكلة البحث

يعاني سوق العراق للاوراق المالية ، مثله مثل الكثير من الاسواق المالية في الدول النامية من عدم وضوح الاثر الذي يعكسه العائد الى حقوق الملكية والتدفق النقدي الحر والرافعة المالية على العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم وبالتالي سيقوم هذا البحث بتحليل هذه المشكلة ومحاولة الاجابة على الاسئلة ادناه :

- ١- هل توجد علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للأسهم ؟
- ٢- هل هناك اثر للعائد على حق الملكية على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم؟
- ٣- هل هناك اثر للتدفق النقدي الحر للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم؟
- ٤- هل هناك اثر الرافعة المالية للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم؟

## ثانياً:- أهمية البحث

يستمد البحث أهميته مما يلي :-

- ١- أهمية توزيعات الأرباح باعتبارها أداة من الأدوات التي تساعد الإدارة على تعظيم قيمة الشركة. وامتدادا لجهود الباحثين في هذا المجال يأتي هذا البحث لفحص العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركات.
- ٢- تعتبر توزيعات الأرباح وطبقاً لنظرية الوكالة هي الأساس في مصلحة حملة الاسهم في مقابل المخاطر والاستثمارات التي تواجهها الشركة .

٣- اختبار علاقة الارتباط والتأثير بين العائد الى حق الملكية والتدفق النقدي الحر والرافعة المالية من جهة وبين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للأسهم للشركات عينة البحث من جهة أخرى المساهمة بتقديم دليل تجريبي يعزز المعرفة النظرية للعلاقة بين المتغيرات.

ثالثاً:- أهداف البحث

يسعى البحث إلى التحقق من الأهداف الآتية :-

- ١- القاء الضوء اهم العوامل المؤثرة على قيمة الشركة باعتبار ان توزيعات الارباح للشركة ليست مصدراً للتدفقات النقدية لحملة الاسهم فقط بل انها تقدم ايضا معلومات تتعلق بأداء الشركة الحالي والمستقبلي.
- ٢- معرفة فيما اذا كان العديد من المحددات لديها تأثير على توزيعات الارباح لدى الشركات العراقية المساهمة.
- ٣- فحص علاقات الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وتوزيعات الارباح باستخدام نموذج البحث .
- ٤- كما تساعد نتائج هذا البحث ادارات الشركة بتحديد توزيعات الأرباح ورسم سياساتها لما لذلك من أثر كبير على أسعار أسهم هذه الشركات في السوق المالي وبالتالي تحقيق أحد أهم الأهداف الرئيسة للشركة وهو تعظيم ثروة المالكين.

رابعاً:- فرضيات البحث

تكمن فرضيات البحث من الآتي

- H١ :- لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم .
- H٢ :- لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بالتدفق النقدي الحر.
- H٣ :- لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بنسبة الربحية للشركة.
- H٤ :- لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بالرافعة المالية للشركة.

خامساً:- معادلات أنموذج البحث

من اجل فحص فرضيات البحث تم استخدام معادلات الانحدار الخطي وحيث ان :-

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DPR}_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (١)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DPR}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (٢)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DPR}_{it} + \beta_2 \text{FCF}_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (٣)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DPR}_{it} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (٤)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DPR}_{it} + \beta_2 \text{PRO}_{it} + \beta_3 \text{FCF}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (٥)$$

حيث ان:-

cross section  $i=١,٢,٣,٤, \dots, ٤٢$  في ال  $i$  وهي عبارة عن الشركة

$t=١,٢,٣,٤$  خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٤ وهي عبارة عن الزمن

متغير مستقل يمثل نسبة الربحية  $\text{ROE}$

متغير مستقل يمثل الرافعة المالية  $\text{LEV}$

متغير مستقل يمثل التدفق النقدي الحر  $\text{FCF}$

متغير مستقل يمثل توزيع الارباح  $\text{DPR}$

متغير تابع يمثل القيمة السوقية للسهم  $\text{MV}$

ثابت وتمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفراً  $\alpha$

تمثل المتغيرات العشوائية غير الداخلة في النموذج  $\varepsilon$

معاملات انحدار للمتغيرات المستقلة =  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$   
 ويلخص الجدول (١) مقاييس المتغيرات المستقلة والتابعة

المصدر	المقياس	المؤشر	المتغير
La Porta et al., ٢٠٠٠,	Net Profit less Preference Dividends/Shareholder's equity	ROE	Profitability
Mollah et al., ٢٠٠٢. Amidu, ٢٠٠٧	Short term and long term liabilities / Total Shareholder's Fund	LEV	Financial Leverage
Chen et al., ١٩٩٩ Saxsena, ١٩٩٩ Manos, ٢٠٠٢	(Cash flow from operation-cash flow from investment activities)/total assets	FCF	Free Cash Flow
Pulic and Bornemann, ١٩٩٩ Joseph ٢٠٠١	Number of shares × Stock price at the end of the year	MV	القيمة السوقية للسهم
	Cash Dividend / Net Profit * ١٠٠	DPR	توزيع الأرباح

سادساً:- مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية اما عينة البحث فتتكون من (٤٢) شركة مدرجة في السوق المذكورة موزعة على القطاعات الاقتصادية كما يلي :-  
 الجدول (٢) الشركات عينة البحث

عدد الشركات عينة البحث	القطاع
١٠	القطاع المصرفي
٦	القطاع المالي
٨	قطاع الخدمات
١٧	القطاع الصناعي

المصدر :- من عمل الباحثة بناء على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية

وتشكل عينة البحث ٣٥% تقريبا" من مجموع الشركات التي كانت مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتمتد فترة البحث من ٢٠١٠-٢٠١٤.

