

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين – دراسة قياسية لعينة من الشركات

المدرجة في مؤشر NASDAQ 100 –

The Impact of the Investment Decision on Maximizing the Wealth of Shareholders: An econometric study of a sample of companies listed in the index NASDAQ 100

ط.د. غربي نوال^{1*}، د. محرز نور الدين²

¹ جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، مخبر إقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة،

nawal.gharbi@univ-jijel.dz

² جامعة مساعدية محمد الشريف، سوق أهراس، مخبر LAREE،

noureddine.mehrez@univ-soukahras.dz

تاريخ القبول: 2022/06/25

تاريخ الاستلام: 2022/02/08

ملخص:

تسعى الإدارة المالية الحديثة إلى التركيز على هدف تعظيم ثروة المساهمين من خلال توجيه القرارات المالية لخدمة هذا الهدف، لذلك تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين لـ 46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 الأمريكي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2020 باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لكل من قرار الإستثمار والسعر السوقي للسهم على القيمة السوقية المضافة، في حين هناك تأثير سلبي للتمويل عن طريق القروض على القيمة السوقية المضافة، أما نسبة السيولة فلا يوجد تأثير، وعليه فقرار الإستثمار يدعم هدف تعظيم ثروة المساهمين.

كلمات مفتاحية: قرار الإستثمار، تعظيم ثروة المساهمين، القيمة السوقية المضافة، بيانات البانل.

تصنيف JEL: G11, C23 .H25, G51.

Abstract:

Financial management seeks to focus on the goal of maximizing the wealth of shareholders by directing financial decisions to serve this objective. Therefore, this study aims to know the impact of the investment decision on maximizing the shareholders' wealth for 46 companies listed in the US Nasdaq100 Index during the period 2009 and 2020 using a multiple linear regression model based on the method of ordinary least squares OLS.

The study concluded that there is a positive and significant impact of both the investment decision and the market price of the stock on the market value added MVA, while there is a negative impact of financing through loans on the added market value. However, the liquidity ratio, have no effect; therefore, the investment decision supports the goal of maximizing the wealth of shareholders. .

Key words: investment decision, maximizing shareholders' wealth, market value added, panel data.

Jel Classification Codes : G11, C23 .H25, G51

1. مقدمة

ترتكز نظرية التمويل الحديثة على تحقيق هدف رئيسي لشركات الأعمال، والذي يتركز بدوره على تحقيق هدف المساهمين والمتمثل في تعظيم ثروة المساهمين (SWM)، إذ يعبر هذا الهدف الذي تعمل معظم شركات الأعمال على تحقيقه عن مقدار الثروة أو القيمة التي يحققها المساهم جراء إستثمار أمواله في الشركة، فبدلاً من التركيز على الأرباح أصبح المساهمون يركزون على تعظيم الثروة كاستراتيجية طويلة الأجل.

لذلك توجه إدارة الشركة كافة قراراتها المالية للعمل على خدمة هدف المساهمين، لكن نتيجة التغير في أنماط الإدارة الذي عرفته إدارة شركات المساهمة خاصة في ظل انفصال الملكية عن الإدارة، إذ تعتبر إدارة الشركة بمثابة الوكيل عن المساهمين، لذلك تطبيق هذه الإستراتيجية يعد صعباً نظراً للتعارض في المصالح بين الطرفين.

وعلى ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100 عند مستوى معنوية 5 % ؟

ولفهم وتبسيط التساؤل الرئيسي يمكن صياغة مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على القيمة

السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100؟

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة على القيمة السوقية المضافة للشركات

المدرجة في مؤشر Nasdaq 100؟

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسعر السوقي للسهم على القيمة السوقية المضافة

للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100؟

وبغرض الإجابة على الإشكالية الرئيسية تم وضع الفرضيات التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار الإستثمار على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq 100 عند مستوى المعنوية 5 %؛

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq 100 عند مستوى المعنوية 5 %؛

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100 عند مستوى المعنوية 5%،
 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسعر السوقي للسهم على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100 عند مستوى المعنوية 5% .
- وتحاول الدراسة تحقيق هدف رئيسي يتمثل في معرفة طبيعة العلاقة بين قرار الإستثمار كقرار مالي استراتيجي والقيمة السوقية المضافة كمقياس لتعظيم ثروة المساهمين، ويندرج ضمن هذا الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الثانوية هي:
- معرفة أثر التمويل عن طريق الديون على القيمة السوقية المضافة؛
 - أثر السيولة على القيمة السوقية المضافة؛
 - أثر السعر السوقي للسهم على القيمة السوقية المضافة؛
- ولفهم أكثر لأدبيات الدراسة تم الإعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي لتقديم الخلفية النظرية للدراسة، أما الجانب التطبيقي تم استخدام الأسلوب الإحصائي من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل وذلك عن طريق إجراء الإختبارات والتقديرات بالاعتماد برنامج Eviews10 وبرنامج Gretl، حيث تم الحصول على المعلومات من التقارير السنوية للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 للفترة من 2009 إلى 2020 بالإضافة إلى بعض المواقع الإلكترونية المتخصصة.
- الدراسة الحالية ارتكزت على مجموعة من الدراسات السابقة كمرجعية علمية منها:

دراسة (Hechmi, 2015) بعنوان **Investment Decision and Value Creation** : سعت

الدراسة إلى تحليل العلاقة بين قرارات الإستثمار وخلق القيمة لعينة مكونة من 82 شركة فرنسية مدرجة في مؤشر SBF250 خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2005، وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لقرار الإستثمار على خلق القيمة للشركات الفرنسية .

