



جامعة 8 ماي 1945

قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في

علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

تحت عنوان

أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر الاسهم للمؤسسات المدرجة  
في البورصة

دراسة حالة بورصة عمان لسنة 2020

إشراف الأستاذ:

د. بيبي نورة

إعداد الطلبة:

بن ناصر شمس الدين

السنة الجامعية 2022/2021

الإهداء

إلى الوالدة الكريمة أطال الله في

عمرها...

وإلى روح الوالد الكريم...

وإلى الأخوة والأخوات...

وإلى الأصدقاء والزملاء...

وإلى الجزائر الحبيبة أرفع هذا العمل.

## شكر و عرفان

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ... ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ... ولا  
تطيب الجنة إلا برؤيتك ...

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة ... إلى نبي الرحمة ونور العالمين  
سيدنا محمد عليه الصلاة والسلام.

نتقدم بخالص الشكر وعظيم التقدير إلى كل من قدم لنا يد العون لإنجاز هذا العمل المتواضع  
سواء من قريب أو بعيد .

نخص بالذكر الأستاذة المشرفة بيري أمال و زوجها الأستاذ دهبوش محمد القادر التي تحملت معنا  
مفاق الدراسة إلى آخر لحظة وكان من عوننا كبيراً لنا لإنجاز هذه المذكرة لاسيما لم تبخل علينا  
بالنصائح والتوجيهات القيمة

إلى اللجنة المحترمة التي اختاروها لنا لمناقشة هذه المذكرة , كما لا يفوتنا بالشكر الجزيل إلى كل  
الأستاذة الذين وافقونا في مشوارنا الدراسي.  
نشكر كل من قدم لنا نصيحة أو كلمة عون.

## ملخص الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تبيان مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في سوق عمان المالي وكذا معرفة أي من متغيرات سياسة توزيع الأرباح أكثر تأثيراً على سعر السهم، حيث مست الدراسة 77 مؤسسة مدرجة بسوق عمان المالي لسنة 2020، موزعة على عدة قطاعات، وهذا بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطى المتعدد وبالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS لعملية التقدير، من أجل اختبار فرضيات الدراسة. حيث خلصت الدراسة إلى أنه يوجد تأثيراً للتوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة على سعر السهم أي أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على سعر السهم، وكما توصلت الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة للسهم هي أكثر المتغيرات تأثيراً على قيمة السهم من خلال دراسة العينة المختارة خلال فترة الدراسة.

**الكلمات المفتاحية:** سعر السهم، سياسة توزيع الأرباح، توزيعات نقدية، الأرباح المحتجزة، سوق عمان المالي.

### **Résumé de l'étude :**

L'étude vise à démontrer l'impact de la politique de dividende sur le cours de l'action cotée sur le marché financier d'Amman ainsi qu'à savoir lesquelles des variables de la politique de dividende sont les plus affectées par le cours de l'action. Marché pour l'année 2020, Le processus d'évaluation est réparti sur plusieurs secteurs afin de tester les hypothèses de l'étude. L'étude a conclu qu'il y a un impact sur les distributions en espèces et les dividendes conservés sur le prix de l'action. Que la politique de distribution des dividendes affecte le prix de l'action. L'étude a également révélé que les dividendes par action sont les variables les plus influentes sur la valeur de l'action en étudiant l'échantillon sélectionné au cours de la période d'étude.

**Mots clés :** Cours de l'action, politique de dividendes, distributions en espèces, bénéfices non répartis, Amman Financial Market.

# المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
-	الاهداء
-	الشكر
-	ملخص الدراسة
-	قائمة المحتويات
-	قائمة الجداول
-	قائمة الاشكال
-	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
	<b>الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح</b>
07	تمهيد الفصل
08	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح
08	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
11	المطلب الثاني: اشكال توزيعات الأرباح
16	المطلب الثالث: اجراءات سياسة توزيع الأرباح
17	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة له
17	المطلب الاول: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
20	المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح
23	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
26	خلاصة الفصل
	<b>الفصل الثاني: الإطار النظري للأسهم وتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم</b>

	المدرج
28	تمهيد
29	المبحث الأول: عموميات حول الأسهم
29	المطلب الأول: مفهوم الأسهم
31	المطلب الثاني: أنواع الأسهم
33	المطلب الثالث: نماذج تقييم الأسهم
42	المبحث الثاني: سياسة التوزيعات وأثرها على قيمة السهم في ظل فروض السوق الكامل
42	المطلب الأول: أولى النظريات التي عالجت القضية
45	المطلب الثاني: سياسات التوزيع في ظل التأكد التام
49	المطلب الثالث: سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد
53	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية
55	تمهيد الفصل
56	المبحث الأول: تقديم سوق عمان للأوراق المالية
56	المطلب الأول: تطور سوق عمان للأوراق المالية
61	المطلب الثاني: تعريف بورصة عمان للأوراق المالية، هيكلها التنظيمي واقسامها
67	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية وشروط ومتطلبات الإدراج في البورصة
79	المبحث الثاني: تقدير نموذج أثر توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية
79	المطلب الأول: تعيين النموذج
83	المطلب الثاني: تقدير النموذج

89	خلاصة الفصل
92	الخاتمة
95	قائمة المراجع
-	الملاحق

## قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
83	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول رقم (1)
84	معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة	الجدول رقم (2)
85	نتائج تقدير نموذج أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان لسنة 2020	الجدول رقم (3)

## قائمة الاشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
63	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	الشكل رقم (1)
81	شكل الانتشار بين متوسط سعر السهم السوقي والارباح الموزعة للسهم الواحد	الشكل رقم (2)
82	شكل الانتشار بين متوسط سعر السهم السوقي والارباح المحتجزة للسهم الواحد	الشكل رقم (3)

## قائمة الملاحق:

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
	البيانات المعتمدة في الدراسة	الملحق رقم (1)
	مخرجات SPSS	الملحق رقم (2)

# المقدمة العامة



**1-مقدمة:**

كان الاعتقاد السائد أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم الربح، لكنه تعرض الى بعض الانتقادات، وعلى رأسها عدم مراعاة القيمة الزمنية للنقود، ثم تلاه ظهور هدف كلاسيكي جديد آخر ويتمثل في تعظيم ثروة الملاك، الأمر الذي تم انتقاده لعدم مراعاة درجة المخاطرة التي تظهر في الهدف الحديث لتعظيم القيمة المؤسسية، وهذا الهدف يتحقق من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم المؤسسة ، مما يثير تساؤلات حول كفاءة الأسواق المالية ، أو عن طريق خفض تكاليف التمويل وتعظيم العوائد الاقتصادية بعد خصم الضرائب ، أو القيمة الاقتصادية المضافة.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، غير أن ما يميز هذا القرار أنه يعد من أخطر القرارات الإدارية في مجال الاستثمار والتمويل، فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة؛ قرار التمويل باعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تكوّن التمويل الذاتي وبالتالي إمكانية استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة وقرار التوزيع باعتبار عملية توزيع الأرباح ضرورية لإرضاء المساهمين، كما تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي؛ وهو ما يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة ومسيرها فقط، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين.

لذلك تعتبر سياسة توزيع الأرباح إحدى القرارات المالية التي من شأنها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، غير أن هذا الأخيرة عادة ما ترتبط بقرار التمويل باعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تدخل في التمويل الذاتي من جهة، وقرار استثمائي من جهة أخرى إذا اعتمدت على النقدية المتاحة الناتجة عن العمليات التشغيلية، وقد تشمل آثار هذه القرارات الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، وعلى الرغم من ذلك فإنه لا يزال هذا الأخير مثار جدل بين الباحثين والمحللين الماليين ويمتاز بالغموض وعدم استكمال جميع جوانبه، و هو ما تؤكد الدراسات التي أجريت حول هذا الموضوع ومن أشهرها فرضية **M&M (Miller Modigliani and 1961)**، التي أكدت على أن سياسة توزيع الأرباح ليست لها أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، ثم توالى بعد ذلك الدراسات لتثبت تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة أم لا ومن بين هذه الدراسات نجد دراسة **( Myron Linter & John & Gordon )** والتي توصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة.

كما تعد بورصة عمان من بين أهم الأسواق المالية العربية الناشطة والتي تضم عدد لا بأس به من المؤسسات المختلفة ضمن قطاعات مختلفة، حيث تولي هذه الأخيرة أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح.

## 2- مشكلة الدراسة:

بناء على ما سبق، تتضح لنا مشكلة الدراسة التي يمكن لنا صياغتها في التساؤل الرئيسي التالي:

- هل يوجد أثر لسياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لسنة 2020؟

هذا التساؤل الرئيسي ينبثق منه سؤالان فرعيان هما:

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات النقدية على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020؟

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020؟

## 3- فرضيات الدراسة:

للإجابة على أسئلة الدراسة ندرج الفرضيات التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات النقدية على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020.

## 4- مبررات اختيار موضوع الدراسة:

تم اختيار الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات ممتثلة في:

- الرغبة الشخصية لتناول موضوع في العلوم المالية.

- نظرا للأهمية موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر الاسهم في العلوم المالية.

- التعرف على المتغيرات التي تشكل سياسة توزيع الأرباح.

- دراسة هذا الموضوع في سوق عمان المالي من اجل الحصول على نتائج جيدة مقارنة مع دراسات السابقة.

#### 5-أهمية الدراسة:

من بين الأهداف التي تسعى دراستنا إليها ما يلي:

- دراسة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي.
- معرفة أي من متغيرات سياسة توزيع الأرباح أكثر تأثيرا على قيمة الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي.
- للتعرف على مدى أهمية متغيرات سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للمستثمر العماني مما يساهم في تنمية وتحسين توقعات المستثمرين بما يساعدهم في اتخاذ القرارات.

#### 6-منهجية الدراسة:

قصد دراسة الموضوع وتحليله وبلوغ الأهداف المرجوة اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى مفاهيم تتعلق بالأسهم وكذلك بسياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها ونماذجها وفي الجانب التطبيقي سيتم إتباع المنهج التجريبي الاختبار مدى صحة الفرضيات ودراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم وهذا باعتماد على أحد الأساليب الإحصائية والذي سيساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا وهو البرنامج الإحصائي SPSS.

#### 7-الدراسات السابقة:

توصل (Goergon 2004) وآخرون إلى أن سياسة توزيع الأرباح تتفاعل مع الية إدارة الشركة، وأن توزيعات الأرباح في المملكة المتحدة أو الولايات المتحدة الأمريكية أعلى بشكل دال من توزيعات الأرباح في ألمانيا، وإن تلك التوزيعات تتصف بالاستمرارية وسفر حجم التغيرات بها كل فترة، في حين أن التغيرات بتوزيعات الأرباح في ألمانيا تكون أكبر لكن تكرر عملية توزيع الأرباح يكون أقل.

وفي ذات الصدد توصلت دراسة (Andors2012) التي هدفت إلى تحري تأثير الاعلان عن توزيعات أرباح على قيمة الأسهم، والتي أجريت على عينة من الشركات الألمانية والتي بلغ عددها 220 شركة خلال الأعوام 1984 -2005 إلى أن أسعار الأسهم تتأثر بشكل إيجابي ودال معنويا عند الاعلان عن توزيع أرباح في فترة معينة. ليس هذا فحسب، بل توصلت الدراسة إلى أن الزيادة في تلك الأرباح الموزعة

لها دور إيجابي ودال أيضاً في قيمة الأسهم. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات العائلية تمتلك توزيعات أرباح أكبر مقارنة بالشركات التي تشعب بملكيتها إلى البنوك والتي تمتلك توزيعات أرباح أقل.

وفي ذات الصدد فقد توصل (Slonski & Zawadzki 2012) في دراستهما على عينة مؤلفة من 206 شركات من الشركات المدرجة في سوق وارسو للأوراق المالية في بولندا وعلى امتداد خمس سنوات من بداية 2006 وحتى نهاية عام 2010 إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي في أسعار الأسهم حيث أن هنالك زيادة قدرها 2.24% في قيمة الأسهم نتيجة زيادة توزيع الأرباح، وهذا ما يضمن تحقيق حوالي 3.2% ربح بشكل وسطي. وكلما كانت التوزيعات أكبر كلما انعكس ذلك الأمر بشكل إيجابي أكبر على أسعار الأسهم. وأوصت الدراسة بضرورة مراجعة نماذج تقييم الأسهم ومراعاة التأثير المحتمل لتغيير سياسة توزيع الأرباح على المساهمين.

أما دراسة (Dasilas 2008) والتي هدفت إلى اختبار أثر توزيع الأرباح الدورية والإعلان عن الأرباح على سعر السهم وحجم التداول في سوق الأسهم اليوناني، وقد كانت عينة الدراسة مكونة من الشركات التي حققت أرباح أو التي قامت بتوزيع أرباح وكان حجم العينة 24 شركة خلال الفترة من عام 1999 إلى 2004، وقد تم التوصل إلى أن هناك أثر إيجابي في سعر السهم وحجم التداول يعزى إلى الإعلان عن الأرباح وتوزيع الأرباح، أي أن كلاً من الإعلان عن توزيع أرباح وتوزيعات الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على أسعار الأسهم. وهذه النتائج تعتبر مفيدة للمساهمين والمستثمرين في سوق الأسهم اليوناني وتخدم قراراتهم الاستثمارية والإستراتيجية.

## 8- هيكل الدراسة:

يهدف إنجاز هذا البحث الى التوصل إلى النتائج المطلوبة وفقاً لمنهجية علمية أصلية، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول مسبقين بالمقدمة العامة وتنتهي بخاتمة تتضمن أهم النتائج والتوصيات. وتتمثل فصول الدراسة في:

**الفصل الأول:** درسنا في هذا الفصل الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه دراسة مفاهيم الاساسية لسياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني يدرس العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها.

**الفصل الثاني:** يدرس الإطار النظري للأسهم وتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج حيث قمنا بتقسيمه الى مبحثين، المبحث الأول تناولنا فيه الى عموميات حول الأسهم، اما بالنسبة للمبحث الثاني تطرقنا فيه الى سياسة التوزيعات وأثرها على قيمة السهم في ظل فروض السوق الكامل.

**الفصل الثالث:** الدراسة القياسية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في السوق المالي لعمان خلال سنة 2020 حيث قسم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول سيكون تقديم سوق عمان للأوراق المالية، أما المبحث الثاني سيتم فيه تقدير نموذج أثر توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وتقديم نتائج الدراسة ومناقشتها.

الفصل الأول "الإطار  
النظري لسياسة توزيع  
الأرباح"

### تمهيد:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة، ومن بين القضايا الهامة التي لا زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية، ذلك الجدل ينبع من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات والتي تتمحور حول كيفية التصرف في نتيجة السنة المالية، بمعنى التوزيع على المساهمين أو الاحتجاز لاستخدام هذه الأموال كمصدر تمويل داخلي.

والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع أكبر جزء من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، وهنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والاحتجاز، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة توزيع مثلى من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

سنحاول في هذا الفصل معرفة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وهذا من خلال المباحث

التالية:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة له

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

يعد قرار توزيع الأرباح أحد أهم القرارات التي يتخذها المسير المالي ويعطيها معنى مهماً للغاية وسنحاول في هذا المبحث، نناقش المفهوم، الأنواع، شكل واجراءات سياسة توزيع الأرباح.

### المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

**تعريف الأرباح:** من وجهة نظر اقتصادية، غالبًا ما ننظر إلى الأرباح الاقتصادية بالافتتان مع الأرباح العادية، حيث يعتبر كلاهما التكاليف الضمنية للشركة. الربح العادي هو الربح الضروري لتغطية كل من التكاليف الضمنية والصريحة للشركة والمالك -المدير أو المستثمرين الذين يمولونها. في حالة عدم وجود هذا الربح، فإن هذه الأطراف تسحب وقتها وأموالها من الشركة وتستخدمها لتحقيق ميزة أفضل في مكان آخر، حتى لا تفقد فرصة أفضل. في المقابل، فإن الربح الاقتصادي الذي يسمى أحيانًا ربح زائد، هو الربح المتبقي بعد تغطية كل من التكاليف الضمنية والصريحة.<sup>1</sup>

**تعريف سياسة توزيع الأرباح:** تعددت التعاريف والدراسات بخصوص سياسة توزيع الأرباح ومن جملة التعاريف نذكر منها:

" هو كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم "<sup>2</sup>

كما تُعرّف سياسة توزيع الأرباح بأنها "اتخاذ القرارات لتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وأفضل سياسات التوزيع هي تلك التي تهدف إلى تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية، وبالتالي تعظيم سعر السهم".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جميلة قارش، ضوابط الربح وعوامل استحقاقه في الاقتصاد الإسلامي وعلاقتها بالمخاطرة، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 26-2012، ص23.

<sup>2</sup> رشيد حفصي جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية - عدد 02 / جوان 2016 ص40

<sup>3</sup> -د.نور ابوالرب د.مفيد الظاهر مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات-العدد الثامن-تشرين الأول 2006ص259

على ضوء ما سبق يمكننا تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها "الطريقة أو الأساليب التي تتبعها المؤسسة في تخصيص أرباحها (المتولدة في فترات حالية أو سابقة) بتوزيعها أو إعادة الاستثمار، بشرط أن تكون كذلك تسعى الاستراتيجية المثلى لهذه التخصيصات إلى موازنة التخصيصات الحالية بالأرباح المستقبلية من أجل تعظيمها أسعار الأسهم.

### أنواع سياسات توزيع الأرباح<sup>1</sup>:

يوجد العديد من السياسات التي يمكن للمؤسسة اتباعها وتختلف من مؤسسة إلى أخرى نذكر منها:

#### سياسة توزيع مقدار ثابت لكل سهم :

تعمل الشركة هنا على دفع مبلغ ثابت من الأرباح وتحافظ عليه في كل الأوقات بغض النظر عن حجم الأرباح التي تحققها الشركة كل عام، إن تطبيق هذه السياسة يعني عدم زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباح الشركة كونه يتضمن التزاماً ضمناً من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح الشركة مستقبلاً، وكذلك لا تعمل الشركة على خفض الأرباح الموزعة كلما انخفضت أرباح الشركة، فالشركة قد تنخفض أرباحها في سنة ما ولكنها تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة.

وتوجد عدة أسباب تجعل المستثمرين يفضلون اتباع الشركات لهذه السياسة من أهمها:

تخفيض درجة عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من التوزيعات، والمحتوى المعلوماتي التي تتضمنها توزيعات العائد حيث يربط المستثمرون بين التغيرات في مقدار العائد الموزع وبين التغير في ربحية الشركة، وذلك يعني أن الزيادة في العائد الموزع يعكس توقعات الإدارة بحدوث زيادة في أرباح الشركة في الأجل الطويل والعكس صحيح فيما يتعلق بانخفاض العائد، بالإضافة إلى ذلك يفضل العديد من المستثمرين الحصول على مبلغ نقدي ثابت كعائد يدعم دخلهم الجاري للارتقاء أو المحافظة على مستوى معيشي مرغوب به فالتقلب المستمر يعرضهم لمشاكل ونفقات تصفية جزء من الأسهم، ناهيك عن القلق بمستقبل الأسعار السوقية والتوزيع المتوقع.

<sup>1</sup>د/عبد الرحمن مرعي، نائلة زكريا، أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (35) العدد (5) 2013 -ص286 287.

### •سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع :

تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، وطبقاً لتذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتذبذب أيضاً وفقاً لهذه السياسة، ولتجنب الآثار السلبية الناجمة عن تذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل وليست النسبة التي يتم الالتزام بها بصورة قاطعة كل عام، ويعني ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعاً للظروف التي تمر بها الشركة

### •سياسة توزيع أرباح نقدية منخفضة مع توزيع مبلغ آخر في فترات النمو:<sup>1</sup>

تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي ترتفع فيها أرباح الشركة بشكل كبير، إن توزيع العائد الإضافي في السنوات التي تحقق الشركة فيها أرباحاً كبيرة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح هي زيادة يمكن الاعتماد عليها بصورة دائمة.

### •سياسة توزيع الأرباح على شكل أسهم :

تقوم الشركة بتوزيع أسهم مجانية أو منحة بدلاً من توزيع أرباح نقدية على المستثمرين، وينظر المستثمرون إلى توزيع الأسهم المجانية على أنه مؤشر إيجابي وأن الشركة قامت بهذه العملية نتيجة لتوقعها نمو الأرباح التي ستتحقق في المستقبل، وأن الشركة تتمتع بسياسة مالية جيدة، وتلجأ الشركات إلى اتباع هذه السياسة عندما لا تتوفر لديها النقدية الكافية لتسديد توزيعات نقدية، أو عندما تحتاج الشركة إلى توليد النقدية من الأرباح لتغطية التحديثات والتوسعات.

<sup>1</sup> عبد الرحمان مرعي، نائلة زكريا، مرجع سابق، ص 287.

## المطلب الثاني: اشكال توزيعات الارباح

تختلف أشكال التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة باختلاف ظروف المؤسسة فالكل مؤسسة ظروفها وبيئتها الخاصة، ومن أهم التوزيعات ما يلي:

### 1- التوزيعات النقدية : (Cash Dividends)

بشكل عام، يشير توزيع الأرباح إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، لذلك فهو يمثل أي دفعة تدفعها الشركة مباشرةً للمساهمين حيث يمكن اعتبارها توزيعاً أو جزءاً من سياسة التوزيع. توزيعات الأرباح النقدية هي أكثر من شكل عادة، تقوم المؤسسات المساهمة بتقديم مدفوعات دورية مباشرة للمساهمين بناءً على المرحلة العادية من العمل. تتم هذه التوزيعات عادة أربع مرات في السنة مع شركة المساهمة.

### 2- التوزيعات في صورة أسهم: (Stock Dividends)

يعتمد هذا الشكل غير النقدي للتوزيعات على دفع أسهم للمساهمين وذلك بدلاً من التوزيعات النقدية، إذ لا يكون لهذا الشكل من التوزيعات قيمة حقيقية، ولعل من بين أهم النتائج المرجوة من انتهاج هذه السياسة هو إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك عبر إحداث تغيير في حجم ونوع الأدوات المالية المتداولة المصدرة من قبل المؤسسة، إضافة إلى أثر جوهري يتمثل انخفاض القيمة السوقية لأسهمها<sup>1</sup>.