سابعاً:- الأساليب الإحصائية

اعتمد البحث على مجموعة من الأساليب والوسائل الإحصائية في تحليل البيانات وتبويبها وجدولتها بمساعدة البرمجيات الجاهزة لنظام (Mnitab, v.٢٠) وهي كالاتي:-

١- الانحدار الخطي المتعدد

٢- اختبار الارتباط بيرسون وسييرمان

٣- اختبار (F)

٤- اختبار (T)

ويلخص الجدول (٣) اهم الرموز العلمية المستخدمة في التحليل الرياضي.

## الجدول (٣) اهم الرموز العلمية المستخدمة في التحليل الرياضي

التعريف	الرمز	ت
العائد الى حق الملكية	ROE	١
الرافعة المالية	LEV	٢
التدفق النقدي الحر	FCF	٣
توزيعات الارباح	DPR	٤
القيمة السوقية للسهم	MV	٥

## المحور الثاني:- الاطار النظري للبحث

## ١.٢ سياسة توزيع الارباح

تهتم سياسة توزيع الارباح بذلك الجزء او النسبة من العائد الذي سيتم توزيعه على المساهمين والاحتفاظ بمعكوس تلك النسبة لاجراض الاحتجاز واعادة الاستثمار (Ramadan, ٢٠١٣:١١). وبما ان الهدف الرئيسي للادارة المالية هو تعظيم ثروة المساهمين فان هذه السياسة هي اكثر من مجرد اداة لتوزيع صافي الايرادات الفائضة عن التكاليف لان اي اختلاف كبير في معدل التوزيعات قد يكون له تأثير سلبي على القيمة السوقية للاسهم خاصة عند اولئك الذين يعتقدون ان دفعات المقسوم العالية تخفض قيمة الشركة بسبب الضرائب العالية المفروضة على دفعات المقسوم مقارنة بالضرائب المنخفضة المفروضة على المكاسب الرأسمالية (Yiadom, ٢٠١١:٢٠٣) وهو رأي ناقصة الى حد كبير دعاء مقسوم الارباح الذين يفضلون الدفعات العالية منها باعتبارها تسهم في زيادة قيمة الشركة او اولئك الذين يقفون موقفاً "وسطاً" بين الجانبين بأعتقادهم ان سياسة المقسوم ليس لها تأثير على قيمة الشركة (Brealy et.al, ٢٠١١:٤٢٥-٤٢٦).

## ١-١-٢ مفهوم توزيعات الأرباح

تعددت التعريفات وكثرت الكتب التي تناولت تعريف دوافع التوزيعات النقدية و خلاصة ما توصل إليه الباحث أن ما يقصد بالتوزيعات هي تلك العوائد أو الأرباح التي قد حققها الشركة سواء خلال فترة مالية واحدة أو خلال فترة المشروع والتي يستحقها المساهمون أو أولئك الذين يملكون حصص في رأس مال الشركة متمثلة في أسهم حيث يعرف مقسوم الارباح بأنه (تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الاسهم العادية وفقاً لربحية الشركة وسيولتها) (١٩٩٥:٢٣٤) ؛ Samuel) في حين عرفها (حنفي، ٢٠٠٧) على انها الحلقة المفقودة بين التوزيعات والتدفق النقدي الحر باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل التدفق النقدي الحر بحيث يعتبر النمو احد مكونات نموذج التوزيعات . وبذلك ينظر الى مسألة التوزيعات على اساس انها اختبار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي وتعنى سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين (حنفي، ٢٠٠٧: ٢١٠) في حين عرفها (الحنواوي و العبد، ٢٠٠٦) على انها مضمون لاتخاذ قرار بتوزيع الارباح او احتجازها لاعاده استثمارها في الشركة وتمثل السياسة المثلى لتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والارباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم (الحنواوي و العبد، ٢٠٠٦: ٤١٦) أما المقصود بتوزيعات الارباح فهو النهج الذي تتبعه الشركة من حيث التوزيع للأرباح واحتجاز تلك الأرباح حيث عرف على انه عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النية لتوزيع قيمة ماثلة من موجودات المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات " (مرعي، ١٩٩٣: ٣٨٤) وقد ورد مفهوم الارباح الموزعة في ( the Random House Dictionary of the English Language ) على انه مجموعة النقود المدفوعة الى حملة الاسهم في الشركة من الارباح ويدفع هذا المقسوم عندما تحقق ارباحاً حالية او انه يتم دفعة من الارباح المحتجزة عن فترة سابقة (Mondher, ١٩٩٥:٦٣٥) كما عرفه Roa على انه توزيعات الملكية لحملة الاسهم من الارباح الحالية أو المتراكم عن سنوات سابقة، وان التوقيت توزيع تخضع لمصادقة مجلس ادارة الشركة (الراوي، ٢٠٠٠)