دراسة (Shodiya & al, 2019) بعنوان **Shearholder Wealth Maximization and**

Investment Decisions of Nigerian Food and Beverage Companies: كان الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو إختبار تأثير تعظيم ثروة المساهمين على قرار الإستثمار، وقد تم إختيار 7 شركات تنتمي لقطاع الأغذية والمشروبات المدرجة في بورصة نيجيريا وذلك خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2017 وبالإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، حيث توصلت الدراسة إلى أن ربحية

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

السهم الواحد و السعر السوقي للسهم ليس لهما أي تأثير على قرار الإستثمار وكذلك لم يكن للربح الموزع للسهم أي تأثير على قرار الإستثمار.

دراسة (Akintunde & al, 2021) بعنوان 'Financing Dicision and Shareholders'

Wealth Maximisation of Nigeria Listed Companies: حاولت هذه الدراسة فحص العلاقة بين قرار التمويل وتعظيم ثروة المساهمين لعينة تتكون من 35 شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيجيريا للفترة من 2008 إلى غاية 2017 بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، كانت نتيجة الدراسة أن التمويل الذاتي يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية المضافة، بينما التمويل بالأسهم و الديون كان لهما تأثيرا سلبيا على القيمة السوقية المضافة.

2. الخلفية النظرية للدراسة

يعد هدف تعظيم ثروة المساهمين الافتراض الأساسي الذي تقوم عليه شركات الأعمال في الوقت الراهن، وقد ظهر هذا الهدف نتيجة للإنقادات التي وجهت لهدف تعظيم الربح.

1.2 هدف تعظيم الربح والانتقادات الموجهة له

إن هدف تعظيم الربح من الأهداف الإستراتيجية لشركات الأعمال، إذ ساد الاعتقاد طويلا أنه يمثل الهدف الأول والوحيد لشركات الأعمال، وقد يرجع ذلك إلى أهميته كون الربح يمثل التبرير الإقتصادي لإستمرارية أي شركة، كما أنه يمثل مؤشرا مهما لتقييم الأداء، كذلك يعتبر مصدرا مهما من مصادر التمويل الذاتي (الزبيدي، 2001، الصفحات 26-27).

وبالرغم من الأهمية التي يحظى بها هدف تعظيم الربح في الحياة الإقتصادية لشركات الأعمال، إلا أنه وجهت له العديد من الإنتقادات من قبل الباحثين في مجال المالية كهدف تتبناه شركات الأعمال أهمها:

1.1.2 تعظيم الربح كهدف قصير الأجل

إن المؤسسة يمكنها زيادة أرباحها عن طريق شراء معدات منخفضة التكلفة أو إستخدام مستلزمات إنتاج منخفضة التكلفة والجودة، وذلك بغية تخفيض التكلفة ثم تعظيم الأرباح في الأجل القصير (أندراوس، 2007، صفحة 27).

2.1.2 هدف تعظيم الربح لا يأخذ في الحسبان المخاطر

تعرف المخاطر بأنها عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية (هندي، 2007، صفحة 13)، إذ تفضل الشركات التدفقات النقدية المؤكدة على التدفقات النقدية غير المؤكدة.

3.1.2 هدف تعظيم الربح يهمل القيمة الزمنية للنقود

يقصد بالقيمة الزمنية للنقود أن قيمة مبلغ معين من النقود تتوقف على توقيت الحصول عليه (هندي، 2007، صفحة 10)، فهدف تعظيم الربح يتجاهل التوقيت للتدفقات النقدية، أي العوائد النقدية المتوقعة من القرارات الإستثمارية وفق مبدأ القيمة الزمنية للنقود (العلي، 2013، صفحة 21).

1.2 هدف تعظيم ثروة المساهمين SWM

أبعدت الإنتقادات الموجهة لهدف تعظيم الربح الأرباح لتكون محورا إستراتيجيا في شركات الأعمال، وهو ما أدى إلى بروز هدف حديث تسعى معظم شركات الأعمال إلى تبنيه وهو هدف تعظيم ثروة المساهمين أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم، فحسب (Diepiriye, 2018) فإن ثروة المساهمين ماهي إلا "وظيفة أساسية للإدارة العليا تتطلب صياغة تكتيكات وإستراتيجيات إضافة إلى التخصيص الفعال للموارد" (Shodiya & al, 2019, p. 49)، كذلك أشار (Dayananda, 2002) أن هدف تعظيم ثروة المساهمين " يعكس مقدار الوقت والمخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهمون تلقيها في المستقبل (Shodiya & al, 2019, p. 51) .

وباعتبار أن ثروة المساهم تساوي القيمة السوقية لما يملكه فإن أي زيادة في القيمة السوقية للأسهم تؤدي لزيادة الثروة (حنفي و قرياقص، 2004، صفحة 12)، وبالتالي فالشركة تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم السعر السوقي لأسهم الشركة (مصطفى، 2003، صفحة 18)، ويتم التعبير عن ثروة المساهمين SW بالعلاقة التالية (Khan & Hussanie, 2018, p. 739):

$$SW = MV * n$$

حيث:

MV : القيمة السوقية للسهم الواحد؛

n : عدد الأسهم المملوكة.