ولعل من أبرز ما يلاحظ على هذه العملية كونها تمثل تحويل الأموال بين الحسابات المكونة لحقوق حملة الأسهم العادية، وذلك بدلاً من استخدام هذه الأموال من الناحية المحاسبية، مما يعني أن المساهم باستلامه لهذه التوزيعات لم يستلم شيء من القيمة، فبعد دفع التوزيعات ينعكس ذلك على قيمة السهم بالانخفاض بنفس نسبة التوزيعات، مع عدم تغير قيمة الأسهم التي يمتلكها، إضافة إلى نسبة ملكيته في المؤسسة، وبالضرورة الأرباح التي يتحصل عليها في حال ثبات الأرباح المحصلة من المؤسسة.

أن هذا الشكل من التوزيعات إنما تستعمله المؤسسة لثلاث أسباب رئيسية:

<sup>1</sup> سامر حمدي الكحموت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة - 2014، ص 25-26.

- هي تمثل أداة لتضليل المساهمين خاصة في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات مالية، والتي تحول دون قدرتها على إجراء توزيعات نقدية في ظل تميز توزيعاتها الماضية بالاستقرار، مما يحتم عليها الإعلان عن إجراء توزيعات على شكل أسهم لتغطية عجزها عن إجراء توزيعات نقدية.

- كما قد تتخذ منه بعض المؤسسات كتوزيعات إضافية إضافة إلى التوزيعات المستقرة، خاصة في الفترات التي تحقق فيها المؤسسة أرباحاً مهمة، إذ تلتزم المؤسسة بمواصلة إجراء هذه التوزيعات، مما يعني نيتها في رفع قيمتها المتوقعة مستقبلاً، وبالتالي فإن المؤسسة بإجراء هذه التوزيعات إنما ترسل إشارات إيجابية حول وضعيتها إلى السوق المالي.

- والسبب الأخير هو عندما يكون للمؤسسات صنفين من الأسهم، الصنف الأول والذي ستلتزم بدفع توزيعات مستقرة إليه، أما الثاني فيكون عن طريق توزيعات أسهم. مما ينعكس كونها أكثر مرونة لتلبية رغبات المساهمين بالتوزيع<sup>1</sup>.

### 3- تجزئة السهم: (Stock split)

يشبه هذا النموذج سابقه من حيث أنه مقسم إلى كتل صغيرة وفقاً لمبدأ الرسم البياني الدائري دون الإضرار بالمركز المهيمن للمساهمين، وتحدث هذه العملية عندما يتم تسعير سهم الشركة في السوق عند الأسعار المرتفعة للغاية، هناك جهد لخفض سعر الأسهم في السوق، ويتم ذلك من خلال تجزئة الأسهم، وهي عملية مماثلة لتوزيع الأسهم المجانية لأن العملية نظرياً لا تؤثر على قيمة المؤسسة.

تتم عملية تجزئة الأسهم عن طريق زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم بجعل سهم قديم واحد يساوي ثلاثة أسهم أو عن طريق استبداله بثلاثة أسهم جديدة، مما يعزز قابلية التسويق ويحفز نشاط السهم في السوق.<sup>2</sup>

هناك ثلاثة أسباب تجعل المؤسسات تتبع أول شكلين من أشكال التوزيعات، وهي:

<sup>1</sup> معاذ محمد شقير أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية) رسالة ماجستير أعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم الإدارية - اختصاص مالية ومصارف المعهد العالي لإدارة الأعمال سوريا 2019/2018 ص 23/22.

<sup>2</sup> حسين، هاشم حسن. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر، 2008، ص 155.

التأثير على القيمة السوقية للسهم: قد ينظر المتداولون في الأسواق المالية إلى هذه القرارات من قبل الشركة على أنها إشارة مالية على أن الشركة لديها مستقبل مشرق لأنها تحتوي على معلومات حول المستقبل التي ترغب في إعلام المستثمرين بها، مما يؤثر بالضرورة إيجاباً على القيمة السوقية لأسهمها التأثير على مبلغ التوزيع: قد تؤدي القرارات التي تتخذها المؤسسات إلى زيادة إجمالي توزيعات الأرباح النقدية التي يتلقاها المستثمرون، لكن القليل من المؤسسات تحتفظ بالقيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات قبل اتخاذ القرار

إزالة العوائق النفسية: نظراً لأن عدد الأسهم التي يمتلكونها قد ازداد بسبب السياسة المتبعة، ومع وجود ضغوط نفسية أقل، يمكن للمستثمرين بيع عدد معين من الأسهم التي يمتلكونها، فإن السياسة تقلل من انكشاف المستثمرين على الجمود العقلي، سواء كان بيع أسهمه أو شراء أسهم جديدة.

#### 4- عكس تجزئة الأسهم: (Reverse stock splits)

يعبر عن عملية تقليل عدد الأسهم في شركة، على سبيل المثال، يتم استبدال سهمين قديمين بسهم جديد واحد حيث تتضاعف القيمة الاسمية للأسهم.

ويمكن تلخيص أسباب ودوافع المؤسسات للجوء إلى هذا النوع على النحو التالي:

- غالباً ما تفرض معاملات سوق الأوراق المالية حداً أدنى لسعر السهم ، حيث إن عكس تجزئة الأسهم قد يمكّن المؤسسات من زيادة قيمة أسهمها فوق الحد الأدنى للسعر ؛

- سبب آخر هو أن الشركات، بالإضافة إلى جهودها لتوفير السيولة، تحاول أيضاً تقليل تكاليف المعاملات، مما يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية لأسهم الشركة؛

- استبدال مساهمي الأقلية، أي تجبر المؤسسة مساهمي الأقلية على الخروج من خلال عكس تجزئة الأسهم عندما تنخفض أسهمهم إلى ما دون المستوى المحدد؛<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سامر حمدي الكحموت، مرجع سابق، ص 25-26.

## 5- إعادة شراء الأسهم: Stock Repurchase

المزيد والمزيد من الشركات تستخدم هذا الشكل من توزيعات الأرباح؛ الدافع الرئيسي للشركات لإعادة شراء الأسهم من الأسواق المالية هو توزيع المزيد من الأموال على المساهمين فطالما أن العوائد والأرباح التي تحققها الشركة ثابتة نسبياً، فإن تقليل عدد الأسهم المصدرة (عن طريق شراء بعضها) سوف يزيد من حصة أو ربحية السهم الواحد، وبالتالي سوف يزيد سعر السهم في الأسواق المالية، لذلك يمكن القول إن تأثير قرار الشركة بإعادة شراء الأسهم يشبه تأثير قرار الشركة بتوزيع الأرباح النقدية.<sup>1</sup>

عندما تنوي المنشأة إعادة شراء مجموعة من الأسهم القائمة من السوق، يتوجب عليها لفت انتباه حملة الأسهم إلى تلك النية؛ ويجب أن تحيطهم عن الغرض من إعادة شراء الأسهم (الاستحواذ، خيارات الأسهم، التقاعد، أو إعادة التنظيم)؛ وعادة ما تتم إعادة شراء الأسهم بثلاث طرق هي:

-شراء أسهم المنشأة في السوق المفتوحة وبسعر السهم المتداول في السوق، وتتم عملية الشراء عن طريق وسيط مما يستوجب في هذه الحالة دفع عمولة للوسيط، وتؤدي هذه العملية إلى رفع سعر السهم في السوق المالي حتى تتم عملية الشراء؛

-تلجأ المنشأة إلى تقديم العروض الخاصة بإعادة الشراء ، وتكون هذه العروض رسمية يحدد فيها عدد الأسهم المراد شراؤها والسعر المحدد لشراء السهم الواحد، والذي يكون أعلى من سعر السهم السائد في السوق المالي وذلك من أجل جذب البائعين، وفي حالة عدم تحقيق المنشأة لهدف إعادة شراء العدد المطلوب من الأسهم، عندها تلجأ إلى شراء الأسهم المتبقية عن طريق عمليات السوق المفتوح؛ وتفضل المنشآت أسلوب العروض عند إعادة شراء أعداد كبيرة من الأسهم، كونها تتيح فرص متساوية أمام حملة الأسهم للاستفادة من العروض الذي تقدمه المنشأة؛

-شراء أسهم من مستثمر واحد أو مجموعة من مستثمرين الرئيسيين في الشركة، وفي هذه الحالة فإنه يتم التفاوض على السعر، ويراعى أن يكون السعر في هذه الحالة عادلاً حتى لا يؤدي انخفاض السعر إلى خسارة لبقية المستثمرين.

<sup>1</sup>يزن رأفت عبد الخليل، أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية، قدمت هذه الرسالة استكمال للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن-2018-ص27.

يوجد العديد من الأسباب وراء قرار إدارة المنشأة في إعادة شراء الأسهم، وأهم هذه الأسباب:

- الرغبة في تحسين مستوى ربحية السهم حيث يؤدي إعادة شراء الأسهم إلى تخفيض عدد الأسهم وبالتالي زيادة نصيب السهم من الربح؛

-الرغبة في زيادة الطلب على السهم بالسوق بهدف زيادة سعر السهم ويتم ذلك عادة في الحالات التي ينخفض فيها سعر السهم بسبب زيادة المعروض من الأسهم مما يشجع الشركة إلى إعادة شراء أسهمها للتخفيف من آثار زيادة العرض على سعر السهم؛

-الرغبة في التخلص من صغار المستثمرين بسبب كثرة المصروفات الإدارية التي تتحملها الشركة في حالة وجود عدد كبير من صغار المستثمرين ممن يمتلكون أعداد محدودة من الأسهم؛ في مثل هذه الحالات تتحمل الشركات مصروفات كبيرة لإرسال التقارير والمعلومات المختلفة لهؤلاء المستثمرين؛

-إمكانية استخدام الأسهم المشتراة في عمليات الاندماج حيث تقوم بعض الشركات بإعادة شراء جزء من أسهمها بغرض استخدامها في برامج التوسع عن طريق الاندماج مع شركات أخرى.

ومع ذلك يوجد سلبيات لعملية إعادة شراء الأسهم من بينها:

-قد يؤدي شراء الأسهم إلى مشاكل في سيولة المنشأة بسبب انخفاض حجم النقدية؛

-يمكن لتخفيض عدد الأسهم أن يجعل من المنشأة هدفا أسهل للسيطرة عليها من شركة أخرى، بسبب انخفاض عدد الأسهم التي يجب على الشركة الأخرى الحصول عليها للسيطرة على الشركة المستهدفة، ومن ناحية أخرى فإن إعادة شراء الأسهم بسعر أعلى قد يمنع شركة أخرى من السيطرة على هذه الشركة عن طريق شراء الأسهم بسعر أعلى من السعر السوقي<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2011، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص37.

## المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

في المؤسسات المسعرة عموماً قيمة الأرباح الموزعة تتخذ من قبل مجلس الإدارة وقد تدفع للمساهمين بعد أسابيع قليلة من اتخاذ قرار التوزيع وتتبع مجموعة من الإجراءات نذكرها فيما يلي:

**1- تاريخ الإعلان عن التوزيع :** التاريخ الذي يحدد فيه مجلس الإدارة قيمة توزيعات الأرباح المقترحة ويعلنها للمساهمين والسوق ككل فيما يتعلق بهذا القرار ، فإن هذا الإعلان له تأثير سلبي أو إيجابي على سعر الحصة السوقية ، اعتماداً على جودة هذه التوزيعات.

**2- تاريخ إعلان موعد اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين :** التاريخ الذي يعلن فيه اجتماع الجمعية العمومية للشركة للموافقة على التوزيع الذي اقترحه مجلس الإدارة. غالباً ما يبدأ السوق بالتفاعل مع موعد الاجتماع، ويلجأ المستثمرون أحياناً إلى دفع سعر السهم إلى مستوى ما يحقق هدفهم الاستثماري، مع مراعاة سعر السهم بعد اجتماع المساهمين.

**3- في اليوم التالي للاجتماع العام للمساهمين:** في اليوم الأول لإدراج الأسهم والتداول بعد الاجتماع العام للشركة، يتم إدراج السهم كسهم جديد، أي لا يتحمل الربح (EX -DIV)، بحيث يبدأ السهم دورة جديدة ويبدأ في التفاعل معه مرة أخرى من بداية عوامل العرض والطلب في السوق، مدفوعة بأداء المؤسسات فعلياً في العام الجديد.

**4- تاريخ دفع الأرباح :** وهو التاريخ الذي يتم فيه بالفعل البدء بتوزيع الأرباح على المساهمين المسجلين في سجلات مساهمي المؤسسة بتاريخ انعقاد الجمعية العامة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> إيمان يونس، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل-2015، ص47.

## المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة له

تعكس سياسة توزيع الأرباح الخطة العامة للمؤسسة، والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة أسهمها، إذ تتحكم مجموعة من العوامل على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للمؤسسة بعض تلك العوامل تتعلق بحملة الأسهم، والبعض الآخر يتعلق بالإدارة، كما أن بعضها يرجع إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون وسنستعرض في هذا المبحث إلى اهم هذه العوامل وكذلك نماذج ونظريات المفسرة لها.

### المطلب الاول: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

#### 1- نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح:

يعود الفضل في اكتشاف هذه النظرية إلى الاقتصاديين Miller و Modigliani في عام 1961، حيث تقوم النظرية على ان قرار توزيع الأرباح لا يؤثر على سعر السهم في السوق -القيمة السوقية للسهم - ولكن تتأثر المؤسسة فقط بالأرباح التي تجنيها ومخاطر أصولها أو استثماراتها، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر فقط بالدخل الناتج عن إدارة الأصول وليس بكيفية تقسيم الدخل إلى توزيعات نقدية للمساهمين والأرباح المحتجزة. لذلك نجد أن المستثمرين يفشلون في التفريق بين توزيعات الأرباح النقدية والشركات التي تعيد استثمار أرباحها للنمو، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة مكاسبهم الرأسمالية عن طريق رفع سعر السوق لممتلكاتهم والفكرة هي أنه قبل إجراء التوزيع، يتم تمثيل ثروة المالك بقيمة السهم العادي في السوق المالية، بالإضافة إلى قيمة الأرباح المعلنة، إذا حققت المؤسسة ربحاً وقررت لتوزيع جزء من الربح منها فإن القيمة السوقية للسهم ستخفض بمقدار التوزيعات، وأما إذا تقرر احتجاز الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم سترتفع بمقدار الأرباح المحتجزة.<sup>1</sup>

#### 2 -نظرية التفضيل الضريبي:

طبقا لهذه النظرية القائمة على نفي فرضية عدم وجود ضرائب والتي ترى أن توزيع الأرباح غير مرغوب فيه وذلك نظرا لوجود معدل ضريبة أكبر على دخول المساهمين، مما يعني أنهم سوف يدفعون

<sup>1</sup>رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011 - 2014، الة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية - عدد 02 /جوان 2016، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص42-43.

مبالغ كبيرة على شكل ضرائب عندما يحصلون على أرباح السهم وبذلك فهم يفضلون إعادة استثمارها بدل من الحصول عليها، وبناء على ذلك فالمساهمون يفضلون الاستثمار في الشركات التي لا توزع الأرباح، أو توزع نسب منخفضة منها، فالضرائب باختلافها تؤدي حتمية الاختلاف في سياسات أرباح السهم، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به في المؤسسات التي لا توزع أرباحاً نقدية، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعوا على أرباحهم النقدية<sup>1</sup>.

### 3- نظرية تفضيل الأرباح "عصفور في اليد": (Mayron Gordon & John Linter)

حسب هذه النظرية فإن مخاطر السهم تتخفض مع زيادة الأرباح الموزعة، حيث أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية المستقبلية، معناه أن عصفور في اليد أفضل من اثنين على الشجرة، لذلك يفضل المساهمون توزيعات الأرباح وهم على استعداد لقبول أدنى عائد مطلوب ومن افتراضات هذه النظرية :

- عدم اليقين من حيث الأرباح في المستقبل.

- تفضيل المساهمين للشركات ذات توزيعات الأرباح العالية بدرجة أكبر، لان توزيعات الأرباح اقل مخاطرة من المكاسب الرأسمالية<sup>2</sup>.

### 4- نظرية تكلفة الوكالة:

يجادل مؤيدو هذه النظرية بأن تكاليف الوكالة يتم تكبدها عندما تخدم الإدارة مصالحها الخاصة بدلاً من مصالح المساهمين، ووفقاً لهذه النظرية، توزع الشركات الأرباح لتقليل تكاليف الوكالة. ويرى ( Rozeff 1982) في توزيعات الأرباح وسيلة لمراقبة أداء الشركة والعمل على خفض تكاليف الوكالة، كما يسرد (Easterbrook 1984) الآليات التي يمكن من خلالها للأرباح وما يترتب عليها من زيادات في رأس المال أن تتحكم في الوكالة، خاصة إذا كانت الشركات تسعى لتقليل تكاليف الوكالة. التمويل واللجوء إلى الاقتراض، دخول السوق لرأس المال الجديد، أو إصدار أوراق مالية جديدة، لذلك يتدخل خبراء المصرفية

<sup>1</sup> نضال عمر زلوم، اسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على قرار الاستثمار في ضوء جودة التقارير المالية، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، الد الثاني، العدد واحد، الأردن، 2015، ص 36-35.

<sup>2</sup> براني مختارية، حسيني إسحاق، مرجع سابق ص67.

الاستثمارية لدراسة الوضع المالي للشركة ومراجعة القرارات المالية التي يتخذها المستثمرون. لقد تحقق الخبراء من أن توزيعات الأرباح يمكن أن تكون إشارة غامضة لأنهم لا يستطيعون التمييز بين شركات النمو وشركات الاستثمار.<sup>1</sup>

### 5- نظرية الإشارة: (Signaling Theory)

تلعب المعلومات دورًا مهمًا في المؤسسة لأنها توفر الوصول إلى الأفراد والكيانات المختلفة (سواء كانوا يعملون داخل المؤسسة أو من الخارج) مثل الوكالات الحكومية والمسؤولين الماليين والمستثمرين والعملاء والموردين والمحللين الماليين للمعلومات المالية التي تساعدهم في اتخاذ قراراتهم المالية كما تعتبر عملية توفير المعلومات لأغراض اتخاذ القرار من الأهداف الرئيسية للمعلومات المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح المناسب عن البيانات المالية وغيرها من المعلومات الجوهرية، مع الأخذ في الاعتبار العديد من الأسئلة والأجوبة، مثل لمن يتم الإفصاح، وما هو الغرض من المعلومات وما هو المقدار المناسب من المعلومات للإفصاح عنها.<sup>2</sup>

وفقًا لهذه النظرية، يرى المستثمرون أي تغيير في سياسة التوزيع من خلال المؤسسة كإشارة للأرباح المتوقعة لإدارة المؤسسة. فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً، بمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من مؤسسة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح - بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح أي إذا توقع المستثمرون نسبة عالية من الأرباح ودفعت المؤسسات نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم في سوق المال سينخفض، لكنهم يؤكدون ذلك الزيادة غير العادية في الأرباح هي إشارة من الإدارة بأن الوكالة تتوقع نمو أرباحها بشكل كبير والعكس صحيح إذا كانت الأرباح منخفضة أيضًا بشكل غير عادي، فهذا يعني أن المعلومات حول التوزيعات أو الاحتفاظ بها للنمو يمكن أن تؤثر على سعر السهم.

<sup>1</sup>نضال عمر زلوم، مرجع سابق، ص38.

<sup>2</sup>عبد القادر، بريش، (2013)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، الجزائر، ص16.

## المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح

تم تطوير عدة نماذج لشرح توزيع الأرباح لكل سهم في المؤسسات لأن هذه النماذج ككل تتناول أهم العوامل التي من المحتمل أن تكون مرتبطة بتوزيعات الأرباح لكل سهم، وتعتمد هذه النماذج على عدة افتراضات لتحقيق نتائج أكثر واقعية. تشمل هذه النماذج نموذج Lintner 1956 ونموذج Gordon 1959 ونموذج Walter 1962 ونموذج Kalay 1980.

### -نموذج (Lintner 1956):<sup>1</sup>

توصل (Lintner) من خلال ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، وأن المسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيًا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة التالية:

$$D_t - D_{t-1} = a + c (B_t - D_{t-1})$$

حيث:

$D_t$  و  $D_{t-1}$  هي قيمة أرباح السهم للسنة، والسنة السابقة على التوالي.

$d$  - معدل توزيع الأرباح.

$B_t$  - فهي النتيجة الصافية للسنة.

$a$  و  $c$  ثوابت موجبة.

إذا كانت قيمة هذا النموذج موجبة، هذا يعني تردد المسير في تغيير توزيع الأرباح، أما إذا كانت القيمة صغيرة، فهذا يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغير .

<sup>1</sup> عبد القادر، بريش مرجع سابق. ص 17.

ولقد تم اختبار نموذج (Lintner) في العديد من الدراسات، وكلها خلصت إلى واقعية النموذج.

### نموذج غوردين 1959: (Gorden<sup>1</sup>1959)

وفقا لفرضياته سمي بنظرية العصفور في اليد، وهو من النماذج المهمة التي ناقشت توزيعات الأرباح وأكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية. لقد اعتمد جوردين في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المتوقعة بمعدل خصم مناسب والعلاقة التالية توضح هذا النموذج :

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

حيث:

**P** سعر السهم المتوقع،

**D** أرباح السهم المتوقع توزيعها،

**Ke** تكلفة الأموال الذاتية،

**g** معدل النمو في أرباح المؤسسة.

وحسب جوردين فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.

<sup>1</sup>ايمن يونس، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة محمد بن يحيى - جيجل- 2015، ص64.

نموذج ولتر: Wolter1962

نموذج ولتر هو أحد النماذج النظرية التي تناقش العلاقة بين توزيع الأرباح لكل سهم والقيمة السوقية لاسهم المؤسسات، لأنه يخلص إلى أن سياسة توزيع الأرباح لكل سهم تؤثر على القيمة السوقية للسهم، والتي هي عبارة عن مجموع القيم الحالية لتوزيع الأرباح لكل سهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كما يلي:

$$p = \frac{D + \frac{R(B-D)}{Ke}}{Ke}$$

حيث:

**P** هو السعر السوقي للسهم،

**D** التوزيع السنوي لأرباح السهم،

**R** معدل العائد المتوقع على الاستثمار

**Ke** معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين،

**B** نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة

من العلاقة المذكورة أعلاه، يمكن ملاحظة أنه عندما يكون العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من العائد المطلوب، فإن الزيادة في حيز الربح لها تأثير إيجابي على قيمة السوقية للأسهم، وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح يكون هو الأمثل لتعظيم سعر السهم، بما في ذلك القيمة السوقية للمؤسسة، في ظل ظروف متساوية كلا السياستين ليس لهما تأثير على القيمة السوقية للسهم (محايدة لسياسة توزيع الأرباح)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> إيمان يونس، مرجع سابق، ص 65.

## المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تعكس سياسة التوزيعات الخطة العامة للمؤسسة والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة أسهمها، إذ تتحكم مجموعة من العوامل في الواقع العملي على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للمؤسسة بعض تلك العوامل تتعلق بحملة الأسهم، والبعض الآخر يتعلق بالإدارة، كما أن بعضها يرجع إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون وتتمثل فيما يلي:

### 1- القيود القانونية :

أقرت بعض البلدان تشريعات تتعلق بمعاملات الشركات أو الأسواق المالية التي تنظم عملية توزيع الأرباح، مع إرفاق شروط، بما في ذلك أنه لا يجوز للشركة استخدام جزء من رأس مالها المدفوع لتوزيع الأرباح، وقد لا تتمكن الشركة من ذلك توزيع الأرباح إذا كانت الشركة فاقدة للملاءة المالية وعلى وشك الإفلاس، أي أن مطالباتها أكبر من أصولها، لأن توزيع الأرباح يضر بمصالح الدائنين وقد تشترط بعض التشريعات احتفاظ الشركة بنسبة معينة من الأرباح الصافية كشكل من أشكال الاحتياطات<sup>1</sup>، في هذا الصدد يركز القانون على ثلاث قواعد رئيسية:

1-قاعدة صافي الربح : تنص على أنه يمكن دفع أرباح الأسهم من صافي الربح الحالي والسابق.

2-قواعد إضعاف قيمة رأس المال: قد تكون هناك حاجة لحماية ودائع العملاء وتوزيع ما لا يزيد عن رصيد الأرباح المحتجزة لتعزيز المركز المالي الصافي للمؤسسة لذلك، يحظر توزيع أرباح رأس المال لحماية المقرضين.

3-قواعد الإعسار المالي: تشير إلى نقص السيولة النقدية التي تمكن المؤسسة من سداد الديون (الالتزامات) في الوقت المحدد، ويمكن تصنيف الصعوبات المالية إلى نوعين: أحدهما فني، حيث تكون أصوله كافية للوفاء بالتزاماته، لكن تكوينه لا يتوافق مع آجال استحقاق التزاماته، والصعوبة الحقيقية هي عندما لا تستطيع المؤسسة الوفاء بالتزاماتها حتى لو كانت لها الوقت الكافي، لأن أصوله لن تكون كافية للوفاء بهذه الالتزامات، لذلك قد يتم إعلان إفلاسها في وقت لاحق.

<sup>1</sup>هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 82، 2008، ص217.

### 2-العوامل التعاقدية:

قد تتضمن العقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من تصرف المؤسسات بأرباح حماية لدائنين حيث قد يشترط الدائنين ألا يتم إجراء التوزيعات النقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد الوفاء بالشروط وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة ألا يتم إجراء أو دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة ومن الطبيعي أن يكون الهدف الأساسي من هذه القيود هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة المنشأة على سداد التزاماتها المالية اتجاههم.<sup>1</sup>

### 3-عوامل النمو :

تتأثر سياسة توزيع الأرباح أيضاً بفرص النمو حيث تستمر المؤسسات التي تتمتع بمعدلات نمو عالية في طلب تمويل إضافي ، الأمر الذي يتطلب تقييم مركزها المالي من حيث الربحية والمخاطر قبل اللجوء إلى التمويل الخارجي ، و تميل إلى استخدام غالبية أرباحها كمصدر داخلي لتمويل هذه الفرص ، حيث تختار استخدام الأرباح المحتجزة بدلاً من مصدر خارجي للتمويل ، لأنه متاح بسهولة ويحمل تكاليف ومخاطر أقل الا ان الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية يقلل من الربح المتاح للتوزيع ، وبالتالي يقلل من دفع أرباح الأسهم و من ناحية أخرى ، قد تخصص المؤسسات ذات النمو البطيء وقلة فرص الاستثمار جزءاً كبيراً من أرباحها المعلنه كتوزيعات للأرباح ، حيث تؤثر مقاييس النمو سلباً على التوزيعات.<sup>2</sup>

### 4-عامل السيولة:

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين أن يكون للمؤسسة نقداً، فقد تكون المؤسسة رابحة وحقق أرباحاً جيدة على مر السنين، ولكن تم الاحتفاظ بهذه الأرباح واستخدامها في تمويل أصول المؤسسة، مما يعني عدم وجود نقود للمؤسسة من أجل دفع أرباح التوزيع، المؤسسات التي تنمو بسرعة وتستخدم جميع

<sup>1</sup>ياقوت موساوي، مرجع سابق، ص28

<sup>2</sup>عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي للمؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير جامعة منتوري-قسنطينة، 2012، ص87.

مصادر التمويل المتاحة لتمويل التوسع غالباً ما تواجه أزمة سيولة، حيث أن توافر السيولة أهم من توفر الأرباح، حيث يعكس قدرة الشركة على دفع الأرباح النقدية.<sup>1</sup>

### 5-معدل العائد على الأصول:

يقيس معدل العائد على الأصول فعالية الإدارة في استخدام الموارد المتاحة وقدرتها على تحقيق عوائد من الأموال المتاحة من مصادر التمويل المختلفة ، بغض النظر عن كيفية إجراء هذا التمويل ، وبالتالي يعكس تأثير الأنشطة التشغيلية والتمويلية للشركة ، وتحديد مدى ملاءمة العائد على الأصول للتوزيع الأرباح للمالكين ، والسماح للشركة بمقارنة هذه النسبة مع العائد على الأصول الذي حققه المساهمون في المجالات الأخرى المستخدمة في الشركة ، لذلك كلما زادت فرصة الاستثمار للشركة ، زادت هذه النسبة ، مما يشجع على الاحتفاظ بالأرباح للاستفادة من الفرص المتاحة كما تشجع هذه النسبة المرتفعة الشركات على الاحتفاظ بالأرباح لتمويل استثماراتها، ولكن من الواضح من الناحية العملية أن بعض الشركات تحقق عوائد أعلى على الأصول بينما توزع الأرباح على المساهمين لتتناسب مع نمو الشركة ورغبة المساهمين في الأرباح النقدية لزيادة سعر سهم الشركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> -ملبكة حفيظ شبايكي، و علي باكرية، مساهمة حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية(9)، (2009)، ص108.

<sup>2</sup> الكور، عز الدين، "أثر السيولة على كفاءة الأداء والتكلفة: دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية الأردنية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، طرابلس، ليبيا، (2010)، ص9.

### خلاصة الفصل:

تتعدد سياسات توزيع الأرباح في الشركات، كما ويختلف تفضيلات المساهمين لتلك السياسات، وتتأثر عملية التوزيعات بكثير من القضايا مثل تكلفة الوكالة وإعادة شراء الشركة لأسهمها، ونظرية أثر العملاء، حيث إن الشركة تكون حريصة على الموازنة بين التوزيعات النقدية والمزيد من الاستثمار والتوسع، لذا فإن التخطيط لسياسة توزيع الأرباح يتطلب تحليلاً علمياً دقيقاً.

## الفصل الثاني:

الإطار النظري للأسهم وتأثير  
سياسة توزيع الأرباح على  
سعر السهم المدرج

## تمهيد:

إن قرارات توزيع الأرباح على المساهمين يجب أن تتماشى والقرارات المالية الأخرى في المؤسسة وعند التعامل مع الأرباح نجد هنالك مدخلين رئيسيين هما:

إما توزيع الأرباح على شكل نقدي أو على شكل أسهم وإما يتم احتجازها وإعادة استثمارها.

وهنا يتضح لنا مدى أهمية القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وخاصة ذلك القرار المرتبط بنسبة التوزيع لما له من أثر على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم السوقي على المدى القصير.

وسعينا في هذا الفصل إلى تبيان مختلف الرؤى والنظريات التي اهتمت بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة مع إبراز أهم نقاط التلاقي والإختلاف بينها وذلك من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

• ما هي الآراء المؤيدة لوجود علاقة بين سياسة التوزيع و سعر السهم المدرج ؟

• ما هي الآراء المعارضة لوجود علاقة بين سياسة التوزيع و قيمة المؤسسة ؟

ويكون ذلك في ظل قيام فروض السوق الكامل، وكذا في حالة التأكد وفي حالة عدم التأكد.

## المبحث الأول: عموميات حول الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم أدوات التداول وهي إحدى أكثر أنواع الاستثمار شهرة، وتعتبر من أهم مصادر الاستثمار على المدى الطويل، إلا أنها تتطلب خبرة كبيرة، في هذا المبحث نتكلم عن الأسهم وأنواعها وخصائصها ونماذج تقييمها.

### المطلب الأول: مفهوم الأسهم

#### 1-تعريف السهم:

يمكن تعريف الأسهم على أنها أداة تمثل حصة من رأس مال المؤسسة، لذا فإن مصطلح "الأسهم" يشير إلى حقوق الشركاء في المؤسسة، عند تأسيس أي شركة مساهمة، يتكون رأس مالها من عدد من الأسهم المتساوية، يسمى كل منها سهماً. يحدد المؤسسون في عقد المؤسسة ولوائحها الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للمؤسسة إصدارها والقيمة الاسمية للأسهم. هذه القيمة القصوى تسمى رأس المال المصرح به. إذا حققت المؤسسة ربحاً وقررت الإدارة توزيعه كله أو جزء منه، وليس من حق حامل السهم مطالبة المؤسسة باسترداد قيمته طالما أن المؤسسة ما زالت تزاوّل النشاط، ولكن إذا تم تداول أسهم المؤسسة في البورصة، فيمكن للمساهمين البيع في البورصة.<sup>1</sup>

#### 2-خصائص الأسهم:

- **قابلية التداول** : يتميز السهم بقدر كبير من المرونة في بورصة الأوراق المالية، فإذا كانت هذه الصفة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي محدود وجزئي فإن هذه الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

-**الأسهم متساوية القيمة** : على عكس معاملات السندات، يتم إصدار جميع الأسهم العادية بقيمة متساوية.

-**تقادم حق المساهم**: ما دامت المؤسسة التي أصدرت الأسهم قائمة، فإن حق المساهم المشتري للسهم لن يلغى بعدم الاستخدام. يبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي لبدء وتحويل حقوق المساهمين من الملكية إلى حقوق الدين، أي عند تصفية المؤسسة أو استحقال الأسهم ودفع رأس المال.

<sup>1</sup> أحمد بن محمد "الخليل الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراة، دار ابن الجوزي، الطبعة الثانية - السعودية-2006، ص32.

-المسؤولية المحدودة للسهم: تقتصر مسؤولية المساهم في الشركة (مشتري المساهم) على مدى حصصه أو رأس ماله المشارك به في الشركة.<sup>1</sup>

### 3- قيم السهم:

للسهم العديد من القيم نوجزها فيما يلي:

-القيمة الاسمية : هي القيمة التي صدر بها السهم، وتسجل في دفاتر المؤسسة وعلى ذلك فإن القيمة الاسمية للسهم تعادل قيمته في دفاتر المؤسسة وقت إصداره. وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

-القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية : وهي قيمة السهم بالدفاتر علما أن القيمة الدفترية للسهم في بداية عمل المؤسسة تساوي قيمته الاسمية وتحسب بالنسبة التالية :

### حقوق المساهمين / عدد الاسهم

وتتكون حقوق المساهمين من رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة وتتغير القيمة الدفترية من عام لآخر بسبب تغير حقوق المساهمين أو عدد الأسهم أو كليهما، وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة، وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية :

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة.

-تعكس القيمة الدفترية فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية .

-القيمة السوقية : هي القيمة التي يتم تداول السهم بها في البورصة وتتغير طبقا لمعدلات أرباح المؤسسة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة، وعليه قد تكون قيمة السهم السوقية أكبر من أو أقل من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية .

<sup>1</sup>مداحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة أكلي محند أولحاج -البويرة-2017 ، ص67.

-**القيمة النظرية** : هي القيمة التي يستحقها السهم فعلا، ويتم تحديدها باستخدام عدد من طرق التقييم أهمها طريقة التدفقات النقدية المخصصة حيث يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من السهم باستخدام معدل خصم مناسب وصولا إلى القيمة العادلة للسهم<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: أنواع الأسهم

تتنوع الاسهم إلى عدة أنواع وذلك لعدة اعتبارات ومن أهمها ما يلي:

### 1 -تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:<sup>2</sup>

-**أسهم اسمية**: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المفيدة في السجل وتشتمل على:  
-الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها برأسمالها، ومركزها.  
-بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتب به.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

-**أسهم لحاملها** : يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتمديد حقوق السهم للحائز لها.  
- **أسهم الأمر**: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

### 2-تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم<sup>3</sup> :

-**أسهم عينية**: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه

<sup>1</sup>الجوزي غنية، "أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها" - دراسة حالة مجمع صيدال -مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية مؤسسات، جامعة جزائر3، 2012، ص34-35.

<sup>2</sup> مداحي محمد، مرجع سابق، ص 69.

<sup>3</sup>أحمد بن محمد، مرجع سابق، ص50.

الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنين.

-**أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

-**أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

### 3-تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها<sup>1</sup> :

-**الأسهم العادية:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية التغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يعيقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والمستندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل :

\_ في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية الى رأس مال الشركة.

\_ أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص الآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية .

### -**الأسهم الممتازة<sup>2</sup>: (The Definition of the Preference Share)**

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي. كونه يحصل على عائد ثابت سنويا، يسمى مقسم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو

<sup>1</sup>الجوزي غنية، مرجع سابق، ص36.

<sup>2</sup>عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 الى 2013، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية -تخصص: الأسواق المالية والبورصات، 2014، ص36-37.

يمثل التزاماً ثابتاً، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال. اكتسبت هذه الاسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها. ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظراً لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها.

للسهم الممتاز سمات محددة منها أنه يصدر بفئات وبقيم اسمية مختلفة تكون الأساس في احتساب العائد من السهم، ويحصل حملته على أرباحهم قبل حملة السهم العادي وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه. وبالمقابل معظم الأسهم الممتازة ليس لحملتها حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضاءه، ولكن يمكن أن يرد مثل هذا الشرط في حالة تراكم أرباح المهم الممتاز إذا نصت الاتفاقية على ذلك. وقد يكون السهم الممتازة قابل إطفاء ضمن صناديق تخصصها الشركات بهدف استهلاك المهم وإطفاءه إما بسعر السوق أو بسعر أطفاء يحدد مسبقاً أو حسب ظروف الشركة والسوق. كما يمكن أن يكون السهم الممتاز قابل للتحويل إلى أسهم عادية وضمن شروط يتفق عليها مسبقاً وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة التحويل وسعر التحويل. وعادة خيار التحويل يترك لحامل السهم وحيثما تتاح أمامه تحقيق أرباح رأسمالية لاسيما عندما تكون الأسعار السوقية لأسهم الشركة العادية مرتفعة بأعلى من سعر التحويل. أما شرط الاستدعاء فهو يتضمن حق للجهة المصدرة باستدعاء السهم الممتاز خلال فترة محددة وبعلاوة عن القيمة الاسمية كما يمكن أن يكون الاستدعاء بسعر السوق. أن هذه الخصائص للسهم الممتاز تجعله يختلف عن السهم العادي على الرغم من أن كلاهما أداة ملكية.

### المطلب الثالث: نماذج تقييم الأسهم

الغرض الأساسي من تقييم الأسهم العادية هو تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق أعلى أو أقل مما ينبغي أن يكون مستحقاً ، وبالتالي مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية عقلانية في شراء أو بيع أو الاحتفاظ بهذه الأسهم حيث أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم العادي ستساعد على توفير آلية تقييم حيث يمكن للمستثمرين الحكم على جدوى الاستثمار في الأسهم من خلال المقارنة مع القيمة السوقية ، بالقيمة الفعلية للسهم فاذا كانت القيمة الفعلية أكبر من قيمتها السوقية ، وبالتالي يكون سعر السهم أقل مما ينبغي ، وهو ما يجعل المستثمرين الحاملين لهذا السهم ملزمين ببيعه تجنباً للخسارة والعكس صحيح.

وهنا سيتم عرض نماذج تسعير الاصول الرأسمالية كما يلي:

## 1- نموذج التوزيعات النقدية<sup>1</sup>:

الهدف الرئيسي من هذا النموذج هو العثور على القيمة الفعلية للسهم من خلال جمع القيمة الحالية لسلسلة متتالية من توزيعات الأرباح المستقبلية مطروحاً منها كل مرحلة من السلسلة كمعدل خصم محدد أو معدل العائد المطلوب الذي يطابق مستوى المخاطرة.

يتكون نموذج خصم الأرباح النقدية من ثلاث مراحل بناءً على كيفية توزيع الأرباح المستقبلية، وقد تظل الأرباح الموزعة للسهم كما هي كل عام، أو قد تزيد أو تنقص من فترة لأخرى، وفيما يلي تحليل لتلك الحالات:

أ- حالة توزيعات الأرباح الثابتة: قد يتوقع المستثمرون أن تظل قيمة توزيعات الأرباح النقدية كما هي كل عام، مما يعني أن توزيعات الأرباح النقدية لا تنمو، ومن المهم أن نلاحظ هنا أنه عند حساب القيمة العادلة للسهم في هذه الحالة، فإننا يجب التمييز بين الاستثمار لفترة محدودة في الأسهم والاستثمار لفترة طويلة الأجل في الأسهم، اعتماداً على خاصية أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، ي ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة يتم تحديد قيمة السهم وفقاً لمعادلة جوردين التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+Rs)^t}$$

حيث أن:

P- قيمة السهم الحقيقية

Dt- التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

Rs- معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

أما في ظل افتراض أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق (غير محددة المدة)، فإن قيمة السهم يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$P = Dt / Rs$$

ب- حالة التوزيعات ذات النمو الثابت: الافتراض القائم عليه هذا النموذج هو أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، حيث تحدد قيمة السهم وفقاً لنموذج جوردين كما يلي:

<sup>1</sup>. هشام طلعت عبد الحكيم م.م انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردين) (دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون / 2010، ص58-59-60.

$$p = \frac{Do(1 + g)}{Rs}$$

حيث أن:

**P-** قيمة السهم الحقيقية

**Rs-** معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

**Do-** التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

**g-** معدل النمو في التوزيعات النقدية.

ويقوم هذا النموذج على جملة من الافتراضات التالية:

- 1- معدل التوزيعات النقدية تنمو بمعدل ثابت.
- 2 - سعر السهم المتوقع ينمو بنفس نسبة النمو.
- 3- معدل العائد الرأسمالي ثابت ويساوي معدل النمو.
- 4- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو.
- 5- معدل العائد المطلوب على الاستثمارات يساوي العائد من التوزيعات النقدية المتوقعة بالإضافة لمعدل النمو.
- 6- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المنشأة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها.
- 7- لا تخضع المنشأة للضريبة.

ج- حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت: تعترض الحالة السابقة أن الشركات تتسم توزيعاتها بالنمو الثابت، في حين أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيعات العائد للعديد من المنشآت يتسم بتقلب معدلات نموه، لذلك تم تطويره ليعكس هذه الحالة وبالتالي يتم تقدير قيمة السهم كانت هناك بعض الانتقادات للنموذج، بما في ذلك حقيقة أنه يعتمد على افتراضات بعيدة كل البعد عن الواقع ويصعب تحقيقها؛ من ناحية، لا تعتمد أي شركة بالكامل على حقوق المالك، ولا تستخدم الرافعة المالية، كما أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار وكذلك معدل العائد المتوقع ومعدل النمو أمر يصعب

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

توافره أو تحقيقه، ومن الصعب الحصول على معدلات العائد ومعدلات النمو المتوقعة أو تحقيقها، ومن الصعب الاعتراف بعدم وجود ضرائب على دخل الشركة أو الفرد.

وتتميز الشركات المعينة في الحالة السابقة بتوزيعها المتزايد، بينما يوضح الوضع الفعلي أن، عائد توزيعات الأرباح للعديد من المؤسسات يتميز بالتقلبات في معدل نموها، لذلك تم تطويره ليعكس ذلك وبالتالي يمكن تقدير قيمة السهم من خلال المعادلة التالية:

$$p = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{Dt}{(1 + Rs)^t} + \frac{P^n}{(1 + Rs)^n}$$

حيث أن:

**P-** قيمة السهم الحقيقية

**P<sup>n</sup>-** سعر السهم العادي في الفترة **n**

**Dt -** التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

**RS -** معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

**n-** فترة النمو غير العادي

وطبقاً لما سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية وهي:

1-تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.

2-تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.

3-تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لسعر السهم

المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث يكون مجموع تلك القيم مساوياً للقيمة الحقيقية للسهم.

على الرغم مما يتضمنه هذا النموذج، فقد وجهت إليه عدة انتقادات من قبل بعض الباحثين أهمها ما يلي:

1-وجهة نظر مودجلياتي وميلر : حيث أشارا إلى أن قيام الشركة بإجراء توزيعات نقدية أو عدم القيام

بإجراء توزيعات نقدية على الاطلاق لا شأن له بقيمة الشركة ومن ثم سعر السهم، أي أنه لا يوجد

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

علاقة بين التوزيعات النقدية وأسعار الأسهم.

2- وجهة نظر جورديون : يرى أنه كلما زادت التوزيعات التي تدفعها الشركة فسوف يؤدي ذلك إلى زيادة

سعر السهم، أي أن سعر السهم يتحدد بناء على التوزيعات.

3- وجهة نظر التفضيل الضريبي : والتي ترى أنه من الأفضل عدم إقدام الشركة على دفع نسبة

توزيعات مرتفعة، فكلما انخفضت توزيعات السهم زادت قيمته.

ويرى الباحث أن نموذج خصم التوزيعات لا يعكس بالضرورة قيمة أسهم الشركات، خاصة تلك التي لا تقوم بتوزيع أرباح نقدية، مما يعد قصوراً أيضاً في هذا النموذج، كما أن سعر السهم لا يتوقف فقط على عامل واحد وهو التوزيعات النقدية بل هناك عدة عوامل تؤثر على أسعار الأسهم مثل نسبة الربحية ومعدل نمو الأرباح، والقيمة الدفترية.