كما ان سياسة التوزيع لها علاقة بالقرار المتعلق بالخيار بين استبقاء الأرباح وبين توزيعها واصدار اسهم جديدة لتغطية حاجات الشركة من الاموال، وبعبارة اخرى المقصود بها هو تقسيم الأرباح التي تحققها الشركة الى ارباح تستبقى لاغراض الاستثمار والتشغيل بالتالي تعتبر الأرباح المستبقاة مصدر رئيسيا للتمويل الداخلي ان توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر بمثابة مكافاه لهم (الهواري، ١٩٨٠) ولكن بما ان التوزيع يؤثر على الأرباح المحتجزة بذلك سوف يؤثر على اجمالي التمويل الداخلي، وعليه يتطلب الامر معالجته في ضوء اهداف الشركة المتمثلة في تعظيم قيمة الشركة ككل بالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

ان توزيعات الأرباح تعتمد بالدرجة الاساس على الأرباح المحققة فعلا وعلية لابد من تحديد الأرباح التي حققها الشركة اولاً لتفادي توزيع جزء من راس مال الشركة وتستند تحديد نسبة مقسوم الأرباح الواجب توزيعها وتلك التي يتم استبقائها الى نظرية الفائض او القيمة المتبقي (Residual theory of dividends) وتقضي هذه النظرية بان المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح اذا كان العائد على استثمارها بواسطة الشركة يفوق معدل العائد الذي يمكن للمستثمر تحقيقه لو انه حصل على نصيبه من الأرباح كتوزيعات وقام بنفسه باستثمارها. بعبارة اخرى يتم توزيع ما تبقى من الأرباح بعد استغلالها في جميع الفرص الاستثمارية المجدية واذا لم يبقى فلن تتم عملية توزيعات بالمرّة (حسين، ٢٠٠٨: ٢١٣).

#### ٢-١-٢ العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

على الرغم من الدراسات التي تناولت موضوع توزيع الأرباح فإن الجدل حول هذا الموضوع لا يزال مستمر حتى الان اذ لم يكن لدى الباحثين تفسيراً منطقياً بالعوامل التي تؤثر على السلوك المالي للشركة فيما يتعلق بقرار التوزيعات النقدية للمساهمين وكانت اولى الدراسات التي تناولت هذا الموضوع من قبل (Johu LINTNER, ١٩٥٦) الذي وجد فيها تأثير كبير لمجموعة من العوامل على توزيع الأرباح وان على الشركة اعتماد مبدأ توزيع الأرباح مستقر للسهم الواحد Constant Dividen Pershare (Baker, ٢٠٠٠; ٢٩-٤٠) ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح الشركة تعتبر محددًا رئيسياً لأرباح السهم، ويقوم المستثمر بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشياً مع أرباح الشركة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة ادناه (Lintner, ١٩٥٦; ٩٧-١١٣)

$$Dt - Dt-1 = a + c (dBt - Dt-1)$$

حيث  $Dt$  : و  $Dt-1$  هي قيمة أرباح السهم للسنة والسنة الماضية على التوالي

$d$  معدل توزيعها

$Bt$  ففي النتيجة الصافية للسنة

$a$  و  $c$  هي ثوابت موجبة بقيم موجبة لتعني تردد المستثمر في تغيير توزيع الأرباح،

في حين جاء نموذج (Gorden ١٩٥٩) بفرضيات مكملة للنموذج السابق حيث وفقاً لفرضياته سمي بنظرية العصفور في اليد، وهو من النماذج المهمة التي ناقشت توزيعات الأرباح وأكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية لقد اعتمد جوردون في نظريته على نموذج رسمة توزيعات الأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المتوقعة بمعدل خصم مناسب (الزبيدي، ٢٠٠٨: ٦٣٩) والعلاقة ادناه توضح هذا النموذج: (Khan, ١٩٩٩; ١٥)