فحسب (Habib&Jiang, 2015) يعد تعظيم ثروة المساهمين SWM أحد أهم المتغيرات لقياس أداء الشركات (Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 2)، إذ وجهت العديد من الإنتقادات إلى مقاييس الأداء التقليدية، وأهم إنتقاد هو إهمال تكلفة رأس المال المستثمر، الأمر الذي أدى إلى ظهور المقاييس القائمة على القيمة والتي تركز على تعزيز ثروة المساهمين، وتعتبر القيمة الإقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA من أهم مؤشرات تقييم أداء الشركات، كون معيار EVA معيار أداء داخلي، بينما MVA فتعد معيار أداء خارجي تمثل الفرق بين رأس المال المستثمر من قبل المساهمين

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

والقيمة السوقية للشركة (Panahi, Nigel Preece, Wan Zakaria, & Rogess, 2014, p. 297)، كما أنها تعد معياراً لقياس تكوين الثروة، لذلك تسعى الشركات لتكوين أكبر قدر ممكن من القيمة المضافة التي تظهر القيم الحالية للتدفقات المتوقعة على المدى الطويل ، ويبين MVA ما إذا كانت الشركة قد زادت أو خفضت من ثروة مساهميها (Panahi, Nigel Preece, Wan Zakaria, & Rogess, 2014, p. 298).

2.3 قرار الإستثمار و تعظيم ثروة المساهمين SWM

تعمل شركات الأعمال على توجيه قراراتها المالية للحفاظ على ثروة مساهميها أو تعظيمها ، من ضمنها قرار الإستثمار الذي يعني "تخصيص جزء من الأموال بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل" (الهادي، 2008)، فالشركات التي ترغب في تجميع المزيد من الإستثمارات يجب أن تتبنى تعظيم ثروة المساهمين كإستراتيجية تنافسية، فنتيجة للأدوار البارزة لتعظيم ثروة المساهمين يتم تقييم القرارات الإدارية والإستراتيجيات والسياسات المالية للتأكد من فعاليتها وكفائتها في زيادة ثروة المساهمين، والتي يعبر عنها بالقيمة السوقية لأسهم الشركة، والتي تعتمد بدورها على إستثمارات الشركة طويلة أو قصيرة الأجل (Shodiya & al, 2019)، إذ يعد تعظيم الثروة رغبة كل مستثمر محتمل أو مساهم، و بالتالي فالشركات المدرجة يكون لديها الحافز لإتخاذ قرارات إستثمارية بناء على هذا التوقع، إذ يتخذ المستثمرون قرارات إستثمار تستند إلى توقع أن الإدارة ستخلق قيمة لهم (Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 2)، فتعظيم ثروة المساهمين هو مقياس لمستوى ربحية إستثمار المساهمين العاديين وإنعكاساً لكفاءات المديرين في إستخدام الموارد المتاحة لخلق القيمة (Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 1).

3. الدراسة التطبيقية لأثر قرار الإستثمار على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100

1.3 مجتمع الدراسة

يعتبر مؤشر Nasdaq100 من أهم المؤشرات في السوق المالي الأمريكي إلى جانب كل من مؤشر S&P500 ومؤشر DJIA وهو يمثل مجتمع الدراسة، إذ يتكون المؤشر من 100 شركة غير مالية مدرجة في بورصة NASDAQ ويرمز له بالرمز NDX، وقد تم إنشاؤه في 31 جانفي 1985 في حين تم إدراج الشركات الأجنبية فيه سنة 1998، وقد كان لفيروس كورونا إنعكاسات على أسعار وأسواق الأسهم (بوقجان و واضح ، 2021، صفحة 425) حيث تسبب إنتشار فيروس كورونا من

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
 ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

الصين إلى إيطاليا في حدوث خلل كبير في أسواق الأسهم، وعلى غرار المؤشرات المالية العالمية كان لأزمة أو جائحة كورونا تأثير على مؤشر Nasdaq100 ، حيث شهد المؤشر سقوطاً حراً في 12 مارس 2020 وإستمر هذا الإنخفاض إلى غاية أواخر شهر مارس وذلك نتيجة ذعر المستثمرين والخوف من حدوث ركود إقتصادي عالمي أين كانت حالة عدم التأكد هي السائدة.

2.3 شروط إختيار عينة الدراسة

إلختيار عينة الدراسة تم وضع الشروط التالية:

- أن لا تكون الشركة قد قامت بعملية الإندماج مع شركة أخرى وكذلك لم يتم الإستحواذ عليها خلال فترة الدراسة ؛

- أن تكون السنة المالية من بداية N/01/01 إلى غاية N/12/31 ؛

- أن تكون البيانات المالية للشركات على شكل PDF ؛

- أن تتوفر المعلومات و البيانات المالية المطلوبة خلال فترة الدراسة.

وعليه ووفقاً للشروط السابقة شملت عينة الدراسة 46 شركة مدرجة في مؤشر NASDAQ100 الأمريكي للفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2020.

3.3 متغيرات الدراسة

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية المضافة MVA كمقياس لتعظيم ثروة المساهمين، في حين تم قياس المتغير المستقل للدراسة ممثلاً في قرار الإستثمار باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية، وقد تم وضع كل من المتغيرات التالية (الرفع المالي ، السيولة ، السعر السوقى للسهم) كمتغيرات ضابطة لها تأثير على المتغير التابع للدراسة.

