



المركز الجامعي إيليزي
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع علوم التسيير، تخصص إدارة اعمال

بعنوان

أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح دراسة حالة شركة أوريدو للاتصالات-قطر- (2011-2018)

من إعداد الطالب: مصطفى عبد السلام

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة الأصلية	الرتبة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي إيليزي	أستاذ محاضر قسم أ	د. ميدون إلياس
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي إيليزي	أستاذ محاضر قسم ب	د عبد الله بن الضب
مناقشا:	المركز الجامعي إيليزي	أستاذ مساعد قسم أ	أ مكاي محمد

السنة الجامعية 2018/2019

الإهداء

إلى اللذين كانا سببا في وجودي و تربيتي و تعليمي
" والدي الكريمين "

اللذين تحملا معي عناء البحث فلهما مني أعظم المحبة و الإمتنان
إلى إخواني و ذويهم و جميع أهلي و أقاربي
إلى زوجتي الذي قاسمتني هموم البحث في كل لحظة من لحظاته
إلى كل محب للعلم صابر في تحصيله



المركز الجامعي إيليزي
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر

في تخصص : علوم التسيير

فرع : إدارة اعمال

بعنوان

أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح

دراسة حالة شركة أوريدو للاتصالات - قطر -

(2018-2011)

من إعداد الطالب: مصطفى عبد السلام

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة الأصلية	الرتبة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي إليزي	أستاذ محاضر قسم أ	د. ميدون إلياس
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي إليزي	أستاذ محاضر قسم ب	د عبد الله بن الضب
مناقشا:	المركز الجامعي إليزي	أستاذ مساعد قسم أ	أ مكاوي محمد

السنة الجامعية 2018/2019

الإهداء

إلى اللذين كانا سببا في وجودي و تربيتي و تعليمي

" والدي الكريمين "

اللذين تحملا معي عناء البحث فلهما مني أعظم المحبة و الإمتنان

إلى إخواني و ذويهم و جميع أهلي و أقاربي

إلى زوجتي التي قاسمتني هموم البحث في كل لحظة من لحظاته

إلى أبنائي وكل محب للعلم صابر في تحصيله

شكر

الحمد لله الذي وفقني و مكنني من إتمام هذه المذكرة

فالحمد لله أوله و آخره

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور

المشرف بن الضب عبد الله

رئيس اللجنة الدكتور إلياس ميدون

الأستاذ المناقش الأستاذ محمد ملوكي

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إنجاز هذا البحث

المتواضع

الملخص

الدراسة : معرفة وقياس أثر حوكمة الشركات ، على سياسة توزيع الأرباح بشركات المساهمة . واختبار مؤشرات سهم الشركات ، من خلال إفصاح السوق المالي ، على نسبة توزيع الأرباح السنوية . الدراسة درست دور الحوكمة ، في خلق التوازن بين الإدارة التنفيذية وملاك الأسهم . من خلال التقليل من تعارض المصالح ، من خلال سياسة توزيع الأرباح سواء باتفاق أصحاب المصالح على توزيعها أو احتجازها ، حسب المركز المالي للشركة ، وتطلعاتها المستقبلية والدخول في استثمارات جديدة ، بغرض تعزيز الأرباح والحفاظ على قيمة اشركة في الأسواق المالية .

مشكل الدراسة تكمن في علاقة الحوكمة بسياسات توزيع أرباح الشركات ، وأثره على التخفيف من حدة الوكالة وحفظ مصلحة كل الأطراف الشركة والإدارة والمستخدمين من جهة ، والملاك حملة الأسهم من جهة أخرى . وإخضاعها للرقابة الداخلية بالتمليك بالأسهم ، أو الرقابة الخارجية بالاقتراض من السوق المالي ، لتحقيق الشفافية والعدالة والرشادة في الإدارة وتم اعتماد المنهج الوصفي و أسلوب دراسة الحالة كما تم استخدام البرنامج Eviews للقيام بعمليات المعالجة . وأسفرت الدراسة على النتائج التالية:

- لحوكمة الشركات أثر على سياسة توزيع الأرباح في الحالتين ، توزيع أو احتجاز الأرباح .
- لمؤشرات سهم شركة اوريدو أثر على نسبة توزيع الأرباح السنوية .

الكلمات المفتاحية : حوكمة، سياسة توزيع الأرباح، مؤشر سهم البورصة، تكلفة الوكالة، سوق مالي

ABSTRACT The purpose of the study: To know and measure the impact of corporate governance on the policy of distributing dividends to the shareholding companies. And the analysis of stock market indices, through the disclosure of the financial market, on the annual distribution of dividends. The study examined the role of governance, in creating a balance between executive management and shareholders. By reducing the conflict of interest, through the policy of dividend distribution, whether by the agreement of stakeholders to distribute or hold, according to the financial position of the company, and its future aspirations and the entry of new investments, to enhance profits and maintain the value of a company in the financial markets.

The problem of the study lies in the relationship of governance with the policies of the distribution of corporate profits, its impact on the mitigation of the agency, and the preservation of the interest of all parties company, management and users on the one hand, and shareholders shareholders on the other. And to subject them to internal control of ownership of shares, or external control by borrowing from the financial market, to achieve transparency, justice and leadership in management.

The descriptive approach and the case study method were adopted, and the Eviews program was used to perform the treatment processes.

The study resulted in the following results: – Corporate governance has an impact on profit distribution policy in both cases, distribution or retention of profits.

– Oridou's share indices impacted the annual dividend distribution ratio.

key words :Governance, dividend policy, stock market index, agency cost, financial market

قائمة المحتويات

III	الإهداء.....
IV	شكر و عرفان.....
V	ملخص الدراسة.....
VII	قائمة المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
X	قائمة الاختصارات و الرموز.....
XI	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
	الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية لنظام المعلومات الجغرافي الآلي
2	المبحث الأول: ماهية نظام المعلومات الجغرافي الآلي.....
9	المبحث الثاني: تدقيق نظام المعلومات الجغرافي الآلي.....
14	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.....
	الفصل الثاني: الدراسة الميدانية لنظام المعلومات الجغرافي الآلي
25	المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية.....
44	المبحث الثاني: التحليل الإحصائي لمعطيات الاستبيان.....
48	المبحث الثالث: عرض و مناقشة فرضيات الدراسة.....
57	الخاتمة.....
61	المصادر والمراجع.....
65	الملاحق.....
89	الفهرس.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
06	المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة.....	1.1

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
32	مؤشرات سهم شركة أوريلو.....	1.2
33	دراسة استقرارية متغيرات الدراسة.....	2.2
34	دراسة الجذور الوحديية ADF.....	3.2
35	دراسة الجذور الوحديية PP.....	4.2
36	درجة الإبطاء VAR.....	5.2
37	اختبار الحدود.....	6.2

قائمة الاختصارات و الرموز

الاختصار/الرمز	الدلالة
DPY	معدل توزيع الأرباح
XSP	سعر السهم
XBV	قيمة السهم الدفترية
XEPS	عائد السهم

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
65	قائمة المحكمين	الملحق 1
66	الاستبيان	الملحق 2
70	نتائج برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS	الملحق 2

المقدمة

مقدمة : مبدئياً هدف الشركة هو تحقيق الربح ، لكن هدفها الاستراتيجي هو البقاء والاستمرار والحفاظ على مركزها (المالي ، التنافسي ، الريادي...) في ظل بيئة تتسم بالتغير وعدم التأكد . مما يحتم عليها التكيف والمرونة في مواجهة تحديات الفرص والتهديدات ، واستغلال نقاط القوة والضعف لصالحها ، باعتماد الإدارة الإستراتيجية المثلى لمواردها البشرية والمادية لتحقيق رؤيتها وبلوغ غاياتها وأهدافها التكتيكية والاستراتيجية .

- تطور المجتمعات وتنامي حاجاتها ورغباتها كمّاً ونوعاً فرض على الشركات ضرورة تلبيةها ، مما أتاح لها فرص استثمارية مغرية ، لكن مقابل تهديدات بالمنافسة ومحدودية رؤوس الأموال. فلجأت لفتح رأس المال أمام مستثمرين جدد (المساهمين) . نتج عن ذلك أشكال أخرى من الشركات ، إلى جانب شركات الأفراد وشركات التضامن ، تشكلت شركات المساهمة العامة . من جهة حققت غايتين تعزير رأس المال من خلال طرح وتداول الأوراق المالية في الأسواق المالية من قبل المساهمين ، ووأيضاً الاستمرارية إلا في حالي الإفلاس والاندماج . ومن جهة أخرى طرحت مشكلة ملكية وإدارة هذه الشركات ، وضرورة الفصل بينهما لتعزيز الرقابة عليها.

بالإضافة إلى ذلك طرأت عدة تغيرات على البيئة المحيطة بالشركات واقعية وموضوعية ، دعت لضرورة حسم تلك المسألة (الملكية والإدارة) تتعلق بالتحويلات الاقتصادية والعولمة المالية والتجارة الدولية وآثارها على الشركات. لأجل كل ذلك تداعت الهيئات الاقتصادية والمالية المختصة لاستحداث نظام حَكَم ضابط بخصائص مُميزة ووضعت له قواعد ومعايير محددة ، يحكم العلاقات بين الملاك والمديرين وأصحاب المصالح والفصل بين الإدارة والملكية ، فظهرت حوكمة الشركات .

تحقيق الأرباح ليس هدف الشركة فحسب. وإنما هدف المساهمين في استثمار أموالهم في شركات المساهمة أيضاً . هنا ظهرت مسألة أخرى بين المديرين والملاك تتعلق بقرار احتجاز الأرباح أو توزيعها ونسبتها في هذه الحالة . الأبحاث والدراسات التي أجريت تفترض أن حوكمة الشركات هي النظام الذي يحكم طبيعة العلاقة بين كل الأطراف أصحاب المصلحة بما فيها سياسة توزيع الأرباح.

إشكالية الدراسة الرئيسية : ما هو أثر تلك حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح ؟
بين الرؤيتين المتباينتين من منظور ومصصلحة كل من الملاك والمديرين تبرز إشكاليتين فرعيتين :

1- ما هو تأثير توزيع الأرباح على حوكمة الشركة الشركات ؟

2- ما هو تأثير حجز الأرباح على حوكمة الشركات ؟

وبناء عليه بنيت الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى : كلما ارتفعت حوكمة الشركات كلما عمدت إلى توزيع الأرباح (علاقة طردية).

الفرضية الثانية : كلما انخفضت حوكمة الشركات كلما عمدت إلى احتجاز الأرباح (علاقة عكسية).

الفرضية الثالثة : توزيع الأرباح يعزز الرقابة الداخلية من قبل الملاك والرقابة الخارجية من قبل البورصات .

الفرضية الرابعة : احتجاز الأرباح يقلل الرقابة والشفافية في إدارة استثمارات الشركة .

ث. أهمية الموضوع و دوافع اختياره:

- الموضوع البحث حديث لا زال محل النقاش و الجدل بين الباحثين ، وإثرائه بدراسة جديدة يعزز الدراسات السابقة التي عاجلت هذا الموضوع والدراسات التطبيقية المتوافرة سابقا.
- الشركات الحالية في حاجة إلى الحوكمة من أجل تحسين أدائها وتعزيز قدراتها وزيادات معدلات النمو.
- الحوكمة لها دور في المجتمع تلعبه الشركات يتمثل في مسؤولياتها اتجاه البيئة والأفراد ، وقد أصبحت ثقافة يتوجب تعميمها خصوصا في المجتمع العلمي كالجامعات.
- سياسة توزيع الأرباح لها انعكاس كبير على قيمة ومركز الشركات ، ونموها وتطورها سواء تعلق الأمر بالتمويل أو بالاستثمار ، لذا وجب طرح الموضوع للبحث والدراسة.

ج - أهداف الدراسة:

الأهداف التي نرغب الوصول إليها من خلال هذا البحث:

- التعريف بالمفاهيم الأساسية للحوكمة وسياسة توزيع الأرباح ، وإبراز نتائجهما .
- تحديد وقياس أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح.
- التعريف بمؤشرات السهم السنوية وأثره على قرارات سياسة توزيع الأرباح وتحديد نسبها السنوية . ومدى أثر الحوكمة على سياسة توزيع الأرباح في شركة أوريدو .

ح. حدود الدراسة :

نظريا : نظرية الوكالة في الحوكمة و البحث في أحد أهم النظريات المالية المفسرة للحوكمة الرشيدة و هي سياسة توزيع الأرباح و دراسة العلاقة بينهما من خلال الإشكالية وفرضياتها .
تطبيقيا : - الحدود المكانية :شركة أوريدو للاتصالات قطر تملك حصة 80 بالمئة من أوريدو الجزائر للاتصالات ، وهي تتبنى قواعد الحوكمة ومدرجة في سوق مالي يتبناها أيضا. لذا يمكن قياس أدائها وسياسة توزيع أرباحها طبقا لقواعد حوكمة الشركات.

- الحدود الزمانية : الفترة البحثية المدروسة (2011-2018).

- الحدود البشرية : المدراء الماليين وحملة الأسهم.

خ. منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة:

نظريا المنهج الوصفي ، هو الأسلوب المناسب لهذه الدراسة .من خلاله يمكن فحص الظاهرة محل الدراسة حوكمة الشركات ، أبعادها ، آثارها على سياسة توزيع الأرباح ، ويسمح دراسة الحالة . وتطبيقيا استخدمنا البرنامج الإحصائي Eviews10 كأداة لتحليل المعطيات.

د. صعوبات البحث:

- قصر الفترة المخصصة لتقديم البحث .
- نقص الكتب في الموضوع بالمكتبات المحلية المتاحة.

- صعوبة الوصول إلى المعلومات في الجانب التطبيقي بالتواصل الواقعي والاكتفاء بالتواصل الإلكتروني.
ذ. هيكل البحث:

الدراسة اعتمدت طريقة EMRAD ، وحسب هذه الطريقة الحد الأقصى للمذكرة 65 صفحة ، 20 بالمئة للنظري و 80 بالمئة للتطبيقي عليه فهو ينقسم إلى فصلين كآآتي:

الفصل الأول: تضمن مراجعة الأدبيات النظرية في ثلاثة مباحث تطرقت إلى الحوكمة ، ماهية سياسة توزيع الأرباح ، وأهم الدراسات السابقة عالجت موضوع الدراسة.

الفصل الثاني : تضمن الدراسة الميدانية في ثلاثة مباحث ، شرح الإجراءات المنهجية للدراسة من جمع المعلومات والبيانات المتعلقة بفترة الدراسة ، نتائج التحليل الإحصائي لتلك البيانات باستخدام برنامج Eviews10 وأخيراً عرض ومناقشة النتائج ومقارنتها بالفرضيات.

الفصل الأول

مراجعة الأدبيات النظرية

الحوكمة وسياسة توزيع الأرباح

تمهيد

الحوكمة من المفاهيم الاقتصادية الحديثة في إدارة الأعمال ، هي إحدى نتائج الأبحاث والدراسات حول نظرية الوكالة التي تقضي بضرورة الفصل بين الملكية والإدارة . وكغيرها من المفاهيم ، تعددت تعاريفها وكذلك معاييرها حسب وجهات نظر الباحثين والهيئات المالية والاقتصادية المختصة . لكنهم أجمعوا على أهدافها للشركة ولالاقتصاد الدول . في نفس السياق سياسة توزيع الأرباح تعددت دراسات الباحثين لها ، وتوصلت الأبحاث إلى مفهومها ، والعوامل التي تؤثر فيها ، وظهرت عدة نظريات تفسرها وتدرس طبيعة العلاقة بينها وبين حوكمة الشركات .

وكذلك تقييم الشركات الذي يحدد الطرق والكيفيات والنماذج المتاحة للشركات ، التي من خلالها تحدد أرباحها واتخاذ قرار توزيعها أو احتجازها وتطبيق السياسات المناسبة لكل حالة . الدراسات السابقة التي تعتمد عليها هذه الدراسة ، تطرقت لكل تلك المفاهيم وتوصلت إلى خلاصات ونتائج حاولت هذه الدراسة الارتكاز عليها كمنطلق للدراسة التطبيقية التي نحن بصددتها .

المبحث الأول : الحوكمة

يبحث المفاهيم الأساسية للحوكمة والحاجة والأسباب التي دعت إليها ، ويعرض خصائصها ومبادئها ، ويتطرق لمحدداتها الداخلية والخارجية ، والمعايير المختلفة لكل من الهيئات والمنظمات المالية والاقتصادية.

المبحث الثاني : سياسة توزيع الأرباح

يعرّف بـسياسة توزيع الأرباح ويعرض إلى أنواعها وأقسام كل نوع ، ويعدّد العوامل المؤثرة فيها ، ويسرد النظريات المختلفة المفسرة لها ، ويتعرض إلى القيمة والتقييم والنماذج المختلفة لطرق التقييم .

المبحث الثالث : الدراسات السابقة التي بحثت موضوع الدراسة سابقا ، بعرض الطرق والمناهج التي اعتمدها في البحث ، وحدوده المكانية والزمانية والبشرية ، وكذلك الأساليب النظرية والاحصائية المعتمدة في البحث ، وقراءة النتائج التي توصلت إليها وبنيت على أساسها الدراسة التطبيقية الحالية .

المبحث الأول: الحوكمة:

المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للحوكمة

الفرع الأول: مفهوم الحوكمة وخصائصها

لقد تعددت مفاهيم الأسواق المالية واختلفت تعاريفها وعليه سيتم التطرق إلى أهمها وكذا الخصائص التي تميزها.
أولاً- مفهوم الحوكمة:¹

مصطلح الحوكمة بإيجاز ترجمة للمصطلح الاتيني CORPORATE/GOVERNANCE يعني علمياً كما أُجمع واتفق عليه : " أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة " .

على أن تعريفات الحوكمة تباينت من بتباين آراء الجهات ذات الشأن بها ، ومن أبرزها :

مؤسسة التمويل الدولية IFC عرّفت الحوكمة أنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها " .²

بينما ترى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD أنها: " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين " .³

فيما يرى آخرون أنها: " مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين " .⁴

فإجمالاً يقصد بالحوكمة النظام الذي تنتهجه الشركات ، يتعلق الأمر بشركات المساهمة خصوصا لتعدد الأطراف والمصالح المتجمعة في إطار الشركة الواحدة. أي أنها إرساء قواعد لنظام يحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية المؤثرة في الأداء وتحديد المسؤوليات وكذا تعزيز ضمانات بقاء واستمرار المنظمة على المدى الاستراتيجي.

(1)Alamgir, M. (2007). *Corporate Governance: A Risk Perspective*, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.

(2) Freeland, C. (2007). *Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks*, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.

(3) البنك الأهلي المصري، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات. النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، 2003.

(4) نفس المرجع السابق

ثانياً- الحاجة الحوكمة:

الحاجة لمواجهة الأزمات التي عصفت خلال العقود القليلة الماضية هي من أوجدت الحوكمة ولعل أبرزها:
 (1) الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي ضربت عدة دول في شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا خلال عقد التسعينات من القرن العشرين.

(2) التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق القائم على القطاع الخاص لتعزيز معدلات نمو تطلب الأمر تكوين الشركات المساهمة التي تطرح أسهمها على الاكتتاب العام لإنجاز المشروعات التنموية التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة. مما يحتم ويعزز انفصال الملكية عن الإدارة وتعزيز الرقابة على أداء الإدارة التنفيذية.

(3) الانفتاح المالي وتحرير الأسواق المالية وتنامي عبور رؤوس الأموال للحدود للشركات ، بحثا عن مصادر تمويل بأقل التكاليف.

(4) الانهيارات المالية والمحاسبية التي ضربت الاقتصاد الأمريكي خلال السنوات الأخيرة دفعت الكونغرس الأمريكي لإصدار قانون Sarbanes-Oxley في 2002/7/30 أقرت تطبيقه لجنة البورصة في 2002/8/27 ، القانون مقومات الحوكمة في الولايات المتحدة وأهمها:

-مساءلة عناصر إدارة الشركة عما ترتكبه من مخالفات.

-استقلال لجان المراجعة بكامل اعضائها.

-تعزيز استقلال المراجع الخارجي.

-تعزيز دور مجلس الإشراف المحاسبي على الشركات المساهمة.

ولعل الأبرز كان أزمة شركتي أنرون وورلد كوم في الولايات المتحدة في عام 2001. وهذا ما دفع إلى عولمة حوكمة الشركات.

بالتالي فنياً غاية ضوابط وأسس الحوكمة تحقيق الشفافية والعدالة ، والحق في مساءلة إدارة الشركة، لأجل حماية المساهمين وكل أصحاب المصلحة ، بالأخذ في الاعتبار مصالح المنظمة والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، مما ينعكس بالإيجاب على تنمية الاستثمار وتشجيع التدفقات ، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وخلق فرص عمل جديدة. فضلا أن تلك القواعد تعزز أهمية الالتزام بأحكام القانون، والسعي لضمان مراجعة الأداء المالي، وإرساء هياكل إدارية تتيح محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تشكيل لجان مراجعة خارج أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تضطلع بمهام واختصاصات لها كافة الصلاحيات للرقابة المستقلة على التنفيذ والأداء.

الفرع الثاني: خصائص وقواعد الحوكمة

أهم خصائص الحوكمة وأبرز القواعد التي تحكمها تتمثل في التالي :

1- خصائص الحوكمة:

تتميز حوكمة الشركات بالخصائص التالية:

1. الإنضباط: نصح السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح.
 2. الشفافية: عرض الحقائق والوقائع كما حدثت دون زيف.
 3. الإستقلالية: في الأداء واتخاذ القرار دون ضغوط وتأثيرات جانبية خارج الأطر التنظيمية .
 4. المساءلة: مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية ملزم بتقديم حصيلة أدائه للمناقشة والتقييم .
 5. المسؤولية: الكل مسؤول أمام الكل دون استثناء ، بالنسبة لجميع أصحاب المصالح في الشركة.
 6. العدالة: القواعد والنظم هي الضمانة للحقوق والواجبات لكل أصحاب المصالح في الشركة.
 7. المسؤولية الاجتماعية: الشراكة مع مختلف الهيئات المجتمعية والتضامن والمساهمة في ترقية المواطن والمجتمع.
- 2- قواعد الحوكمة:

ترتكز حوكمة الشركات على ثلاث ركائز هي:

- 3- السلوك الأخلاقي: حسن السلوك والإلتزام بأخلاقيات المهنة الرشيد والوقوف على مسافة واحدة من كافة أصحاب المصالح بالشركة وشفافية التقارير المالية.
- 4- تفعيل أدوار أصحاب المصلحة : الهيئات المشرفة الرسمية "هيئة سوق المال - وزارة الاقتصاد - سوق الأوراق المالية - البنك المركزي" وكذا الأطراف المناطة بالإشراف والرقابة "المساهمون - مجلس الإدارة - لجنة المراجعة - المراجعون الداخليون - المراجعون الخارجيون" وأصحاب المصالح الآخرون " الموردون - العملاء - المستهلكون - المودعون - المقرضون".
- 5- إدارة المخاطر: إرساء نظام لإدارة المخاطر ، والإفصاح بشفافية وإخطار المستخدمين وأصحاب المصلحة بما في الوقت المناسب.

الفرع الثالث: محددات الحوكمة

يجمع المختصين أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتطلب مستوى جودة نوعين المحددات: المحددات

الخارجية ، و الداخلية . الشكل (1-1) .

أ- المحددات الخارجية:

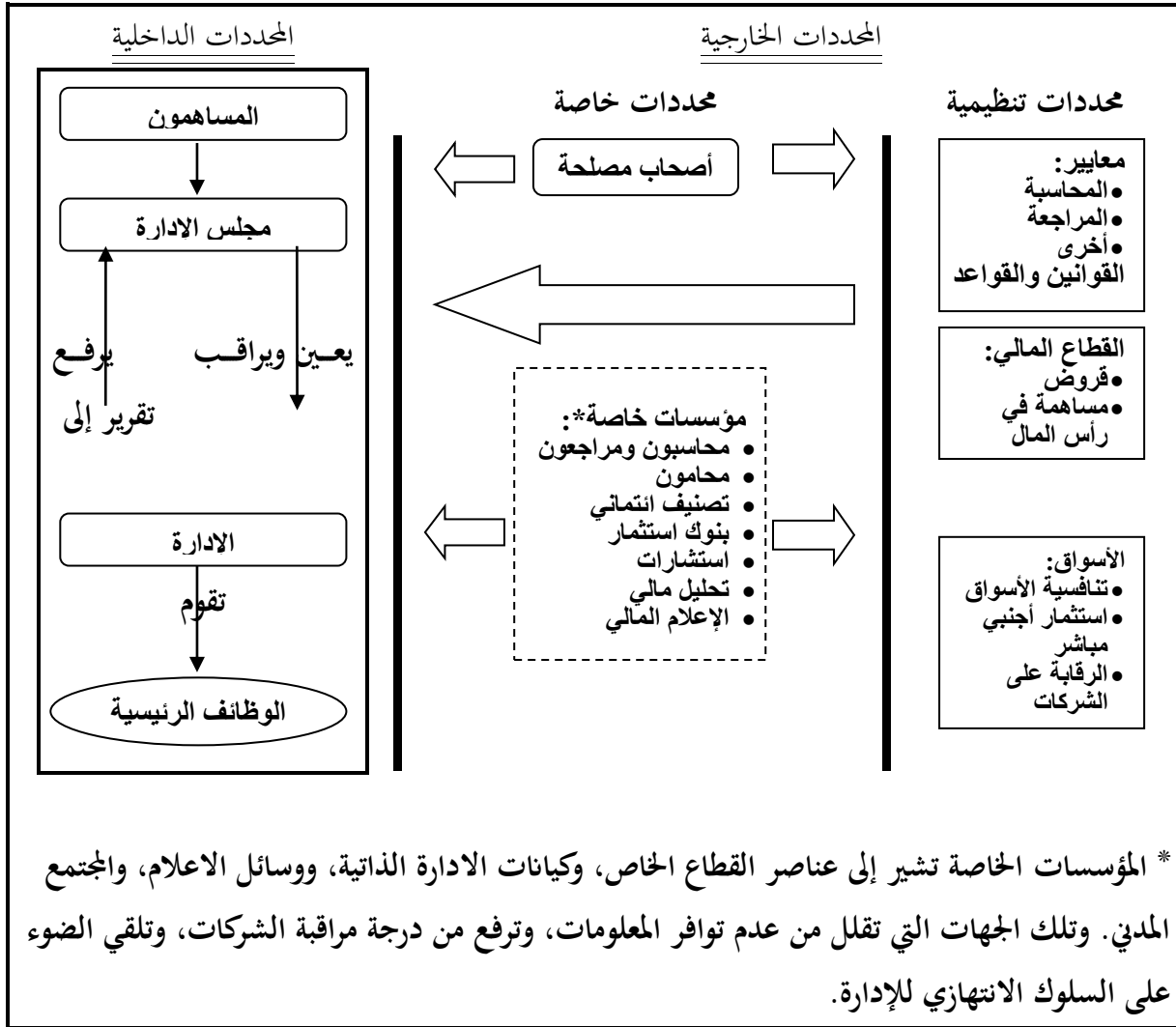
يشمل بيئة الاستثمار العام في الدولة أي البيئة الخارجية كالتشريعات المنظمة للنشاط الاقتصادي (قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس) ، كفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج ، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (ومنها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق، مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها) بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية. وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن

وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.¹

ب- المحددات الداخلية:

تشمل البيئة الداخلية أسس وقواعد اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، مدى تطبيقها يحدد التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة.²

شكل (1-1): المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة



:المصدر Iskander, M. and N. Chamlou. (2002). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. P: 122, Fig. 6.1. Published in: *Globalization and Firm Competitiveness in the Middle East and North Africa Region*, edited by: S. Fawzy. Washington: World Bank.

¹ Fawzy, S. *Ibid.* pp: 3-4.

² *Ibid.* p: 4.

المطلب الثاني: أهداف ومعايير الحوكمة

تنقسم أهداف الحوكمة لأهداف تتعلق بالاقتصاد الكلي وأخرى بالاقتصاد الجزئي ، وتختلف معاييرها من هيئة مالية واقتصادية إلى أخرى .

الفرع الأول: أهداف الحوكمة⁽¹⁾ :

رفع الكفاءة وتحسين أداء المؤسسات ، ومواجهة الغش وتضارب المصالح والتصرفات اللامسؤولة بضوابط وقواعد صارمة، وتعزيز الرقابة، وضع هيكل يحدد الحقوق والواجبات، والقواعد والإجراءات ومخططات السير الحسن للعمل

(أ) أهداف الحوكمة على مستوى الاقتصاد الوطني:

- تعزيز الثقة في الاقتصاد الوطني .
- تعزيز دور البورصة وقدراتها على تشجيع الادخار وزيادة معدلات الاستثمار.
- حماية حقوق الأقلية "صغار حملة الأسهم"
- تشجيع القطاع الخاص ورفع تنافسيته.
- رفع معدلات التشغيل وفرص العمل.
- بلوغ معدلات النمو المتوقعة والمأمولة .

(ب) أهداف الحوكمة على مستوى الشركة:

- تحقيق الشفافية التامة والإفصاح بنشر التقارير المالية والعدالة .
- منح حق مساءلة إدارة الشركة بمناقشة وتقييم أدائها ومراقبته .
- تحقيق الحماية للمساهمين بالحفاظ على مصالحهم من استغلال الإدارة .
- مراعاة مصالح العمل أي مصلحة الشركة ومصالح العمال من حقوق وواجبات .
- الحد من استغلال السلطة في المصالح الخاصة بدل المصلحة العامة .
- تعظيم الربحية وبالتالي زيادة العوائد المالية .
- الالتزام بأحكام القوانين الحاكمة التشريعية منها وانظم الداخلية للشركات .
- العمل على ضمان مراجعة الأداء المالي من قبل هيئات محايدة .
- وجود هيكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة من قبل حملة الأسهم .
- تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين تكون لها مهام واختصاصات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

(1) الأستاذ علي محمود ، الأستاذ محسن ناصر، دور الرقابة الداخلية في تطبيق نظام الحوكمة، سورية

الفرع الثاني: معايير الحوكمة:

بعد التوسع في اعتماد حوكمة الشركات ، قامت الهيئات المعنية بدراسة مفهومه وتحليله ووضع معايير محددة لتطبيقه. أبرز تلك الهيئات: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وبنك التسويات الدولية BIS ممثلاً في لجنة بازل، ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. وباختلاف مفهوم الحوكمة اختلفت المعايير أيضا .

معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية¹

يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 1999، علماً بأنها قد أصدرت تعديلاً لها في عام 2004.² وتتمثل في:

- 1- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقاً مع أحكام القانون، وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.
- 2- حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
- 3- المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
- 4- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة: وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحوصلهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء.

¹ - البنك الأهلي المصري، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات. مرجع سبق ذكره. ص: 11.

¹ - فؤاد شاكر، الحكم الجيد في المصارف والمؤسسات المالية العربية حسب المعايير العالمية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر المصري العربي لعام 2005 " الشراكة بين العمل المصرفي والاستثمار من أجل التنمية "، منشورة في:

Egyptian Banking Institute, Corporate Governance in the Banking Sector Workshop, March 2006.

Fawzy, S. Ibid. pp: 5-6. -

²OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, 2004.

- 5- الإفصاح والشفافية: وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.
- 6- مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

■ معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية (Basel Committee)¹

وضعت لجنة بازل في العام 1999 إرشادات خاصة بالحوكمة في المؤسسات المصرفية والمالية، وهي تركز على :

- 1- قيم الشركة وموثيق الشرف للتصرفات السليمة وغيرها من المعايير للتصرفات الجيدة والنظم التي يتحقق باستخدامها تطبيق هذه المعايير.
- 2- إستراتيجية للشركة معدة جيدا، والتي بموجبها يمكن قياس نجاحها الكلي ومساهمة الأفراد في ذلك.
- 3- التوزيع السليم للمسئوليات ومراكز اتخاذ القرار متضمنا تسلسلا وظيفيا للموافقات المطلوبة من الأفراد للمجلس.
- 4- وضع آلية للتعاون الفعال بين مجلس الإدارة ومدققي الحسابات والإدارة العليا.
- 5- توافر نظام ضبط داخلي قوي يتضمن مهام التدقيق الداخلي والخارجي وإدارة مستقلة للمخاطر عن خطوط العمل مع مراعاة تناسب السلطات مع المسئوليات (Checks & Balances).
- 6- مراقبة خاصة لمراكز المخاطر في المواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح، بما في ذلك علاقات العمل مع المقترضين المرتبطين بالمصرف وكبار المساهمين والإدارة العليا، أو متخذي القرارات الرئيسية في المؤسسة.
- 7- الحوافز المالية والإدارية للإدارة العليا التي تحقق العمل بطريقة سليمة، وأيضا بالنسبة للمديرين أو الموظفين سواء كانت في شكل تعويضات أو ترقية أو عناصر أخرى.
- 8- تدفق المعلومات بشكل مناسب داخليا أو إلى الخارج.

■ معايير مؤسسة التمويل الدولية²

- وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي في عام 2003 موجهاً وقواعد ومعايير عامة تراها أساسية لدعم الحوكمة في المؤسسات على تنوعها، سواء كانت مالية أو غير مالية، وذلك على مستويات كالتالي:
- 1- الممارسات المقبولة للحكم الجيد.
 - 2- خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد الجديد.
 - 3- إسهامات أساسية لتحسين الحكم محليا.

فؤاد شاكر، الحكم الجيد في المصارف والمؤسسات المالية العربية حسب المعايير العالمية، مرجع سبق ذكره.¹

فؤاد شاكر، المرجع السابق.²

المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح :

المطلب الأول: مفهوم وأنواع سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح هي " مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة ، وتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم"¹.

الأرباح في شركات المساهمة العامة تتعلق بأرباح الأسهم يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة².

توزيع الأرباح خيارا لمجلس إدارة الشركة وليس التزاما قانونيا على الشركة .

سياسة توزيع الأرباح إحدى أهم نظريات الإدارة المالية لارتباطها المباشر بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق المالية ، ولا تزال مثار جدل في مجال الإدارة والاستثمارات المالية . وترتبط بهدفين رئيسيين :

أولا توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح .

ثانيا تعظيم ثروة المساهمين في الشركة . وتتجلى نوعان من توزيعات الأرباح : التوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم.

الفرع الأول: التوزيعات النقدية: تنقسم بدورها الى ثلاث أنواع:³

1- توزيعات الأرباح الثابتة: تكون توزيعات الأرباح نقدية على المساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد

الذي تعمل به الشركة ، ويمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم ، التوزيعات حسبها مرتبطة طرديا بالأرباح فيمكن أن تزيد أو تنخفض أو لا توزع أصلا انخفاض ، ونظرا لكون التوزيعات مؤشرا على حالة الشركة فذلك سيؤثر سلبا على سعر أسهمها في السوق المالي .

2- توزيع الأرباح منتظمة: تقوم على دفع توزيعات أرباح بالعملة المحلية في كل فترة زمنية فصلية أو موسمية ، يعتبرها

المساهمين إيجابية ، كونها تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية.

- زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي¹ الجزائر- مجلة البحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010، ص85.

- علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق² الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص³

- 3- توزيعات الأرباح منخفضة ومتزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة ، تزيد التوزيعات بزيادة أرباح الشركة بنسبة أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة ، تعتمد على الشركة
- 4- حين تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

الفرع الثاني: التوزيعات في شكل أسهم: وتنقسم بدورها الى:

- 1- التوزيعات على شكل أسهم مجانية: يحصل المستثمر على عدد من الأسهم بدل التوزيعات النقدية ، نسبة لما يمتلكه من أسهم الشركة . من بين آثارها المباشرة لهذه الخفض للقيمة السوقية للسهم ، وهي إجراء تتخذه الشركة حال ارتفاع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين المقبلين على شراء أسهمها.¹
- 2- تخفيض القيمة الإسمية للسهم: تجزئة الأسهم أي أن الشركة تلجأ الى تخفيض القيمة الإسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال . وهي سياسة توزيعات مجانية على تهدف في النهاية الى تخفيض القيمة السوقية للسهم ، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين.²
- 3- إعادة شراء الأسهم العادية: الأسهم النقدية ، قد الشركة في بعض الظروف تعيد شراء أسهمها العادية أصدرتها بالتالي خلق أسهم يعاد شراؤها بطريقة ما كأن يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها ، أو من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد . بصفة عامة إعادة الشراء تحدث إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية.³

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

المدير المالي وهو يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية يتوجب عليه مراعاة عدة عوامل من أهمها:

الفرع الأول: القوانين التنظيمية: الشركات تخضع لقوانين وأنظمة بلدان النشاط أو المنشأ ، كقانون الشركات وقانون هيئات أسواق الأوراق المالية وأنظمتها و تعليماتها، ما يتعلق بتوزيع الأرباح أساسا معظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني والذي يقاس بالقيمة الإسمية للأسهم العادية وفي بعض الدول يضاف الى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة ماليا أو مفلسة قانونيا.⁴

- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 1.722

- نفس المرجع، ص 725.

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

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص 310.

الفرع الثاني: عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة: الشركات التي ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فيمكنها توزيع هذه الأرباح نقداً ، وفي حال توفر فرصة استثمارية مربحة ، يمكنها استخدام تلك الأرباح في تمويلها.¹

الفرع الثالث: الشروط و الاعتبارات التعاقدية: الاتفاقات والعقود التي تحكم الشركة و الدائنين ، وكذا حملة الأسهم الممتازة ، قد تتضمن شروطاً تكبل الشركة في التصرف ، حماية للدائنين أو لحملة الأسهم الممتازة . كأن يشترط الدائنون تعطيل التوزيعات النقدية على حملة الأسهم العادية لغاية الوفاء بتلك الشروط ، ومنها قد مثلاً الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل.²

الفرع الرابع: الضرائب الشخصية على دخل المساهم: الدخل الذي يحصل عليه حملة الأسهم من توزيعات للأرباح أو من الأرباح والمكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها الآجال الطويلة خاضع للضريبة . والضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل عموماً من الضريبة على التوزيعات . بالتالي النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية.³

الفرع الخامس: اعتبارات السوق: السوق المالي ومنشوراته المعلوماتية بخصوص سياسة توزيع الأرباح ، تشكل أهمية ومرجع للمساهمين . دفع الأرباح مؤشر قوي عن أداء الشركة مستقبلاً ، فسياسة توزيع الأرباح المستقرة و الثابتة تبعث بمؤشر إيجابي يعكس قوة المركز المالي للشركة، ينتج ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، عكس توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح ، فهو مؤشر سلبي يتنبأ بانخفاض أرباح الشركة مستقبلاً ينتج هنع انخفاض سعر سهم الشركة في السوق.⁴

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تباينت النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح بتباين الحالات والوضعيات المالية للشركة ، نستعرضها فيما يلي:

الفرع السادس: نظرية الوكالة

تظهر الوكالة أنه ونتيجة لتقسيم صافي دخل الشركة كأرباح موزعة (أرباح السهم) على حملة الأسهم ، ربما سيحصلون على حقوق أكبر يستغلونها كقوة للتأثير في سياسة توزيع أرباح. من خلال الحماية القانونية للدولة أو عبر تطبيقات حوكمة الشركات. لأنها تفترض أن المساهمين يفضلون خيار توزيع الأرباح على احتجازها ، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة لأن حماية المستثمرين فيها ضعيفة مقرر بنظيرتها من الأسواق . في حين أن سياسة توزيع الأرباح تتطلب أن تتوافق مع أهداف الشركة وتسعى لتعظيم ثروة المساهمين ، وقد اختلفت الآراء حول السياسة المثلى التي تحقق ذلك التوازن

- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 204.¹

- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 241.²

- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 205.³

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص 313.⁴

وقد حاولت الكثير من النظريات والدراسات الوصول إلى تفسير كامل وشامل لسياسات توزيع الأرباح في الشركة، غير أن معظم هذه المحاولات لم تأت بالدليل القاطع والمقنع، الذي يثبت واقعية التعامل مع الأرباح . نظرية الوكالة التي تدرس التأثير الموجود بين سياسة توزيع الأرباح وعلاقة الوكالة . نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة وتسييرها فمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة . فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخصي أو آخرين في القيام بتسيير الشركة نيابة عنه. وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك، مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب . فبطبيعة الحال المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية الشركة، فممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين فتتأثر حوكمة الشركات وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم¹

. تلجأ الشركات إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي والمرتبط خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل، وبالخصوص فالشركات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة . وتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح فالشركة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر خارجية للتمويل (المتعلقة بالبحث وإصدار أسهم و/أو سندات لتوفير السيولة)، ومن ناحية أخرى فممكن أن تتولد تكاليف أخرى (مثلاً تكلفة الوكالة) جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة . وهناك عدة دراسات في هذا المجال (1967 إلى 1993) أثبتت أن الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم بقيمة 10% يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 34,1%، ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم بنسبة 71,3%، كما أن سعر السهم يتغير تناسبياً مع التغير في أرباح السهم، ومع ثبات العوامل الأخرى فاستجابة السوق المالية للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها¹ . البحث عن التمويل المناسب من شأنه تخفيض تكاليف الوكالة، لجوء الشركة إلى التمويل عن طريق الديون يرفع احتمال إفلاسها والذي يؤدي بتكاليف الوكالة إلى الارتفاع، فبإمكان الشركة أن تلجأ إلى سياسة توزيع الأرباح لتأكيد صحتها المالية، فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة، ومن ثم تحسين حوكمة الشركات . وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشراً على أن إدارة الشركة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية التي تكون نتيجة قيام المسيرين باستعمال فائض التدفقات النقدية في مصلحتهم الخاصة، كاختيار الاستثمارات التي تعظم من منفعتهم الشخصية دون منفعة المساهمين، وبذلك فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض المجال الذي يمكن للمسيرين أن يستعملوه لتحقيق الأغراض الشخصية، وترتفع بذلك القيمة السوقية للشركة ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات أرباح السهم، أي أن الحوكمة تتحسن . وفي المقابل فإن الزيادة في توزيعات هذه الأرباح، قد يعنى في الوقت نفسه حاجة الشركة إلى أموال

خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة، مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية واعتماد الشركة على الديون في هيكلها المالي يؤدي بظهور مشكل الوكالة بين المساهمين والمديرين من جهة، والمديرين وأصحاب الديون من جهة أخرى، أين تتأثر حوكمة الشركات . عندما ترتفع نسبة الديون في الهيكل المالي للشركة فحتماً ترتفع مخاطر الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة ويرتفع بذلك معدل الفائدة على الديون وكذا الضمانات المطلوبة وبالتالي تكلفة التمويل ترتفع ما يؤثر سلباً على قيمة الشركة، فتدهور حوكمة الشركات . فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في الشركة ما يجعل الشركة تبحث عن النسبة المثلى لتوزيع الأرباح للتقليل من مشكل الوكالة، كما أن لجوء الشركة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون فهذا ممكن أن يؤدي إلى أن تكون الديون الجديدة بشروط تحد من توزيعات الشركة للأرباح) وفي حالة هناك فصل قوي بين المديرين والمساهمين فإن نسبة الأرباح الموزعة تكون منخفضة ذلك أن قوة الفصل تنقص من قدرة المساهمين على التحكم في تصرفات المديرين .¹

ولقد انتقلت مشكلة الوكالة من بين المساهمين والمديرين إلى بين المساهمين في حد ذاتهم، هناك بعض الشركات تكون نسبة الملكية فيها تملك لجهة معينة من المساهمين (أصحاب الأغلبية) وهذا المركز يتيح لهم العديد من المزايا وإمكانية التأثير على الشركة، فقد يلجأ هؤلاء إلى إجبار المديرين على تحقيق أهداف لا تخدم المساهمين الذين يملكون نسب ضئيلة في هذه الشركة (أصحاب الأقلية) فينشأ نتيجة لذلك تضارب للمصالح بين المساهمين فتتضاعف مشاكل الوكالة مخلفة سوء الحوكمة في الشركة .¹

ونظراً لأن المستثمرين المؤسسيين لهم تفضيلات ضريبية مما يدفعهم إلى البحث عن الشركات الأحسن والتي تقوم بتوزيع الأرباح، فانطلاقاً من هذه الفكرة يقوم المديرون بتوزيع أرباح السهم لجذب انتباه هذه الفئة من المستثمرين لأنهم يعتبرون الأحسن اطلاعاً على الصورة الحقيقية للشركة من المستثمرين الآخرين، كما لهم القدرة على اكتشاف الشركات ذات النوع العالي، ومن ذلك يتم استعمال هذه المعلومات من طرف المديرين لمراقبة مشكلة الوكالة، كما يلعب المستثمرون المؤسسيون دور فعال في مراقبة التسيير، فيزيدون من درجة حوكمة الشركات النظريات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح إلى فئات

الفرع الأول: نظرية الفائض

نظرية المتبقي (الفائض) الأكثر تفضيلاً من قبل المساهمين بشركات الأعمال في تقرير مصير بالأرباح المحققة أي الفائض¹، النظرية تقضي بعدم توزيع الأرباح على المساهمين ، قبل تمويل كافة المشاريع الاستثمارية المرحة ، توزيع الأرباح من الأموال يقتصر على المتبقي من تمويل المشاريع المجدية اقتصادياً للشركة.²

الفرع الثاني: نظرية عدم ملاءمة التوزيعات

موديغلياني وميلر "M&M" سنة 1961 من أهم روادها يعتقدان أن قيمة المؤسسة تتوقف على الاستعمال الأمثل للموارد المختلفة المتاحة ، لا التعامل مع الأرباح . يشددان على كفاءة الاستثمار كونها المحدد الرئيسي لثروة المساهمين ، أما كيفية

- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص 625.¹

- فايز سليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص 309.²

تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة ، يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة . النظرية قائمة على مجموعة من الافتراضات الغير واقعية والغير قابلة للتطبيق العملي¹.

الفرع الثالث: نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد)

نظرية "ميرون غوردن وجون لنتر" كما نسبت إليهما ، بنيت على نقد فرضية "موديغلياني وميلر" التي نفت العلاقة بين سياسة التوزيع و القيمة السوقية . فهما اقترحا العكس أي أن هنالك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في التوزيعات الأرباح وقيمتها السوقية ، وأساس هذه النظرية هو مجازاً العصفور في اليد خير من عشر فوق الشجرة ترى أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية.²

الفرع الرابع: نظرية التمييز الضريبي

"ليزن بيرجي و راما سواني" هما من تبنى النظرية ، لشرح أثر الضريبة على المستثمر ، هي ترفض نظرية عدم ملاءمة التوزيعات وتعكس النظرية السابقة . فهي تشجع المؤسسات على الاحتفاظ بأكثر قدر من الأرباح المحصلة . مبدأها أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها بسبب التمييز الضريبي الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالضريبة على التوزيعات. وتبعاً للتمييز الضريبي ، يتوجب على الشركات تخفيض التوزيعات النقدية لأدنى مستوى لصالح تعظيم قيمة الأسهم ، مجازاً يطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة³.

الفرع الخامس: نظرية الإشارة

تتعلق بتفاوت المعلومات بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي فهي متباينة . فأصحاب الفوائض غايتهم مصادر التمويل المثلى فيرسلون إشارة نوعية و كمية تعكس مركزهم المالي وتفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل ، بينما غاية أصحاب العجز المالي أحسن استثمار ممكن لفوائضها المالية . النظرية أيضا تبرز اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات بالزيادة أو بالنقصان في توزيعات الأرباح وسعر السهم ، وهو لا يعكس بالضرورة خيار المستثمرين للتوزيعات الأرباح على الاحتفاظ بها ، فتغير سعر السهم كان انعكاسا للمعلومات المهمة التي يتضمنها إعلان توزيع الأرباح، كدلالة على فحوى تلك التوزيعات.⁴

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

2 - لمزيد من التفصيل أنظر: ²

3 - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص309.

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

5 - زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص85.³

6 - بريش عبد القادر و بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص16.⁴

المبحث الثالث: الدراسات السابقة:

المبحث يتناول عرض ونقد الأبحاث والدراسات العلمية السابقة .

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة :

أولاً- دراسة ميدانية قواعد الحوكمة على جودة الأرباح

(الشركات الصناعية المساهمة العامة) ط/ ميسم إشراف د.نجيب مسعود ماجستير محاسبة كلية الأعمال جامعة الشرق الأوسط سنة 2014.

الدراسة بحثت أثر تطبيق قواعد الحوكمة على جودة الأرباح على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات تعاملت الباحثة مع نوعين من البيانات أولية وثانوية من 87 شركة تمثل مجتمع الدراسة وخلصت : إلى أن هناك أثر (للهيكل التنظيمي لمستويات السلطة والمسؤولية ، والعدالة والمساواة بين المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى ، وتحميل المسؤولية ومساءلة الإدارة ، وحماية المستثمرين والمساهمين ، وإدارة المخاطر ، وجود نظام كفؤ وفعال للرقابة الداخلية) على جودة الأرباح.

ثانياً- / العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و توزيعات الأرباح و تأثرها بصعوبات التمويل الخارجي. علام محمد موسى (175 شركة) السوق المالي الكويتي ، عمادة البحث العلمي ، الجامعة الأردنية 2014.

الدراسة بحثت العلاقة بين حوكمة المؤسسات و توزيعات الأرباح على عينة من 175 شركة مساهمة كويتية خلال الفترة (2008-2011) باستخدام الاختبارات المعلمية وغير المعلمية حصلت الدراسة على أدلة تجريبية تدعم وجود تلك العلاقة وتدعم فرضية أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لجودة حوكمة المؤسسة ولم تؤثر فيها صعوبة التمويل الخارجي .

ثالثاً- / العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة د. هاشم حسين جامعة الإسراء كلية العلوم الاقتصادية جامعة بغداد 2008.

الدراسة بحثت عشوائيا وعلى مختلف القطاعات الاقتصادية العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح على 15 من الشركات المساهمة المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية من خلال 60 استبيان موزع على المسؤولين الإداريين والماليين في تلك الشركات جمعت منها 53 واستبعدت 07 وخلصت إلى أن الأرباح هدف مشترك بين إدارة الشركة والمساهمين ، لكن التذبذب في معدلاتها يجعل المساهمين في حالة عدم التأكد من مقدار العائد ، وأن هناك عوامل مؤثرة على توزيع الأرباح (المديونية ،

السيولة النقدية ، التوسع في الاستثمار ، السيولة النقدية) . ولأن أغلبية المساهمين يعتبرون توزيع الأرباح دورياً مصدر دخل لهم فهم يفضلون توزيعها بدل احتجازها .

رابعاً- مدى إمكانية تطبيق نظام حوكمة الشركات الإقتصادية و المالية و حاجتها للأنظمة و القوانين (دراسة حالة الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية) ، رسالة دكتوراه ط/ ديبالا الرزي ، إشراف د/ خير الدين ، كلية العلوم الإقتصادية جامعة بوبكر بلقايد 2013.

الدراسة بحثت مدى إمكانية تطبيق نظام حوكمة الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية طبقاً للأنظمة والقوانين الداخلية المعمول بها في الشركات خلال الفترة 2009-2013 من خلال علاقة ست متغيرات مستقلة (وجود أساس قانوني وتنظيمي فعال للحوكمة - حقوق المساهمين - المعاملة المتساوية للمساهمين - دور أصحاب المصالح - الإفصاح والشفافية - مسؤولية مجلس الإدارة) بالحوكمة كمتغير تابع . من خلال توزيع استبيان على 46 شركة مدرجة في قطاعات مختلفة باستخدام الأساليب الإحصائية. وقد خلصت إلى أنه يمكن تطبيق نظام الحوكمة على السوق المالية ، وأن هناك أثر إيجابي للحوكمة على جودة الشركات.

المطلب الثاني: نقد الدراسات :

أجمعت كل الدراسات على أهمية الحوكمة الشركات وأثرها على سياسة توزيع الأرباح

* أوجه التشابه:

معظم الدراسات التي اختيرت هذه الدراسات السابقة كنموذج لها عاجلت الإشكالية القائمة المتعلقة بأثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح ، وتناولتها من زاوية أثر توزيع الأرباح من عدمها أي حجزها ، وارتداداته على المستقبل المالي الشركة ، وبالتالي على طبيعة العلاقة بين الإدارة والمساهمين . ودرست الظاهرة من خلال المتغيرات المستقلة أي المحددات الداخلية والخارجية التي تحكم تلك العلاقة ، والتي تفرض تطبيق قواعد ومعايير الحوكمة الرشيدة ، لأجل تحقيق أهداف الشركة والتوازن في حفظ مصالح كل أصحاب المصلحة من حملة الأسهم والإدارة والمستخدمين وكل الأطراف الأخرى . وعليه أقامت تلك الدراسات بحثها على الاستبيان الذي شمل تلك الأطراف الفاعلة ، على اختلاف الحدود المكانية والزمانية لها . كما اعتمدت نفس الأساليب الإحصائية في القياس على اختلاف البيانات والمعطيات ، ومع ذلك تطابقت نتائجها المستخلصة واتفقت على أن لحوكمة الشركات أثر على سياسة توزيع الأرباح وأثبتت ذلك نظرياً وميدانياً .