$$P = \frac{D}{Ke - g}$$

حيث  $P$  سعر السهم المتوقع

$D$  أرباح السهم المتوقع توزيعها

$Ke$  تكلفة الأموال الذاتية

## g عدل النمو في أرباح الشركة

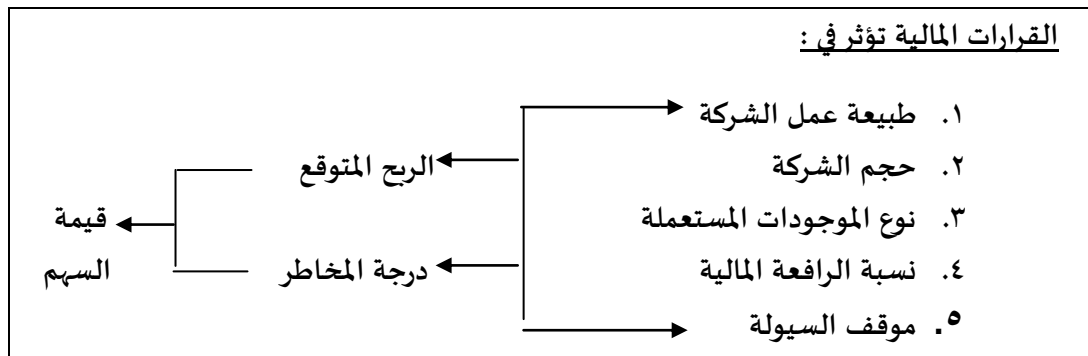
وحسب جوردن فأن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات (George, 2003: 341) وفي عام ١٩٦١ جاء (Modigliani & Miller) مع نظرية عدم جدوى أرباح في أسواق كفاءة، من دون الضرائب وتكاليف المعاملات جادل M&M أن قرار توزيع أرباح ليس له أي تأثير على قيمة الشركة لذلك هو قرار مجدي. فإن مكاسب رأس المال يكون معادلا لأرباح الأسهم في أسواق الكفاءة دون اعتبارات الضرائب أو تكاليف المعاملات المرفقة. تنص نظرية M&M أن ثروة المساهمين ستظل تتأثر توزيعات الأرباح في أنه بدون الضرائب بأعبائها موضع اهتمام، وضع المستثمرين وزنا متساويا في الحصول على عوائد كأرباح أو أرباح رأس المال طالما سياسة الاستثمار من قبل الشركات لا تتأثر بسبب توزيعات الأرباح (Modigliani & Miller, 1961: 411-433) وهكذا وقد حاول العديد من الباحثين للوقوف على قرار توزيع أرباح وتأثيرها على قيمة الشركة نظرا للظروف السوق الغير كفاءة .

## ٢-٢ القيمة السوقية للأسهم (Market value)

يرى العديد من المفكرين ان هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة يشكل هدفا "اساسيا" يوجه سياسة الشركة وجميع انشطتها (المرسي واللحج: ٢٠٠٧: ٢٥) لذا تعرف القيمة السوقية بانها سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية وتتحدد القيمة السوقية للشركة في ضوء توازن قوى العرض والطلب كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية... الخ المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادلين الدولي والداخلي (Kapoor, et al, 2009: p81) وان القيمة السوقية للأسهم لا تساوي القيمة الدفترية بخلاف القيمة الدفترية التي تعتمد على القيمة التاريخية بينما القيمة السوقية تقاس بقيمة التداول للأسهم. (Brealey, et al, 2007: p53) تفتقر الى صيغة كمية لحسابها لكنها تتأثر بمجموعة من المتغيرات التي تجعل من سعر السهم احيانا" مقيم بأدنى منها (اليوسف والحمودي: ٢٠١٠: ٢٠-٢١)

- ١- حجم الأرباح المستقبلية وتوقيتها.
- ٢- طبيعة الاستثمارات ومخاطرها ومخاطر هيكل التمويل.
- ٣- سياسة توزيع الأرباح وبالتحديد نسبة الأرباح المحتجزة.
- ٤- العلاقة بين ربح الشركة ومخاطرها ومدى قدرة الشركة على تحقيق التوازن بينهما.
- ٥- في حين هنالك مجموعة اخرى من القرارات المالية تؤثر في القيمة السوقية للسهم منها مبينة في الشكل (١) ادناه

## الشكل (١) العوامل المؤثرة في قيمة السهم



المصدر: (الزبيدي، ٢٠٠٨: ٣٩)

- ١-٢-٢ العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه وزمن تحقيق الأرباح
- ١-٢-٢-١ العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وتكون هذه الحركة دائمة وتدل على فاعلية إدارة الأموال فعندما يتوقع المستثمرون أن هناك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فإنهم يقدمون على اقتناء أو شراء الأسهم وبالتالي تزداد العلاقة ما بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية مع ثبات العوامل الأخرى باستثناء العوامل التي لا يمكن للمنشأة السيطرة عليها (هندي: ١٩٩٧: ٣٩).

٢-٢-٢ العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

كما هو معروف أن العلاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وصافي الربح المتوقع وهذه العلاقة تكون عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح ومثال على ذلك إذا تم التوقع بأن يكون هناك توزيع ربح فوري فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو تم توزيع الربح بعد شهر أو سنة أو إذا تم التوقع بأن كشف الدخل عن فترة ثلاثة أشهر يحتوى على أرباح فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو احتوى كشف الدخل على الأرباح بعد سنة أو أكثر وبالتالي كلما زادت فترة تحقيق الأرباح كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم (هندي: ١٩٩٧: ٤٠).

٢-٢-٢ متطلبات تعظيم القيمة السوقية للسهم

لقد تبنت الغالبية العظمى من المؤلفات والكتابات في حقل الادارة المالية هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم كهدف مركزي واستراتيجي للادارة المالية وقد عرضت الكثير من النظريات هذا الهدف ولاقت مساندة كبيرة من قبل شركات الاعمال والمدراء الماليين انفسهم بل اصبح هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم او تعظيم ثروة الملاك منهجا "فرضيا" لكل الدراسات التحليلية في حقل الادارة المالية وان هذا التعزيز والاسناد لهدف تعظيم القيمة السوقية للسهم او تعظيم ثروة الملاك لم تحصل من فراغ بل ان هنالك ما يبرره من عوامل بدليل (الزبيدي: ٢٠٠٨: ٣١)

- ١- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم تتطلب ان تكون الوحدات التشغيلية في الشركة اعمال اكثر كفاءة واقل كلفة وان تنتج سلعا" وخدمات بجودة مرتفعة وبأقل الاسعار.
- ٢- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب تطوير سلع يرغب فيها المستهلك ويحتاجها وعلى هذا الاساس فأن دافع الربح سيؤدي الى تطور تكنولوجيا حديثة وفرص عمل جديدة.
- ٣- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب بالضرورة توافر خدمات ما بعد البيع ووجود مخزون كافي من السلع وكذلك تواجد منافذ توزيع في افضل المواقع.