### 2- نموذج خصم التدفقات النقدية: <sup>1</sup>

يمكن حساب القيمة الإجمالية للشركة وقيمة حقوق الملكية بناءً على هذا النموذج والفكرة مماثلة لخصم توزيعات الأرباح النقدية السابقة بفارق يتمثل في إحلال التدفق النقدي الحر بدلاً من التوزيعات النقدية للتعبير عن توزيع النقد والأرباح المطلوبة، ويتم استبدال معدل الخصم بمتوسط مرجح لتكاليف التمويل عند حساب القيمة الإجمالية للشركة، بحيث يمكن حساب القيمة الإجمالية للشركة على النحو التالي:

$$VF = \frac{FCFFt}{WACC - g}$$

- حيث أن :

**Vf** قيمة الشركة الحقيقية.

**FCFF** قيمة التدفقات الحرة المتوقعة للسنة القادمة للشركة ككل.

**WACC** المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

**g** معدل النمو في التدفقات النقدية.

<sup>1</sup>مطلس ورده، قادري زينب، تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية 2015-2019، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية (ل.م.د) تخصص " اقتصاد نقدي وبنكي" ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، 2019، ص36-39.

- كما أن احتساب قيمة حقوق الملكية يتم من خلال المعادلة التالية :

$$V_s = \frac{FCFF_t}{RS - g}$$

- حيث أن:

**Vs** قيمة حقوق الملكية الحقيقية.

**FCFF** قيمة التدفقات الحرة المتوقعة لحقوق الملكية.

**Rs** معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

**g** معدل النمو في التدفقات النقدية.

الفرق بين صيغة حساب قيمة الشركة ككل وصيغة حساب قيمة حقوق الملكية هو أن التدفق النقدي الحر في النموذج الأول يتم خصمه من خلال المتوسط المرجح لتكاليف التمويل (WACC) ، بينما في النموذج الثاني بمعدل العائد المطلوب كما يتم حساب صافي التدفق النقدي الحر أيضاً عن طريق تحديد التدفق النقدي المتاح للشركة بعد خصم جميع التدفقات المطلوبة للاستثمار في الأصول الثابتة ورأس المال العامل المطلوب لاستمرار الأنشطة التشغيلية للشركة<sup>1</sup>.

وعليه فإن:

صافي التدفقات النقدية للشركة = صافي الدخل - الإيرادات غير النقدية - المصروفات غير النقدية.

-الإيرادات غير النقدية مثل المبيعات الأجلة.

- المصروفات غير النقدية مثل الاهتلاك.

اما التدفقات النقدية الحرة فيتم حسابها من خلال المعادلة التالية كالتالي:

التدفقات النقدية الحرة = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب - صافي الاستثمار في رأس المال التشغيلي.

صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب = (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) \* (1-معدل الضريبة).

<sup>1</sup>مطلس وردة، مرجع سابق، ص37.

صافي الاستثمار في رأس المال التشغيلي = (إجمالي صافي رأس المال التشغيلي لهذه السنة - إجمالي صافي رأس المال التشغيلي آخر السنة).

إجمالي صافي الرأسمال التشغيلي = (صافي رأس المال العامل التشغيلي + الأصول التشغيلية طويلة الأجل).

صافي رأس المال العامل التشغيلي = (الأصول المتداولة التشغيلية - الالتزامات المتداولة التشغيلية).

أما فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية فيتم حسابها كما يلي<sup>1</sup>:

صافي التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية = [(صافي الدخل بعد الضريبة + التغير في رأس المال العامل + الاستهلاك - المصروفات الرأسمالية) \* (1 - نسبة تمويل الديون)].

بالنسبة لنماذج التدفقات النقدية المذكورة أعلاه، أشار بعض الباحثين إلى أن بها عيوب، أي أن التدفق النقدي للشركة يتقلب بشكل قوي، مما يصعب التنبؤ بحالة التدفقات المستقبلية، لذا فإن حسابها يخضع للدخل والتكلفة ومعدل الخصم ومعدل النمو وغيرها من المتغيرات ... هذه الأمور يصعب تحديدها بدقة مما يؤثر على دقة النتائج، لأن النموذج يعتمد على تحليل طويل المدى للقيمة، لذا فإن النموذج غير مناسب للاستثمار قصير الأجل، مما يحرم المستثمرين من فرص الاستثمار قصيرة الأجل، مما يؤدي إلى تضييع الأرباح التي يمكن تحقيقها من تلك الفرص.

علاوة على ذلك، يعتقد الباحثون أن أحد عيوب نموذج التدفق النقدي المخصوم هو أنه إذا حققت الشركة خسارة مالية (أي أن التدفق الداخل أقل من التدفق الخارج)، فإن قيمة التدفق النقدي الحر أو صافي التدفق النقدي للشركة سيكون سالبًا، وفي هذه الحالة يكون للبسط في النموذج قيمة سالبة، مما يجعل سعر السهم، وفقًا للنموذج، يأخذ قيمة سالبة، وهو أمر غير منطقي.

### 3- نموذج التقييم المحاسبي:<sup>2</sup>

لمعالجة بعض أوجه القصور في النماذج السابقة، اقترح أولسون (Ohlson) نموذجًا يسمى نموذج تعليم المحاسبي لتسعير الأسهم، والذي يعتمد على المعلومات المحاسبية في كلا نموذجي العرض، والتي تعتمد على التوزيعات والتدفقات النقدية المخصومة، والتي لا تعتمد على القيم المحاسبية، ولا يسمح أي

<sup>1</sup> Damodaran, a, (2004), "investment valuation" preliminary second version, www.damodaran.Com.

<sup>2</sup> احمد سامح، امين الكوري، اهم نماذج التقييم الاساسي المستخدمة في تقييم الاسهم العادية في سوق الأوراق المالية المصري، جامعة قناة السويس-كلية التجارة الإسماعيلية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق العدد الثالث، 2017، ص463.

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

منها بدراسة تأثير المعالجة المحاسبية المعتمدة من IAS معايير المحاسبة الدولية ، أي يتم تسجيل بعض المكاسب (أو الخسائر) في حقوق الملكية في بيان المركز المالي بدلاً من تحويلها إلى بيان الدخل ، والقيمة الفعلية تحسب وفق نموذج التقييم المحاسبي بالمعادلة التالية:

$$P_t = B_t + \alpha_1 X_t + \alpha_2 V_t$$

حيث أن:

$P_t$  سعر السهم في بداية الفترة.

$B_t$  القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة.

$X_t$  تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة (الربح غير العادي).

$a_1, a_2$  معاملات النموذج.

$V$  المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي سهم في تاريخ معين وفقاً للنموذج التقييم المحاسبي يتطلب الأمر توافر البيانات والمعلومات التالية:

أ- معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم:

تتضمن معلومات حول القيمة الدفترية للأسهم، وقيمة الأرباح غير عادية (الأرباح المتبقية) في نفس التاريخ، وغيرها من المعلومات المتاحة حول الأسهم من السوق أو السلع التي تديرها الشركة ويمكن الحصول على الأرباح المتبقية والقيمة الدفترية من خلال القوائم المالية للشركة وللحصول على معلومات أخرى، فإن أفضل تقدير هو الزيادة أو النقصان في الأرباح المتوقعة على مدى عدد من السنوات، أو يفترض أن تكون المعلومات الأخرى صفراً، ثم يتم تحديد قيمة الأسهم بإضافة القيمة الدفترية إلى الأرباح المتبقية.

ب- معاملات النموذج:

يمكن أن تعتمد معاملات النموذج على تداول السلسلة الزمنية للأرباح المتبقية وكمية كافية من المعلومات الأخرى في الماضي لحساب توقعات المحلل أما في البلدان التي لم توجد بها توقعات المحللين، يتم استبعاد هذا المتغير عند حساب القيمة الحقيقية لسعر السهم.

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

---

بناءً على ما سبق، فإن أخذ هذه المعلومات سيؤدي إلى حساب القيمة الحقيقية للورقة المالية، حيث إنها معلومات مفيدة وأساسية لتحديد سعر الورقة المالية من خلال حساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية مضافاً إليها قيمة الربح المتبقي خلال سلسلة زمنية معينة.

## المبحث الثاني: سياسة التوزيعات وأثرها على قيمة السهم في ظل فروض السوق الكامل

تعتمد سياسة توزيع الأرباح على المفاضلة بين التوزيعات النقدية الحالية للشركة ومعدلات النمو المستقبلية، وهذا القرار مهم لأنه بالإضافة إلى بعض النقد الذي سيتم تحويله إلى الملاك، هناك احتمال تأثير على قيمة السهم، حيث تناولت العديد من النظريات هذا الجانب، ويمكن إبراز أهمها فيما يلي:

### المطلب الأول: أولى النظريات التي عالجت القضية

#### 1-نظرية الفائض للتوزيعات: <sup>1</sup> Residual Theory of Dividend

كانت نظرية الفائض من أوائل من ركزوا على هذا الموضوع، من خلال مقارنة الأرباح التي تحتجزها مؤسسة لإعادة الاستثمار مع الأرباح من عملية توزيع الاستثمار من قبل المستثمر، ولكن قد تكون المؤسسة هي المحدد الرئيسي، والسبب في ذلك هو ان القيمة النقدية المتاحة تتجاوز الفرص الاستثمارية المتاحة، توزع المؤسسات هنا نسبة عالية من الأرباح على المستثمرين حتى يعيدوا الاستثمار ولا يفوتوا الفرص الاستثمارية المتاحة، هذا الوضع هو ميزة في الصناعات الناضجة مع فرص قليلة للنمو ، ومثل هذه السياسة تجذب عمومًا المستثمرين الذين يميلون إلى المؤسسات ذات نسب توزيع الأرباح العالية.

ومع ذلك، من المرجح أن تحقق المؤسسة مستوى نقديًا صغيرًا مقارنة بفرص الاستثمار المتاحة، لذلك فإن الخيارات المتاحة هي عن طريق توزيع جزء صغير من الأرباح أو حجب جميع الأرباح مقابل عائد مرتفع بالإضافة إلى سعر أعلى للسهم باعتباره نتيجة للتوزيع المتأخر، أي السياسة هي الوجهة للمستثمرين الذين يعطون الأولوية لمكاسب رأس المال.

وفقًا لهذه النظرية، لا يعارض المستثمر بشكل عام الاحتفاظ بالأرباح إذا كان العائد المتوقع على إعادة الاستثمار أكبر مما يتطلبه، لذلك إذا كانت فرصة الاستثمار تقدم عائداً جذاباً للمؤسسة، فإنها تستخدم الأرباح المحتجزة لتمويلها، أما بالنسبة لتوزيع الفائض أو المتبقي من هذه الأرباح على المساهمين، فإذا لم يكن هناك فائض من هذه الأرباح، فلا يقومون بأي توزيع، مما يعني أن السياسة تستخدم لتوزيع فائض

<sup>1</sup>عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 04، 2019، 28.

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

الأرباح بعد تمويل استثماراتهم فهي بذلك إنما تتوقف بدرجة كبيرة على القرارات الإستثمارية للمؤسسة، وبالتالي فإن سياسة التوزيعات وفق هذه النظرية يمكن أن تعتمد على نقاط أساسية هي:<sup>1</sup>

-السعي لتحديد المستوى الأمثل لنفقات الاستثمار كما هو محدد بواسطة متوسط التكلفة المرجح لرأس المال وفرص الاستثمار المتاحة؛

-تحديد الهيكل المالي الأمثل لتغطية نفقات الاستثمار من خلال تحديد النسبة المثلى لصناديق الأسهم التي تتكون منها؛

-إنخفاض تكلفة الأرباح المحتجزة عن الأسهم، ما يزيد من إستخدامها في تغطية نسب التمويل الممتمك المكونة للهيكل المالي الأمثل.

بالنظر إلى التغييرات في فرص الاستثمار والأرباح التي يتم تحقيقها من عام إلى آخر، فإن هذا يؤدي بالضرورة إلى تغييرات في الأرباح الموزعة، ولأن المستثمرين يريدون الاستقرار في التوزيعات، يجب على المؤسسات، من أجل تحقيق ذلك، تقدير توزيعها على مدى السنوات الخمس المقبلة أو أكثر، ومن هذه البيانات يتم التعرف على نسبة التوزيع وقيمة التوزيع خلال تلك الفترة، ثم تحدد الجهة نسبة التوزيع المستهدفة.

لذلك، وفقاً لهذه النظريات، لا تتعلق قيمة السهم بقرار توزيع الأرباح، ولكن بقرارات الاستثمار التي تحقق الربحية، مما ينتج عنه زيادة في ثروة المالك ومستوى معين من النمو للشركة.

### 2 -نموذج والتر : Walter 's Model

يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور المهم الذي يلعبه معدل العائد الداخلي وتكاليف التمويل في سياسات التوزيعات التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية وهذا النموذج مبني على مجموعة من الافتراضات وهي:<sup>2</sup>

-تعتمد الشركة فقط على الأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتها؛

-ثبات معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) واستقرار تكاليف التمويل؛

-اعتماد سياسة توزيع أرباح واحدة إما بتوزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها؛

<sup>1</sup> عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 29.  
<sup>2</sup> زيرام وليد، اثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة: 2003-2011، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2012، ص74.

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

-استقرار مستويات الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة؛

وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الإفتراضات السابقة :

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{rs(R - D)/WACC}{WACC}$$

$$\rightarrow P = \frac{D + \left(\frac{rs}{WACC}\right)(R - D)}{WACC}$$

حيث:

**P** تمثل سعر السهم ؛

**D** توزيعات السهم؛

**WACC** تكلفة التمويل؛

**Ts** معدل التمويل الداخلي (معدل العائد المطلوب) ؛

**R** ربحية السهم؛

فالمعادلة تشير إلى أن سعر السهم السوقي يمثل القيمة الحالية لكل من قيم لانهائية من التوزيعات الثابتة  $\frac{D}{WACC}$  ، والقيم الحالية لقيم لانهائية من الأرباح الرأسمالية  $\frac{rs(R-D)/WACC}{WACC}$  ، إذ يظهر جليا من خلال المعادلة أثر التوزيعات أو الإحتجاز على القيمة السوقية للسهم.

بينما يوضح نموذج والتر علاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للأسهم، فإن بعض هذه الافتراضات قد لا تكون واقعية بالنظر إلى الافتراضات المذكورة أعلاه، لأن اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتها وحدها لا يمكن المؤسسة من زيادة قيمة ثروة المالك إلى الحد الأقصى، كما أنه دليل على عدم أمثلية كل من السياسة الإستثمارية للمؤسسة وتوزيعات الأرباح، أو إحداها.

من غير الواقعي افتراض معدلات ثابتة للعائد وتكاليف التمويل، حيث إن تكاليف التمويل ثابتة وبالتالي تم تجاهل المخاطر وتأثيرها على قيمة المؤسسة.

## المطلب الثاني: سياسات التوزيع في ظل التأكد التام

تقوم النظريات التي تعمل في ظل التأكد التام على مجموعة من الأسس والمتمثلة أساسا في توفر كل المعلومات للمؤسسة، هذا إلى جانب المعرفة المسبقة للمؤسسة لأرباحها وإستثماراتها دونما وجود أي أخطار.

وتتمثل أهم هذه النظريات في :

### 1 - وجهة نظر مدكلياني وميلر (M&M) : <sup>1</sup>

جاء مدكلياني وميلر من خلال مقالهما عام 1961م ليؤكدوا دعمهما للنهج القائل بعدم تأثر قيمة السهم بسياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة إما من خلال التوزيع أو الإحتجاز، وذلك من خلال نظريتهما المسماة :عدم ملائمة التوزيعات Dividend Relevance Theory

فقد أبرزوا على أنه بالإضافة إلى تأثير مخاطر الأعمال، يتم تحديد قيمة المؤسسة أيضا من خلال قدرة أصولها على تحقيق الربحية، وبالتالي فإن الدخل الناتج عن إدارة الأصول هو محدد لقيمة المؤسسة، على عكس طريقة التصرف هذه الأرباح عن طريق الاحتفاظ بها أو توزيعها، ولا تؤدي الأرباح إلى أي تغيير في قيمة المنشأة.

يعتمد مادكلياني وميلر في تحليلهما على مجموعة أساسية من الافتراضات، وهي:

-مراعاة عقلانية المستثمر ؛

-تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس مال كامل، والمستثمرون عقلانيون تماما، بالإضافة إلى أن جميع المعلومات متاحة مجانًا، ولا يمكن لمستثمر واحد التأثير على سعر السهم في السوق؛

-كما إفترضا عدم وجود ضرائب، أو أنها لا تختلف عنها في التوزيعات على الأرباح الرأسمالية؛

--تتبع المؤسسة سياسة استثمارية تنسم بالاستقرار؛

-يمكن للمستثمرين التنبؤ بالتوزيع المستقبلي وسعر الأسهم من عمل المؤسسة في ظروف التأكد التام ، وهناك تكلفة تمويل واحدة مناسبة لجميع المؤسسات في المستقبل ، دون مخاطر ؛

-المعلومات المتاحة حول مستقبل المؤسسة نفسها متاحة للمستثمرين والإدارة.

<sup>1</sup> - See: Merton H. Miller; Franco Modigliani - Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares - The Journal of Business, Vol. 34, No. 4. (Oct., 1961), pp. 411. <https://www.jstor.org/stable/2351143> visit le : 14-06-2022.

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

خلص كل من مدكلياني وميلر إلى أن قيمة الأسهم السوقية تعكس الأرباح المحققة من خلال العوائد التي يطلبها المستثمرون خلال الدورة ، وتتميز بالاستقرار ، بحيث في حال قررت مؤسسة إجراء توزيع ، فإن القيمة السوقية لها تنخفض بالقيمة نفسها للتوزيع المستلم ، إذا لم يتم التوزيع ، فهذا يعني أن ثروة المالك ستزداد بمقدار الأرباح المحتجزة ، وطالما أن المستثمرين لا يخضعون لسياسة توزيع الأرباح المعتمدة من قبل المؤسسة لأنها لا تفضل التوزيع الحالي للأرباح على مكاسب رأس المال المستقبلية ، لذلك يمكن للمؤسسة اختيار سياسة التوزيع التي تناسبها.

يفترض كل من مدكلياني وميلر أن العائد المطلوب للمستثمر مستقر على أساس أنه، نظرًا لتباينها، يبيع الأسهم ذات العائد المنخفض واقتناء الأسهم ذات العائد المرتفع، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم ذات العائد المنخفض بسبب زيادة العرض، ترتفع اسعار الأسهم ذات العائد المرتفع، وتستمر هذه العملية حتى يختفي الفرق بين العوائد، ويعتبر هذا التحليل نتيجة فرض مدكلياني وميلر بعدم وجود اختلاف لدرجة الخطر بين المؤسسات، وبالتالي فيكون بالإمكان قياس العائد وفق ما يلي:

$$K_e = [D + (P_1 - P_0)]/P$$

**Ke** العائد لجميع الأسهم؛

**D** التوزيعات؛

**P1،P0** سعر السهم في بداية الفترة ونهاية الفترة على التوالي.

فالعائد المطلوب إنما يتحدد في المعادلة من خلال التوزيعات التي تجريها المؤسسة على المساهمين، إضافة إلى العوائد الرأسمالية  $(P_1 - P_0)$  .

ولعل من أهم الافتراضات التي استند إليها نموذج مدكلياني وميلر احتمال إجراء توزيعات والحصول على الأموال اللازمة لتحقيق سياسة استثمارية مثالية، نتيجة الافتراضات حول استقرار القيمة المؤسسية قبل التوزيع وبعده، بالإضافة إلى الأرباح المحققة والمخاطر المحتملة ، ولتبرير فرض مادكلياني وميلر ، الذي يوضح أن قيمة السهم تنخفض فقط بمقدار الأرباح المستلمة ، مما يعني أن التغيير في سعر السهم يساوي تمامًا التوزيع الذي تقوم به المؤسسة ، والذي يدعم وجهة نظر M&M ، وهذا يعني أن التوزيع يؤثر على ثروة المالك ، وليس قيمة المؤسسة ، ولعل فان هورن (Van HORNE) أحد مؤيدي النتيجة التي توصل إليها كل من M&M ، وذلك من خلال إعتبار أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة إنما

## الفصل الثاني: الاطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عنها خلال الفترة والمتمثلة في التوزيعات، والممكن تمثيلها بالمعادلة كما يلي:<sup>1</sup>

$$P_o = (D_1 + P_1) / (1 + K_e)$$

وبأخذ المعطيات السابقة، وباعتبار أن المؤسسة تقوم في تمويلها على الأموال المملوكة فقط، وقررت إصدار أسهم عادية جديدة عددها  $n$ ، تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$NP_o = [ND_1 + (N + n) P_1 - Np_1] / (1 + K_e)$$

مما يعني أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي إلى القيمة الحالية لكل من التوزيعات التي يحصل عليها الملاك القدامى في نهاية الفترة  $ND_1$ ، والقيمة الحالية للأسهم القديمة في نهاية الفترة

$(N + n) P_1 - Np_1$ ، أما بالنسبة للأسهم الجديدة فقيمتها إنما تعمل على إحداث التوازن بين التمويل المتاح للمؤسسة والفرص الإستثمارية، مما يعني وفي ظل إعتداد المؤسسة في تمويلها على أرباحها المحققة وبيع الأسهم العادية، فإن قيمة الأسهم الجديدة تصبح كالآتي :

$$Np_1 = I - (B - ND_1)$$

$I$  قيمة الإستثمارات المقرر تمويلها؛

$B$  الأرباح المحققة خلال الفترة؛

وهو ما يعني أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة إنما تمثل القيمة الحالية للقيمة السوقية لكل من الأسهم القديمة والجديدة، بالإضافة إلى الأرباح المحققة خلال الفترة، مع خصم قيمة الاستثمارات التي تم تنفيذها ويمكن إبراز ذلك خلال المعادلة:

$$NP_o = \frac{(N + n) P_1 - I + B}{1 + K_e}$$

ويتضح جليا من خلال المعادلة غياب التوزيعات كأحد العوامل المؤثرة على قيمة السهم، ومن ثم القيمة الكلية للمؤسسة.

<sup>1</sup> - Jaque TUEILLE ET Patrique TOPSACALIANE- op cit - p 454.

## 2- وجهة نظر جوردن : Gordon Model

- يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج لشرح تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السوقية للسهم، كما أن اختلافه عن نموذج M&M أساسي لأنه يعتقد أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير كبير على القيمة السوقية للسهم وبنى جوردن نموذجها على مجموعة من الافتراضات<sup>1</sup>:
- تعتمد المؤسسة فقط على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها؛
  - استقرار معدل العائد المتوقع على الاستثمار المؤسسي؛
  - لا يخضع دخل المؤسسة ولا دخل المستثمر للضريبة ؛
  - معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل النمو؛
  - استقرار نسبة توزيع الأرباح.