أوجه الاختلاف:

بعد أن أثبتت الدراسات السابقة أن للحوكمة أثر على سياسة توزيع الأرباح ، الدراسة الحالية هذه عطفاً على تأكيد ذلك سعت لدراسة المتغيرات المؤثرة مباشرة على توزيعات الأرباح ، واعتماداً عليها ، تقرر الإدارة والمساهمين بناء على النظم الداخلية والاتفاقات التي تحكم الأطراف أصحاب المصالح ، قرار التوزيعات من عدمه ونسبتها ، وطبيعة وكيفية توزيعها ، من خلال مؤشرات عملية التقييم لأسهم الشركة بالطرق المناسبة لكل حالة من الحالات المالية للشركة ، وآفاقها الاستثمارية المستقبلية. ولذلك الدراسة انتهجت أسلوب مختلف من خلال اختيار العينة المناسبة والسوق المالي المناسب والمتغيرات المستقلة المناسبة التي تخدم غرض الدراسة . فالسوق المالي والشركة المدرجة فيه يتبينان نظام الحوكمة والرشادة ، وتنص عليه

أنظمتها الداخلية والاتفاقيات بينهما وبين أصحاب المصالح . أما المتغيرات المستقلة فاعتمدت على المؤشرات المؤثرة مباشرة في المتغير التابع (نسبة التوزيعات السنوية) والمتعلقة أساساً بأسهم الشركة (سعر السهم ، القيمة الدفترية للسهم ، عائد السهم) التي تقوم سياسة توزيع الأرباح وفقاً لها . أما إحصائياً فقد اعتمدت معادلة الانحدار المتعدد تلك وأخضعت للتجربة تحت برنامج Eviews ليتم التأكد من تقديرها ، واستقراريتها ، وارتباطها... الخ كما سيأتي في الدراسة الميدانية . بالتالي لم تكنف باستبيان الآراء لكن مؤشرات الأداء نفسها تحت الاختبار من أجل تعزيز وحسم النتائج المتعلقة بأثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح .

خلاصة الفصل:

الفصل الأول بدأ بالتحويلات على البيئة الخارجية والداخلية للمنظمة ، والتي استحدثت بالنهاية نظام حديث من أجل التكيف مع تلك المعطيات الطارئة على المناخ الاقتصادي بشكل عام ، فظهرت الحوكمة . فعرض الفصل إلى تفصيل تلك الظروف وبرر الحاجة للحوكمة ، وقدم مفاهيمها الأساسية وخصائصها وأهدافها ، وقواعدها المختلفة ومحدداتها الداخلية والخارجية ، وكذا أهدافها الخاصة بالشركة والعام بالاقتماد ككل . ومن أجل شرح علاقتها بسياسة توزيع الأرباح ليختبر أثرها عليها ، عرف مفاهيمها الأساسية هي أيضاً وعدد أنواعها ، والظروف التي تتحكم فيها ، ثم سرد بالنهاية النظريات المختلفة التي تفسرها وفي الأخير تطرق إلى الدراسات السابقة التي عاجت موضوع الحوكمة وسياسة وأثرها سياسة توزيع الأرباح بعرض طرق وأساليب بحثها واختباراتها ، وناقش نتائجها بالنقد من خلال المقارنة بينها وتبيين أوجه الشبه والاختلاف بينها . مما فتح أبواب آفاقها المستقبلية مدخلا للدراسة الحالية ، من أجل استكمال اختبار فرضيات ونتائج الظاهرة المدروسة ، في ظروف مكانية وزمانية مختلفة وأسلوب إحصائي مختلف لكن لا يخرج عن إطار الاقتصاد القياسي وبالتالي استعمال تلك المعطيات النظرية كقاعدة للدراسة الميدانية لاختبار مدى صدقيتها تحت التجربة العملية وهو ما سيتطرق إليه الفاصل القادم .

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لمؤشرات الأسهم

و سياسة توزيع الأرباح

تمهيد

التحليل النظري لحوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح ألقى الضوء على تعريفهما ومفاهيمهما وتطرق لأهم الجوانب الوصفية النظرية المتعلقة بهما كأساس تقوم على معطياته الدراسة الميدانية ، واعتمادا على تلك المعطيات والمؤشرات المستقاة منهما ، اعتمدنا الجانب التطبيقي باستخدام أدوات الإقتصاد القياسي .

الفصل عرّج على تقييم الشركة وكيفية وأليات تحديد قيمتها ، وأساس شركات المساهمة بالطبع في ذلك هو الأسهم . لأن الدراسة الميدانية تختبر أثر ثلاث مؤشرات لأسهم شركة Ooredoo للاتصالات قطر(سعر السهم – القيمة الدفترية للسهم – عائد السهم) على قرار توزيعات الأرباح السنوية . سواء بتوزيعها أو احتجازها وحتى نسبتها استنادا إلى المعايير التي حددها النظام الداخلي للشركة ، وأكدت عليها تقارير الحوكمة ضمن التقارير المالية السنوية للشركة وكذا للسوق المالية بورصة قطر المدرجة فيها ، بغرض معرفة أثر تلك المؤشرات على توزيعات الأرباح وقياس مؤشراتنا التالية خلال فترة الدراسة (2005 _ 2018).

الأرباح الموزعة (Dividends(ydp) = نسبة التوزيع السنوية

سعر السهم (Stock Price(xsp) = سعر السهم عند الإغلاق

القيمة الدفترية للسهم (Book Value(xbv) = حقوق المساهمين مقسوم على عدد الأسهم المكتتبة

عائد السهم (Erning Per Share(xeps) = صافي ربح الفترة الأخيرة مقسوم على عدد الأسهم المكتتبة

حسب الخطوات التالية :

- طريقة ومنهجية للدراسة الميدانية.
- الأدوات المستعملة في التحليل الإحصائي (برنامج Eviews) .
- عرض النتائج .
- مناقشة مخرجات الدراسة.

المبحث الأول : طريقة ومنهجية للدراسة الميدانية**المطلب الأول: الطريقة**

لأجل دراسة موضوعية ومستوفية للموضوع محل البحث وقع الاختيار على شركة أوريدو لاتصالات قطر المدرجة في بورصة قطر كعينة لمجتمع البحث كونها الأقرب من خصائص المجتمع الأصلي، مما يجعلها ممثلة له، لذا ينصح كثير من الباحثين على التوسع في عينة الدراسة واختيارها بطريقة عشوائية ودقيقة. ومن أجل دراسة مؤشرات سهمها كمتغيرات مستقلة مرتبطة بتوزيع الأرباح كمتغير تابع . لا بد من التمهيد بكيفية وطرق التقييم لتلك الأسهم التي تحدد قيمة الشركة ، ونسبة الأرباح والتوزيعات التي تنج عنها .

الفرع الأول: مدخل للقيمة والتقييم

تكمن صعوبة حصر مفهوم القيمة بالذات لتعدد المحددات المتعلقة بالشيء محل التقييم و زاويا النظر إليه وفتراته ، وبالتالي اختلف مفهوم القيمة حسب استعمالها وغاياتها.

أولاً/ تعريف القيمة: قيمة أي أصل تعبر عن قيمته الحالية ، نسبة للتدفقات النقدية المستقبلية المأمولة طيلة مدّة بقاء الأصل . غالباً يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ، وعليه فإن قيمة الأصل تتحدد بخضم التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل¹.

تعددت تعاريف للقيمة حسب نوع القيمة المراد تحديدها ، المفهوم محل هذه الدراسة يتعلق بالقيمة السوقية التي تحددها قوى العرض و الطلب ويمكن القول، أن القيمة السوقية العادلة تمثل ذلك مبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما ، من بائع راغب الى مشتري راغب ، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة من كافة الحقائق ذات الصلة ، ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الاكراه².

ثانياً/ مفهوم التقييم: تقييم الشركات متغير ، بالتالي لا تحكمه صيغة رياضية ثابتة ، يمكن أن يتغير بتغير نوع الشركة المعنية ، بتغير دافع التقييم . كمفهوم "يعني التحليل والمراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها"³.

يعرّف أيضاً أنه "ذلك الاجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساس على وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع"⁴.

الفرع الثاني: طرق تقييم الاسهم

تقييم الأسهم من تحدياً جدياً يواجه المحلل المالي ، فعملية التقييم تتعلق بتحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم ، وتنقسم الأسهم على عموماً الى أسهم عادية وأسهم ممتازة ، تجمع بين صفات أداة المديونية وأداة الملكية ، ولكل منها نماذج تقييم تخصها.

أولاً/ تقييم الاسهم العادية:

يعد تقدير قيمتها الأصعب بالنسبة للسندات والأسهم الممتازة . فالمستثمر يكون غير متأكد من حجم العوائد والنمط الزمني للعوائد ومعدل العائد المطلوب (Ke)⁵، رغم ذلك يمكن إيجاد قيمة الأسهم العادية باستخدام مجموعة من النماذج أهمها:

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

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

3- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة- ، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص13

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

5- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع القاهرة الطبعة 2006، ص5.50

1- نموذج خصم توزيعات الأرباح:

قيمة السهم العادي (بناء على النموذج) القيمة الحالية تمثل مجموع التدفقات النقدية - توزيعات الأرباح - المتوقع الحصول عليها¹، توضحه العلاقة التالية:²

$$VG = \frac{D1}{(1+K)} + \frac{D2}{(1+K)^2} + \frac{D\infty}{(1+K)^\infty} \dots (1-1) \text{ حيث: } VG \text{ قيمة السهم العادي.}$$

D_t : توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن.

K : معدل العائد المطلوب في السهم العادي.

1-1 نموذج اللانمو في التوزيعات:

النموذج يعد من أبسط النماذج لتقييم سعر السهم العادي ، هو يفترض ثبات توزيعات الأرباح، ووفقا لذلك تصبح معادلة

$$D = \dots = D_2 = D_1 = D \dots (2-1) \text{ النموذج الرئيسي على الشكل:}$$

يمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم بناء عليها كما يلي:³

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

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

1-2 نموذج ذو النمو الثابت في التوزيعات:

من النماذج الأكثر استعمالا في تقييم الأسهم العادية ، يطلق عليه نموذج جوردن (Model Gordon) هو يفترض بأن توزيعات الأرباح ستتمو بمعدل ثابت لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب لأنه إذا كان معدل النمو أكبر من معدل العائد المطلوب لا يمكن تطبيق النموذج رياضيا، وعليه يمكن حساب قيمة السهم العادي حسب هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:⁴

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

حيث: D_0 = التوزيعات النقدية؛

K = معدل العائد المطلوب.

g = معدل نمو في توزيعات الأرباح .

1-3- نموذج النمو المتغير في التوزيعات:

- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 1.193.

- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010، ص 2.194.

- فيصل محمود الشروبة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008، ص 3.96.

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 4.196.

كون نموذج اللانمو والنمو الثابت لا يسمحان بأي تغيير في معدلات نمو توزيعات الأرباح ، في حين أن معدلات النمو المستقبلية في توزيعات الأرباح قد تتغير صعودا أو نزولا بسبب تغير التوقعات ، ضروري اعتماد نموذج النمو المتغير بعين الاعتبار كون النموذج يسمح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير، و يمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية¹:

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

حيث: g_s = معدل النمو المتغير في التوزيعات.

g_n = معدل النمو الثابت في التوزيعات.

K = معدل العائد المطلوب.

m = فترة النمو الغير العادي .

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

2- نموذج نسب السعر:

هناك نماذج أخرى تمكن المحللين الماليين من توسيع تحليلاتهم المالية ، غير نماذج خصم التوزيعات . منها نماذج مدخل النسب للسعر التي تستند الى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم ، وتعتمد أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها الى مؤشرات محاسبية مثل ربحية السهم EPS ، القيمة الدفترية للسهم BVPS و التدفق النقدي للسهم الواحد CFPS :

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

يتم استخدام مدخل نسبة السعر الى الربح أو ما يعرف بالمضاعف، من قبل المحللين الماليين لتقدير سعر سهم الشركة في السوق ويمكن حسابه عن طريق ضرب صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة بنسبة السعر الى الربح (المضاعف)².

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

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

EPS = ربحية السهم الواحد.

g = معدل النمو.

- نفس المرجع، ص 197.¹

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره ، ص 201.²

2-2 نسبة السعر الى التدفق النقدي

التدفق النقدي للسهم يساوي صافي الربح مضافا إليه قسط الإهلاك السنوي ، يفضله بعض المحللين الماليين لتقييم الأسهم العادية ، كونه أكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الأداء المالي للشركات ، إن مؤشر نسبة P/ CFPS يمكن أن تكون دالة لنوعية الأرباح ، والمقصود بالنوعية أن الأرباح المحاسبية تعكس التدفق النقدي الفعلي وليس ارقام محاسبية فقط ، ولذلك هذه النسبة هي دالة لمعدل النمو في الأرباح، و تحصيل حاصل الى معدل النمو في التدفق النقدي و تحسب وفق العلاقة التالية¹:

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

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

حيث أن:

PCR = معامل دوران التدفق النقدي.

MP = القيمة السوقية.

C₀ = التدفق النقدي.

g = معدل النمو.

3-2 نسبة السعر الى القيمة الدفترية

تعتمد هذه النسبة على المقياس المحاسبي لثروة السهم الواحد، أحيانا تسمى نسبة السوق الى القيمة الدفترية ويرمز لها ب P /BV . المحللين الماليين وعموم المستثمرين الاعتقاد السائد بينهم أن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمة الدفترية على الأقل في الأجل الطويل وعليه فأن نسبة P /BV مؤشر لقدرة المؤسسة على خلق الثروة لحملة الأسهم، لذلك كلما كان P /BV >1 فأن الشركة قادرة على خلق الثروة والعكس، ومن ذلك فإنه مؤشر لضعف قدرة الشركة على خلق الثروة و يمكن حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية²:

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

حيث: BV₀: القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية.

MP = القيمة السوقية.

g = معدل النمو.

ثانيا/ تقييم الأسهم الممتازة

- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 206.¹

- نفس المرجع، 207.²

السهم الممتاز أداة هجينة يجمع بين صفات السند و السهم العادي ، لأن حامله يحصل على عائد ثابت سنويا ، فهو إذا التزما ثابتا ، وحق من حقوق الملكية كونه جزء من المشاركة برأس المال . واكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة من حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها ، ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها و الذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الإسمية و بالتالي تحديد قيمة الأسهم الممتازة لا يشكل صعوبات تذكر للمحللين الماليين ، لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة ، ولأنها أسهم دائمة و مستمرة فإن قيمتها هي ببساطة أرباح الأسهم السنوية المعلن عنها مقسومة على معدل العائد المطلوب على الأسهم الممتازة (Kp) وهذا من خلال المعادلة التالية:¹

$$\text{القيمة الحالية للسهم الممتاز (1-10)} \dots\dots = \frac{\text{توزيعات الممتازة}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

ثالثا: تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة

للبورصة والأسواق المالية إجمالاً دور هام في الحياة المالية للمؤسسة ، نتيجة للتعاملات مالية المتعددة والمتكررة بينهما. فرأس المال للمؤسسة يمثل سوق المال أحد مصادره الرئيسة ، وبالتالي فهو معيار مهم أيضا في تحديد القيمة السوقية . وهو مصدر هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالبيئة الذي تنشط فيها المؤسسة.

ثبت أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف تكتيكي قصير الأجل لأنه يتجاهل عوامل مؤثرة هامة كتوقيت العائد ، والتدفقات النقدية ، والمخاطرة . فلزم الاعتماد على هدف آخر يستوعب تلك العوامل . القرارات المالية عموما يتوجب اتخاذها على أساس هدف استراتيجي تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقه باستمرار ، يتمثل في تطوير وتوزيع الموارد المتاحة بكفاءة على مدى الطويل . غايته تعظيم قيمة الشركة وبالتالي تعظيم ثروة المالكين حملة الأسهم ، ولا يتحقق ذلك دون تعظيم أسعار أسهم الشركة في السوق لأن أسعار الأسهم تعكس قيمة الشركة وفي أي لحظة زمنية.²

تعظيم القيمة السوقية للشركة هو أساس للقرارات المالية التي يتخذها المدير المالي للشركة في مجال الاستثمار والتمويل ، وأيضا نتيجة لتلك القرارات بالأخذ في الاعتبار مفهوم المبادلة بين العوائد والمخاطر . والعلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية ، بمعنى أن المستثمر يقبل على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية لكن مقابل عوائد متوقعة عالية . ونفس الشيء بالنسبة للاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة مقابل عوائد متوقعة منخفضة.³

الفرع الثالث: نبذة عن شركة Ooredoo للاتصالات قطر:

- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ذكره، ص 49.

- فايز سليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص 18.

- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 39.

شركة اتصالات عالمية رائدة توفر الاتصالات النقالة والثابتة، وإنترنت البرودباند، والخدمات المدارة للشركات بما يتوافق بالشكل الأمثل مع احتياجات ومتطلبات الأفراد والشركات على امتداد أسواقنا في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وجنوب على خدمة مجتمعاتها، وتعمل وفق رؤية تقوم على إثراء حياة الأفراد، وتنطلق من قناعة راسخة شرق آسيا. وينصبُّ اهتمام في بدورها في تحفيز التنمية البشرية عبر تسخير الاتصالات من أجل تمكين العملاء من تحقيق أقصى تطلعاتهم. وتعمل أسواق كل من قطر والكويت وعمان والجزائر وتونس والعراق وفلسطين والمالديف وميانمار وإندونيسيا. وفازت الشركة بجائزة «أفضل مشغل اتصالات لعام 2013» خلال حفل جوائز عالم الاتصالات 2013. وفي عام 2014 بلغت إيرادات الشركة 9.1 مليار دولار أمريكي، وفي 30 يونيو 2015 تجاوزت قاعدة عملائها الموحدة في العالم حاجز 114 مليون مدرجة في بورصة قطر وسوق أبوظبي للأوراق المالية (المصدر الموقع الإلكتروني الرسمي للشركة انظر قائمة عميل وأسهم الملاحق).