#### المحور الثالث:- الجانب العملي للبحث

اولاً:- توصيف متغيرات البحث

تناول هذا المحور توصيف الأبرز لمتغيرات البحث والمستمدة من التقارير والميزانيات السنوية للشركات عينة البحث الجدول (٤) الاحصاءات الوصفية للمتغيرات المدروسة

Variable	Mean	St. D	N
RDE	٨.٠٥٩	٨.١٠٤	٤٢
LEV	٢.١٤٠	١٧.٨٩٩	٤٢
FCF	١.٠٠٠٠٣	١٣.٥٣١	٤٢
DDR	٣٧.٠٦٣	٤٣.٥٣١	٤٢
MV	١٠.٩٦٨	٥.٩٣٩	٤٢

ثانياً:- تحليل نتائج الارتباط

انسجماً مع أهداف البحث واختبار النموذج، يهدف هذا المحور إلى اختبار علاقات الارتباط في الشركات المبحوثة من خلال الجدول ٥ يلاحظ ان نتائج تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة ويلاحظ من الجدول ان هنالك ارتباطاً "موجباً" ذا دلالة احصائية عند مستوى معنوية ٠.٠٠٠٠ بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للسهم ، اما



نتائج اختبار ارتباط سييرمان فتشير الى ان هناك ارتباطا "موجبا" ذا دلالة احصائية وعند درجة معنوية ٠.٠٠٠٠ بين توزيعات الارباح والتدفق النقدي الحر.

الجدول (٥) نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون وسييرمان لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث

Pearson Correlation	DPR	ROE	MV	LEV	FCF
DPR	١.٠٠٠	٠.٤٤	٠.٦١٨**	٠.٢٩	٠.٥٩. **
ROE	٠.٤٤	١.٠٠٠	٠.٩٨١**	٠.٣٣٥**	٠.١٤٢**
MV	٠.٦١٨**	٠.٩٨١**	١.٠٠٠	٠.٣١٠	٠.٦٥. **
LEV	٠.٢٩	٠.٣٣٥**	٠.٣١٠	١.٠٠٠	٠.٠٨**
FCF	٠.٥٩. **	٠.١٤٢	٠.٦٥. **	٠.٠٨	١.٠٠٠
Sig. (١-tailed)	DPR	ROE	MV	LEV	FCF
DPR	.	٠.٢٩٦	٠.٠٠٠	٠.٣٦١	٠.٠٠٠
ROE	٠.٢٩٦	.	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٠٤٢
MV	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	.	٠.٠٩٠	٠.٠٠٠
LEV	٠.٣٦١	٠.٠٠٠	٠.٠٩٠	.	٠.٤٦١
FCF	٠.٠٠٠	٠.٠٤٢	٠.٠٠٠	٠.٤٦١	.

ثالثا: - نتائج اختبار الفرضيات

يعرض الجدول رقم (٦) ملخص نتائج الانحدار المتعدد للمتغير التابع القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة توزيعات الارباح ، تشير نتائج النموذج الذي تم تقديره سنويا" لجميع الشركات الى وجود علاقة موجبة ومهمة احصائية بين متغير القيمة السوقية والتوزيعات الارباح عند مستوى معنوية ٠.٠٠٠٠ . كما بلغت قيمة R٢ ٣٨٪ وهي قيمة مرتفعة نسبيا" في حين كانت نسبة (D-W) تساوي (٢.٠٣٠) وتشير هذه النتيجة الى عدم وجود علاقات ارتباط ذاتي بين المتغيرات. وبالتالي فإنه سيتم قبول الفرضية البديلة والتي تنص على انه يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الارباح الموزعة والقيمة السوقية

الجدول (٦)

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع القيمة السوقية مع المتغيرات المستقلة توزيعات الارباح

$$MV_i = \alpha + \beta_1 DPR_i + \epsilon$$

Durbin-Watson	F-Statistics	R٢	$\beta_1$	$\beta.$	البعد المستقل البعد المعتمد
٢.٠٣٠	٩.١٨	٠.٣٨١	١.٨١ (١.٧٨)**	١.٩٧٣ (١.٧٥)**	MV

\*\* Correlation is significant at the ٠.٠١ level (٢-tailed) N=٤٢

\*Correlation is significant at the ٠.٠٥ level (٢-tailed)

وبين الجدول (٧) نتائج فحص اثر العائد الى حقوق الملكية في العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للأسهم وتشير نتائج النموذج الذي تم تقديره لجميع الشركات وجميع السنوات الى وجود علاقة موجبة ومهمة احصائيا وعند مستوى معنوية ٠.٠٠٠٠ . وبالتالي وجود اثر العائد الى حقوق الملكية على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية ونلاحظ كذلك ان قيمة R٢ لم تختلف عند ادخال ROE حيث ارتفعت بنسبة عالية الى ٩٦٢. لجميع السنوات مما يدل الى قدرة متغير ROE على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، في حين كانت نسبة (D-W) (٢.٠٩٨) وتشير هذه النتيجة الى عدم وجود علاقات ارتباط ذاتي بين متغيرات البحث.