كما ذكرنا سابقاً، يعتمد نموذج جوردن على حقيقة أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لعدد لا نهائي لتوزيعات، لذلك عندما يساوي العائد المطلوب على الاستثمار العائد المتوقع، تصبح المعادلة:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(K-EB \times K)} \Rightarrow P = \frac{r}{k}$$

وهنا في هذه الحالة قد تتلاقى وجهة نظر جوردن مع M&M ، فتكون سياسة التوزيع ذات أثر حيادي على قيمة السهم، مما يعني أن قيمة السهم في هذا الحالة إنما تخضع للتغيرات في قرارات الإستثمار لا لقرارات التمويل، وهذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل العائد المطلوب والمتوقع على الإستثمار.

أما في حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الإستثمار فيمكن تمييز عدة حالات، فحينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، وهذه الحالة عموماً تميز المؤسسات الهابطة إذ يكون إحتجاز الأرباح فيها غير مرغوب فيه تماماً من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصاً إستثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.

أما في الحالة التي يكون فيها معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، والتي عموماً تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة،

<sup>1</sup> زيرام وليد، مرجع سابق، ص67.

فيكون من صالح المستثمر والمؤسسة إحتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة إستثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في إحتجاز الأرباح قد تؤثر سلبا على القيمة السوقية للسهم وبالتبعية على المؤسسة.

ومن هنا يبرز الاختلاف في وجهات النظر بين جوردن وM&M، بشأن أثر سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم.

### المطلب الثالث: سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد

لقد تم التطرق إلى كل من دراسة M&M وجوردن في ظل التأكد التام، وذلك بتناول أهم النتائج التي تم التوصل إليها، ولكن الواقع غير ذلك وفيما يلي سيتم التطرق إلى سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد .

#### 1 -وجهة نظر مدكلياني وميلر<sup>1</sup>:

يصر مدكلياني وميلر على ما توصلوا إليه من نتائج وهذا حتى في ظل عدم التأكد، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم، وهذا بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه (Home-made Dividend Policy)، بغض النظر عن تلك التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقا لإحتياجاته من الدخل.

فعندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد عن حاجة المستثمر فإنه حتما سيتجه نحو إقتناء أسهم المؤسسة باستخدام هذا الفائض من الدخل، والعكس في حالة عدم تغطية هذه التوزيعات لإحتياجات المستثمر من السيولة، والذي يتجه بالضرورة إلى سد هذه الإحتياجات، ويكون هذا بالتنازل عن جزء من الأسهم التي يمتلكها لغيره، وكل هذا يبقى في ظل الإفتراضات السابقة كالمنافسة التامة، غياب كل من الضرائب وتكلفة المعاملات.

وبالتالي فالمستثمر يمكنه أن يكون لنفسه سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة إلى التقيد بتلك التي تنتهجها المؤسسة، ويتم له ذلك من خلال إمكانية شراء وبيع الأسهم التي يمتلكها، وبناء على ذلك فالمؤسسة يمكنها إختيار من سياسة التوزيعات التي تلائمها دون التقيد برغبات مستثمريها، وهذا نظرا لأن هذه السياسة لا تؤثر على قيمة الأسهم التي يمتلكها المستثمرون، فالأصل في الأثر إنما يكون نتيجة

## الفصل الثاني: الإطار النظري للأسهم و تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

تقديم خدمة خاصة لهذا المستثمر بحيث لا يكون قادر على الحصول عليها دون مساعدة من المؤسسة، وهذا ما لا يتوفر في سياسة التوزيعات<sup>1</sup>.

فمن خلال مناقشة مدكلياني وميلر لما سبق وما يعرف بتأثير العميل (Clientele Effect) ، فقد توصلا إلى أن المؤسسة عليها أن تنتهج سياسة توزيعات محددة بحيث تجذب المستثمرين الذين يفضلون هذه السياسة، بينما يتنازل المستثمرون الذين لا تروقهم هذه السياسة عن الأسهم التي بحوزتهم، وبالتالي فحتى في حالات عدم التأكد فإنه لا تأثر ثروة الملاك بالقرارات التمويلية وإنما بالقرارات الإستثمارية.

ولكن في واقع الأمر فإن الافتراضات التي بني عليها النموذج غير واقعية، وصعبة التحقق فتوفر سوق رأس مال تام إنما هو في واقع الأمر فرض نظري بحت، إضافة إلى باقي الجوانب الأخرى والتي سنوجزها فيما يلي<sup>2</sup>:

- إن فرض عدم وجود ضرائب بعيد كل البعد عن الواقع، فالضريبة إنما تفرض على التوزيعات والعوائد الرأسمالية للمستثمرين لكن وفق معدلات مختلفة؛

- كما أنه عادة ما ترتبط عملية إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم عادية) بتكاليف معاملات (عمولات السمسرة) تكون مكلفة خاصة بالنسبة للعمليات الصغيرة؛

- قد يميل المستثمرين إلى تنويع محافظهم المالية، مما يجعلهم يفضلون التوزيعات من أجل استثمارها في مؤسسات أخرى، الأمر الذي يدحض فرضية تساوي معدلي الخصم والعائد في ظروف التأكد، مما يرفع معدل الخصم لدى الشركات المفضلة للتمويل الداخلي (إحتجاز الأرباح)، الأمر الذي يجعل من قيمة أسهمها منخفضة عن المؤسسات التي تحري توزيعات.

- يضاف إلى ذلك أن سياسة التوزيعات في ظل ظروف عدم التأكد قد تكون بمثابة حل لمشكل عدم التأكد بالنسبة للمستثمرين، الأمر الذي يجعلهم يفضلون التوزيعات الحالية على إنتظار الأرباح الرأسمالية المستقبلية غير الأكيدة، هذا الأمر سينعكس على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تجري التوزيعات بالإيجاب، وفي هذا وجهة نظر مخالفة لما ذهب إليه كل من مدكلياني وميلر.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2003ص330.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية-التحليل المالي لمشروعات الاعمال-الدار الجامعية:مصر، 2005ص390.

## 2 - وجهة نظر غوردن ولنتر<sup>1</sup> The Bird in the hand

يعارض كل من جوردن ولنتر مدخل (MM) في حالة عدم التأكد، حيث يعتقدان بأثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، وهذا بعدما أثبت غوردن في مرحلة سابقة حيادية أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، في ظل ظروف التأكد التام.

وقد بنيت هذه النظرية على الإنتقادات الموجهة لمدخل (M&M) إذ أطلق عليها إسم نموذج عصفور في اليد والذي يعد أكثر تفسيراً للدور الذي تلعبه سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم في ظل ظروف عدم التأكد، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر.

ونظراً لكونه يتصف بدرجة عالية من الرشد، فإنه يكون دائم السعي ل تجنب هذه المخاطر، الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل التوزيعات المتوقعة على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهذا راجع لنظرة المساهمين إلى التوزيعات المتوقعة على أنها أقل خطورة وأكثر تأكيداً من الأرباح الرأسمالية.

فباعتبار التوزيعات تخفض من حالة عدم التأكد، هذا الأمر يدفع بالمستثمرين إلى خصم المكاسب المستقبلية للمؤسسة وفق معدل خصم منخفض مقارنة بما يكون عليه في حالة الأرباح الرأسمالية والتي تتصف بدرجة مرتفعة من عدم التأكد.

هذا الأمر سيؤدي حتماً إلى ارتفاع في قيمة السهم، ولكن عند إمتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات فإنها بذلك إنما تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالإنخفاض، ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي:

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{التوزيعات المتوقعة} / \text{سعر السهم السوقي}) + \text{معدل النمو}$$

فبذلك فإنه بزيادة درجة عدم التأكد فإن المستثمر يطلب معدل عائد أعلى وهذا من أجل تحسب المخاطر، لذا يمكن القول إن معدل العائد يتناسب طردياً مع الأرباح المحتجزة، وبذلك يمكن إيجاد قيمة السهم وفق المعادلة الآتية:

<sup>1</sup> عبد النور بوزيد، جامعة المنار، تونس د. محمد عييلة، جامعة الجزائر 3، نظريات عدم حياد سياسة توزيع أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة، مجلة إيكوفين-ECOFINE- جامعة طاهري محمد بشار، ص36.

$$P = \frac{D1}{(1 + K1)} + \frac{D2}{(1 + K2)^2} + \dots + \frac{D^n}{(1 + K)^n} = \sum_{n=1}^n \frac{D^n}{(1 + K^n)^n}$$

وهذا في حال سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة)، بالإضافة إلى أن معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه ( $K^n > \dots > K2 > K1$ ).

فإذا ما قامت المؤسسة بإنتهاج سياسة توزيعات تقضي بإحتجاز نسبة معينة من الأرباح، وتوزيع الباقي فيكون من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو معين يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك في حال إعادة إستثمارها، مما يعني أن التوزيعات في العام الثالث ستكون:

$$D2 = D(1+g) \Rightarrow D3 = D(1+g)^2$$

ومنه وبخصم تيار التوزيعات بمعدلات خصم  $K1$  من أجل تحديد قيمة السهم ، تصبح معادلة سعر السهم كما يلي :

$$P = \frac{D}{(1 + K1)} + \frac{D(1 + g)}{(1 + K2)} + \dots + \frac{D(1 + g)^{n-1}}{(1 + Kn)^n}$$

فمن خلال ما سبق يتضح أن متوسط معدل الخصم في حالة إحتجاز جزء من الأرباح سيكون أعلى منه في حالة توزيع كل الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قيمة السهم وهو الأمر الذي توصل إليه جوردن ولتنر، وهو دور سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم.

## خلاصة الفصل:

تمثل سياسة التوزيعات أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية ينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز هذه التوزيعات واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟ والواقع أن قيام الشركة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يترتب عليه انخفاض فرص النمو، ومن ثم انخفاض سعر السهم.

ومن هنا يأتي اهتمام المدير المالي بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة والتي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للملاك وفي هذا الفصل تناولنا دراسة الأسهم وأنواعها وكذا نماذج تقييمها والعلاقة بين قرار التوزيعات وسعر السهم بحيث تطرقنا إلى أهم النظريات التي تناولت طبيعة هذه العلاقة من خلال استعراض النظريات التي ترى أن سياسة التوزيعات ليس لها علاقة بالقيمة السوقية للمؤسسة، وكذا النظريات التي ترى أن سياسة التوزيعات تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.

ولقد اتضح من التحليل السابق للنظريات التي تناولت سياسة التوزيعات وأثرها على سعر السهم أن كل نظرية توصلت إلى نتائج مختلفة مع بعضها البعض حيث تتفق نظرية الفائض ضمنيا مع نموذج مدكلياني وميلر في أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وهما بذلك يختلفان عن نموذج جوردن الذي يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر بسياسة التوزيعات التي تتبعها.

وعلى العموم فإن الاعتراف بخضوع دخل المستثمر للضريبة، وكذا الإعراف بالتفاوت في معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح المحتجزة، يضع نموذج مدكلياني وميلر في موقف صعب، ويصبح من العسير تجاهل تأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم، يضاف إلى ذلك أن وجود بعض الاعتبارات التي يفرضها الواقع العملي، وأيضا بعض الجوانب الأخرى لسياسة التوزيعات.

تعددت سياسات توزيع الأرباح من الناحية العلمية ولكننا نرى أنه ينبغي على الإدارة أن تختار السياسة التي تؤدي إلى تحقيق هدف مزدوج وهو تحقيق الإستقرار في أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت ضمان حد ادني من العائد المستقر في شكل توزيعات نقدية سنوية مما ينعكس في الأجل الطويل على القيمة السوقية للسهم وبهذا الفصل نكون قد استكملنا الفصلين النظريين الخاصين ببحثنا، والذي سنكملة بجانب تطبيقي في الفصل الموالي والذي نعتد فيه على الدراسة التطبيقية لبورصة عمان للأوراق المالية لسنة 2020.

## الفصل الثالث:

أثر سياسة توزيع الأرباح على  
سعر السهم للمؤسسات  
المدرجة في سوق عمان

### تمهيد:

بعد التطرق الى الجانب النظري وذلك من خلال إلقاء نظرة على الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على سعر الاسهم، سنحاول في هذا الفصل دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر الأسهم المدرجة في البورصة عن طريق اختيار عينة من المؤسسات المدرجة بسوق عمان المالي، وذلك من خلال تطبيق نموذج الانحدار الخطى المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير المتغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج لذلك سنتناول في هذا الفصل مبحثين أساسيين هما :

المبحث الأول: تقديم سوق عمان للأوراق المالية

المبحث الثاني: تقدير نموذج أثر توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية

### المبحث الأول: تقديم سوق عمان للأوراق المالية

يعد سوق عمان المالي أحد أكبر الأسواق في العالم العربي، والذي ينمو بشكل كبير تم تأسيس بورصة عمان كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، ولها أهلية التصرف في أموالها وحق التقاضي بما يساعدها على تسيير أعمالها لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، وذلك طبقاً للقوانين، والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق؛ ومن خلال هذا المبحث سوف يتم التعريف بسوق عمان المالي، من حيث نشأتها وعرض لتطورها والتعريف بهيكلها التنظيمي والتطرق إلى التعريف ببورصة عمان وكذا اقسامها والأدوات المتداولة فيها.

### المطلب الأول: تطور سوق عمان للأوراق المالية

#### أولاً: نشأة سوق عمان المالي

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951، كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. نتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب.<sup>1</sup>

وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي

<sup>1</sup> - المملكة الأردنية الهاشمية، الموقع الرسمي للحكومة الإلكترونية، تاريخ الاطلاع: 2022-06-05. الموقع: <https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman+Stock+Exchange?current=true&nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity>

خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation (IFC) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة ، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتليبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 ، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (AFM) Amman Financial Market وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/3/1977، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978<sup>1</sup>

ولقد حددت أهداف السوق بمقتضى قانون سوق عمان المالي. الذي يقتضي تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية وحماية صغار المدخرين. بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. وقد أوكل للسوق في ذلك الوقت القيام بالأعمال التالية:<sup>2</sup>

- دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال.

- دور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

### ثانياً: التطور التاريخي لسوق عمان المالي

لقد مر سوق المال في الأردن بعدة مراحل امتدت منذ ثلاثينيات القرن الماضي، الذي شهد إنشاء بعض الشركات المساهمة العامة، لحين إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية سنة 1976 التي اضطلعت بدور السوق المنظمة للأوراق المالية. لذا سوف نتناول التطور التاريخي لسوق المال في الأردن في الفترات الزمنية التالية:<sup>3</sup>

1- المرجع نفسه.

2- نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني: دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012، ص 29.

3- عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 – 2013. مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 120-122.

### 1-الفترة من 1930-1960:

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن، والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي. فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينيات، حيث تم إنشاء البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة ثم شركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء والأردنية عام 1938 ثم شركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951. وعلى الرغم من هذه الأحداث واكتتاب الجمهور باسم هذه الشركات إلا أن الملاحظ في تلك المرحلة غياب قانون لتنظيم عمل الشركات وتداول أسهمها. الأمر الذي أدى إلى عشوائية التداول وظهور سوق غير منظمة تمثل بإنشاء مكاتب غير متخصصة بتداول الأسهم. لذلك اتسمت هذه المرحلة بمحدودية الفرص الاستثمارية وضعف انتشارها.

### 2-الفترة من 1960-1976:

توجت هذه الفترة بأول إصداريه لإسناد القرض وذلك عام 1961. وشهد تطورا ملحوظا بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن وللمدة 1962-1967. فقد تضمنت هذه الفترة طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية، وإصدار قانون الشركات عام 1962، وفي عام 1966 تم وضع وإصدار قانون الدين العام والذي هدف إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وفي عام 1969 تم إصدار أدونات الخزينة لسد العجز بين إيرادات الحكومة ونفقاتها. وقد شهدت المدة 1961-1969 وضع خطة ثلاثية هدفها الرئيس هو زيادة الادخار الخاص في المملكة، وجذب المدخرات الأجنبية إلى الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، كما شهدت هذه الفترة انتشار بعض الشركات المالية.

### 3-الفترة من 1976-1990:

شهدت هذه المرحلة حدثا ماليا مهما تمثل بإصدار القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والقاضي بإنشاء ما يعرف في حينه بسوق عمان المالي والذي باشر أعماله في الأول من ديسمبر 1978 وبعدهد شركات وصل إلى 66 شركة مساهمة. وبإشراف لجنة تشكلت بقرار من مجلس الوزراء مهمة اللجنة إدارة السوق وتنظيم إصدار الأوراق المالية وتداولها بما يضمن سلامة وسهولة وسرعة

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

المتاجرة بأسهم الشركات المساهمة العاملة في الاقتصاد الأردني. هذا بجانب حماية صغار المستثمرين وضمان حقوقهم من الغش والتلاعب. وبعد عام 1980 شهدت البيئة الاستثمارية والمالية في الأردن جملة أحداث أهمها:

- خلق السوق الموازية وارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985،
- اندماج العديد من الشركات في مختلف القطاعات بهدف زيادة حجمها وقوتها الاقتصادية،
- التوسع في إصدار إسناد القرض للشركات العامة وتوسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية،
- البدء في تداول أدونات الخزينة عام 1988.

### الفترة ما بعد 1990:

نظرا لتوسع الاقتصاد الأردني وزيادة حجم التداول في سوق عمان المالي نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق والتي بلغت أكثر من 200 شركة. تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شامل لسوق رأس المال لتعزيز نمو القطاع الخاص وتنويع قاعدة الاقتصاد الوطني. وسعيا إلى الارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. وأهم حدث ضمن سياسة الإصلاح هذه هو صدور قانون الشركات سنة 1997 وقانون الأوراق المالية المؤقت لسنة 1997. إذ بموجب هذا التعديل تم إنشاء ثلاث مؤسسات مالية لإدارة سوق رأس المال وهي: هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان للأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية. كما شهدت هذه المرحلة تشريعات تخص الإفصاح والشفافية وإلزام الشركات بهذه التشريعات لضمان حقوق المتعاملين في السوق. بجانب السماح للاستثمار الأجنبي غير المباشر بدخول بورصة عمان للأوراق المالية لضمان فاعلية البورصة وتوفير السيولة المناسبة للسوق. كما أعدت هيئة الأوراق المالية التشريعات المناسبة لربط السوق بالأسواق الخليجية، لا سيما سوق أبو ظبي. لضمان الإدراج المزدوج للأوراق المالية والسماح للمستثمر الأردني بدخول هذه الأسواق بعد أنتم إدخال التداول الإلكتروني في منتصف عام 2000. ونظرا للنشاط المتزايد لتداول الأوراق المالية في بورصة عمان تم تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني (NSC V9000) في عام 2008، وذلك لزيادة القدرة الاستيعابية لنظام التداول

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

الإلكتروني، ولزيادة القدرة الرقابية لمؤسسات السوق على عمليات التداول بالورق المالية بما يكفل تعزيز الشفافية في السوق.

كما شهدت هذه الفترة إعداد مشروع تأسيس المركز المالي الوطني الأردني، ليضم كل من بورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية، ومكاتب الوسطاء، وقاعة للجمهور، ومكاتب للبنوك، بالإضافة إلى معهد متخصص للخدمات ذات الصلة بسوق رأس المال. هذا بالإضافة إلى تحديث البنية التقنية للبورصة وتطبيق التداول عبر الانترنت واحتساب أرقام قياسية جديدة واستحداث أدوات مالية جديدة.

### ثالثاً: إعادة هيكلة السوق المالي

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة للسوق المالي تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك من خلال إصدار وتعديل قانون الأوراق المالية لسنة 1997 وسنة 2002. حيث تمثلت أهم أهداف هذا الإصلاح في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق عمان المالي، واستخدام أنظمة التداول والتسوية، والمقاصة الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار، وتقوية الرقابة على السوق المالي وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية، وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي؛ وعلى هذا الأساس تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات لتحل محل سوق عمان المالي هي:<sup>1</sup>

#### 1- هيئة الأوراق المالية:

هي عبارة عن مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.

#### 2 - مركز إيداع الأوراق المالية:

<sup>1</sup> - ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2013، ص 93.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

يعتبر أهم مؤسسات سوق عمان المالي الذي يوكل إليه التعاون مع بورصة عمان لإحداث نقلة نوعية على مستوى عالي لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض تكلفة الأسعار ورفع كفاءة تسوية أثمان الأوراق المالية.

### 3 - سوق الأوراق المالية (بورصة عمان):

وهي مؤسسة خاصة مستقلة ماليا وإداريا، تأسست في 11 مارس 1999، تتفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامي في الأردن، لا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقتني أو تمتلك أوراق مالية، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية.

**المطلب الثاني: تعريف بورصة عمان للأوراق المالية، هيكلها التنظيمي واقسامها**

#### أولا: تعريف بورصة عمان للأوراق المالية

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة. وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان للأوراق المالية. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة<sup>1</sup>.