تحديد المتغيرات تم وفقا للمتغيرات للموضوع والظاهرة محل الدراسة المرتكزة على وجود أنواع معينة من المتغيرات ، ومنها المتغير المستقل والذي يؤثر على بقية العناصر أو الظاهرة محل الدراسة، وإلى جانب المتغير المستقل هناك المتغيرات التابعة والتي تتأثر بالمتغير المستقل إيجابا أو سلبا¹، فالمتغير التابع هو نتاج للتفاعل بين المستقل والظاهرة موضوع الدراسة، هنا تظهر لنا مؤشرات الأسهم لحوكمة الشركات (سعر السهم ، القيمة الدفترية للسهم ، العائد على السهم) متغيرات مستقلة ، أما المتغير التابع هو نسبة توزيع الأرباح للشركة قيد الدراسة حسب النموذج : الأرباح الموزعة $Dividends(ydp)$ = نسبة التوزيع السنوية

سعر السهم $Stock Price(xsp)$ = سعر السهم عند الإغلاق

القيمة الدفترية للسهم $Book Value(xbv)$ = حقوق المساهمين مقسوم على عدد الأسهم المكتتبه

عائد السهم $Erning Per Share(xeps)$ = صافي ربح الفترة الأخيرة مقسوم على عدد الأسهم المكتتبه

* y المتغير التابع : نسبة توزيع الأرباح (2011-2018) .

* A (الثابت) يمثل قيمة التوزيعات دون أثر المتغيرات الضابطة الأخرى.

* B ميل المتغير المستقل و الضابط للنموذج.

* x المتغيرات المستقلة:

1- المتغير المستقل: مؤشر سعر السهم .

2- المتغير المستقل: مؤشر القيمة الدفترية للسهم.

3- المتغير المستقل: مؤشر عائد السهم .

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة

¹ نزيهان رقب ، مرجع سبق ذكره، ص 130.

اعتمدنا على جمع المعلومات من خلال المؤشرات المالية للشركات المدرجة في بورصة قطر ، وكذا التقارير السنوية المالية للشركة من المصادر الرئيسية كالمواقع الألكترونية الرسمية المتعلقة بالبورصة والشركة . أما البيانات الثانوية مصدرها أطروحات الدكتوراه، و رسائل الماجستير، مجلات علمية، مقالات والكتب.

ولاختبار أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح إحصائيا تتبعنا الخطوات التالية:

- دراسة إستقرارية المتغيرات بيانيا .
- إختبار جذور الوحدة ومن أسلبيه: إختبار ديكي وفولر المطور ADF وإختبار ليفلبس بيرون PP .
- اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات.

المبحث الثاني : النتائج و المناقشة

بعد جمع وتنسيق البيانات وإدخالها إلى برنامج Eviews.10 كانت النتائج كالاتي :

الجدول رقم (2-1) مؤشرات سهم شركة أوريدو

Ooredoo	stock price	book value	eps	Yps
2011	140.80	228.53	13.95	02.61
2012	104.00	83.03	08.98	05.00
2013	136.50	76.77	08.92	02.91
2014	123.90	77.30	08.08	03.22
2015	75.00	67.08	05.66	04.00
2016	101.80	70.94	06.84	03.43
2017	90.75	71.07	05.92	03.85
2018	75.00	67.71	04.68	03.33

من إعداد الطالب : المصدر بورصة قطر

المطلب الأول : النتائج

الفرع الاول: إختبارات الاستقرارية:

يعتبر اختبار جذر الوحدة خطوة أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة كفاءة هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة، ومن بين أهم الأساليب المستعملة هو اختبار لديكي وفولر المطور ADF وبيرو PP¹.

- يعتمد إختبار ديكي وفولر المطور ADF على إحصائية t معامل معادلة الإنحدار الذاتي، فبعد تقدير معاملات النموذج، تحسب t بطريقة المربعات الصغرى .

- تقدير اختبار Perron -Phillips يعتمد على نفس معادلة ADF، ويختلف عنه في طريقة معالجة وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الأعلى، حيث يقوم بعملية تصحيح غير معلمية.²

¹ عبد الغني دادن، راضية كروش ، مرجع سبق ذكره، ص 52.

² شقيب عيسى، أزغار يحيى، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الازمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، العدد 07-2016، ص 71.

I- دراسة استقرارية متغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية ببيانها:

أولاً- دراسة استقرارية المتغيرات:

جدول رقم: (2-2) دراسة استقرارية متغيرات الدراسة

مؤشر x_{bv} مستقر في المستوى الأصلي	مؤشر x_{sp} مستقر في المستوى الأصلي																																																																																																
<p>Correlogram of XBV</p> <p>Date: 05/26/19 Time: 23:35 Sample: 2011 2018 Included observations: 8</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.050</td><td>0.050</td><td>0.0284</td><td>0.866</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>-0.008</td><td>-0.010</td><td>0.0293</td><td>0.985</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>-0.024</td><td>-0.024</td><td>0.0388</td><td>0.998</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>-0.120</td><td>-0.118</td><td>0.3244</td><td>0.988</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>-0.111</td><td>-0.101</td><td>0.6511</td><td>0.986</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.127</td><td>-0.124</td><td>1.2987</td><td>0.972</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.160</td><td>-0.167</td><td>3.3525</td><td>0.851</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.050	0.050	0.0284	0.866		2	-0.008	-0.010	0.0293	0.985		3	-0.024	-0.024	0.0388	0.998		4	-0.120	-0.118	0.3244	0.988		5	-0.111	-0.101	0.6511	0.986		6	-0.127	-0.124	1.2987	0.972		7	-0.160	-0.167	3.3525	0.851		<p>Correlogram of XSP</p> <p>Date: 05/26/19 Time: 23:37 Sample: 2011 2018 Included observations: 8</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.114</td><td>0.114</td><td>0.1477</td><td>0.701</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.131</td><td>0.120</td><td>0.3771</td><td>0.828</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.268</td><td>0.248</td><td>1.5290</td><td>0.676</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>-0.451</td><td>-0.559</td><td>5.5921</td><td>0.232</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>-0.229</td><td>-0.236</td><td>6.9871</td><td>0.222</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.101</td><td>0.035</td><td>7.3963</td><td>0.286</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.233</td><td>0.230</td><td>11.724</td><td>0.110</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.114	0.114	0.1477	0.701		2	0.131	0.120	0.3771	0.828		3	0.268	0.248	1.5290	0.676		4	-0.451	-0.559	5.5921	0.232		5	-0.229	-0.236	6.9871	0.222		6	-0.101	0.035	7.3963	0.286		7	-0.233	0.230	11.724	0.110	
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																												
1	0.050	0.050	0.0284	0.866																																																																																													
2	-0.008	-0.010	0.0293	0.985																																																																																													
3	-0.024	-0.024	0.0388	0.998																																																																																													
4	-0.120	-0.118	0.3244	0.988																																																																																													
5	-0.111	-0.101	0.6511	0.986																																																																																													
6	-0.127	-0.124	1.2987	0.972																																																																																													
7	-0.160	-0.167	3.3525	0.851																																																																																													
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																												
1	0.114	0.114	0.1477	0.701																																																																																													
2	0.131	0.120	0.3771	0.828																																																																																													
3	0.268	0.248	1.5290	0.676																																																																																													
4	-0.451	-0.559	5.5921	0.232																																																																																													
5	-0.229	-0.236	6.9871	0.222																																																																																													
6	-0.101	0.035	7.3963	0.286																																																																																													
7	-0.233	0.230	11.724	0.110																																																																																													
<p>مؤشر x_{EPS} مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Correlogram of XEPS</p> <p>Date: 05/26/19 Time: 23:36 Sample: 2011 2018 Included observations: 8</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.307</td><td>0.307</td><td>1.0778</td><td>0.299</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.197</td><td>0.114</td><td>1.5967</td><td>0.450</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.074</td><td>-0.016</td><td>1.6849</td><td>0.640</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>-0.292</td><td>-0.370</td><td>3.3885</td><td>0.495</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>-0.199</td><td>-0.047</td><td>4.4445</td><td>0.487</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.260</td><td>-0.109</td><td>7.1503</td><td>0.307</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.328</td><td>-0.192</td><td>15.740</td><td>0.028</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.307	0.307	1.0778	0.299		2	0.197	0.114	1.5967	0.450		3	0.074	-0.016	1.6849	0.640		4	-0.292	-0.370	3.3885	0.495		5	-0.199	-0.047	4.4445	0.487		6	-0.260	-0.109	7.1503	0.307		7	-0.328	-0.192	15.740	0.028		<p>مؤشر DPY مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Correlogram of DPY</p> <p>Date: 05/26/19 Time: 23:33 Sample: 2011 2018 Included observations: 8</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>-0.616</td><td>-0.616</td><td>4.3363</td><td>0.037</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.008</td><td>-0.598</td><td>4.3372</td><td>0.114</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.218</td><td>-0.356</td><td>5.0989</td><td>0.165</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>-0.186</td><td>-0.391</td><td>5.7883</td><td>0.216</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>0.178</td><td>-0.054</td><td>6.6348</td><td>0.249</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.155</td><td>-0.000</td><td>7.5926</td><td>0.269</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>0.052</td><td>0.067</td><td>7.8065</td><td>0.350</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	-0.616	-0.616	4.3363	0.037		2	0.008	-0.598	4.3372	0.114		3	0.218	-0.356	5.0989	0.165		4	-0.186	-0.391	5.7883	0.216		5	0.178	-0.054	6.6348	0.249		6	-0.155	-0.000	7.5926	0.269		7	0.052	0.067	7.8065	0.350	
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																												
1	0.307	0.307	1.0778	0.299																																																																																													
2	0.197	0.114	1.5967	0.450																																																																																													
3	0.074	-0.016	1.6849	0.640																																																																																													
4	-0.292	-0.370	3.3885	0.495																																																																																													
5	-0.199	-0.047	4.4445	0.487																																																																																													
6	-0.260	-0.109	7.1503	0.307																																																																																													
7	-0.328	-0.192	15.740	0.028																																																																																													
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																												
1	-0.616	-0.616	4.3363	0.037																																																																																													
2	0.008	-0.598	4.3372	0.114																																																																																													
3	0.218	-0.356	5.0989	0.165																																																																																													
4	-0.186	-0.391	5.7883	0.216																																																																																													
5	0.178	-0.054	6.6348	0.249																																																																																													
6	-0.155	-0.000	7.5926	0.269																																																																																													
7	0.052	0.067	7.8065	0.350																																																																																													

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج EViews10

II دراسة الإستقرارية عن طريق اختبار جذور الوحدة:

أولاً- اختبار ADF

جدول رقم: (3-2) دراسة الجذور الوحدوية ADF

مؤشر x_{EPS} مستقر في المستوى الأول	مؤشر x_{EPS} غير مستقر في المستوى الأصلي
---------------------------------------	--

<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(XEPS)</p> <p>Null Hypothesis: D(XEPS) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-5.132273</td> <td>0.0099</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-5.119008</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.519595</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.898418</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 6</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.132273	0.0099	Test critical values:			1% level	-5.119008		5% level	-3.519595		10% level	-2.898418		<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on XEPS</p> <p>Null Hypothesis: XEPS has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-0.971353</td> <td>0.6848</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-5.119008</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.519595</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.898418</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 6</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.971353	0.6848	Test critical values:			1% level	-5.119008		5% level	-3.519595		10% level	-2.898418	
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.132273	0.0099																																			
Test critical values:																																					
1% level	-5.119008																																				
5% level	-3.519595																																				
10% level	-2.898418																																				
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.971353	0.6848																																			
Test critical values:																																					
1% level	-5.119008																																				
5% level	-3.519595																																				
10% level	-2.898418																																				
<p>مؤشر XSP مستقر في المستوى الأول</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(XSP)</p> <p>Null Hypothesis: D(XSP) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-5.028971</td> <td>0.0157</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-5.604618</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.694851</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.982813</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 5</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.028971	0.0157	Test critical values:			1% level	-5.604618		5% level	-3.694851		10% level	-2.982813		<p>مؤشر XSP غير مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on XSP</p> <p>Null Hypothesis: XSP has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-1.923992</td> <td>0.3054</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.803492</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.403313</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.841819</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.923992	0.3054	Test critical values:			1% level	-4.803492		5% level	-3.403313		10% level	-2.841819	
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.028971	0.0157																																			
Test critical values:																																					
1% level	-5.604618																																				
5% level	-3.694851																																				
10% level	-2.982813																																				
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.923992	0.3054																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.803492																																				
5% level	-3.403313																																				
10% level	-2.841819																																				
<p>مؤشر DPY مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DPY</p> <p>Null Hypothesis: DPY has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-5.458112</td> <td>0.0074</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-5.119008</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.519595</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.898418</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 6</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.458112	0.0074	Test critical values:			1% level	-5.119008		5% level	-3.519595		10% level	-2.898418		<p>مؤشر XBV مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on XBV</p> <p>Null Hypothesis: XBV has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-31.84857</td> <td>0.0001</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.803492</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.403313</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.841819</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-31.84857	0.0001	Test critical values:			1% level	-4.803492		5% level	-3.403313		10% level	-2.841819	
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.458112	0.0074																																			
Test critical values:																																					
1% level	-5.119008																																				
5% level	-3.519595																																				
10% level	-2.898418																																				
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-31.84857	0.0001																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.803492																																				
5% level	-3.403313																																				
10% level	-2.841819																																				

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج EViews1

ثانياً- اختبار PP

جدول رقم: (2-4) دراسة الجذور الوحيدة بإختبار PP

<p>مؤشر XBV مستقر في المستوى الأصلي</p>	<p>مؤشر XEPS مستقر في المستوى الأصلي</p>
--	---

<p>Phillips-Perron Unit Root Test on XBV</p> <p>Null Hypothesis: XBV has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Adj. t-Stat</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Phillips-Perron test statistic</td> <td>-35.02581</td> <td>0.0001</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.803492</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.403313</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.841819</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7</p>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-35.02581	0.0001	Test critical values:			1% level	-4.803492		5% level	-3.403313		10% level	-2.841819		<p>Phillips-Perron Unit Root Test on XEPS</p> <p>Null Hypothesis: XEPS has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Adj. t-Stat</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Phillips-Perron test statistic</td> <td>-4.493507</td> <td>0.0141</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.803492</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.403313</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.841819</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7</p>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-4.493507	0.0141	Test critical values:			1% level	-4.803492		5% level	-3.403313		10% level	-2.841819	
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-35.02581	0.0001																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.803492																																				
5% level	-3.403313																																				
10% level	-2.841819																																				
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-4.493507	0.0141																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.803492																																				
5% level	-3.403313																																				
10% level	-2.841819																																				
<p>مؤشر XSP مستقر في المستوى الأول</p> <p>Phillips-Perron Unit Root Test on D(XSP)</p> <p>Null Hypothesis: D(XSP) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Adj. t-Stat</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Phillips-Perron test statistic</td> <td>-6.724318</td> <td>0.0027</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-5.119808</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.519595</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.898418</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 6</p>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-6.724318	0.0027	Test critical values:			1% level	-5.119808		5% level	-3.519595		10% level	-2.898418		<p>مؤشر XSP غير مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Phillips-Perron Unit Root Test on XSP</p> <p>Null Hypothesis: XSP has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Adj. t-Stat</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Phillips-Perron test statistic</td> <td>-1.863953</td> <td>0.3270</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.803492</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.403313</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.841819</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7</p>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-1.863953	0.3270	Test critical values:			1% level	-4.803492		5% level	-3.403313		10% level	-2.841819	
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-6.724318	0.0027																																			
Test critical values:																																					
1% level	-5.119808																																				
5% level	-3.519595																																				
10% level	-2.898418																																				
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-1.863953	0.3270																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.803492																																				
5% level	-3.403313																																				
10% level	-2.841819																																				
<p>مؤشر DPY مستقر في المستوى الأصلي</p> <p>Phillips-Perron Unit Root Test on DPY</p> <p>Null Hypothesis: DPY has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Adj. t-Stat</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Phillips-Perron test statistic</td> <td>-10.71368</td> <td>0.0001</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.803492</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.403313</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.841819</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7</p>			Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-10.71368	0.0001	Test critical values:			1% level	-4.803492		5% level	-3.403313		10% level	-2.841819																			
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-10.71368	0.0001																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.803492																																				
5% level	-3.403313																																				
10% level	-2.841819																																				

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج EViews10

الفرع الثاني : اختبار ARDL:

جدول رقم: (2-5) درجة الإبطاء ARDL

Dependent Variable: DPY				
Method: Least Squares				
Date: 05/26/19 Time: 23:30				
Sample: 2011 2018				
Included observations: 8				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.870535	0.492726	11.91440	0.0003
XBV	-0.029299	0.005520	-5.308154	0.0061
XEPS	0.841440	0.159387	5.279218	0.0062
XSP	-0.058859	0.010398	-5.660361	0.0048
R-squared	0.915571	Mean dependent var		3.543750
Adjusted R-squared	0.852250	S.D. dependent var		0.742543
S.E. of regression	0.285421	Akaike info criterion		0.637147
Sum squared resid	0.325860	Schwarz criterion		0.676867
Log likelihood	1.451414	Hannan-Quinn criter.		0.369246
F-statistic	14.45911	Durbin-Watson stat		2.761356
Prob(F-statistic)	0.012983			

● اختبار الحدود

جدول رقم: (2-6) اختبار الحدود

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
XBV	0.037715	0.062131	0.607023	0.6056
XEPS	0.458406	0.250686	1.828604	0.2090
XSP	-0.044414	0.017072	-2.601548	0.1214
C	2.170841	3.164196	0.686064	0.5635
EC = DPY - (0.0377*XBV + 0.4584*XEPS - 0.0444*XSP + 2.1708)				
F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	33.12396	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Actual Sample Size 7				
Finite Sample: n=35				
		10%	2.618	3.532
		5%	3.164	4.194
		1%	4.428	5.816
Finite Sample: n=30				
		10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

إختبار الحدود في اطار ARDL يوجد تكامل مشترك لأن القيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من الحد الأعلى I1 ، في هذا الإختبار (F-Bounds Test) اختبار الحدود لفيشر القيمة الإحصائية F-S 33,12396

المطلب الثاني : مناقشة النتائج

- بالنسبة للاستقرارية كل المؤشرات كانت مستقرة في المستوى الأصلي .