الجدول 1: طرق حساب متغيرات الدراسة

نوع المتغير	إسم ورمز المتغير	طريقة القياس	الدراسات السابقة
المتغير التابع	القيمة السوقية المضافة MVA	Market Value of Company – Book Value of Company	(Akgun & al, 2018) (Johan, 2018) (Akintunde & al, 2021)

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
 ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

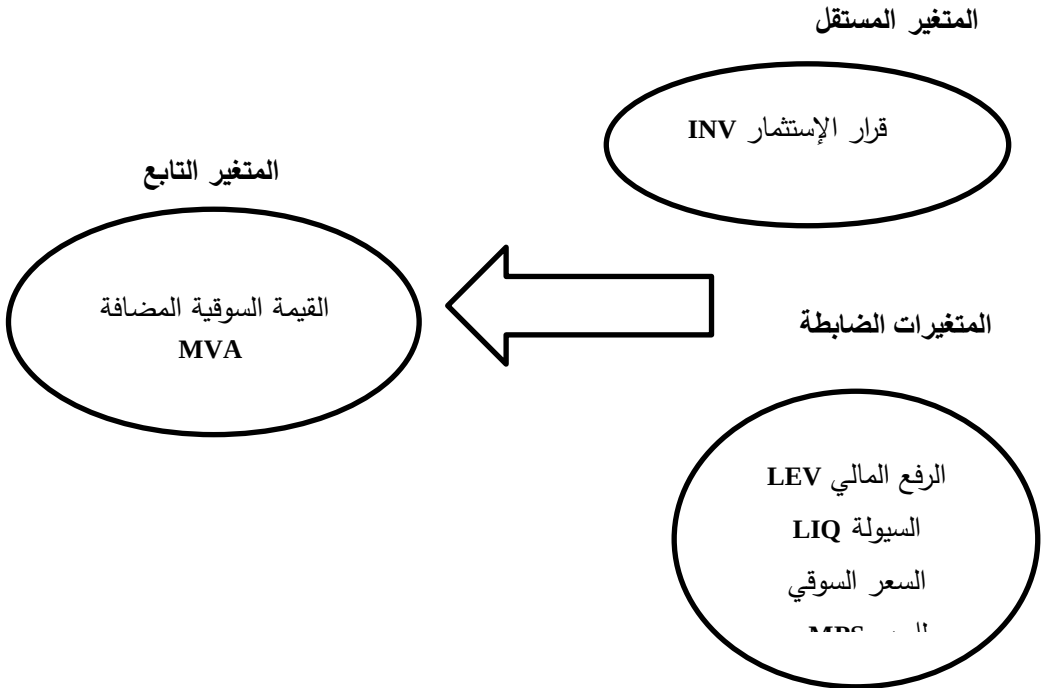
(Shodiya & al, 2019)	$\log (\text{Number of Ordinary Share Capital})$	قرار الإستثمار INV	المتغير المستقل
(Akinkoye & Akinadewo, 2018) (Akintunde & al, 2021)	$\frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}}$	الرفع المالي LEV	المتغيرات الضابطة
(Kaźmierska-Jóźwiaka, 2015) (Maani & al, 2021)	$\frac{\text{Total curent assets}}{\text{Total curent liabilities}}$	السيولة LIQ	
(Budagaga, 2020)	The closing share price of firm i at year t (average)	السعر السوقي للسهم MPS	

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على الدراسات السابقة

4.3 نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل

تعتمد بيانات البائل على تجميع الملاحظات في شكل مقاطع عرضية (Cross Section) كالشركات، البلدان وما إلى ذلك على مدى عدة فترات زمنية (De Jager, 2008, p. 3) ، إذ تعد الميزة الأساسية لبيانات البائل هي التحكم في عدم التجانس الفردي كما أنها تعد أفضل وأكثر قدرة على تحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن اكتشافها ببساطة في حال تم الاعتماد على المقاطع العرضية أو السلاسل الزمنية كل على حدى (De Jager, 2008, p. 4)، و عليه يمكن تمثيل نموذج الدراسة كما يلي:

الشكل 1: نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة

وبهدف إختبار فرضية الدراسة تم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل وفق المعادلة التالية :

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 MPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

β_0 : الحد الثابت؛

β_i : معاملات الانحدار للمتغيرات التفسيرية؛

MVA_{it} : تمثل القيمة السوقية المضافة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

INV_{it} : يمثل قرار الإستثمار للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LEV_{it} : يمثل الرفع المالي للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LIQ_{it} : تمثل نسبة السيولة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

MPS_{it} : يمثل السعر السوقي للسهم للشركة i عند الفترة الزمنية t ؛

ε_{it} : يمثل حد الخطأ العشوائي؛

i: يمثل عدد الشركات (1، 2، 3 46) / $i = 46$ ؛

t: عدد سنوات الدراسة (2009 ، 2010 2020) / $t = 12$.