## الجدول (٧)

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع القيمة السوقية مع المتغيرات المستقلة توزيعات الارباح و العائد الى حقوق الملكية الشركة

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \varepsilon$$

Durbin-Watson	F-Statistics	R <sup>2</sup>	β <sub>2</sub>	β <sub>1</sub>	β.	البعد المستقل
						البعد المعتمد
٢.٠٩٨	٣٩.٥٠٣	.٩٦٢	٣.٠٦ (١.١٢)*	١.٠٩١ ٠.٨٣	٢.٠٨ (١.٠٤)*	MV

\*\* Correlation is significant at the ٠.٠١ level (٢-tailed)

\*Correlation is significant at the ٠.٠٥ level (٢-tailed)

و يبين الجدول رقم (٨) نتائج اختبار اثر التدفق النقدي الحر على العلاقة بين التوزيعات الارباح والقيمة السوقية و تشير النتائج الى وجود علاقة مهمة احصائيا" هناك علاقة طردية بين كل من المتغيرين ولكن هذه العلاقة قد اتصفت بالضعف حيث أن نسبة المساهمة في تفسير المتغير المتكون عن التدفقات النقدية للمتغير في العلاقة بين توزيعات الارباح والقيم السوقية قد كان

ضعيف وإن كان هناك ما يعزى إليه هذا الضعف فهو انخفاض التدفقات النقدية للشركات العاملة في سوق العراق للأوراق المالية كمسبب أول وهذه النتيجة في الواقع منطقية من وجهة نظر الباحثة لأن صافي التدفقات النقدية والأرباح المتحققة لدى الشركات تعتبر كمقياس للأداء المالي لتلك الشركات والذي على أساسه يستطيع المستثمر التنبؤ بمدى قدرة إدارة الشركة على زيادة تدفقاتها النقدية والتي بطبيعتها ترفع من ثقة المستثمر في هذه الشركة وكتحصيل حاصل يزيد الطلب على تلك الأسهم وترتفع قيمتها السوقية داخل السوق وبالتالي نقبل الفرضية البديلة ونرفض الفرضية الثالثة العدمية .

## الجدول (٨)

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع القيمة السوقية مع المتغيرات المستقلة توزيعات الارباح و التدفق النقدي الحر الشركة

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \varepsilon$$

Durbin-Watson	F-Statistics	R <sup>2</sup>	β <sub>2</sub>	β <sub>1</sub>	β.	البعد المستقل
						البعد المعتمد
٢.٠٤٥	٢٣.٨٣	.٤٢٢	٣.٠٨٢ (٢.٢٤)**	١.٩٧ (١.١٤)*	٣.١١ (٢.١٧)**	MV

\*\* Correlation is significant at the ٠.٠١ level (٢-tailed)

\*Correlation is significant at the ٠.٠٥ level (٢-tailed)

و يبين الجدول (٩) نتائج فحص اثر الرافعة المالية في العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للأسهم وتشير نتائج النموذج الذي تم تقديره لجميع الشركات وجميع السنوات الى عدم وجود علاقة مهمة احصائيا وبالتالي عدم وجود اثر للرافعة المالية على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية ونلاحظ كذلك ان قيمة R<sup>2</sup> لم تختلف عند ادخال LVE حيث انخفضت بنسبة عالية الى ٠.٠٩٦ بالتالي نقبل الفرضية العدمية التي تنص الى عدم وجود اثر للرافعة المالية على العلاقة بين التوزيعات المالية والقيمة السوقية للأسهم.

الجدول (٩)

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع القيمة السوقية مع المتغيرات المستقلة توزيعات الارباح و الرافعة المالية الشركة

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 LVE_{it} + \varepsilon$$

Durbin-Watson	F-Statistics	R <sup>2</sup>	β <sub>2</sub>	β <sub>1</sub>	β <sub>.</sub>	البعد المستقل
						البعد المعتمد
٢.٠٤٥	٢٣.٨٣	.٠٩٦	٠.٥٣٥ ١.٠٩٣	١.٢٩٦ (١.٩٦)**	١.٢٤٩ (٢.١٢)**	MV

\*\* Correlation is significant at the ٠.٠١ level (٢-tailed)

\*Correlation is significant at the ٠.٠٥ level (٢-tailed)

يبين الجدول رقم (١٠) نتائج قياس فيما اذا كان تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة يختلف تأثيرها كل على حده وتشير نتائج النموذج الذي تم تقديره لجميع الشركات ولجميع السنوات الى وجود علاقة بين القيمة السوقية وتوزيعات الارباح عند مستوى ١٪. اما بالنسبة لأثر العائد الى حقوق الملكية على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية فتشير نتائج النموذج الذي تم تقديره لجميع الشركات والسنوات الى وجود علاقة موجبة ومهمة احصائية عند مستوى ٥٪. وتبين نتائج اختبار اثر التدفق النقدي الحر على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية فتشير نتائج وجود علاقة مهمة احصائيا" عند مستوى ٥٪ اما بالنسبة الى متغير الاخير الرافعة المالية واثره على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية فتشير نتائج النموذج الى عدم وجود اثر للرافعة المالية على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية .

وعند مقارنة هذه النتائج مع نتائج الجداول السابقة وجد ان تأثير المتغيرات المستقلة لم يختلف عند دراستها مجتمعة عن تأثيرها كل حده.

الجدول (١٠)

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغير التابع القيمة السوقية مع المتغيرات المستقلة توزيعات الارباح و الرافعة المالية الشركة

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon$$

Durbin-Watson	F-Statistics	R <sup>2</sup>	β <sub>4</sub>	β <sub>3</sub>	β <sub>2</sub>	β <sub>1</sub>	β <sub>.</sub>	البعد المستقل
								البعد المعتمد
٢.٠٤٥	٢٣.٨٣	.٤١ ١	-٠.٢٤ (٣.٣٥)*	٢.٠٤ (١.٠٢)*	٢.٥٠٥ (٢.٠٩٣)**	٣.٠٣ (٢.٠٦)**	٠.٧٧ (١.٦٥)*	MV

\*\* Correlation is significant at the ٠.٠١ level (٢-tailed)

\*Correlation is significant at the ٠.٠٥ level (٢-tailed)

ويخلص الجدول (١١) اهم نتائج اختبار فرضيات البحث.

الجدول (١١) استعراض نتائج فرضيات البحث

قبول او رفض	نص الفرضية	تسلسل الفرضية
رفض	لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للأسهم .	١
رفض	لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بتدفق النقدي الحر.	٢
رفض	لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بعائد الى حقوق الملكية للشركة.	٣
قبول	لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بالرافعة المالية	٤

المحور الرابع:- الاستنتاجات والتوصيات

## اولاً:- الاستنتاجات

- ١- اشارت نتائج البحث الى ان هنالك علاقة ايجابية ومهمة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للشركة بالتالي ان توزيعات الارباح تؤثر على قيمة السوقية للسهم الواحد ، اذ كلما زاد التوزيع كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم.
- ٢- أظهرت نتائج الاختبار الاحصائي صحة الفرضية البديلة القائلة بتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بتدفق النقدي الحر للعينة المبحوثة. وتبين هذه النتيجة أن ما يكفي من التدفق النقدي الحر إلى أن الشركة قادرة على دفع أرباح. هذا يمكن أن تؤثر على قيمة السوقية للسهم وبالتالي تعظيم قيمة الشركة.
- ٣- اشارت نتائج البحث بأن تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بعائد الى حقوق الملكية للشركات عينة البحث.
- ٤- اثبتت نتائج التحليل الاحصائي للبحث صحة الفرضية القائلة لا تتأثر قوة واتجاه العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم بالرافعة المالية للشركات عينة البحث.
- ٥- تبين من نتائج الاختبار الاحصائي للبحث انه في حين قياس فيما اذا كان تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة يختلف تأثيرها كل على حده ان تأثير المتغيرات المستقلة لم يختلف عند دراستها مجتمعة عن تأثيرها كل حده على العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للشركات عينة البحث.

## ثانياً :- التوصيات

- ١- العمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وذلك من خلال عقد الندوات والدورات التثقيفية للجمهور وتشجيع الجمهور على استثمار أموالهم داخل السوق العراقية.
- ٢- ضرورة توسيع قاعدة المساهمين وذلك من اجل عدم السيطرة على السوق من قبل أشخاص محدودين وبالتالي ضمان شفافية السوق.
- ٣- حث الشركات على زيادة التوزيعات على المساهمين وعدم احتجاز الأرباح على حساب التوزيعات لتشجيع الجمهور على استثمار أمواله بداخل السوق.
- ٤- العمل على تنشيط حالة الطلب والعرض داخل السوق العراقية والتي تعكس بدورها زيادة شهرة تلك السوق وزيادة المعرفة لدى الجمهور.
- ٥- العمل على توجيه الاستثمار إلى الداخل وحث أصحاب رؤوس الأموال من استثمارها داخل السوق العراقية.
- ٦- ضرورة التوسع في الأبحاث الأكاديمية حول سياسة احتجاز الأرباح بسبب اختلاف تأثيرها على القيم السوقية في الدول المختلفة، وبسبب قلة الدراسات العربية المتعلقة في هذا الموضوع.

## المصادر

- ١- حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، ٢٠٠٣ م.
- ٢- ، اساسيات التمويل في الادارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، ٢٠٠٧
- ٣- هندي، محمد كمال إبراهيم، العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المصرية، رسالة ماجستير - جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٠ م.
- ٤- هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة مكارف، الإسكندرية، ١٩٩٧ .