- بالنسبة للجذور الوحيدة عند معامل ADF مؤشري القيمة الدفترية ومعدل توزيع الأرباح لهما جذور وحدوية في المستوى الأصلي ، أما مؤشري سعر السهم وعائد السهم لهما جذور وحدوية في المستوى الأول .
 - بالنسبة للجذور الوحيدة عند معامل PP مؤشر سعر السهم له جذور وحدوية في المستوى الأول ، ومؤشرات القيمة الدفترية ، عائد السهم ، ومعدل توزيع الأرباح لهم جذور وحدوية عند المستوى الأصلي .
 - بالنسبة لمقدرة النموذج فهي 0.91 بالمئة إذا له معنوية إحصائية قوية .
- بالنسبة لاختبار الحدود يوجد تكامل مشترك لأن القيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من الحد الأعلى I1 ، في هذا الاختبار (F-Bounds Test) اختبار الحدود لفيشر القيمة الإحصائية F-S 33,12396

خلاصة الفصل الثاني :

اعتمادا على معطيات مؤشر بورصة قطر للأوراق المالية المتعلقة بشركة أوريدو للاتصالات قطر ، وهي كمتغيرات مستقلة لتقييم سهم الشركة وبالتالي تحدد قيمة الشركة (سعر السهم ، عائد السهم ، القيمة الدفترية للسهم) وقياس أثرها على معدل توزيع الأرباح السنوية المصرح بها والمعلن عن توزيعاتها بصفة رسمية ومنشورة .

أثبت احصائيا من خلال برنامج Eviews الارتباط بين المتغيرات وتأثيرها على بعض , أنها متكاملة وبالتالي تحققت فرضية أثر مؤشر السهم على نسبة توزيع الأرباح في الشركة .

ومن خلال نهجها لسياسة توزيع الأرباح على حملة الأسهم بما يتماشى مع المركز المالي للشركة وطموحاتها الاستثمارية ، فقد أثبتت صحة فرضية أثر نظام الحوكمة التي تنتهجها في السنوات الأخيرة على سياسة توزيع الأرباح ، مما انعكس على نموها واتساع استثماراتها على فروع عدة في مناطق مختلفة . نتيجة سياساتها الناجعة تلك تضاعفت أسهمها من خلال اكتتاب المساهمين ، والشفافية في التصريح والإفصاح ونشر التقارير المالية الدورية فضلا عن السنوية يشرف عليها لجان مجلس الحوكمة التي يحظى فيه الملاك بدور مهم في اتخاذ القرارات في الشركة . وبالتالي تكون الدراسة الميدانية قد تطابقت مع نظريات وافتراضات الدراسة النظرية إلى أبعد الحدود.

الخاتمة

الخاتمة

حوكمة الشركات وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح ، مرجعها نظرية الوكالة التي ترى ضرورة الفصل بين الملكية والإدارة للحد من تعارض المصالح ، فيما يتعلق بأرباح الشركة خشية أن يستغلها المديرون لمصالحهم الشخصية . وبالتالي يجب توزيع تلك الفوائد المالية على المساهمين لمنع الاستغلال السيء لها بتوزيعات نقدية أو تملك أسهم إضافية وهو ما يعزز نفوذ المساهمين في مجالس الإدارة ، مما قد يعكس ذلك الاستغلال للجهة الأخرى . وبالتالي لا بد من تطبيق نظام حكم يضبط التوازن ويحفظ مصالح كل الأطراف على حد سواء . وهناك نظريتان ترى الأولى أن الحوكمة الجيدة تنهج توزيع الأرباح على المساهمين ، وتدنية الفوائد المالي قدر الإمكان للحد من تعارض المصالح وبذلك تكون الرقابة أكثر سواء من الملاك أو من هيئات السوق المالي حالة لجوء الشركة للتمويل الخارجي تعويضا للتوزيعات المدفوعة . أما النظرية المقابلة فتري أنه نتيجة ضعف الحوكمة بمعنى تدني الرقابة والشفافية تؤدي للتخلص من الفوائد بتوزيعها على المساهمين أو استثمارها في مشاريع غير مجدية لضعف كفاءة نظام الحوكمة .

وقد بحثت الدراسات تلك الفرضيات على اختلاف الحدود الزمانية والمكانية لها ، ووفقا لذلك كانت النتائج متفاوتة . فالدراسات النظرية تظهر أن الشركات التي تنتهج نظام الحوكمة في سياسة الأرباح ، ووزعت الجزء الأكبر من أرباحها ، تكون أكثر مديونية وهذا طبيعي للجوئها إلى التمويل الخارجي ، لكن بنفس الوقت معدل نموها وأرباحها وتوسعها يزداد أكثر وهذا ما أثبتته الشركة محل الدراسة التي بدأت بفرع والأبن بثمان فروع عالمية . الدراسة الحالية تناولت ميدانيا شركة حسمت أمر الحوكمة ، واعتمدها وتبنتها نهجا يحكم علاقاتها مع مختلف شركائها من أصحاب المصالح من خلال تحديد نسبة ملكية الإدارة ، ونسبة التوزيعات والاستثمارات ، واستقلالية مجالس الإدارة وتمثيل المساهمين بالمجلس .

خلصت الدراسة الميدانية إلى ارتباط نسبة التوزيعات بالسهم ، أي بقيمة الشركة وبالتالي حجم إيراداتها ومدى اعتمادها على الاكتتاب والتويل الذاتي والتمويل الخارجي ما ينعكس على مركزها المالي بالأسواق المالية .
توصيات الدراسة :

الدراسة سجلت بعض النتائج المهمة المستخلصة من انتهاج الحوكمة سواء على الشركات أو على الاقتصاد الوطني عموما . ما يتطلب ضرورة مواكبة هذا النهج من قبل الشركات والهيئات الاقتصادية والمالية .
توصي الدراسة بضرورة تعميم نظام الحوكمة خصوصا في فرعها بالجزائر ، وادراجه في السوق المالي المحلي أسوة بالفرع الأم والاستدلال به من أجل نقل تجربة الحوكمة الرشيدة وسحبها على الشركات المنافسة .
دراسة مؤشرات سهم الشركة وتطبيقها وما أفضت إليه من نتائج بجد ذاته مؤشر للباحثين والمستثمرين على حد سواء .
رغم النتائج المعبرة لكنها تخص هذه العينة بالدرجة الأولى في حدودها المكانية والزمانية ، فالجدل قائم وتبقي على إمكانية البحث وتكرار اختبارات أخرى لتعزيزها أو تأكيدها أو التحفظ عليها .
الآفاق المستقبلية :

حقل البحث في حوكمة الشركات لا يزال جديرا بالبحث ، في ظل التنامي المضطرد في عدد ، وحجم الشركات في ظل الاندماج والتكامل والاستحواذ . مما يتطلب تعزيز نظام الحوكمة بمعايير تواكب التحولات الاقتصادية لحفظ التوازن بين مختلف أصحاب المصالح.

الدراسة اكتفت باختيار عينة من طرق تقييم الشركات ، من بين الطرق العديدة التي تم شرحها في البحث. وبالتالي يمكن للباحثين اختبار مؤشرات طرق التقييم الأخرى تلك ودراستها سواء على هذه العينة أو عينة أخرى. إدراج الحوكمة في كل التخصصات والمجالات غير الاقتصادية الأخرى ذات العلاقة كي تكون ثقافة ، وتزيل الكثير من العقبات بين أصحاب مصالح متضاربة ، لكن يمكن لنظام كهذا أن يحفظ مصالح الكل بشكل متوازن .

المصادر و المراجع

المصادر و المراجع

أولاً- المصادر والمراجع باللغة العربية :

ا- الكتب:

- ابراهيم العيسوي، (2003)- التنمية في عالم متغير: دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها. دار الشروق .
- ارشد فؤاد التميمي،(2010)- الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .
- حسين هاني، (2002)- الأسواق المالية، دار الكندي .
- حمزة محمود الزبيدي، (2008)- الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق.
- طارق عبد العال حماد، (2006)- التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- طارق عبد العال حماد، (2008)- التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- عبد الغفار حنفي، (2002)- أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة.
- عبد الغفار حنفي، (2007)- الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة.
- عدنان تاية النعيمي وآخرون، (2008)- الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- علي محمود، محسن ناصر، -دور الرقابة الداخلية في تطبيق نظام الحوكمة، سورية .
- فايز سليم حداد، (2010)- الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع.
- فيصل محمود الشوروة، (2008)- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى دار وائل للنشر والتوزيع.
- منير إبراهيم هندي، (2003)- الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث.
- مؤيد الفضل، (2011)-تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة- الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر و التوزيع.
- يوسف قريشي، (2011)-إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر التوزيع.

ب- البحوث الجامعية:

- دايلا جميل الرزي، (2013)-مدى إمكانية تطبيق نظام حوكمة الشركات الاقتصادية والمالية وحاجتها للأنظمة والقوانين (دراسة حالة الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية). رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بوبكر بلقايد- الجزائر.
- خروي يوسف، (2012)-توازن الأصول المالية باستخدام العائد للاستثمارات والمخاطرة (دراسة حالة سوق مسقط عمان).رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح- الجزائر.
- علي بن صب، (2008)- دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة (دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية). رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة- الجزائر.
- ميسم الأضم، (2014)- دراسة ميدانية قواعد الحوكمة على جودة الأرباح (الشركات الصناعية المساهمة العامة). رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
- ج-المقالات العلمية:**
- بريش عبد القادر وب دروي عيسى، (2013)-محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، العدد العاشر، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية.
- زرقون محمد، (2010)-أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة البحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة.
- شقبق عيسى، أزغار يحيى، (2016)-محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الازمة المالية العالمية، العدد 07، المجلة الجزائرية للعلمة و السياسات الاقتصادية.
- علام محمد موسى، (2014)-العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و توزيعات الأرباح و تأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي. (175 شركة) السوق المالي الكويتي ، عمادة البحث العلمي ، الجامعة الأردنية .
- هاشم حسين، (2008)-العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الإسراء بغداد.
- البنك الأهلي المصري، (2003)-أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، النشرة الاقتصادية.

ح-التظاهرات العلمية:

- فؤاد شاكر، (2005)-الحكم الجيد في المصارف والمؤسسات المالية العربية حسب المعايير العالمية، " الشراكة بين العمل المصرفي والاستثمار من أجل التنمية " ورقة مقدمة إلى المؤتمر المصرفي العربي لعام 2005.

ثانيا - المصادر والمراجع باللغة الأجنبية :

-Alamgir, M. (2007). *Corporate Governance: A Risk Perspective*, paper presented to: Coorporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.

-Freeland, C. (2007). *Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks*, paper presented to: Coorporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.

-Egyptian Banking Institute, Corporate Governance in the Banking Sector Workshop, March 2006.

-Fawzy, S. (April 2003). *Assessment of Corporate Governance in Egypt*. Working Paper No. 82. Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies. pp: 6-7.

ثالثا-المواقع الالكترونية:

https://www.ooredoo.com/ar/investors/financial_information/

<https://www.qe.com.qa/ar/financial-statements>

الملاحق

الملحق رقم (1) المؤسرات المالية

البيانات المالية معلومات عن السهم تغطية المحللين الأخبار رزنامة علاقات المستثمرين
 ١ - بناء على سعر إقفال السنة للقرارات السابقة، بالنسبة للسنة الخالية - بناء على سعر الإقفال السابق

سنة	الأرباح (المعدلة)، ريال قطري	تاريخ الانتهاء	تاريخ الدفع
٢٠١٨	٢.٥٠	٢٠.٣/٢٠١٩	
٢٠١٧	٣.٥٠	٠٥/٠٣/٢٠١٨	
٢٠١٦	٣.٥٠	٢٣/٠٣/٢٠١٧	٢٢/٠٤/٢٠١٧
٢٠١٥	٣.٠٠	٢٨/٠٣/٢٠١٦	٢٨/٠٣/٢٠١٦
٢٠١٤	٤.٠٠	٣٠/٠٣/٢٠١٥	٣٠/٠٣/٢٠١٥
٢٠١٣	٤.٠٠	٣١/٠٣/٢٠١٤	٣١/٠٣/٢٠١٤
٢٠١٢	٥.٠٠	٢٨/٠٣/٢٠١٣	٠١/٠٤/٢٠١٣
٢٠١١	٢.٦١	٢٦/٠٣/٢٠١٢	٢٦/٠٣/٢٠١٢
٢٠١٠	٣.٣٥	٢٨/٠٣/٢٠١١	٢٨/٠٣/٢٠١١
٢٠٠٩	٣.٩١	١٩/٠٤/٢٠١٠	١٩/٠٤/٢٠١٠

<< ٢ ١ >>



مقدمة من طرف © .com

المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
Q.E Main Financial Indicators



Company	29.12.2011						المؤشرات
	ربح السهم (%) Dividend Yield (%)	مؤشر السعر إلى القيمة التقرية (مرة) P/B, V Ratio (Times)	مؤشر السعر إلى العائد (مرة) P/E Ratio (Times)	عائد السهم (ربيع) EPS (QR)	القيمة التقرية للسهم (ربيع) Book Value /Share (QR)	سعر السهم (ربيع) Stock Price (QR)	
						29.12.2011	
OBS	2.02	2.41	13.88	10.95	63.19	152.00	بنك قطر الوطني
Islamic Bank	5.44	1.83	12.95	6.51	46.16	84.30	مصرف إسلامي
Commercial Bank	7.64	1.49	11.44	7.34	56.20	84.00	البنك التجاري
Doha Bank	7.15	1.94	11.33	5.66	33.09	64.10	بنك الدوحة
Ahli Bank	5.46	2.42	12.99	6.47	34.68	84.00	البنك الأهلي
WFI Islamic Bank	6.37	1.71	12.71	4.25	31.66	54.00	البنك الإسلامي
Maaraf ALRayyan	9.46	2.57	15.92	1.75	10.86	27.84	الرياضي
A Khaliji	5.92	1.15	13.54	1.27	14.99	17.17	الخليجي
Bank & Finance Ind.Sec.	4.56	2.07	13.36	5.40	34.84		القطاع البنكي والمؤسسات المالية
Qatar Ins.	8.38	1.76	9.82	7.90	44.08	77.60	قطر
Doha Ins.	8.47	1.23	9.21	3.20	23.89	29.50	الدوحة
General Ins.	1.94	0.99	18.99	2.91	55.56	55.20	العامة
A Khaleej Takaful	6.64	1.11	10.08	4.48	40.78	45.15	التأمين الخليجي
Islamic Ins.	4.70	3.35	17.72	3.24	17.15	57.50	الإسلامية
Insurance Sector	6.42	1.46	11.58	5.34	42.27		القطاع التأميني
Indust. Manf.	3.99	1.82	9.95	5.73	31.31	57.00	الصناعية
Cement	4.87	2.49	13.16	8.51	44.92	112.00	الاسمنت
Zid	4.05	0.85	9.74	4.88	56.09	47.50	زيد
Industries Qatar	4.14	2.97	9.42	14.11	44.79	133.00	صناعات قطر
United Development	9.53	0.64	1.66	14.78	38.50	24.48	التطوير والتنمية
German Medical	0.00	0.50	(M)	(M)	17.06	8.46	الطبية
AL-khalij Holding	3.26	1.00	24.04	0.64	15.33	15.33	التحقيق والتنمية
Industry Sector	4.40	2.36	8.01	11.52	39.12		القطاع الصناعي
Q-Tel	2.96	0.62	10.10	13.95	228.53	140.80	موبايل
Eac. & Water	4.30	4.01	10.15	13.75	34.80	139.60	كهرباء ومياه
Balam	7.89	0.77	8.03	1.50	15.60	12.07	السلام
Jarah	6.38	2.22	8.27	5.68	21.19	47.00	الجارح
Navigation *	5.23	0.85	15.93	4.80	89.72	76.50	التحريك *
Medicare Group	4.09	0.93	12.88	1899	26.41	24.45	الرعاية
Cinema	3.06	3.27	34.34	2.98	25.01	81.80	السينما
Fuel	3.40	2.24	9.21	26.61	109.13	245.00	وقود
Meat & Livestock	5.23	2.39	10.15	3.14	13.32	31.85	مواشي
Warehousing	1.70	2.20	18.07	2.06	16.92	37.15	مخازن
Qatar Gas Transport	4.24	1.38	12.45	1.41	12.69	17.51	نقل الغاز
Data*	5.84	1.28	13.82	1.05	11.36	14.55	بيانات
Barwa	3.34	0.95	7.96	3.76	31.42	29.95	بروة
Marmal Corp	4.91	3.76	13.09	7.56	26.34	99.00	مجمع المارمالي
Aamal	0.00	1.42	14.37	1.11	11.17	15.90	أعمال
Qatar & Oman	4.76	0.98	18.64	0.54	10.16	10.00	قطر وعمان
Exdan	0.00	2.13	(H)	0.06	10.41	22.19	إزدان
Islamic Holding Group 75%	3.94	2.41	22.71	1.12	10.50	25.35	مجموعة استثمارية إسلامية 75%
Gulf International Services	5.45	1.42	12.04	1.98	16.75	23.85	التحقيق الدولية للخدمات
Vodafone Qatar	0.00	0.94	(M)	(M)	8.07	7.55	فونافون قطر
A Mwara	3.31	6.17	20.73	7.29	24.48	151.10	المسرة
Mazaya Qatar	0.00	0.75	74.82	0.10	10.39	7.81	مزايا قطر
Service Sector	2.18	1.32	18.43	1.53	21.38		القطاع الخدمي
Exchange	3.70	1.73	12.97	3.63	27.16		السوق

ملاحظات:
تم إعداد المؤشرات أعلاه على أساس بيانات الشركة المالية المتوفرة.
* Data Acquired @ Bloomberg on 12.02.2012

تعريفات:
Book Price @ The best closing price as in the QE daily bulletin.
Book Value @ The Shareholders' Equity divided by the # of shares outstanding.
EPS @ Earnings per share for the latest 12 months ended by the # of shares outstanding.
P/B Ratio @ Book price divided by the BV.
P/E Ratio @ Book price divided by the EPS.
P/B Ratio @ Book price divided by the Book Value per Share.

المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
Q.E Main Financial Indicators

بورصة قطر
Qatarborsaq

31.12.2012

Company	Dividend Yield (%)	P/B, V Ratio (Times)	P/E Ratio (Times)	EPS (QR)	Book Value /Share (QR)	Stock Price (QR)	31.12.2012	الشركة
QNB	2.76	2.02	11.01	11.89	64.71	130.90		بنك قطر الوطني
Islamic Bank	6.00	1.56	12.79	5.86	48.01	74.00		البنك الإسلامي
Commercial Bank	8.46	1.21	9.04	7.85	58.60	70.00		البنك التجاري
Doha Bank	8.95	1.41	8.05	6.25	35.60	50.30		بنك الدوحة
Ahli Bank	0.00	2.14	13.53	3.62	22.85	49.00		البنك الأهلي
Int'l Islamic Bank	6.73	1.61	11.58	4.49	32.25	52.00		بنك الازدهار
Masraf Al Rayyan	4.44	2.02	12.57	1.97	12.26	24.79		المرافق
Al Khajji	5.89	1.10	12.06	1.41	15.36	16.99		الخبجي
Jawah	5.16	1.74	10.23	4.42	26.03	45.20		الجمهورية
Diala'	2.90	2.94	18.61	1.85	11.72	34.50		ديالة
Qatar & Oman	4.04	1.20	19.37	0.64	10.29	12.39		قطر وعمان
Islamic Holding Group 75%	2.63	3.43	23.33	1.63	11.07	38.00		المجموعة الإسلامية 75%
Bank & Finance (Bank) S.A.S.	4.40	1.74	10.98	5.67	35.69			البنك والتمويل (بنك) س.أ.س.
Ead	0.00	0.58	7.37	7.38	101.00	58.80		إيد
German Medical	0.00	0.87	(M)	(M)	16.96	14.78		ألمانية طبية
Salim	7.90	0.89	12.84	0.99	14.20	12.66		سليم
Medicare Group	3.06	1.33	21.86	1.63	26.85	35.70		مديكار
Onema	2.40	2.38	16.72	3.40	23.94	65.90		أونما
Foal	2.91	2.72	12.51	21.99	101.11	275.00		فول
Meat & Livestock	5.10	4.07	12.47	4.71	14.43	58.80		لحم ومنتجات
Al Maera	4.44	5.79	15.93	9.90	27.22	157.70		المعرة
Consumer Goods & Services Kc	3.36	2.10	12.90	6.33	38.84			السلع الاستهلاكية
Indust. Manf.	5.65	1.65	10.43	5.04	32.14	53.10		الصناعية
Cement	5.61	2.25	12.02	8.90	47.64	107.00		الاسمنت
Industries Qatar	4.84	2.97	10.23	15.17	62.21	155.10		صناعات قطر
Investon	2.17	1.45	21.65	1.06	15.83	23.00		الاستثمار
Rec. & Water	4.91	4.15	10.70	12.37	31.89	132.40		المياه وخدمات
Marmel Corp	5.09	2.56	11.07	7.32	31.58	81.00		ميرم
Kamal	0.00	1.35	15.76	0.95	11.07	15.00		كامل
Gulf International Services	3.94	1.76	10.49	2.86	16.86	30.00		الخدمات الدولية
Industry Sector	4.49	2.64	10.76	7.26	29.63			القطاع الصناعي
Qatarins.	5.96	1.74	10.92	6.14	38.57	67.10		قطر
Doha Ins.	0.00	1.34	10.24	2.64	20.22	27.00		دوحة
General Ins.	2.19	1.04	17.35	3.05	50.66	52.90		التأمين
Al Khaleej Takaful	6.82	1.11	9.79	4.49	39.54	44.00		الخليج للتأمين
Islamic Ins.	4.84	3.48	18.94	3.27	17.82	62.00		الإسلامية
Insurance Sector	4.64	1.49	12.36	4.56	37.94			القطاع التأميني
United Development	0.00	0.59	2.57	6.94	30.06	17.80		التطوير والتنمية
Barwa	3.64	0.85	8.92	3.08	32.12	27.45		بروة
Edan	0.82	1.75	(M)	0.15	10.41	18.20		إيدان
Mazaya Qatar	0.00	1.02	24.70	0.45	10.82	11.00		مزايا قطر
Real Estate Sector	1.19	1.29	16.57	1.15	14.75			القطاع العقاري
Q-Tel	1.58	1.25	11.58	8.98	83.03	104.00		قطر
Vodafone Qatar	0.00	1.11	(M)	(M)	7.50	8.35		فونديون قطر
Telecom Sector	1.31	1.23	16.90	2.05	28.25			القطاع الاتصالات
Navigation	5.55	0.68	9.46	6.87	92.36	63.10		التنقل
Warehousing	3.73	2.33	20.97	1.92	17.26	40.20		المخازن
Qatar Gas Transport	5.51	1.15	11.10	1.37	13.21	15.26		الغاز
Transportation Sector	5.36	0.93	10.79	2.25	26.13			القطاع النقل
Exchange	3.69	1.70	11.97	3.74	26.28			التداول
Node								النود

The above mentioned indicators were calculated according to the latest available information. تم احتساب المؤشرات المذكورة أعلاه وفقاً لأحدث المعلومات المتاحة.

Definitions: تعريفات:

Book Price/QR/Share: Cleanly comprises in the Q.E. Index. سعر السهم/قطر/السهم: يمتد إلى مؤشر البورصة في قطر.

المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
Q.E Main Financial Indicators



31.12.2014

Company	دفع السهم (%) Dividend Yield (%)	مؤشر السعر إلى القيمة السوقية P/B.V Ratio (Times)	مؤشر السعر إلى العائد (مرة) P/E Ratio (Times)	مقدار السهم (ريال) EPS (QR)	القيمة السوقية للسهم (ريال) Book Value Share (QR)	سعر السهم (ريال) Stock Price (QR)	31.12.2014	الشركة
QNB	3.29	2.70	14.36	14.83	78.89	212.90		QNB
Islamic Bank	3.91	2.01	16.20	6.31	89.89	102.20		البنك الإسلامي
Commercial Bank	2.43	1.16	11.24	6.10	88.85	68.50		بنك التجارة
Doha Bank	7.89	1.30	10.74	5.31	48.87	57.00		البنك الأهلي
Ahli Bank	4.23	2.23	15.82	3.45	34.46	54.60		البنك الأهلي
Int'l Islamic Bank	4.59	2.31	15.33	5.33	36.44	81.70		البنك الإسلامي
Masraf AL Rayyan	3.39	3.06	17.65	2.50	14.46	44.20		البنك الإسلامي
Al khaliji	4.54	1.39	14.24	1.55	15.83	22.05		البنك الإسلامي
Jarah	7.50	0.77	24.84	0.81	35.91	20.00		البنك الإسلامي
Diala	0.00	3.14	16.98	2.52	13.62	42.80		بنك قطر و عمان
Qatar & Oman	3.90	1.27	19.19	0.80	12.08	15.40		بنك قطر و عمان
Islamic Holding Group	1.37	7.76	35.21	3.54	16.05	124.50		المجموعة الإسلامية للحفظ
Banks & Financial Services Sec.	3.67	2.21	14.40	6.28	40.99			قطاع البنوك والخدمات المالية
Zad	4.17	0.85	7.68	10.93	99.30	84.00		زاد
German Medical	0.00	0.71	(M)	(M)	14.38	10.15		ألمانية
Balam	6.31	1.11	24.53	0.65	14.34	15.85		البنك
Mediara Group	2.56	3.47	22.12	5.29	37.76	117.00		الرعاية
Cinema	4.55	1.73	21.17	2.08	35.44	44.00		السينما
Fuel	3.77	2.62	13.92	14.67	78.07	204.30		بنك الوقود
Widam Food	3.48	4.24	20.24	2.98	14.24	60.40		بنك
Al Meera	4.00	2.93	15.02	13.31	89.19	200.00		المعيرة
Consumer Goods & Service Sec.	3.82	2.33	15.03	6.52	42.04			قطاع السلع والخدمات الاستهلاكية
Indust. Manf.	2.88	1.32	10.52	4.12	32.79	43.35		الصناعات
Cement	4.55	2.46	14.53	9.08	59.62	132.00		الاسمنت
Industries Qatar	6.55	3.17	15.90	10.57	59.02	168.00		صناعات قطر
Investors	1.81	2.32	24.05	1.72	17.84	41.40		المستثمرين
E&c. & Water	3.64	3.17	13.75	13.63	59.17	187.50		الكهرباء ومياه
Manna Corp	5.05	2.46	9.32	11.70	41.24	109.00		مجموع المناهي
Aamal	0.00	1.27	16.73	0.91	11.97	15.19		صناعات
Gulf International Services	1.65	5.01	18.06	5.38	19.39	97.10		الخدمات الدولية للخدمات
MPHC	1.19	2.62	26.92	1.10	11.25	29.50		مستثمرين
Industry Sector	4.31	2.88	16.81	4.04	23.79			قطاع الصناعة
Qatar Ins.	2.21	2.55	14.57	6.22	35.57	90.60		التأمين
Doha Ins.	3.55	1.35	17.03	1.70	21.43	29.00		التأمين
General Ins.	2.12	0.82	2.65	22.28	71.95	59.00		التأمين
Al khaleej Takatuf	1.26	1.57	12.78	3.98	32.32	50.80		التأمين التكافلي
Islamic Ins.	4.75	3.88	14.43	5.48	20.35	79.00		التأمين الإسلامية
Insurance Sector	2.37	1.75	8.01	8.82	40.33			قطاع التأمين
United Development	4.04	0.78	22.21	1.06	31.39	23.59		التطوير والتنمية
Barwa	4.77	1.18	10.31	4.06	35.38	41.90		بروة
Ezdan	2.08	1.28	28.92	0.52	11.67	14.92		إزدان
Mazaya Qatar	3.92	1.57	8.94	2.14	12.23	19.15		مزاييا قطر
Real Estate Sector	3.04	1.17	18.69	1.01	16.22			قطاع العقارات
Qoradoo	3.23	1.60	15.33	8.08	77.30	123.90		Qoradoo
NodaFone Qatar	1.03	2.44	(M)	(M)	6.74	16.45		نودافون قطر
Telecoms Sector	2.66	1.76	22.13	2.08	26.13			قطاع الاتصالات
Navigation	5.03	0.85	11.48	8.67	117.01	99.50		التنقل
Warehousing	2.66	3.20	20.76	2.72	17.62	56.40		مخازن
Qatar Gas Transport	4.71	1.64	14.89	1.55	14.08	23.10		غاز قطر
Transportation Sector	4.64	1.22	13.57	2.76	30.64			قطاع النقل

المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
Q.E Main Financial Indicators



3.12.2015

Company	دفع السهم Dividend Yield (%)	مؤشر السعر إلى القيمة المتبقية (مرة) P/B, V Ratio (Times)	مؤشر السعر إلى القيمة المتبقية (مرة) P/E Ratio (Times)	مقدار السهم (رطل) EPS (QR)	القيمة المتبقية (رطل) Book Value Share (QR)	سعر السهم (رطل) Stock Price (QR)	الشركة
	(%)	(Times)	(Times)	(QR)	(QR)	3.12.2015	
QNB	4.29	2.07	10.96	15.97	81.45	175.00	QNB
Islamic Bank	3.98	1.96	13.40	7.96	51.57	106.70	البنك الإسلامي
Commercial Bank	6.93	1.01	8.97	5.11	45.47	45.90	بنك التجارة
DohaBank	8.99	1.24	8.45	5.27	38.83	44.50	بنك الدوحة
Rihl Bank	2.96	1.89	12.90	3.57	24.36	46.05	الريال
Inf Islamic Bank	6.22	1.80	11.35	5.66	38.81	64.30	بنك إف إسلامي
Masraf Al Rayyan	4.65	2.44	13.49	2.79	15.39	37.60	مصرف الريان
Alkhaliji	5.56	1.10	10.35	1.74	16.33	17.97	الخالجي
Jarah	6.03	0.60	(M)	(M)	29.45	14.10	الجرار
Diala	0.00	1.91	(M)	(M)	9.69	18.49	ديالا
Qatar & Oman	6.50	1.12	15.69	0.78	11.02	12.30	قطر وعمان
Islamic Holding Group	3.81	5.09	31.98	2.46	15.47	78.70	المجموعة الإسلامية للحolding
Banks & Financial Services Sec.	4.78	1.80	11.24	6.59	41.08		قطاع البنوك والخدمات المالية
Zad	4.72	0.85	6.87	12.34	100.34	84.80	زاد
GermanMedical	0.00	1.02	(M)	(M)	13.43	13.72	ألمانية
Salam	5.08	0.82	17.55	0.67	14.34	11.82	سلام
Medicare Group	4.19	3.67	17.15	6.96	32.53	119.30	مديكار
Cinema	2.67	1.53	15.68	2.17	22.25	34.00	سينما
Fuel	6.10	1.86	10.72	13.75	79.21	147.50	فيل للوقود
WidamFood	4.73	3.73	14.06	3.76	14.14	52.80	ويدام
Al Maara	4.09	3.30	21.73	10.12	65.58	220.00	المارة
Consumer Goods & Services Sec	5.22	1.93	12.84	6.32	42.05		قطاع البضائع والخدمات الاستهلاكية
Indust. Manf.	7.53	1.28	12.27	3.25	31.12	39.85	التصنيعية
Cement	3.57	2.00	12.32	8.28	51.00	102.00	الاسمنت
Industrias Qatar	6.30	2.03	12.33	9.01	54.82	111.10	صناعات قطر
Investors	1.99	1.99	19.59	1.92	18.98	37.70	المستثمرين
Elec. & Water	3.47	3.41	15.86	13.65	69.50	216.40	كهرباء ومياه
Mansaf Corp	6.30	1.92	8.24	11.56	49.58	95.30	مجموعه المناسف
Aamal	6.81	1.23	14.11	0.99	11.41	13.99	أعمال
Gulf International Services	10.68	2.42	8.03	6.41	21.32	51.50	الخدمات الدولية للخدمات
MPHC	5.67	1.75	20.23	0.96	11.07	19.40	مفح
Industry Sector	5.84	2.03	13.24	3.71	24.22		قطاع الصناعة
Caterina	2.65	2.69	16.54	4.96	30.46	82.00	كاترينا
DohaIns.	4.76	1.00	16.85	1.25	20.97	21.00	دوحة
General Ins.	3.40	0.73	4.58	11.17	69.73	51.10	التأمين
Alkhalasj Takaful	4.28	1.27	15.12	2.02	29.99	30.50	الخالسج التكافل
Islamic Ins.	5.56	3.24	13.90	5.18	22.19	72.00	الإسلامية
Insurance Sector	3.09	1.68	11.08	5.63	37.11		قطاع التأمين
United Development	6.02	0.67	11.10	1.87	30.75	20.75	التطوير والتنمية
Barwa	5.50	0.85	2.74	14.59	48.81	40.00	بروة
Bidan	2.52	1.39	26.91	0.59	11.40	15.90	بيدان
Mazaya Qatar	2.01	1.09	8.57	1.66	12.98	14.20	مزابيا قطر
Real Estate Sector	3.59	1.10	8.24	2.31	17.34		قطاع العقارات
Conedoo	5.33	1.12	13.25	5.66	67.08	75.00	كوندوو
Vodafone Qatar	1.65	2.07	(M)	(M)	6.12	12.70	فونافون قطر
Telecoms Sector	4.20	1.30	23.73	1.26	22.87		قطاع الاتصالات
Navigatón	5.79	0.80	9.17	10.36	118.37	95.00	نavigatón
Warehousing	2.64	2.89	15.64	3.64	19.68	56.90	مخازن
Qatar Gas Transport	5.08	1.62	13.65	1.71	14.41	23.35	غاز قطر
Transportation Sector	5.12	1.18	11.50	3.21	31.24		قطاع النقل
Exchange	4.85	1.65	11.68	3.89	27.50		السوق

المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
QSE Main Financial Indicators