إذ تعني المعادلة السابقة أن المتغير التابع Y ممثلاً في القيمة السوقية المضافة MVA كمقياس لتعظيم ثروة المساهمين هو دالة في المتغير المستقل X وهو قرار الإستثمار وكذلك المتغيرات الضابطة Z (الرفع المالي، السيولة، السعر السوقى للسهم) أي أن (Akintunde & al, 2021, p. 27):

$$Y = f(X, Z)$$

5.3 خصائص متغيرات الدراسة

الجدول 2: خصائص متغيرات الدراسة

Variable	Mean	Median	Std.Dev	Max	Min	Obs
MVA	31.2182	11.7054	82.2070	1270.881	- 21.5559	552
INV	2.4846	2.4386	0.5658	3.797797	1.2962	552
LEV	0.5544	0.5421	0.2912	1.803718	0.0773	552
LIQ	2.3842	1.9143	1.6664	11.7531	0.1668	552
MPS	114.8785	49.6800	255.2912	2728.570	0.4900	552

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامجEviews10

تبين الإحصاءات الوصفية للدراسة أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية المضافة يساوي 31.22 مليار دولار وهذه القيمة إيجابية وتعتبر عن أن الشركات محل الدراسة في المتوسط تحقق ثروة لمساهميها بالرغم من التفاوت بين عينة الدراسة والذي يبينه الانحراف المعياري الذي قدر ب 82.2 و يرجع ذلك في الأساس إلى التفاوت في حجم الشركات وعدد أسهمها بالإضافة إلى السعر السوقى لسهم الشركة، إذ كانت أكبر قيمة سوقية مضافة تساوي 1270.881 مليار دولار عام 2020 لشركة Amazon وذلك بالرغم من جائحة كورونا إلا أن ذلك لم يؤثر على قيمة الشركة بل بالعكس فقد إرتفعت القيمة السوقية المضافة للشركة مقارنة ب 2019 و يرجع ذلك إلى إستفادة الشركات التكنولوجية من إجراءات الحجر والتباعد الإجتماعي التي فرضتها الجائحة وهو ما إنعكس بالإيجاب على تعظيم الثروة لمساهميها، أما بالنسبة لقرار الإستثمار فقد قدر في المتوسط ب 2.4846 وهو يعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم وهي نسبة جيدة وتعتبر على إقبال المستثمرين للإستثمار في الشركات محل الدراسة لأن التفاوت لم يكن كبير بين الشركات حيث قدر ب 0.5658، بالنسبة للرفع المالي فقد قدر المتوسط الحسابي ب 55.44%، في حين كانت نسبة السيولة في المتوسط

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

تساوي 2.3842، أما السعر السوقي للسهم فقدر في المتوسط ب 114.8785 دولار للسهم الواحد مع وجود تفاوت واختلاف كبير للشركات محل الدراسة.

6.3 إختبار الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)

يشير الارتباط الخطي المتعدد إلى وضعية (Situation) يكون فيها متغيرين أو أكثر من المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار الخطي المتعدد مرتبطة ببعضها البعض وبالمتغير التابع ، فقد تؤدي العلاقة الخطية المتعددة إلى تضخيم الأخطاء المعيارية للمعاملات وهو ما يعني أن المعاملات تكون غير بعيدة عن الصفر و بالتالي قد تؤدي إلى عدم تأثير بعض المتغيرات المهمة ، بينما بدون وجود علاقة خطية متعددة (أي بإنحراف معياري أقل) قد تكون هذه المعاملات كبيرة . (Akinwande & al, 2015, p. 755) .

1.6.3 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية (Correlation Matrix)

يبين معامل الارتباط درجة وقوة الارتباط بين كل من المتغير التابع للدراسة والمتغيرات التفسيرية بالإضافة إلى قوة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية فيما بينها ذلك للتأكد من عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية بهدف الوصول إلى نتائج جيدة .

الجدول 3: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية

Variable	MVA	INV	LEV	LIQ	MPS
MVA	1.000000	0.2259***	0.0841**	-0.1015**	0.6413***
INV		1.0000	0.1490***	-0.2621***	- 0.1980***
LEV			1.0000	-0.5505***	0.0528
LIQ				1.0000	-0.0210
MPS					1.0000

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 %

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews10

تظهر مصفوفة الارتباط أن أكبر قيمة لمعامل الارتباط بين المتغيرات التفسيرية للدراسة قدرت ب 0.5505 و كانت بين كل من الرفع المالي و نسبة السيولة بالرغم من أن بعض الدراسات تعتبر وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية إبتداءا من 0.9 وهو ما يعني عدم وجود ارتباط خطي متعدد حسب مصفوفة الارتباط إلا أنه وبغرض تأكيد نتائج الدراسة تم حساب معامل تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية.

2.6.3 معامـل تضخم التباين بين المتغيرات التفسيرية (Variance Inflation Factors)

بعد تحليل نتائج مصفوفة الارتباط، ويهدف التأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية للدراسة تم حساب معامـل تضخم التباين وكانت النتائج كما يلي:

الجدول 4: معامـل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة

Variable	INV	LEV	LIQ	MPS	Mean
VIF	1.124	1.439	1.509	1.050	1.2805

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Gretl

يلاحظ من الجدول 4 أن جميع قيم VIF أقل من 5، كذلك بالنسبة لمتوسط قيمة VIF الذي يساوي 1.2805 وهي أقل من 5 (Akinwande & al, 2015, p. 754) وهذا يعني عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية للدراسة.

7.3 إختيار النموذج الملائم للدراسة

ترتكز بيانات البائل على المفاضلة بين 3 نماذج أساسية وهي نموذج الإنحدار التجميعي (PM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM) بالإضافة إلى نموذج الآثار العشوائية (REM)، إذ يبين الجدول 05 الإختبارات التي تم إجراؤها بغرض المفاضلة بين النماذج الثلاثة السابقة للوصول إلى النموذج الملائم.