ونظرا لسعي بورصة عمان الدائم لإتباع أفضل وأعلى المعايير الدولية ولرغبتها المستمرة بأن تكون مثالا يحتذى به للشركات الأردنية، وفي ضوء تحول بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة، وتسجيلها لدى كل من دائرة مراقبة الشركات وهيئة الأوراق المالية، فإنه قد أصبح على البورصة الالتزام بقانون الشركات وقانون الأوراق المالية ودليل قواعد حوكمة الشركات

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 2022/06/05، المواقع:

<https://www.exchange.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/mn-nhn>

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

---

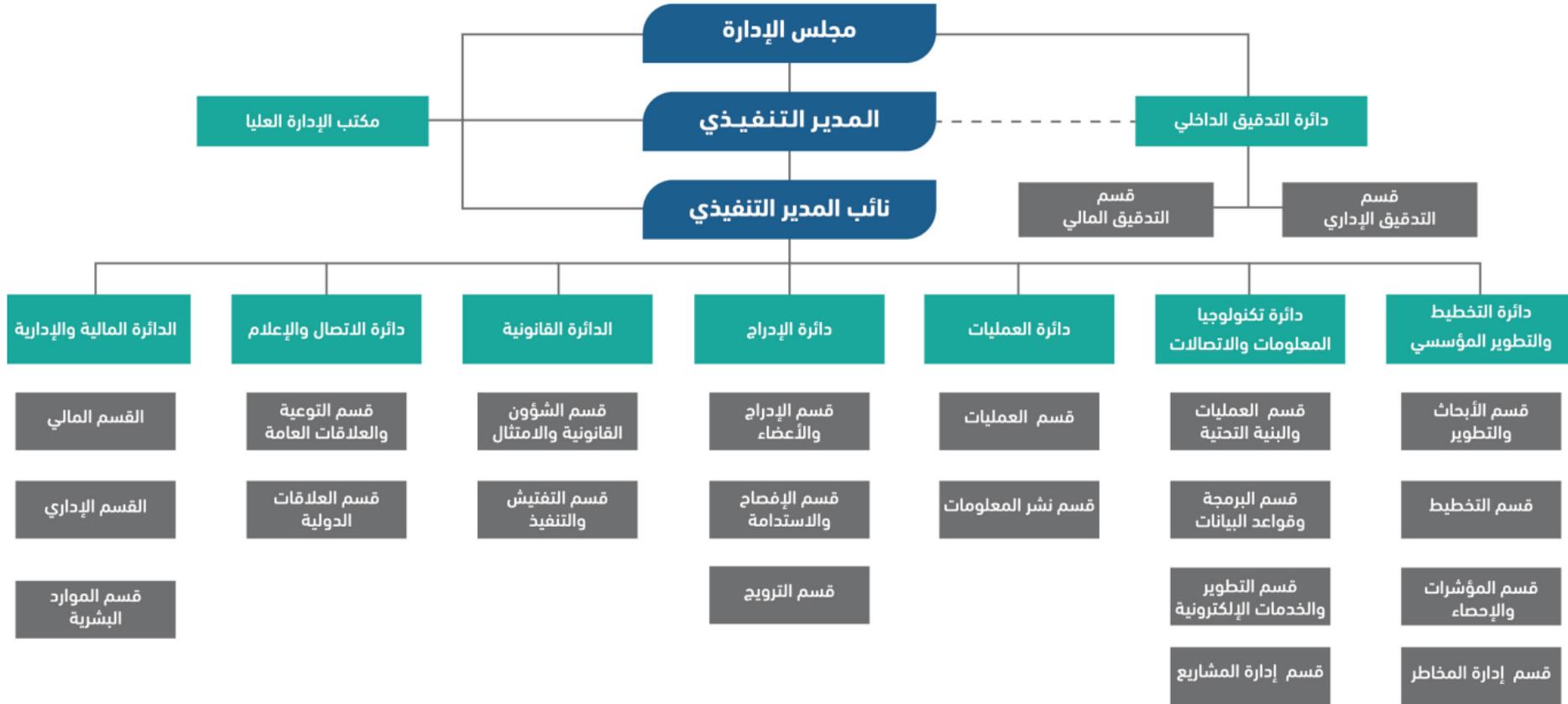
الأردنية الصادر عن دائرة مراقبة الشركات، وتعليمات إفصاح الشركات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية.<sup>1</sup>

أما فيما يتعلق بالهيكل التنظيمي لبورصة عمان، نعرضه في الشكل رقم (1).

---

1- بورصة عمان، التقرير السنوي 2020. ص 15.

شكل رقم (1): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المرجع: بورصة عمان، التقرير السنوي 2020، ص 18.

يوضح لنا الشكل رقم (1) الهيكل التنظيمي لبورصة عمان. وفيما يلي بعض المعلومات حوله:<sup>1</sup>

#### أ- نشاط الشركة الرئيس:

ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وذلك من خلال موقعها الكائن في عرجان بالقرب من وزارة الداخلية.

#### ب- مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة:

حدد النظام الأساسي لشركة بورصة عمان العديد من المهام والمسؤوليات لمجلس الإدارة، ومن أهمها وضع الاستراتيجيات والسياسات والخطط والإجراءات التي من شأنها تحقيق مصلحة الشركة وأهدافها وتعظيم حقوق مساهميها وخدمة المجتمع المحلي. كما أنه من مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة بموجب قانون الشركات أن يعد خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية للشركة الحسابات والبيانات المتعلقة بالشركة مثل: الميزانية السنوية العامة للشركة، والتقرير السنوي لمجلس الإدارة عن أعمال الشركة خلال السنة الماضية وتوقعاتها لعرضها على الهيئة العامة.

#### ج- لجان مجلس الإدارة:

شكل مجلس الإدارة عددا من اللجان حسب حاجة الشركة والتشريعات ذات العلاقة وتشمل:

- لجنة التدقيق: ومن مهامها مناقشة الأمور المتعلقة بترشيح مدقق الحسابات الخارجي، ومتابعة مدى تقيد الشركة بقانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه ودراسة وتقييم إجراءات الرقابة الداخلية والاطلاع على تقييم المدقق الخارجي لهذه الإجراءات.
- لجنة الحوكمة: ومهمتها إعداد تقرير الحوكمة وتقديمه لمجلس الإدارة، ووضع إجراءات عمل خطية لتطبيق أحكام تعليمات الحوكمة ومراجعتها وتقييم مدى تطبيقها بشكل سنوي، والتأكد من

1- المرجع نفسه، ص 15.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

التزام البورصة بأحكام تعليمات الحوكمة، ودراسة ملاحظات الهيئة بخصوص تطبيق الحوكمة في البورصة ومتابعة ما تم بشأنها.

- لجنة إدارة المخاطر: ومهمتها وضع السياسة العامة لقياس وتقييم المخاطر التي تواجه البورصة والإشراف على تطوير استراتيجيات لإدارتها وتخفيض آثارها السلبية في حال حدوثها.

- لجنة الترشيحات والمكافآت: تحديد احتياجات الشركة من الكفاءات على مستوى الإدارة التنفيذية والموظفين وأسس اختيارهم، ووضع سياسة للإحلال والتعاقب الوظيفي والسياسة الخاصة بالموارد البشرية ومراقبة تطبيقها ومراجعتها بشكل سنوي، وإجراء تقييم سنوي لأداء مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنه.

### ثانياً: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية

تهدف بورصة عمان بشكل رئيس إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها. توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل. نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة<sup>1</sup>. وذلك من خلال:<sup>2</sup>

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف.
- توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة.
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
- فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون والتعليمات الصادرة بمقتضاه.
- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها.

1- الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 2022/06/05، المواقع: [https://www.exchange.jo/ar/nbdht-n-](https://www.exchange.jo/ar/nbdht-n-albrst/mn-nhn/alrwy-walrsalt-walahdaf)

2- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات: دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008-2013، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 170.

- توفير بيئة سليمة وصحيحة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل.
- حماية المتعاملين في سوق رأس المال بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.
- وضع المعايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائه بمبادئ التداول العادل والسليم.
- النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

### ثالثاً-اقسام بورصة عمان للأوراق المالية:<sup>1</sup>

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال سوقين أساسيين:

#### 1-السوق الأولي:

وهو السوق الذي يتم من خلاله بيع الأوراق المالية الجديدة للشركات حديثة التأسيس لأول مرة، ويسمى أيضا بسوق الإصدارات (أي البيع الأولي من قبل المصدر إلى المستثمرين) والهدف الأساسي من التداول في هذا السوق، الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع أو زيادة رأسمال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس أو توسيع المشاريع القائمة حالياً .

#### 2-السوق الثانوي:

هو السوق الذي يتم من خلاله تداول الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولي وفقا لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، ويندرج ضمنه السوق النظامي (أي البورصة والتي تضم سوق أول وسوق ثاني) والسوق الثالث وسوق السندات وسوق التحويلات المستتناة من التداول في القاعة .

#### 1-السوق النظامي (البورصة) :

يقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة بها، تحدها لجنة إدارة السوق، ويمتاز هذا السوق بأن له مكان محدد.

#### ب-السوق الموازي (الثالث) :

<sup>1</sup>ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008/2011، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2013، ص96-97.

وهو أحد أشكال السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بالأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج معينة، وقد بدأ العمل به بتاريخ 1982/2/24 ويفتح هذا السوق المجال أمام الشركات الجديدة التي لا زالت الشروط غير متوفرة فيها لإدراجها في السوق النظامي للتداول بأسهمها وذلك لتوفير السيولة اللازمة، وبالتالي فإن هذا السوق يعد سوقاً تمهيدياً أو سوق انتظار للدخول في السوق النظامي (البورصة)، بالإضافة إلى أن شروط هذا السوق تكون أكثر مرونة وأقل تشدداً من شروط الإدراج في البورصة؛ كما يشتمل هذا السوق على تداول الأوراق المالية للشركات التي تم إلغاء إدراجها في السوق النظامي، بسبب انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون 24% من رأس المال المدفوع .

### ج- سوق السندات:

السندات المتداولة في بورصة عمان هي سندات التنمية، سندات الخزينة، بالإضافة إلى أسناد قرض الشركات والمؤسسات العامة، ويتراوح تاريخ استحقاق هذه السندات من ثلاثة أشهر إلى عشر سنوات ويعتبر سوق السندات ضيق في الأردن .

### د- سوق التحويلات المستثناة من التداول في القاعة

تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات الغير المدرجة، وتتم التعاملات عادة من خلال الدائرة القانونية، وغالبا ما تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات أو التعاملات داخل القاعة .

## المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية وشروط ومتطلبات الإدراج في البورصة

### 1- الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية:

بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في مادته الثالثة، يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة في أسهم الشركات، وأدوات الدين العام، وسندات الشركات والمؤسسات

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

العامّة، العقود الآتية والأجلة، إضافة إلى عقود خيار الشراء وخيار البيع، حيث يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء هذه الأدوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان، والتي يتم طيلة أيام الأسبوع ما عدا يومي الجمعة والسبت<sup>1</sup>.

### أ: الأسهم العادية<sup>2</sup>

يعتبر الاستثمار أحد الأنشطة الرئيسية في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يتوفر فيه السوق المالي منظم يعمل ضمن التشريعات والقوانين، ويعتبر الأردن من الدول الناشئة القليلة التي يتوفر بها سوق مال منظم، وبالتالي يلقى إقبال العديد من المستثمرين الأردنيين أصحاب الفوائض المالية، ويعود ذلك إلى سهولة دخول المستثمر السوق المالي، وأيضاً للحماية المتوفرة له من خلال مجموعة التشريعات والقوانين، ومن هنا نجد أن الأسواق المالية لها أهمية كبيرة أعداد المعلومات المالية والمتمثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة المدرجة في هيئة الأوراق المالية، حيث تقوم هذه التقارير بتوفير المعلومات الأساسية التي يستطيع من خلالها المستثمر تحديد أسعار الأسهم على أساس صحيح.

- وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع (04) سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاماً تسلسلية، أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها الشركة بملكية الثاني لهذه الأسهم وتشمل على البيانات التالية:

- الاسم الكامل للشركة وموقعها الرئيسي.

- نوع المساهمة وعدد الأسهم وأسماء المساهمين.

- تسلسل ملكية السهم.

وقد تكون في شكل فئات (فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم أو العشرة وهكذا....) ويكون الاكتتاب على هذه الأسهم من خلال الشركات المالية والبنوك على ألا يقل عدد الأسهم المكتتب بها عن خمسة

<sup>1</sup>المادة 3 من القانون المؤقت للأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، [https://www.atwanlaw.com/library/arabic/88\\_8.pdf](https://www.atwanlaw.com/library/arabic/88_8.pdf)  
<sup>2</sup>دلاع هند، فنور مريم، دور الاسواق المالية في تمويل المؤسسات السياحية دراسة مقارنة لبورصتي مصر و عمان خلال الفترة -2012-2017، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميلة، 2019، ص46.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

(05) وألا يزيد عدد المكتتبين عن شخص واحد في الطلب الواحد وتستمر مدة الاكتتاب عشرين (20) يوماً على الأقل ولا تزيد عن تسعين (90) يوماً وإذا لم يبلغ الاكتتاب ثلثي رأس المال يقوم المؤسسين بإحدى الأمرين:

- العودة على تأسيس وإعادة المبالغ لأصحابها وتحمل كافة الأعباء المترتبة على ذلك.

- استكمال الاكتتاب، بما لا يقل عن ثلثي رأس مال من قبل المؤسسين.

وبعد اكتتاب ما نسبته (50%) من رأس المال تكون الأسهم قابلة للتداول في السوق الثانوي، ولا يجوز الشركة المساهمة العامة شراء أسهمها لحسابها الخاص، إلا بموجب تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة لأسهمها والصادرة سنة (2001) والتي تم العمل فيها اعتباراً من اليوم الأول من جانفي 2002 م، ويعد كل تداول للأسهم غير قانوني في أي من الحالات التالية:

- إذا كان السهم مؤشراً عليه بالرهن أو بالحجز أو قيد آخر.

- إذا لم يكن موجود شهادة للأسهم.

- إذا لم يمض على تأسيس الشركة أكثر من سنتين.

إذا كان هناك حظر قانوني على التداول في بعض الأسهم ويستثني من خلال الانتقال للورثة أو بين الأصول والفروع أو المؤسسين أنفسهم مع ضرورة وضع إشارة الخطر إن كانت موجودة على متن الشهادة وكذلك في سجلات الشركة.

وعند زيادة رأس المال لشركة قائمة فانه يغطي من الاحتياطي الاختياري أو من الأرباح المدورة أو من خلال الاكتتاب العام على ألا يجوز للمساهمين القدامى القيام بتغطية ما يزيد عن (50%) في السنة، وقد يكون ذلك بعلاوة إصدار تحدد من قبيل لجنة الإصدارات وتسجل على حساب احتياطي علاوة الإصدار ولا يجوز توزيعها على المساهمين.

### ب: إسناد القرض<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات (دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008-2013)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة- 2015، ص 184 و185.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وتصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس (05) سنوات وتتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقاً لشروط الإصدار، وتنقسم هذه الإسناد إلى الآتي:

**أولاً-الإسناد الاسمية:** وتكون باسم المالك وتنتقل الملكية حسب قانون السوق وتوثق في سجلات الشركات.

**ثانياً-الإسناد لحاملها:** وتكون الحقوق المترتبة عليها للشخص الذي يحوز عليها وتنتقل ملكيتها من شخص إلى آخر بالاستلام والتسليم مباشرة.

وتكون القيمة الاسمية للإسناد في كل إصدار ثابتة لكنها بفئات مختلفة وذلك لغايات تسهيل عملية التداول، وقد تباع بقيمتها الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم ولكن في الحالات جميعها يكون التسديد بتاريخ الاستحقاق بالقيمة الاسمية وعليه فان السند يتضمن البيانات التالية:

- اسم وشعار وتاريخ تسجيل الشركة.
- قيمة ونوع ورقم السند بالإضافة لمدته وسعر الفائدة.
- أي شروط أخرى بما لا يتعارض مع نشرة الإصدار.
- وقد تكون بالدينار الأردني أو بالعملة الأجنبية وتقوم بتسويقها الشركات المالية وحسب الشروط التي يتضمنها الاتفاق عليها ويجوز قيام إحداها بتغطية الإصدار، هذا ولا بد من توفر الشروط التالية في الشركة التي ترغب بالإصدار.
- تنسيب مجلس الإدارة أو موافقة الهيئة العامة.
- أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل.
- ألا يزيد الإصدار عن رأس المال الشركة.
- ألا تكون الإسناد بكامل قيمتها مضمونة برهن له الأولوية على موجودات الشركة.
- موافقة لجنة الإصدارات.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

كما أن الشركة الراغبة في الإصدار تقوم بإعداد نشرة إصدار، مع الإشارة إلى أن هذا النوع من الأوراق المالية بدأ التعامل به في عام 1979 أي بعد مضي عام على إنشاء سوق عمان المالي، حيث كان الإصدار لصالح شركة الاسمنت الأردنية بمبلغ 5 مليون دينار وبفائدة سنوية تقدر بحوالي (8.5%) مع إمكانية الاستثمار فيها من قبل البنوك<sup>1</sup>.

### ج: سندات المقارضة<sup>2</sup>

أداة من أدوات التمويل وفقا لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفا وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر، ولكونها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح فان إصدارها يتم بإحدى الطريقتين التاليتين:

- أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته وبطلق عليها حين ذاك سندات المقارضة المشاركة.

- أن تصدر لهدف معين أي لتمويل استثمار محدد ويتم استردادها من خلال الدخل المتوقع عنه بالإضافة للمشاركة في الربح، وفي كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها ضريبة الدخل، وكذلك الحال بالنسبة لأصل القرض.

وهناك عدة شروط ينبغي توفرها في الشركات الراغبة في إصدار مثل هذه السندات، وهي كالآتي:

- أن يكون المشروع أو الاستثمار له جدوى اقتصادية.

- أن يكون المشروع أو الاستثمار مستقلا عن المشاريع الأخرى .

- أن يمول المشروع أو الاستثمار شخصية مستقلة عن بنية المشاريع من حيث السجلات والتقارير المالية.

<sup>1</sup> حليلة عطية، مرجع سابق، ص185.

<sup>2</sup> دلاع هند، فنور مريم، مرجع سابق، ص48.

أما لجنة الإصدار التي تقوم بإصدار مثل هذه المستندات فهي تكون من التالي:

- وكيل وزارة المالية.
- وكيل وزارة الصناعة.
- وكيل وزارة الأوقاف.
- مدير السوق المالي.
- عضويين من القطاع الخاص.

ويتم عرض نشرة الإصدار على مجلس الوزراء للموافقة عليها بعد تعبئتها بكافة البيانات والمعلومات المطلوبة.

#### د: أدوات الدين العام<sup>1</sup>

وهي عبارة عن أدونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزينة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استثناء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد الفائدة مع المستحقة، أما سندات الخزينة فهي سندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة وبالتالي فان شروط إصدارها تقرر من قبل مجلس الوزراء ولا يجوز بأي حال من الأحوال بعد إعلانها تغييرها أو تعديلها وفي نفس الوقت لا يجوز أن تزيد في أي وقت من الأوقات عن (25 %) من معدل الواردات المحلية المحصلة، في السنوات الثلاثة الأخيرة، أو إجمالي المبلغ المتداول أيهما أكثر، وألا يزيد إجماليها عن مقدار النفقات الرأسمالية السنوية المقدرة في الميزانية وعن (20 %) من النفقات الفعلية للعام المنصرم وألا يزيد الحد الأقصى لتاريخ الاستحقاق عن خمسة عشرة (15) سنة.

الاكتتاب فيها مسموح لغير المقيمين في الداخل، وذلك وفقا للأحكام قانون مراقبة العملات الأجنبية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، وقد طرح هذا النوع من السندات لأول مرة سنة

<sup>1</sup> حليلة عطية، مرجع سابق، ص186.

1969 وقد لاقى هذا الإصدار إقبالا كبيرا في البنوك وشركات المالية الأمر الذي شجع الحكومة على طرحها مره أخرى وكان ذلك سنة 1971 وقد كان لها نفس الإقبال الذي لاقاه الإصدار الأول بل تعداه إلى الجمهور العادي وذلك نتيجة لسهولة تحويلها إلى نقد في أي وقت واعفائها من ضريبة الدخل وامتداد لهذا النجاح المحقق، في كلا الإصدارين اتجهت الحكومة ممثلة بالبنك المركزي نحو تشجيع المؤسسات والشركات العامة على إصدار مثل هذه السندات بكفالتها، وقد بدأ التداول فيها في سوق عمان المالي ابتداء من سنة 1979.<sup>1</sup>

## 2- شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان:<sup>2</sup>

### المادة (3):

أ- على الشركة المنشأة في المملكة وكل مصدر عام فيها أن يتقدم بطلب لإدراج أوراقه المالية المصدرة في البورصة باستثناء الشركات التي تخضع لإجراءات تخفيض رأس المال أو الاندماج أو إعادة هيكلة رأس المال حيث يتوجب عليها التقدم بطلب لإدراج أوراقها المالية في البورصة حال استكمال هذه الاجراءات لدى جميع الجهات المختصة.

ب- على الجهة المصدرة تقديم طلب الإدراج لكامل الأوراق المالية المكتتب بها مرفقاً به جميع الوثائق والمستندات المطلوبة وفقاً للنموذج المعد لهذه الغاية.

ج- للبورصة الحق في عدم الموافقة على طلب ادراج أي ورقة مالية إذا كانت لديها أسباب مبررة تذكر في قرار الرفض، وللمصدر الذي تقدم بطلب الإدراج الاعتراض لدى مجلس الإدارة خلال مدة لا تتجاوز عشرة أيام عمل من تاريخ تبليغه بقرار البورصة، وعلى مجلس الإدارة اصدار قراره بالرد على الاعتراض خلال مدة لا تتجاوز ثلاثين يوم عمل من تاريخ تسلم البورصة الاعتراض.

<sup>1</sup> حليلة عطية، مرجع سابق، ص186.

<sup>2</sup> المواد (3) (4) (5) (6) (7) (8) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، صادرة بالاستناد لأحكام المادة (69) من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 ولأحكام المادة (8) من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان المساهمة العامة المحدودة والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 181/2018 تاريخ 31/5/2018، والمعدلة بموجب قرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (185/2019) تاريخ 7/7/2019، ورقم (262/2019) تاريخ 16/10/2019، ورقم (153/2021) تاريخ 3/8/2021. ورقم (72/2022) تاريخ 21/03/2022، عبر الموقع الإلكتروني:

14:03 2022/06/17 <https://www.exchange.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-almalyt-lsnt-2018>

د- إذا تقدمت الشركة بطلب الإدراج في البورصة مع ابداء عدم رغبتها في التداول والاسباب المبررة لذلك فعلى البورصة وسنداً لأحكام المادة (69/ب) من القانون رفع هذا الطلب لمجلس المفوضين لاتخاذ القرار المناسب بخصوصه.

#### المادة (4):

أ- على الشركة التي تتقدم بطلب لإدراج أسهمها في البورصة تزويد البورصة بالبيانات والمعلومات التالية على شكل نسخة ورقية وأخرى إلكترونية:

1- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي:

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية الممارسة فعلياً، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة (إن وجدت).

- وصفاً للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها.

- تقييم مجلس إدارة الشركة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة والمرحلة التي وصلتها والإنجازات التي حققتها، ومقارنتها مع الخطة الموضوعية.

- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.

- الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة مراجعة من شركة تدقيق حسابات، بحيث تتضمن قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية المتوقعة.<sup>(3)</sup>

- أسماء الأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة.

- أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم في مجالس إدارات الشركات الأخرى.

2- عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار (إن وجدت).

3- التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية والذي يتضمن تقرير مجلس إدارة الشركة والبيانات المالية المدققة وتقرير مدقق حساباتها.

4- تقرير الحوكمة لآخر سنة مالية والمعد وفقاً لمتطلبات الهيئة (إن وجد).

5- البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدقق حسابات الشركة والتي تغطي الفترة من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج (إن وجدت).

6- تقرير المدقق الخارجي لحسابات الشركة والمتعلق بأحدث بيانات مالية على أن لا يتضمن شكوكاً حول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها أو رأياً مخالفاً أو امتناعاً عن ابداء الرأي.

7- تقرير يبين الأسهم الحرة في الشركة وتفاصيل احتسابها كما هي بنهاية السنة المالية التي تسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج.

8- أي معلومات أخرى تراها البورصة ضرورية لاتخاذ قرار الإدراج.

ب- تشمل البيانات المالية لأغراض هذه التعليمات ما يلي :

1- تقرير مدقق الحسابات.

2- قائمة المركز المالي.

3- قائمة الدخل الشامل.

4- قائمة التدفقات النقدية.

5- قائمة التغيرات في حقوق الملكية.

6- الإيضاحات حول هذه البيانات.

المادة (5):

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

أ- تدرج أسهم الشركة التي توافق البورصة على إدراج أسهمها في السوق الثاني بعد تحقيقها شروط الإدراج فيه .

ب- يشترط لإدراج أسهم الشركة في السوق الثاني ما يلي:

1- تسجيل هذه الأسهم لدى الهيئة والمركز .

2- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها.

3- توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج أسهمها .

4- إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطاً تشغيلياً.

5- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (50%) من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية.

6- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (5%) من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.

**المادة (6):**

على الشركة المصدرة التي توافق البورصة على إدراج أوراقها المالية الإعلان عن البيانات المالية السنوية المدققة والمرحلية المراجعة، وملخص عن تقرير مجلس إدارة الشركة المقدم لغايات الإدراج في صحيفتين يوميتين محليتين مرة واحدة على الأقل، على أن تقوم الشركة بهذا الإعلان قبل ثلاثة أيام عمل على الأقل من تاريخ ادراج الأوراق المالية للشركة.

**المادة (7):**

تدرج أسهم الشركة المساهمة الخاصة في البورصة بناء على طلبها وتطبق أحكام هذه التعليمات عليها مع مراعاة الطبيعة الخاصة لأسهم هذا النوع من الشركات من حيث نوع الأسهم وفئاتها.

**المادة (8):**

على الرغم مما ورد في الفقرة (أ) من المادة (5) من هذه التعليمات، لمجلس الإدارة إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الناتجة عن عمليات التخاصية والشركات المساهمة العامة الناتجة عن تحول شركات ذات مسؤولية محدودة أو توصية بالأسهم أو مساهمة خاصة والشركات المساهمة العامة غير الأردنية في السوق الأول وذلك بالرغم من عدم تحقيقها لشروط ومتطلبات الإدراج في هذا السوق شريطة تزويد البورصة بالبيانات والمعلومات التي تطلبها، وتسري أحكام المادتين (10 و11) من هذه التعليمات على الشركات المذكورة بعد مضي سنة مالية كاملة على إدراجها في البورصة.

### 3-التزامات الشركات المدرجة:<sup>1</sup>

#### المادة (9):

أ-تلتزم الشركة المدرجة بتزويد البورصة بالتقارير والبيانات والمعلومات المشار إليها أدناه على شكل نسخة ورقية وأخرى إلكترونية:

1. التقرير السنوي للشركة والذي يتضمن تقرير مجلس إدارتها وبياناتها المالية المدققة وتقرير مدقق حساباتها وذلك خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء سنتها المالية.
2. تقرير الحوكمة لآخر سنة مالية والمعد وفقاً لمتطلبات الهيئة.
3. تقرير ربع سنوي مقارنة مع نفس الفترة من السنة المالية السابقة يتضمن البيانات المالية للشركة مراجعة من قبل مدقق حساباتها وذلك خلال شهر من تاريخ انتهاء الربع المعني.
4. تقرير الاستدامة السنوي والمعد وفقاً لمتطلبات البورصة.
5. المعلومات والقرارات الصادرة عنها والتي قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية المصدرة من قبلها فور حدوثها أو اتخاذها.

<sup>1</sup>المادة(9) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، صادرة بالاستناد لأحكام المادة (69) من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 ولأحكام المادة (8) من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان المساهمة العامة المحدودة والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 181/2018 تاريخ 31/5/2018، والمعدلة بموجب قرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (185/2019) تاريخ 7/7/2019، ورقم (262/2019) تاريخ 16/10/2019، ورقم (153/2021) تاريخ 3/8/2021. ورقم (72/2022) تاريخ 21/03/2022، عبر الموقع الإلكتروني: <https://www.exchange.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat>.14:32 2022/06/17 adraj-alawraq-almalyt-lsnt-2018

6. جدول أعمال اجتماعات هيئتها العامة وذلك قبل أسبوع من التاريخ المحدد لعقد هذه الاجتماعات.
  7. القرارات الصادرة عن الهيئة العامة للشركة وذلك قبل بدء جلسة تداول يوم العمل التالي لتاريخ عقد الاجتماع.
  8. تقرير يبين الأسهم الحرة في الشركة وتفاصيل احتسابها وتقرير يبين عدد مساهمي الشركة كما هي في نهاية سنتها المالية وذلك عند تزويد البورصة بالتقرير السنوي للشركة.
  9. أسماء أعضاء اللجان المحددة في تعليمات حوكمة الشركات المساهمة الصادرة عن الهيئة.
  10. أي معلومات أو بيانات تراها البورصة ضرورية.
- ب- تلتزم الشركة المدرجة بتوفير موقع الكتروني لها يتضمن أهم البيانات والمعلومات الخاصة بالشركة.
- ج- تلتزم الشركة المدرجة في البورصة بالمتابعة والتنسيق مع مراقب عام الشركات وأي جهة مختصة أخرى لتبليغ البورصة بقرارات التصفية الاختيارية والتصفية الاجبارية وتخفيض رأس المال والاندماج واعادة هيكلة رأس المال.

المبحث الثاني: تقدير نموذج أثر توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية

لقد أكدت العديد من النظريات الاقتصادية على وجود دور إيجابي لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للشركات المدرجة في البورصة. كذلك فإن الدراسات السابقة والتي اعتمدت على طرق قياسية وإحصائية مختلفة وعلى متغيرات مختلفة في محاولة منها لتقدير هذه العلاقة أكدت على هذا الدور الإيجابي. من هذا المنطلق سنحاول من خلال دراستنا هذه البحث في هذا الدور من خلال بناء نموذج لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان.

المطلب الأول: تعيين النموذج

سنقوم في هذه الدراسة بإعداد نموذج لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان وهذا خلال سنة 2020.

أولاً: تحديد النموذج

انطلاقاً من النظرية الاقتصادية حول الظاهرة محل الدراسة، والدراسات السابقة التي تناولت موضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في البورصة. فإننا نختار نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان وهذا خلال سنة 2020، والذي يأخذ الصيغة الجبرية التالية:

$$Y = a + bX_1 + cX_2 + e$$

بحيث:

**Y** : تمثل المتغير التابع، وهو متوسط سعر السهم السوقي للشركة المدرجة بالدينار الأردني للسنة المالية 2020.

**X1** : تمثل المتغير المفسر الأول المعتمد لقياس سياسة توزيع الأرباح وهو الأرباح الموزعة للسهم الواحد. ويمثل مقدار التوزيعات النقدية التي يتحصل عليها حامل كل سهم. ويتم حساب قيمة هذا المؤشر عن طريق النسبة بين إجمالي الأرباح الموزعة على مجموع الأسهم المكتتب فيها.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

**X2** : تمثل المتغير المفسر الثاني المعتمد لقياس سياسة توزيع الأرباح وهو نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة. وهي تمثل نصيب السهم من القيمة التي تحتجزها المؤسسة من الأرباح التي يتم حسابها من خلال طرح الأرباح المحققة من الأرباح الموزعة. ويتم حساب قيمة هذا المؤشر عن طريق النسبة بين الأرباح الموزعة على مجموع الأسهم المكتتب فيها.

**e**: الحد العشوائي.

### ثانيا: العينة وفترة الدراسة

لغرض تقدير معالم النموذج المقترح لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في البورصة. تم الاعتماد على عمان للأوراق المالية كمكان للدراسة التطبيقية، واختيار سنة 2020 كمجال زمني لها، وذلك لتوفر البيانات التي تهمننا. ويتكون مجتمع الدراسة في كل الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لسنة 2020 التي بلغ عددها 185 شركة.

وبعد إقصاء الشركات التي لا تتوفر على البيانات المالية لسنة 2020. تم اختيار عينة عشوائية قدرها 77 شركة من مختلف القطاعات الاقتصادية التي تنشط في بورصة عمان للأوراق المالية. (أنظر الملحق رقم 1).

وفيما يتعلق بمصادر بيانات المستخدمة في الدراسة فتم أخذها كاملة من الموقع الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية.

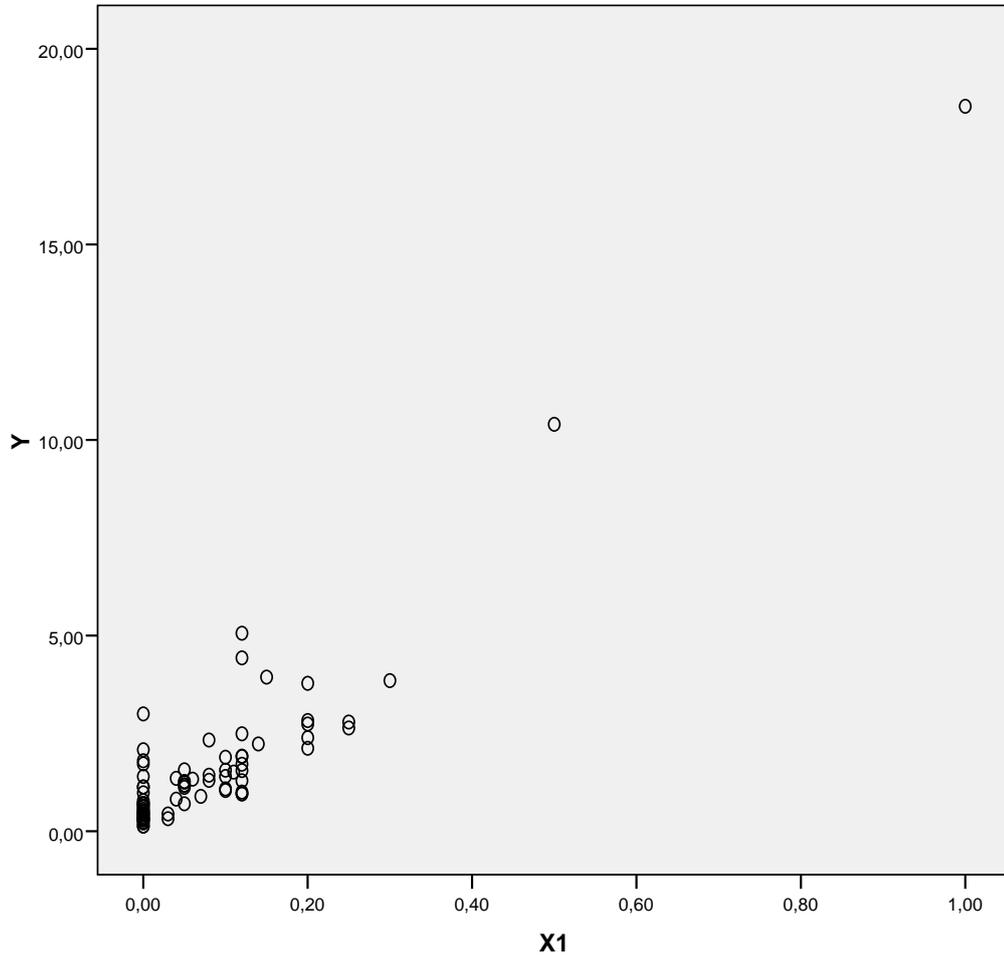
### ثالثا: دراسة انتشار البيانات

حيث أن الشكل المختار هو الخطي لتمثيل النموذج، فإنه يمكننا أخذ فكرة أولية حول الخطية بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع فيما يلي:

أ- علاقة متوسط سعر السهم السوقي بالأرباح الموزعة للسهم الواحد

لغرض إجراء كل التقديرات الحسابية، فإننا نستخدم برمجية SPSS. ونعرض في الشكل رقم (2) شكل الانتشار بين متوسط سعر السهم السوقي والأرباح الموزعة للسهم الواحد.

شكل رقم (2): شكل الانتشار بين متوسط سعر السهم السوقي والأرباح الموزعة للسهم الواحد



المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

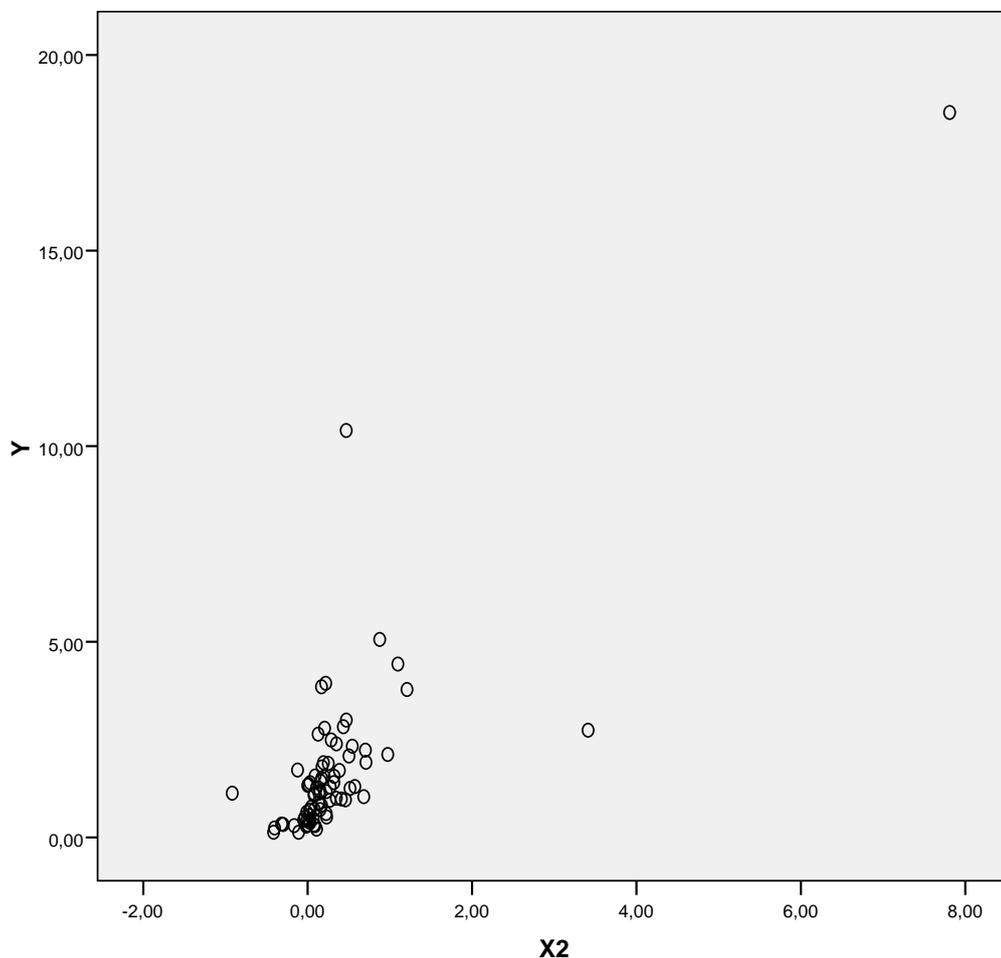
نلاحظ من خلال الشكل رقم (2) أن انتشار البيانات هو بشكل تصاعدي وخطي.

أ- علاقة متوسط سعر السهم السوقي بنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة

ونعرض في الشكل رقم (3) شكل الانتشار بين متوسط سعر السهم السوقي ونصيب السهم

الواحد من الأرباح المحتجزة

شكل رقم (3): شكل الانتشار بين متوسط سعر السهم السوقي والأرباح المحتجزة للسهم الواحد



المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3) أن انتشار البيانات هو بشكل تصاعدي وخطي.

#### المطلب الثاني: تقدير النموذج

سنقوم في هذه المرحلة بتقدير النموذج المقترح لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر

السهم المدرج في بورصة عمان. وذلك بعد عرض وصفي لمختلف المتغيرات الداخلة في النموذج.

أولا: عرض وصفي لمتغيرات الدراسة

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

نعرض في الجدول رقم (1) مختلف الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي هي المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أعلى قيمة وأدنى قيمة.

جدول رقم (1): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Y	77	,13	18,53	1,7165	2,43560
X1	77	,00	1,00	,0829	,13809
X2	77	-,92	7,81	,3354	,99281
Valid N (listwise)	77				

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

نلاحظ من خلال الجدول رقم (1) أن أعلى قيمة لسعر السهم المدرج في بورصة عمان للأوراق المالية Y قد بلغ 18.53 دينار أردني، وبالعودة للمحلق رقم 1 نلاحظ أن هذا السعر كان لشركة البوتاس العربية. أما أدنى سعر للسهم المدرج فقد بلغت 0.13 دينار وذلك لشركة أمواج العقارية. أما المتوسط الحسابي لسعر أسهم العينة فقد بلغ 1.7165 دينار بانحراف معياري قدره 2.4356. والملاحظ هنا هو التشتت الكبير بين سعر الأسهم المدرجة في بورصة عمان عن وسطها الحسابي. وهذا دليل على اختلاف ملحوظ في سعر أسهم هذه الشركات. والملاحظ هنا هو أن القيمة الاسمية لجميع أسهم الشركات المدرجة هو 1 دينار أردني. وبالتالي فالمستثمر فرد كان أو شركة يمكنه أن يفاضل بين هذه الأسهم من خلال أدائها في البورصة استنادا إلى سعر السهم.

وبالنسبة للمتغير المستقل الأول الذي هو الأرباح الموزعة للسهم الواحد X1 فقد جاء متوسطه الحسابي بمقدار 0.0829 دينار بانحراف معياري قدره 0.1380. مع تسجيل أدنى قيمة له بمقدار 0. أي لم يتم توزيع أي ربح على الأسهم خلال السنة المالية وهي الحالة التي نجدها في 32 شركة في العينة. أما أعلى قيمة للأرباح الموزعة للسهم الواحد فقد بلغت 1 دينار والتي كانت من نصيب حملة أسهم شركة البوتاس العربية.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

وفيما يتعلق بالمتغير الثاني والمتمثل في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة X2، فقد سجل متوسط حسابي قدره 0.3354 دينار بانحراف معياري قدره 0.9982. أما أدنى قيمة له فقد قدرت بـ -0.92، والتي سجلتها شركة الاتحاد للاستثمارات المالية. والملاحظ هنا أيضا أن هناك 13 شركة كانت أرباحها المحتجزة سالبة ضمن العينة. أما أعلى قيمة لهذا المتغير فقد قدرت بـ 7.81.

### ثانيا: دراسة معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

نعرض في الجدول رقم (2) معامل الارتباط الخطي البسيط لسبيرمان بين متغيرات الدراسة.

### جدول رقم (2): معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

#### Correlations

		Y	X1	X2
Y	Pearson Correlation	1	,927(**)	,817(**)
	Sig. (2-tailed)		,000	,000
	N	77	77	77
X1	Pearson Correlation	,927(**)	1	,805(**)
	Sig. (2-tailed)	,000		,000
	N	77	77	77
X2	Pearson Correlation	,817(**)	,805(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	
	N	77	77	77

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

توضح النتائج الواردة في الجدول رقم (2) معاملات الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة. ونلاحظ وجود علاقة ارتباط قوي وطردى وموجب ومعنوي عند مستوى معنوية قدره 5% بين متغيري الدراسة المستقلين والمتغير التابع. حيث بلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل الأول وهو الأرباح الموزعة للسهم الواحد والمتغير التابع قيمة 0.927. وهذا دلالة على قوة العلاقة الارتباطية بين هذين المتغيرين. وهو الأمر الذي ينطبق على المتغير الثاني وهو نصيب السهم من الأرباح المحتجزة التي قدر معامل الارتباط فيها بـ 0.817.

ثالثا: تقدير وتقييم معاملات النموذج

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

بعد عرض وصفي لبيانات متغيرات الدراسة، نقوم في هذه المرحلة بتقدير نموذج أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان لسنة 2000. وحيث أن المعادلة المختارة لتمثيل هذه العلاقة هي دالة انحدار خطي متعدد، فإننا نعتمد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS لعملية التقدير التي نعرض نتائجها في الجدول رقم (3).

جدول رقم (3): نتائج تقدير نموذج أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان لسنة 2020

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,934 <sup>a</sup>	,873	,870	,87893

a. Predictors: (Constant), X2, X1

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	393,677	2	196,839	254,803	,000 <sup>a</sup>
	Residual	57,166	74	,773		
	Total	450,843	76			

a. Predictors: (Constant), X2, X1

b. Dependent Variable: Y

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,433	,120		3,619	,001
	X1	13,503	1,231	,766	10,966	,000
	X2	,491	,171	,200	2,870	,005

a. Dependent Variable: Y

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

تظهر لنا نتائج تقدير النموذج المعروضة في الجدول رقم (3)، أن معاملات المتغيرات المستقلة المعتمدة لتفسير التغير في متوسط سعر سهم الشركات المدرجة في بورصة عمان المالية جاءت موجبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره 5%. وفيما يلي تفصيل لنتائج عملية التقدير:

- بالنسبة للمعلمة الثابتة  $a$ : قدرت قيمتها بـ 0.433 وهي معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره 5%، وذلك ما يتضح من خلال مستوى معنوية المعلمة المقدره المساوية لـ 0.001 والتي هي أقل من الدرجة لمستوى معنوية الاختبار وهي 0.05.

- بالنسبة لمعلمة المتغير المفسر الأول  $X_1$ : قدرت قيمتها بـ 13.503 وهي معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره 5%، وذلك ما يتضح من خلال مستوى معنوية المعلمة المقدره المساوية لـ 0.000 والتي هي أقل من الدرجة لمستوى معنوية الاختبار وهي 0.05.