29.12.2016

Company	Dividend Yield (%)	P/B, V Ratio (Times)	P/E Ratio (Times)	EPS (QR)	Book Value /Share (QR)	Stock Price (QR) 29.12.2016	الشركة
QNB	1.79	2.11	11.21	14.53	77.19	162.90	QNB
Islamic Bank	4.09	1.77	11.42	9.10	58.63	103.90	المصرف الإسلامي
Commercial Bank	9.23	0.74	17.01	1.91	43.63	32.50	البنك التجاري
Doha Bank	8.60	0.95	7.21	4.84	36.57	34.90	بنك الدوحة
AHL Bank	3.66	1.56	11.53	3.38	24.96	39.00	البنك الأهلي
Inf' Islamic Bank	6.37	1.70	11.97	5.25	36.99	62.80	البنك الإسلامي للإنف
Masraf Al Rayyan	4.65	2.30	13.31	2.83	16.36	37.60	البنك الريان
Al khalf	5.88	1.01	10.48	1.62	16.88	17.00	البنك الخلف
First Bank (QFC)	0.00	1.00	(H) (M)	0.02	10.28	10.30	البنك الأول (QFC)
Jahsh	3.26	0.75	(M) (M)	(M) (M)	20.51	15.32	البنك الجاش
Doha	0.00	2.30	(M) (M)	(M) (M)	9.34	21.49	بنك الدوحة
Qatar & Oman	6.03	0.99	27.36	0.36	10.01	9.95	بنك قطر وعمان
Islamic Holding Group	1.74	2.47	(H) (M)	0.18	24.67	61.00	المجموعة الإسلامية للحفظ
Bank & Finance Services Sec.	3.30	1.75	11.63	4.95	39.34		قطاع البنوك والخدمات المالية
Zad	4.48	0.83	6.61	13.50	106.91	89.20	زاد
German Medical	0.00	1.19	(M) (M)	(M) (M)	8.50	10.10	الطبية الألمانية
Salam	9.05	0.77	10.75	1.03	14.34	11.05	السالم
Mediana Group	7.95	1.79	20.33	3.09	35.11	62.90	المرشدية
Cinema	5.46	1.28	13.23	2.08	21.38	27.45	السينما
Fuel	5.22	1.89	11.58	12.56	76.77	145.40	بنك الوقود
Widam Food	3.97	4.29	14.41	4.72	15.87	68.00	ويدام
Mansaf Corp	6.25	1.45	7.34	10.89	55.31	80.00	ممنسف كورپ
Al Maana	5.13	2.63	21.67	8.10	66.73	175.50	المنوعة
Consumer Goods & Services Sec.	5.61	1.70	11.48	6.54	64.24		قطاع البضائع والخدمات الاستهلاكية
Indust. Manf.	6.74	1.39	10.74	4.14	31.91	44.50	التصنيع
Cement	3.84	1.71	11.11	7.74	80.19	86.00	الاسمنت
Industries Qatar	4.26	2.13	21.29	5.52	55.12	117.50	صناعات قطر
Investor	2.14	2.93	25.41	2.30	19.98	58.50	المستثمرين
Sec. & Water	3.30	3.24	15.67	14.49	70.05	227.00	للأمن والمياه
Aamal	6.99	1.10	13.59	1.00	12.37	13.63	العمل
Gulf International Services	3.22	1.47	34.36	0.91	21.14	31.10	الخدمات الدولية
MPHC	4.43	1.44	19.38	0.82	10.98	15.80	ممنسف
Industry Sector	4.15	1.97	18.80	2.85	24.37		قطاع الصناعة
Qatar Ins.	2.26	2.56	19.27	4.40	33.08	84.80	بنك قطر
Doha Ins.	5.49	0.85	9.21	1.98	21.30	18.20	بنك الدوحة
General Ins.	2.90	0.65	4.22	11.14	72.46	47.00	التأمين العام
Al khalfaj Takaful	4.74	1.01	18.09	1.17	20.87	21.10	التأمين الخلفي
Islamic Ins.	7.91	2.30	12.46	4.06	21.98	50.60	التأمين الإسلامي
Insurance Sector	2.68	1.65	12.03	5.31	38.75		قطاع التأمين
United Development	7.26	0.68	13.39	1.54	30.31	20.65	التطوير المتحدة
Barwa	6.62	0.71	13.20	2.52	46.72	33.25	بروة
Eden	3.31	1.35	23.13	0.65	11.22	15.11	إيدن
Mazaya Qatar	1.89	1.09	16.84	0.85	13.19	14.39	مزايا قطر
Real Estate Sector	4.43	1.03	18.46	0.96	17.15		قطاع العقارات
Qonedoo	2.95	1.44	14.88	6.84	70.94	101.80	قونيدو
YodaFona Qatar	0.00	1.66	(M) (M)	(M) (M)	5.63	9.37	يودافونا قطر
Telecom Sector	2.37	1.47	22.82	1.52	23.57		قطاع الاتصالات
Navigation	5.23	0.80	12.24	7.81	120.13	95.60	التنقل
Warehousing	2.17	2.23	16.39	3.42	25.06	56.00	المخازن
Qatar Gas Transport	5.41	1.54	13.14	1.76	15.00	23.09	نقل الغاز
Transportation Sector	4.95	1.15	13.06	2.84	32.37		قطاع النقل
Exchange	3.73	1.60	14.18	3.15	27.85		المقاييس

Note: The above mentioned indicators were calculated according to the latest reliable financial data. تم احتساب المؤشرات حسب آخر بيانات مالية متوفرة.

Definitions: تعريفات:

المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
QSE Main Financial Indicators



31.12.2017

Company	دفع السهم (%) Dividend Yield (%)	مؤشر السعر/القيمة التقرية (مرة) P/B, V Ratio (Times)	مؤشر السعر/القيمة التقرية (مرة) P/E Ratio (Times)	مقدار السهم (دينار) EPS (QR)	القيمة التقرية (دينار) Book Value /Share (QR)	سعر السهم (دينار) Stock Price (QR) 31.12.2017	التسمية
QNB	2.53	1.75	8.98	14.03	71.81	126.01	QNB
Islamic Bank	4.90	1.54	9.71	9.99	63.10	97.00	البنك الإسلامي
Commercial Bank	0.00	0.68	44.92	0.64	42.63	28.90	البنك التجاري
Doha Bank	0.53	0.80	8.16	3.49	35.47	28.50	بنك الدوحة
Ahli Bank	2.56	1.51	12.08	3.23	25.87	38.99	البنك الأهلي
Int'l Islamic Bank	7.33	1.22	10.10	5.41	44.94	54.60	البنك الدولي الإسلامي
Masraf Al Rayyan	5.30	2.18	13.63	2.77	17.28	37.75	المرافق
Al Kheirji	5.28	0.82	11.23	1.26	17.36	14.20	البنك الخيري
FirstBank (QFC)	0.00	0.78	(M)	(M)	8.39	6.53	البنك الأول (QFC)
Jahsh	4.67	0.55	(M)	(M)	19.54	10.71	البنك الجاهش
Doha	0.00	1.76	24.30	0.60	8.37	14.70	بنك الدوحة
Qatar & Oman	6.33	0.92	22.14	0.36	8.60	7.90	البنك القطري وعمان
Islamic Holding Group	2.67	1.56	68.60	0.55	24.10	37.50	المجموعة الإسلامية للحolding
Bank & Finance Services Sec.	3.89	1.47	10.46	8.88	30.43		قطاع البنوك والخدمات المالية
Zad	5.56	0.71	6.18	13.11	113.51	81.00	زاد
German Medical	0.00	1.08	(M)	(M)	6.00	6.46	ألمانيا الطبية
Salam	0.61	0.50	19.58	0.35	13.79	6.89	السلام
Medicare Group	4.29	2.05	29.83	2.34	34.09	69.85	مديكار
Cinera	4.00	1.21	37.49	0.67	20.66	25.00	سينيرا
Fuel	6.86	1.50	13.54	7.54	68.03	102.06	البنك للوقود
Widam Food	5.60	3.54	10.79	5.79	17.64	62.50	ويدام
Manna Corp	6.72	0.96	5.79	10.28	62.22	89.50	مينا
Al Maara	6.21	2.17	14.56	9.95	66.73	114.90	المراة
Consumer Goods & Services Sec.	6.81	1.35	11.68	8.03	43.41		قطاع البضائع والخدمات الاستهلاكية
Indust. Manf.	6.86	1.35	10.69	4.09	32.36	43.70	التصنيع
Cement	6.36	1.35	11.34	5.55	46.68	62.90	الاسمنت
Industries Qatar	4.12	1.76	22.68	4.28	55.10	97.00	صناعات قطر
Investors	2.73	1.75	18.20	2.01	20.94	36.60	المستثمرين
Sec. & Water	4.21	2.27	12.09	14.73	78.51	178.00	الأمن والمياه
Aamal	6.91	0.69	11.93	0.73	12.49	8.68	العمل
Qat International Services	5.65	0.91	(M)	0.54	19.50	17.70	الخدمات الدولية للخدمات
MPHC	4.77	1.10	14.59	0.86	11.41	12.59	مسيحة
Investment Holding Company	4.92	0.59	11.48	0.53	10.37	6.10	مجموعة استثماري القابضة
Industry Sector	4.48	1.50	17.55	2.09	24.41		قطاع الصناعة
Qatar Ins.	2.88	1.82	23.41	2.22	28.58	52.01	قطر التأمين
Doha Ins.	4.29	0.69	9.11	1.54	20.37	14.00	الدوحة التأمين
General Ins.	3.06	0.70	66.41	0.74	69.81	49.00	التأمين العامة
Al Kheirji Takaful	4.53	0.68	29.85	0.44	19.51	13.24	البنك الخيري للتكافل
Islamic Ins.	6.37	2.41	12.98	4.24	22.81	54.97	التأمين الإسلامية
Insurance Sector	3.14	1.29	24.71	1.83	34.90		قطاع التأمين
United Development	8.69	0.47	8.38	1.72	30.76	14.38	التطوير والتنمية
Barwa	7.81	0.67	9.41	3.40	47.50	32.00	بروة
Etihad	4.14	1.08	16.65	0.73	11.23	12.08	اتحاد
Mazaya Qatar	0.00	0.71	57.07	0.16	12.70	9.00	مزايا قطر
Real Estate Sector	5.42	0.84	13.07	1.10	17.26		قطاع العقارات
Qonedoo	3.86	1.28	15.33	5.92	71.07	90.75	كوندو
WodaFone Qatar	0.00	1.51	(M)	(M)	5.32	8.02	مودافون قطر
Telecom Sector	3.13	1.31	21.91	1.40	23.39		قطاع الاتصالات
Navigation	6.26	0.47	20.31	2.75	117.80	55.94	التنقل
Warehousing	3.64	1.63	12.11	3.63	27.01	43.99	المخازن
Qatar Gas Transport	6.21	1.05	10.97	1.47	15.39	16.10	قطر الغاز
Transportation Sector	5.86	0.76	13.35	1.84	32.46		قطاع النقل
Exchange	4.16	1.30	13.02	2.79	27.95		التداول

Note: The above financial indicators are calculated according to the latest available financial data.

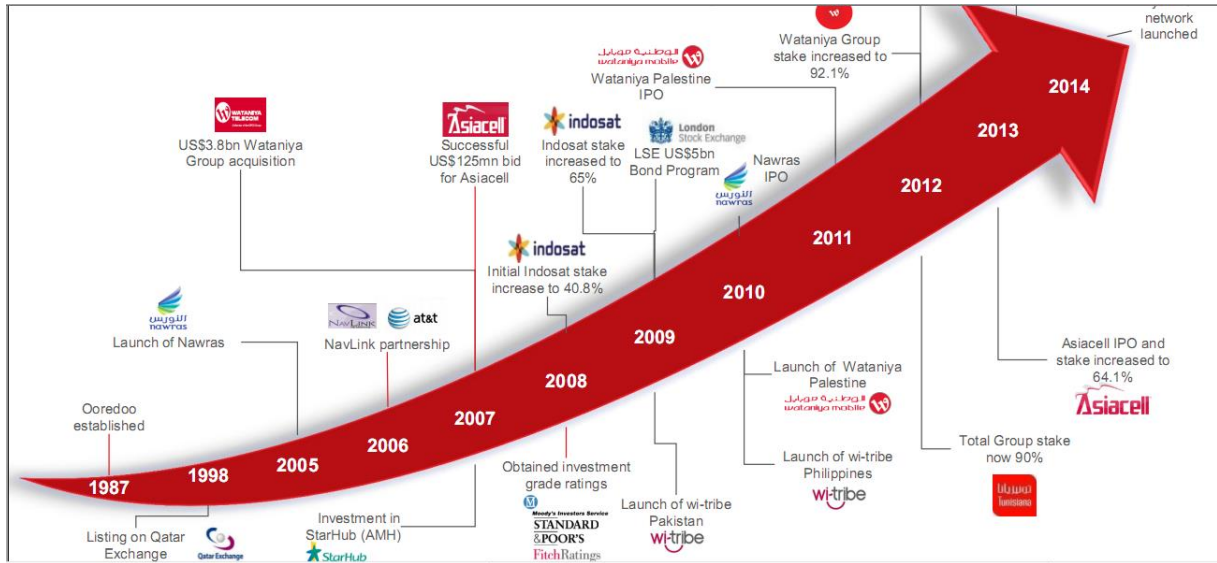
المؤشرات المالية الرئيسية للشركات المدرجة في البورصة
QSE Main Financial Indicators



31.12.2018

Company	Dividend Yield (%)	P/B, V Ratio (Times)	P/E Ratio (Times)	EPS (QR)	Book Value /Share (QR)	Stock Price (QR) 31.12.2018	التسمية
QNB	3.08	2.72	13.15	14.83	71.64	895.00	QNB
Islamic Bank	2.80	2.37	13.63	11.15	64.03	852.00	البنك الإسلامي
Commercial Bank	2.54	1.01	9.94	3.96	38.81	39.39	البنك التجاري
Doha Bank	3.51	0.76	8.62	2.58	29.19	22.20	بنك الدوحة
AHL Bank	3.40	1.09	8.93	3.13	25.63	28.00	الأي سي
Inf'Islamic Bank	6.05	1.75	11.54	5.73	37.69	66.12	البنك الإسلامي
Masraf AL Rayyan	4.80	2.44	14.90	2.80	17.11	41.68	الريان
Al khalfi	6.50	0.75	7.34	1.57	15.47	11.54	الخلفي
FirstBank (QFC)	0.00	0.77	(M) (سي)	(M) (سي)	5.29	4.08	الاول QFC
iqah	5.69	0.45	15.74	0.56	19.62	8.79	الإقراه
Doha	0.00	1.32	(M) (سي)	(M) (سي)	7.55	10.00	دوحة
Qatar & Oman	9.36	0.59	42.58	0.13	9.13	5.34	قطر وعمان
Islamic Holding Group	4.58	0.91	(M) (سي)	(M) (سي)	23.97	21.85	المجموعة الإسلامية للخدمات
Bank & Finance Services Sec.	3.60	2.11	13.04	6.11	37.74		قطاع البنوك والخدمات المالية
Zad	5.68	1.00	7.54	13.79	103.70	84.00	زاد
German Medical	0.00	1.35	(M) (سي)	(M) (سي)	4.19	5.66	ألمانية
Salam	0.00	0.39	(M) (سي)	(M) (سي)	11.17	4.33	السالم
Medicare Group	6.34	1.90	21.02	3.00	33.23	63.10	مديكار
Cinema	5.26	0.86	17.93	1.06	22.17	19.02	سينما
Fuaj	4.82	2.31	14.40	11.53	71.96	65.99	أفاج
Widam Food	6.07	3.68	11.71	5.98	19.02	70.00	ويدام
Mannaf Corp	7.28	0.96	5.56	9.88	57.51	54.95	ممناف
Al Maera	5.74	2.20	16.56	8.93	67.16	148.00	المعرة
Consumer Goods & Services Sec.	4.28	1.77	13.43	4.66	43.93		قطاع البضائع والخدمات الاستهلاكية
Indust. Manf.	7.03	1.28	9.52	4.49	33.44	42.70	الصناعات
Cement	7.56	1.27	12.83	4.64	46.87	89.50	الاسمنت
Industries Qatar	3.74	2.31	16.90	7.91	57.87	83.61	صناعات قطر
Investor	2.70	1.26	14.70	1.89	22.03	27.81	المستثمرين
Sec. & Water	4.19	1.97	13.93	13.28	94.12	85.00	المياه والكهرباء
Aamal	6.79	0.70	11.50	0.77	12.63	8.84	أعمال
Gulf International Services	0.00	0.86	30.90	0.55	19.81	17.00	الخدمات الدولية للخدمات
MPHC	4.66	1.28	66.87	0.22	11.73	15.03	مسيح
Investment Holding Company	5.11	0.46	9.71	0.50	10.62	4.89	مجموعة استثمار
Gasco	0.00	1.34	19.20	0.70	10.00	13.35	الغاز
Industry Sector	3.89	1.71	17.60	2.26	23.39		قطاع الصناعة
Qatar Ins.	3.63	1.46	20.26	1.77	24.54	35.90	التأمين
Doha Ins.	5.73	0.63	15.27	0.86	20.80	13.09	الدوحة
General Ins.	4.90	0.64	11.45	3.92	70.04	44.88	أعمامة
Al khaleej Takaful	0.00	0.43	30.81	0.28	20.13	8.59	التأمين الكhalij
Islamic Ins.	6.52	2.27	11.63	4.62	23.69	53.71	التأمين الإسلامية
Insurance Sector	4.10	1.08	16.60	2.07	31.92		قطاع التأمين
United Development	8.47	0.48	10.72	1.38	30.49	14.75	التطوير والتنمية
Benwa	6.26	0.83	9.05	4.41	48.31	39.91	بنوا
Erdan	3.85	1.10	46.15	0.28	11.79	12.98	إردان
Masaya Qatar	0.00	0.60	27.66	0.28	12.97	7.80	مزايا قطر
Real Estate Sector	4.89	0.90	18.81	0.85	17.76	53.70	قطاع العقارات
Qonedoo	4.67	1.11	16.02	4.68	67.71	75.00	Qonedoo
Udofone Qatar	0.00	1.45	54.57	0.14	5.38	7.81	أودوفون قطر
Telecom Sector	3.66	1.17	18.89	1.39	22.51		قطاع الاتصالات
Navigation	5.30	0.52	14.92	4.42	125.95	66.01	الملاحة
Warehousing	4.42	1.35	9.74	3.95	28.59	38.47	مخازن
Qatar Gas Transport	5.58	1.13	11.06	1.62	15.91	17.93	نقل الغاز
Transportation Sector	5.34	0.79	12.07	2.25	34.26		قطاع النقل
Exchange	3.95	1.60	14.73	2.94	27.13		المصرف

NOTE: The above mentioned indicators were calculated according to the latest reliable financial data. تم احتساب المؤشرات حسب آخر وأفضل بيانات مالية متوفرة.



الفهرس