الجدول 5: المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البائل

الإختبارات	الفرضيات	نتائج الإختبارات	إختبار الفرضيات
إختبار Breusch Pagan (1979)	H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم H_1 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم	LM = 710.962 with p-value = prob (chi-square(1) > 710.962) = 0.0000	p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم
إختبار فيشر المقيد	H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم	F (45, 502) = 13.8358 with p-value = 0.0000	p-value < 5% نرفض H_0 و نقبل H_1 و بالتالي نموذج الآثار الثابتة هو الملائم

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
 ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

$p\text{-value} < 5\%$ نرفض H_0 و نقبل H_1 أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم	$H = 11.4862$ with $p\text{-value} = \text{prob}(\text{chi-square}(4) > 11.4862) = 0.0216$	H_0 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم	إختبار Hausman (1978)
---	---	--	-----------------------------

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Gretl

تبين نتائج الإختبارات الموضحة في الجدول 5 لإختيار النموذج الملائم للدراسة لنماذج البائل أن القيمة الإحتمالية لإختبار Breusch Pagan تساوي 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5 % و بالتالي يتم رفض H_0 وقبول H_1 أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم، تبين كذلك نتائج إختبار فيشر المقيد أن القيمة الإحتمالية تساوي 0.0000 أي أقل من 5 % وعليه نرفض H_0 و نقبل H_1 و بالتالي نموذج الآثار الثابتة هو الملائم، أما فيما يخص إختبار Hausman فقد كانت القيمة الإحتمالية تساوي 0.0216 وهي أقل من 5 % و بالتالي يتم رفض H_0 وقبول H_1 أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم، و بالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لإختبار الأثر بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة.

8.3 نتائج تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد

تمثلت عينة الدراسة في 46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 إستوفت كل الشروط وذلك لمدة 12 سنة ابتداء من 2009 إلى 2020 وعليه يكون عدد المشاهدات (46×12) ، وقد أظهر تقدير نموذج الآثار الثابتة عن النتائج التالية:

الجدول 6: نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
Const	-41.29028***	5.614018	-7.354853	0.0000
INV	20.3870***	1.994366	10.22230	0.0000
LEV	-2.5079	1.786632	-1.403749	0.1610
LIQ	-0.5844	0.347056	-1.684154	0.0928
MPS	0.2144***	0.007341	29.21616	0.0000
R-squared	0.846218			
F-Statistic	56.37489	Prob (F-statistic) = 0.0000		

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
 ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

Test Heteroskedasticity	Chi-square(46) = 1.15036e+007	p-value = 0
Test Autocorrelation	Durbin-Watson statistic = 0.200061	p-value =0.0000

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 %

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews10 و برنامج Gretl

1.8.3 إختبار نموذج الإنحدار الخطي المتعدد

يتم إختبار صلاحية نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بالإعتماد على عدة اختبارات مهمة و التي تم تلخيصها في الجدول الموالي

الجدول 7: إختبارات نموذج الدراسة من الناحية الإحصائية و القياسية

الإختبارات	نوع الإختبار	الفرضيات	إختبار الفرضيات
إختبار المعنوية الكلية للنموذج	إختبار فيشر (F)	H_0 : عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع H_1 : وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع	Prob (F-statistic) = 0.0000 < 5% نرفض H_0 و نقبل H_1 وهذا يعني وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع
إختبار معنوية المعالم	إختبار ستودنت (t)	$H_0 : \beta_i = 0$ $H_1 : \beta_i \neq 0$	$\beta_i \neq 0$ نرفض H_0 و نقبل H_1
إختبار عدم ثبات التباين	إختبار Wald	H_0 : وجود ثبات في تباين الأخطاء H_1 : عدم وجود ثبات في تباين الأخطاء	p-value = 0 < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 و بالتالي وجود عدم ثبات في تباين الأخطاء
إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	إختبار Durbin Watson	H_0 : عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء	p-value = 0.0000 < 5%

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
 ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

نرفض H_0 ونقبل H_1 التي تتص على وجو وجود ارتباط ذاتي للأخطاء	H_1 : وجود ارتباط ذاتي للأخطاء		
--	----------------------------------	--	--

ملاحظة: نتائج إختبارات Wald و Durbin Watson موضحة في الجدول 6 .

المصدر: من إعداد الباحثين

وعليه بالإعتماد على الإختبارات الموضحة في الجدول 7 وبالنظر إلى نتائج تقديرات نموذج الدراسة الموضحة في الجدول 6 فإن نموذج الإنحدار الخطي المتعدد صالح من الناحية الإحصائية، إذ أثبتت النتائج أن النموذج ذو معنوية كلية وهو ما تبينه قيمة إحتتمالية فيشر التي تساوي Prob (F-statistic) = 0.0000. كما أن معالم النموذج معنوية عند مستوى المعنوية 5% ماعدا متغيري الرفع المالي و نسبة السيولة حيث تشير نتائج الجدول 6 أن القيمة الإحتتمالية (Prob) للمتغيرين السابقين أكبر من مستوى المعنوية 5% و بالتالي لا يوجد تأثير للرفع المالي ونسبة السيولة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى المعنوية 5% ، بالإضافة إلى أن قيمة معامل التحديد R-squared تساوي 84.62% وهي نسبة جيدة وتدل على جودة النموذج إذ تعني أن المتغيرات التفسيرية للنموذج تفسر ما يقارب 85% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع.