- ٥- النعيمي و التميمي. عدنان تايه ، أرشد فؤاد ، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ٢٠٠٩ ، ص٤٥٨
- ٦- سرور، علي إبراهيم ، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الكتاب الثاني الرياض، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٩، ص٨٨٢
- ٧- الراوي، امجد رمضان محسن، سياسة توزيع ارباح في الشركات المساهمة واثرها على اسعار السوقية للسهم، بحث مقدم الى المعهد العربي للمحاسبين القانونيين، ٢٠٠٠ .
- ٨- الحناوي، محمد صالح . العبد، جلال ابراهيم" الادارة المالية مدخل لقيمة واتخاذ القرارات "الدار الجامعية. الاسكندرية، ٢٠٠٦.
- ٩- الزبيدي، حمزة محمود" الادارة المالية المتقدمة" مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط٢، ٢٠٠٨.
- ١٠- مرعي، عبد الحفي، (١٩٩٣) ، المحاسبة المالية المتقدمة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية.
- ١١- الهواري، سيد، (١٩٨٥) ، الإدارة المالية، دار الجيل للطباعة، مصر.
- ١٢- المرسي، اللوح. جمال الدين، احمد عبد الله " الادارة المالية-مدخل اتخاذ القرارات"الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٧.
- ١٣- اليوسف ، الحمودي. جمال، فواز" الادارة المالية" منشورات جامعة دمشق، ٢٠١٠.
- ١٤- Amidu M. (٢٠٠٧). How Does Dividend policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange. Investment Management and Financial Innovation, vol ٤ ISSUE ٢. ١٠٣-١١٢ .
- ١٥- Barker .H & powel ,G. ٢٠٠٠, " Determents of corporate financial proctces & Education spring summer: ٢٩-٤٠)
- ١٦- Bishop S, Paff R, Oliver B, and Twite G. ٢٠٠٤. Corporate Finance, ٥ Edition. Pearson Education Australia
- ١٧- Brealey,R.,Myers, S.and Alten,F., "Principle of Corpate Finance" ١٠th ed,N.Y;McGraw-Hill,Irwin,٢٠١١.
- ١٨- Brealey , Richard A,Myers ,Stewart C, & Allen, Franklin, "Principle Of Corporate Finance", ٨th ed,McGraw-Hill Irwin,٢٠٠٧.
- ١٩- Chae, J., Kim, S., and Lee, E. ٢٠٠٩. How corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financing Constraints. Journal of Banking and Finance, ٣٣ (١): ٢٠٩٣-٢١٠١
- ٢٠- Fama Eugene F dan Kenneth R. French. ٢٠٠١. Disappearing Dividends; Changing Firm Characteristics on Lower Propensity to Pay? Journal of financial economics ٦٠. ٣-٤٣ .
- ٢١- George M Constantine, Milton Harris et Rene M Stulz; ٢٠٠٣ Corporate Finance; handbook of the economics of finance volume ١,p ٣٤١.
- ٢٢- Juhmani, O. I. ٢٠٠٩. Determinants of Dividend Payout Policy:Evidence from Bahraini Firms. Journal of International Finance and Economics, ٩ (٢): ٧٧-٨٦.
- ٢٣- Kapoor ,JackR .,Dlabay ,Iesr & Hughes ,RobertJ .,"PERSONAL FINANCE ,9th ed, McGraw –Hill ,٢٠٠٩.
- ٢٤- Khan, M & jain ,P .K, ١٩٩٩." Financial Management" tetand problems ٣rd.ed,mc Graw-Hill co, ١٥.
- ٢٥- Keown AJ., Scott D F., Martin D. Jhon., Petty J W. ١٩٩٦. Basic Financial Management. Penerjemah Chaerul D. Djukman. Penerbit Salemba Empat Jakarta .
- ٢٦- Lintner, John, ١٩٥٦, Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, American Economic Review ٤٦, ٩٧-١١٣.
- ٢٧- La Porta, R., F. Lopez De Silanes, et al., ١٩٩٩. "Investor protection and corporate valuation. NBER Working Paper Series, ٧٤٠٣.
- ٢٨- ٢٨- Mohd, M., L. Perry, and J. Rimbey, ١٩٩٥. An Investigation of Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy., The Financial Review ٣٠, ٣٦٧- ٣٨٥.
- ٢٩- Miller, Merton H., and Franco Modigliani, ١٩٦١, Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, Journal of Business ٣٤, ٤١١-٤٣٣.
- ٣٠- Mehar, A., ٢٠٠٢. Corporate Governance and Dividend Policy The Journal of Risk Finance, ٧(٢): ١٣٦-١٤٥.
- ٣١- Mahakud Jitendra, ٢٠٠٥ "Shareholding Patterns and Dividend policy Evidence from Indian Corporate Sector", ICAFI Journal of Applied Finance.

- ٣٢- Mehta, A. ٢٠١٢, March. "An empirical analysis of determinants of dividend policy- Evidence from the UAE" companies. Global Review of Accounting and Finance, ٣(١), ١٨-٣١.
- ٣٣- Mollah, S., K. Keasey, and H. Short, ٢٠٠٢, The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, Working Paper www.bath.ac.uk.
- ٣٤- Mohd, Yiadom, "Psychological decision Making Model "Journal of psychology and Business, Vol ١١, NO ٣, June ٢٠١٣.
- ٣٥- Pruitt, S.W. and Gitman, L.W., , ١٩٩١ "The interactions between the investment ,financing, and dividend decisions of major US firms", Financial Review, vol. ٢٦ No. ٣٣, pp. ٤٠٩-٣٠.
- ٣٦- Ramadan, I, "Dividend Policy and Price Volatility "International Journal of academic Research ,VOL. ٣ NO ٢ April, ٢٠١٣.
- ٣٧- Samuel, J.M. & Others, ١٩٩٥. "Management of Company Finance " ٦th P ed., printed by Hall Inc.
- ٣٨- Sarema, A. ١٩٩٩, Determinants of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms , Financial Management Association Conference