أما إختبارات النموذج من الناحية القياسية فأظهرت وجود مشكلة عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity) حيث بينت نتائج إختبار wald أن القيمة الإحتتمالية لهذا الإختبار تساوي 0 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% و بالتالي يتم رفض H_0 و قبول H_1 التي تقضي بعدم وجود ثبات في تباين الأخطاء، كذلك بالنسبة لإختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation) فقد أظهر إختبار Durbin-Watson أن قيمته الإحتتمالية تساوي 0.0000 أي أقل من 5% وعليه يتم رفض الفرضية H_0 قبول الفرضية H_1 التي تتص على وجود ارتباط ذاتي للأخطاء وهو ما يستلزم تصحيح نموذج الدراسة.

4. تحليل النتائج

وبهدف الوصول إلى نتائج جيدة ومؤكدة تم تصحيح نموذج الدراسة بإستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لبيانات البانل (PCSE) (Nathaniel & N.Katz, 1995, p. 638) -Panel Corrected Standard Errors كما هو موضح في الجدول 8.

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
 ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

الجدول 8: نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
Const	-41.29028	5.338266	-7.734774	0.0000
INV	20.387***	1.891209	10.77988	0.0000
LEV	-2.5079**	1.270437	-1.974112	0.0489
LIQ	-0.5844	0.311041	-1.879158	0.0608
MPS	0.2144***	0.006095	35.19186	0.0000
R-squared	0.8462			
F-Statistic	56.37489		Prob = 0.0000	

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 %

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج Eviews10

بناءً على نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح فقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

تعتبر قيمة احتمالية فيشر التي تساوي 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5 % عن صلاحية النموذج أي أن النموذج يتمتع بمعنوية كلية، كما أن قيمة معامل التحديد جيدة حيث قدرت ب 84.62% وهذا يدل على جودة النموذج .

يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % لقرار الإستثمار مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة، وهذا يعني أن الزيادة في عدد الأسهم يؤدي إلى الزيادة في القيمة السوقية المضافة وبالتالي تعظيم الثروة للمساهمين، وعليه يتم إثبات فرضية الدراسة التي تنص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % لقرار الإستثمار على القيمة السوقية للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100"، وهذه النتيجة منطقية بالنظر إلى أن الزيادة في عدد الأسهم قد تعبر عن إقبال المستثمرين للاستثمار في الشركة وزيادة الطلب على أسهمها كما أن هذه الزيادة في عدد الأسهم تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للشركة (الرسلة البورصية) وهو ما ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية المضافة التي تقيس مقدار الثروة التي تم خلقها نتيجة إستثمار المساهمين لأموالهم في الشركة، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Hechmi, 2015).

يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % للرفع المالي مقاسا بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة، وهذا

يدل أن زيادة نسبة الديون في هيكل رأس مال الشركات محل الدراسة تؤدي إلى حدوث انخفاض في القيمة السوقية المضافة، و بالتالي يتم إثبات الفرضية التي تنص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % للرفع المالي على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100"، وهذا يعني أن زيادة التمويل عن طريق الديون يؤدي إلى هدم قيمة الشركة أو هدم الثروة بالنسبة للمساهمين، و يمكن تفسير هذه النتيجة على أن الزيادة في الديون يمكن أن تحقق عدة مزايا نتيجة الوفر الضريبي الذي تحققه فوائد الديون لكن مبالغة الشركات في الإستدانة يمكن أن يؤثر سلبا على قيمة الشركة نظرا للإلتزامات التي تقع على عاتق الشركة نتيجة إرتفاع تكلفة الديون أو من جراء تراكم الديون الذي يؤدي إلى ظهور تكاليف الإفلاس والوكالة التي تلتهم مزايا الوفر الضريبي الذي تحققه الديون مما يؤثر سلبا على قيمة الشركة. بالتالي ثروة المساهمين، و تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Akintunde & al, 2021).

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % لنسبة السيولة على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة، و بالتالي فزيادة نسبة السيولة للشركات محل الدراسة لن يؤثر على القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة، وعليه يتم نفي الفرضية التي تنص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % لنسبة السيولة على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100"، و يمكن تفسير ذلك أن نسب السيولة لا تساهم في جذب المستثمرين، وتعكس هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Maani & al, 2021).

يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % للسعر السوقي للسهم على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة، وهذا يعني أن زيادة السعر السوقي للسهم يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة وبالتالي يخلق ثروة للمساهمين، وعليه يتم إثبات الفرضية التي تقضي أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % للسعر السوقي للسهم على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq 100"، وذلك بإعتبار أن أسهم الشركة تعبر عن ثروة المساهم الذي يمكنه بيعها و الحصول على المقابل فالسعر السوقي للسهم يشكل الثروة الحقيقية للمساهم، كما أن إرتفاع السعر السوقي للسهم يؤدي إلى إرتفاع القيمة السوقية للشركة مع إرتفاع عدد الأسهم نتيجة الزيادة في الإستثمار وهو ما ينعكس بالإيجاب

أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100-
ط. د نوال غربي / د. نور الدين محرز

على زيادة القيمة السوقية المضافة التي تعني خلق الثروة أو القيمة للمساهمين، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Panahi, Nigel Preece, Wan Zakaria, & Rogess, 2014).

5. خاتمة

لم تعد إستراتيجية تحقيق الربح هي الهدف الوحيد لشركات الأعمال بل أصبحت الشركات تركز على إستراتيجية تعظيم ثروة المساهمين كإستراتيجية طويلة الأجل و ذلك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للأسهم، بالرغم من أن تحقيق الأرباح هي جزء من هذه الاستراتيجية بإعتبار أن الأرباح محدد رئيسي لتحقيق الثروة وبالتالي تعمل الإدارة المالية للشركة على توجيه قراراتها المالية لتحقيق هذا الهدف، لذلك حاولت هذه الدراسة إكتشاف طبيعة العلاقة بين قرار الإستثمار كقرار مالي وهدف تعظيم الثروة للمساهمين معبرا عنه بالقيمة السوقية المضافة لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 لفترة زمنية قدرت ب 12 سنة وقد كانت نتائج الدراسة كما يلي:

يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5 % لقرار الإستثمار مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة؛

يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للرفع المالي مقاسا بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة؛

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للسيولة على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة؛

يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للسعر السوقي للسهم على تعظيم ثروة المساهمين معبرا عنها بالقيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة.
وفقا للنتائج المتوصل إليها يمكن تقديم الإقتراحات التالية:

على الشركات محل الدراسة تدعيم قرار الإستثمار من خلال الإستخدام الكفء للموارد بهدف الزيادة في القيمة السوقية المضافة والتي تعني تعزيز الثروة للمساهمين، كما يجب على الشركات محل الدراسة معرفة ودراسة مختلف العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للشركات والتي تساهم في خلق الثروة للمساهمين.

نقترح إعادة الدراسة في بيئة مختلفة ولعينة أكبر لتدعيم نتائج الدراسة الحالية.

6. قائمة المراجع

- أسعد حميد العلي. (2013). *الإدارة المالية (الإصدار الطبعة الثالثة)*. عمان : دار وائل للنشر و التوزيع .
- حمزة محمود الزبيدي. (2001). *أساسيات الإدارة المالية* . عمان : مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع .
- عاطف وليم أندراوس. (2007). *التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات* . الإسكندرية : دار الفكر الجامعي .
- عبد الغفار حنفي، و رسمية زكي قرياقص. (2004). *أساسيات التمويل و الإدارة المالية* . الإسكندرية : الدار الجامعية.
- محمد سعيد عبد الهادي. (2008). *الإدارة المالية - الإستثمار و التمويل ، التحليل المالي ، الاسواق المالية الدولية (الإصدار الطبعة الأولى)*. عمان : دار الحامد .
- منير إبراهيم هندي. (2007). *الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - (الإصدار الطبعة السادسة)*. المكتب العربي الحديث .
- نهال فريد مصطفى. (2003). *مبادئ و أساسيات الإدارة المالية*. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر .
- وسام بوقجان ، و فواز واضح . (2021). جائحة كورونا (كوفيد 19) و تداعياتها على نشاط المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر . *مجلة دراسات في الإقتصاد و إدارة الأعمال*، (2)4، 439-420.

- Akgun, A., & al. (2018). The Impact of Profitability on Market Value Added :Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 105-112.
- Akinkoye, E., & Akinadewo, I. (2018). Retained earnings and Firm's Market Value : Nigeria Experience. *International Journal of Business and Economic Development*, 6(2).
- Akintunde, A., & al. (2021, March). FININCING DECISION AND SHAREHOLDERS' WEALTH MAXIMISATION OF NIGERIA LISTED COMPANIES. *Business & Finance Journal*, 12(1), 18 - 35.
- Akinwande , M., & al. (2015). Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable (S) in Regression Analysis. *Open Journal of Statistics*(5), 754-767.
- Budagaga, A. (2020). Dividend policy and market value of banks in MENA emerging markets: residual income approach. *Journal of Capital Markets Studies*, 4(1), 25-45.

- De Jager, P. (2008). Panal Data Technique and Accounting Research. *Meditari Accountancy Research*, 16(2).
- Hechmi, S. (2015). INVESTMENT DECISION AND VALUE CREATION. *Corporate Ownership & Control*, 12(2), 303-307.
- Johan, S. (2018). The relationship between economic value added , market value added and return on cost of capital in measuring corporate performance . *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, 2(1), 23-35.
- Kaźmierska-Jóźwiaka, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed. *Procedia Economics and Finance, 2nd GLOBAL CONFERENCE on BUSINESS, ECONOMICS, MANAGEMENT and*, 23, 473-477.
- Khan, Z., & Hussanie, I. (2018). Sherholders Wealth Maximization : Objectif of financial Management Revisited. *International Journal of Enhanced Research in Management & Computer Applications*, 07(03), 739-741.
- Maani, A. A., & al. (2021). Impact of Liquidity and Profitability Ratios on The Stock Market Value of Jordan Insurance Companies. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(02), 1-15.
- Nathaniel, B., & N.Katz, J. (1995). What to do (and not to do) With Time-Series Cross-Section Data . *American Political science Review* , 89(03).
- Nwaobia, A., & Ajayi, A. (2020, May). Financial Reporting Quality and Sherholders' Wealth Maximization: Evidence From Listed Companies in Nigeria. *Earopean Journal of Accounting,Auditing and Finance Reasearch*, 08(06), 1-14.
- Panahi, B., Nigel Preece, C., Wan Zakaria, W., & Rogess, J. (2014). The Correlation of EVA and MVA with Stock Price of Companies in Tehran Stock Market . *INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS*, 06(02), 291-308.
- Shodiya, O., & al. (2019). Sherholder Wealth Maximization and Investment Decision of Nigerian Food and Bevrange Companies. *ACTA UNIV .SAPIENTIAE , ECONOMICS AND BUSINESS*, 7, 47 - 63.