- بالنسبة لمعلمة المتغير المفسر الثاني  $X_2$ : قدرت قيمتها بـ 0.491 وهي معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره 5%، وذلك ما يتضح من خلال مستوى معنوية المعلمة المقدره المساوية لـ 0.005 والتي هي أقل من الدرجة لمستوى معنوية الاختبار وهي 0.05.

وفيما يتعلق باختبار معنوية النموذج، فإن اختبار معامل التحديد يؤكد قبول هذا النموذج، حيث أن قيمة معامل التحديد تقدر بـ 0.873. وهذا ما يدل على أن المتغيرات المفسرة المعتمدة في هذا النموذج قد تمكنت من تفسير 87.3% من التغيرات في المتغير التابع الذي هو سعر السهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لسنة 2020. أما الباقي 12.7% فيعود للخطأ العشوائي.

أما المعنوية الكلية للنموذج، والتي يمكن اختبارها من خلال اختبار فيشر، فقد جاءت مقبولة حيث أن قيمة فيشر قدرت بـ 254.803 وهي معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره 5%، وذلك ما يتضح من خلال مستوى معنوية الاختبار المقدر بـ 0.000 والتي هي أقل من الدرجة لمستوى معنوية الاختبار وهي 0.05. هذا الاختبار يدل على سلامة الشكل الرياضي المختار لتمثيل النموذج وهو الشكل الخطي.

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي

---

نتائج عملية التقدير تؤكد لنا أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دورا موجبا في تحديد سعر الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. حيث أن زيادة الأرباح الموزعة للسهم الواحد بمقدار 0.1 دينار سوف يؤدي إلى زيادة في سعر السهم بمقدار 1.3503 دينار. أما زيادة نصيب الفرد من الأرباح المحتجزة بمقدار 0.1 دينار فإنه يزيد سعر السهم بمقدار 0.0491 دينار.

### خلاصة الفصل:

تم التطرق في الفصل الثالث الى تقديم سوق عمان المالي, حيث قمنا بعرض تقديمي عام عن سوق عمان المالي وهيكله التنظيمي, الشركات المدرجة فيه وكذا الادوات المتداولة فيه فسوق ديب المالي هو عبارة عن شركة مساهمة عامة تأسست في العاصمة الأردنية عمان بموجب القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والقاضي بإنشاء ما يعرف في حينه بسوق عمان المالي والذي باشر أعماله في الأول من ديسمبر 1978 المالي (AFM) Amman Financial Market وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/3/1977، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978 ويعد شركات وصل إلى 66 شركة مساهمة لتصل سنة 2020 الى 185 شركة مساهمة ونظرا للأهمية هذا السوق, قمنا بدراسة عينة من الشركات المدرجة فيه, حيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد باستخدام برنامج SPSS من أجل اختبار فرضيات الدراسة, والتي تم التوصل فيها إلى أنه يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم, وذلك من خلال تأثير كل من التوزيعات النقدية والارباح المحتجزة للسهم الواحد على سعر السهم السوقي, أي أنه لنصيب السهم من توزيعات النقدية تأثير على القيمة السوقية للسهم, مما يعين أن المستثمرون في سوق عمان المالي يهتمون بربحية السهم الواحد أي أنهم يفضلون الاحتفاظ توزيع أرباحهم, يمكن إرجاع ذلك الى أن المؤسسات الاقتصادية قيد الدراسة تقوم بالتوزيعات بشكل مرتفع تشهد ارتفاعا في أسعار أسهمها و نفس الامر بالنسبة للأرباح المحتجزة(المدورة) ولكن بنسبة ارتفاع أقل.

الخاتمة العامة

## الخاتمة:

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح وتأثيره على سعر السهم المدرج بسوق عمان المالي على اعتبار أن قرار توزيع الأرباح يعتبر من بين أهم القرارات الاستراتيجية المؤثرة على قيمة المؤسسة وذلك باختيار عينة مكونة من 77 مؤسسة مدرجة بسوق عمان المالي لسنة 2020 في محاولة للإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث والمتمثلة في:

-هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السوقي لأسهم مؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020؟

حيث قمنا بمعالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول باستخدام المناهج المذكورة سابقاً، كما تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على برنامج SPSS للتعبير عن متغيرات الدراسة تم أخذ متغير نصيب السهم من توزيعات النقدية ومتغير نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة كمتغيرات مستقلة للتعبير عن سياسة توزيع الأرباح فيما تم أخذ متغير سعر السهم السوقي كمتغير تابع للتعبير عن قيمة السهم السوقية للمؤسسة وبهذا تم التوصل إلى نتائج البحث واختبار فرضياته وإعطاء توصيات وأفاق الدراسة.

## نتائج اختبار فرضيات الدراسة

**الفرضية الأولى:** "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات النقدية على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020."

أكدت الدراسة على قبول هذه الفرضية وهذا ما تم اثباته من خلال النموذج المعتمد في القسم التطبيقي من الفصل الثالث. حيث تم إثبات وجود علاقة أثر موجب ومعنوي للتوزيعات النقدية على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020.

**الفرضية الثانية:** "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020."

أكدت الدراسة على قبول هذه الفرضية وهذا ما تم اثباته كذلك من خلال النموذج المعتمد في الفصل الثالث. حيث تم إثبات وجود علاقة أثر موجب ومعنوي للأرباح المحتجزة على سعر الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2020.

## نتائج الدراسة:

تمثلت أهم النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذه الدراسة في:

- سياسة توزيع الأرباح في تقدير النسب الواجب دفعها إلى المستثمرين على شكل أرباح موزعة، وكذا نسبة الأرباح الواجب احتجازها في المؤسسة على شكل أرباح محتجزة بغية استغلالها وإعادة استثمارها في تمويل مشاريعها المستقبلية ومختلف عمليات النمو المسطرة من قبلها، كما تحدد هذه السياسة كذلك شكل التوزيعات المقرر إجراؤها إما على شكل نقدي أو تجزئة الأسهم... إلخ
- إن هدف أي مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وهذا راجع لأهمية القيمة لدى أي مؤسسة .
- أظهرت الدراسة عن وجود دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وسعر السهم، وهو ما يدل على أن هذا المتغير يفسر المتغير التابع، ويمكن ان يرجع السبب الى قوة التوزيعات النقدية التي تقوم بها المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي، حيث تتفق هذه النتيجة مع نظرية وبهذا نقبل الفرضية الأولى ونكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الأولى.
- كما أظهرت نتائج الدراسة في حدود العينة المختارة، انه تم التوصل أيضا إلى أن نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة يؤثر على قيمة السهم السوقية للمؤسسة المدرجة بسوق عمان المالي ولكن بنسبة اقل من التوزيعات النقدية، ويرجع ذلك إلى أن المستثمر في هذا السوق يهتم بالتوزيعات النقدية أكثر من اهتمامه بالفوائد الرأسمالية وبهذا نقبل الفرضية الثانية، ونكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثانية.
- وجود تأثير للتوزيعات النقدية للأرباح المحتجزة على سعر السهم (قيمة المؤسسة) أي أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة.
- كما توصلت الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة للسهم هي أكثر المتغيرات تأثيرا على قيمة السهم من خلال دراسة العينة المختارة خلال فترة الدراسة، مما يعين أن المستثمرون في هذا السوق يهتمون بالتوزيعات النقدية بالدرجة الأولى كما لا يمانعون الاحتفاظ بأرباحهم في المؤسسة على شكل أرباح محتجزة ولكن بدرجة اقل من التوزيعات النقدية.

# قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الرسائل والأطروحات:

أحمد بن محمد "الخليل الاسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراة، دار ابن الجوزي، الطبعة الثانية -السعودية-2006.

ايمان يونس، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة محمد بن يحيى -جيجل-2015.

الجوزي غنية، "أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها" - دراسة حالة مجمع صيدال -مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية مؤسسات، جامعة جزائر3, 2012.

حليمة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات (دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008-2013)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة- 2015.

دلاع هند، فنور مريم، دور الاسواق المالية في تمويل المؤسسات السياحية دراسة مقارنة لبورصتي مصر وعمان خلال الفترة -2012-2017، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف-ميلة.

زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة:2003-2011، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2012.

سامر حمدي الكحموت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة - 2014.

عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 الى 2013، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية -تخصص: الأسواق المالية والبورصات، 2014.

عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي للمؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير جامعة منتوري-قسنطينة، 2012.

مطلس وردة، قادري زينب، تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية 2015-2019، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية (ل.م.د) تخصص " اقتصاد نقدي وبنكي" ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميلة، 2019.

معاذ محمد شقير أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية) رسالة ماجستير أعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم الإدارية - اختصاص مالية ومصارف المعهد العالي لإدارة الأعمال سوريا 2018/2019.

نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني: دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012.

#### الملتقيات:

الكور، عز الدين، "أثر السيولة على كفاءة الأداء والتكلفة: دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية الأردنية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، طرابلس، ليبيا، (2010).

#### دوريات والمجلات:

احمد سامح، امين الكوري، اهم نماذج التقويم الأساسي المستخدمة في تقويم الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية المصري، جامعة قناة السويس-كلية التجارة الإسماعيلية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق العدد الثالث، 2017.

براني مختارية، حسيني إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 41، العدد: 03، السنة: 2020.

جميلة قارش، ضوابط الربح وعوامل استحقاقه في الاقتصاد الإسلامي وعلاقتها بالمخاطرة، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 26-2012.

حسين، هاشم حسن. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر، 2008.

د. عبد النور بوزيد، جامعة المنار، تونس د. محمد عبيلة، جامعة الجزائر 3، نظريات عدم حياد سياسة توزيع أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة، مجلة إيكوفين-ECOFINE- جامعة طاهري محمد بشار.

د.نور ابوالرب د.مفيد الظاهر مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات-العدد الثامن-تشرين الأول 2006.

د/عبد الرحمان مرعي، نائلة زكريا، أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (35) العدد (5) 2013.

رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011 - 2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية - عدد 02 /جوان 2016، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.

عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 04، 2019.

عبد القادر، بريس، (2013)، " محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 10، الجزائر.

مداحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة آكلي محند أولحاج -البويرة- 2017 .

مليكة حفيظ شبايكي، وعلى باكرية، مساهمة حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية (9)، (2009).

نضال عمر زلوم، اسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على قرار الاستثمار في ضوء جودة التقارير المالية، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد واحد، الأردن، 2015.

هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 82، 2008.

هشام طلعت عبد الحكيم م.م انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) (دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون / 2010.

ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2011، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2013.

يزن رأفت عبد الخليل، أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية، قدمت هذه الرسالة استكمال للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن -2018.

#### التقارير:

بورصة عمان، التقرير السنوي 2020.

#### القوانين:

المادة 3 من القانون المؤقت للأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002،

[https://www.atwanlaw.com/library/arabic/88\\_8.pdf](https://www.atwanlaw.com/library/arabic/88_8.pdf)

المادة(9) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، صادرة بالاستناد لأحكام المادة (69) من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 ولأحكام المادة (8) من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان المساهمة العامة المحدودة والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 181 / 2018 تاريخ 31/5/2018، والمعدلة بموجب قرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (185/2019) تاريخ 7/7/2019، ورقم (262/2019) تاريخ 16/10/2019، ورقم (153/2021)

تاريخ 3/8/2021. ورقم (72/2022) تاريخ 21/03/2022، عبر الموقع الإلكتروني:

<https://www.exchange.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq->

[2022/06/17 almalyt-lsnt-2018](https://www.exchange.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-).14:32

المواد(3) (4) (5) (6) (7) (8) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، صادرة بالاستناد لأحكام المادة (69) من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 ولأحكام

المادة (8) من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان المساهمة العامة المحدودة والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 181 / 2018 تاريخ 31/5/2018، والمعدلة بموجب قرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (185/2019) تاريخ 7/7/2019، ورقم (262/2019) تاريخ 16/10/2019، ورقم (153/2021) تاريخ 3/8/2021. ورقم (72/2022) تاريخ 21/03/2022، عبر الموقع الإلكتروني:

<https://www.exchange.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq->

[14:03 2022/06/17 almalyt-lsnt-2018](https://www.exchange.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-)

#### المواقع:

المملكة الأردنية الهاشمية، الموقع الرسمي للحكومية الإلكترونية، تاريخ الاطلاع: 05-06-2022.

#### الموقع:

<https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman+Stock+Exchange?current=true&nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity>

الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 05/06/2022، المواقع:

<https://www.exchange.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/mn-nhn>

الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 05/06/2022، المواقع:

<https://www.exchange.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/alrwytwalrsaltwalahdaf>

#### المراجع باللغة الأجنبية:

See: Merton H. Miller; Franco Modigliani – Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares – The Journal of Business, Vol. 34, No. 4. (Oct., 1961),

<https://www.jstor.org/stable/2351143> visité le : 14-06-2022.

Jaque TUEILLE ET Patrique TOPSACALIANE– op cit –.

Damodaran, a, (2004), "investment valuation" preliminary second version,

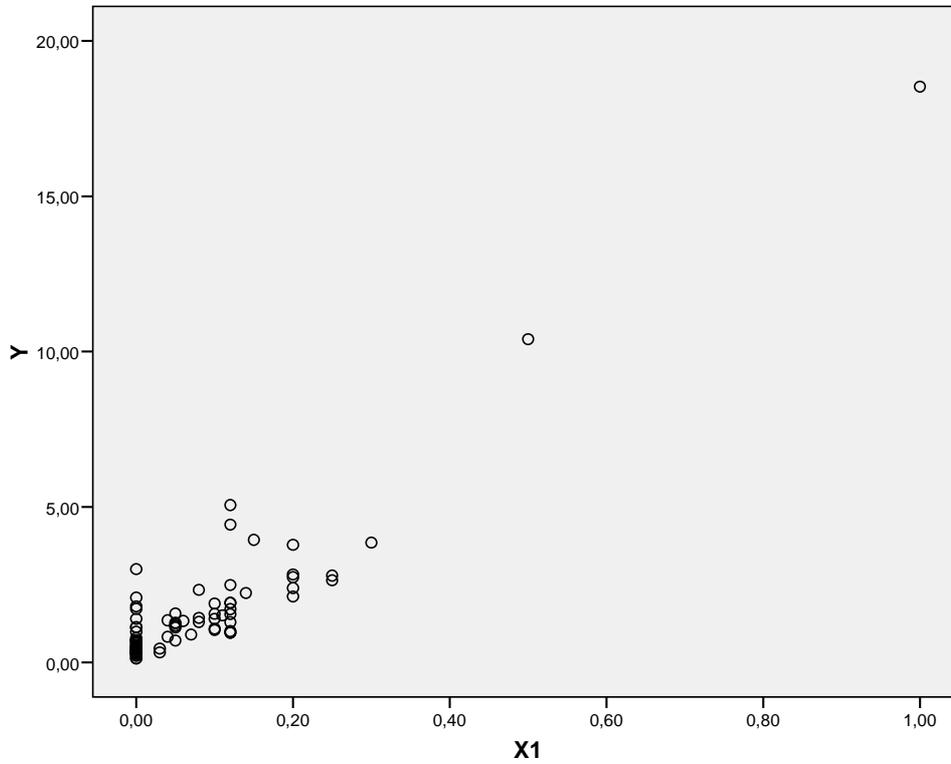
[www.damodaran.Com](http://www.damodaran.Com).

الملاحق

```
GRAPH
/SCATTERPLOT(BIVAR)=X1 WITH Y
/MISSING=LISTWISE .
```

## Graph

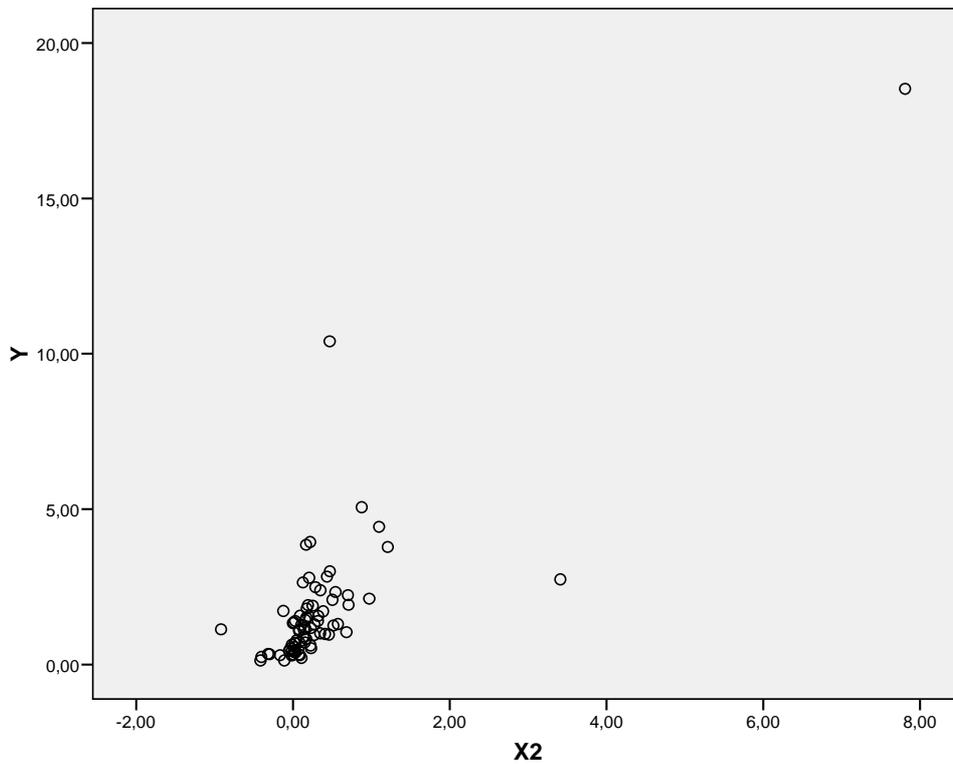
[DataSet1] C:\Users\Toshiba\Desktop\BEN NACER2.sav



```
GRAPH
/SCATTERPLOT(BIVAR)=X2 WITH Y
/MISSING=LISTWISE .
```

## Graph

[DataSet1] C:\Users\Toshiba\Desktop\BEN NACER2.sav



```
DESCRIPTIVES
  VARIABLES=Y X1 X2
  /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX .
```

## Descriptives

[DataSet1] C:\Users\Toshiba\Desktop\BEN NACER2.sav

### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Y	77	,13	18,53	1,7165	2,43560
X1	77	,00	1,00	,0829	,13809
X2	77	-,92	7,81	,3354	,99281
Valid N (listwise)	77				

```
CORRELATIONS
  /VARIABLES=Y X1 X2
  /PRINT=TWOTAIL NOSIG
  /MISSING=PAIRWISE .
```

## Correlations

[DataSet1] C:\Users\Toshiba\Desktop\BEN NACER2.sav

### Correlations

		Y	X1	X2
Y	Pearson Correlation	1	,927**	,817**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000
	N	77	77	77
X1	Pearson Correlation	,927**	1	,805**
	Sig. (2-tailed)	,000		,000
	N	77	77	77
X2	Pearson Correlation	,817**	,805**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	
	N	77	77	77

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

### REGRESSION

```

/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT Y
/METHOD=ENTER X1 X2 .
    
```

### Regression

[DataSet1] C:\Users\Toshiba\Desktop\BEN NACER2.sav

#### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X2, X1 <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,934 <sup>a</sup>	,873	,870	,87893

a. Predictors: (Constant), X2, X1

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	393,677	2	196,839	254,803	,000 <sup>a</sup>
	Residual	57,166	74	,773		
	Total	450,843	76			

a. Predictors: (Constant), X2, X1

b. Dependent Variable: Y

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,433	,120		3,619	,001
	X1	13,503	1,231	,766	10,966	,000
	X2	,491	,171	,200	2,870	,005

a. Dependent Variable: Y

القطاع	اسم الشركة	رمز الشركة	متوسط سعر السهم	سعر الاقفال	عدد الأسهم	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	الأرباح (الخسائر) المدورة	الأرباح المحتجزة
البنوك	البنك الاردني الكويتي	JOKB	2,08	1,44	150000000	0	75381421	0,5025
	البنك التجاري الأردني	JCBK	0,78	0,69	120000000	0	5534153	0,0461
	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	THBK	5,06	3	315000000	0,12	276125834	0,8766
	بنك الاستثمار العربي الاردني	AJIB	1,08	1,19	150000000	0,1	11648950	0,0777
	بنك الإتحاد	UBSI	1,56	1,56	160000000	0,1	51518099	0,3220
	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	ABCO	0,71	0,69	110000000	0	16527230	0,1502
	البنك الاستثماري	INVB	1,29	1,22	100000000	0,12	27363524	0,2736
	بنك المال الأردني	CAPL	0,95	0,98	200000000	0,12	54096479	0,2705
	بنك سوسيته جنرال - الأردن	SGBJ	1,43	1,43	100000000	0,08	15864071	0,1586
	بنك القاهرة عمان	CABK	1	1,05	190000000	0,12	66160274	0,3482
	بنك الأردن	BOJX	1,92	1,93	200000000	0,12	141814735	0,7091
	البنك الاهلي الاردني	AHLI	0,82	0,77	200655000	0,04	33901862	0,1690
	البنك العربي	ARBK	4,43	4,12	640800000	0,12	703272000	1,0975
التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	1,25	1,3	22050000	0,05	11351515	0,5148
	النسر العربي للتأمين	AAIN	3,85	3,86	10000000	0,3	1679128	0,1679
	التأمين الأردنية	JOIN	1,8	1,79	30000000	0	5239835	0,1747
	التأمين العربية - الأردن	AICJ	0,61	0,55	8000000	0	1801263	0,2252
	دلتا للتأمين	DICL	1,12	1,1	8000000	0,05	639931	0,0800
	القدس للتأمين	JERY	1,55	1,64	8000000	0,12	1605143	0,2006
	المتحدة للتأمين	UNIN	1,04	1,07	8000000	0,1	5461757	0,6827
	الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	0,89	0,9	9100000	0,07	1203619	0,1323
	الأردن الدولية للتأمين	JIJC	0,42	0,47	18150000	0	290643	0,0160
	المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	1,51	1,95	8000000	0,11	1364813	0,1706
	الضامنون العرب للتأمين	ARAS	0,21	0,19	9215909	0	996020	0,1081
	الخدمات المالية المتنوعة	المحفظة الوطنية للاوراق المالية	MHFZ	0,56	0,53	3600000	0	81060
الثقة للاستثمارات الاردنية		JOIT	0,69	0,54	27255072	0	684010	0,0251
الاتحاد للاستثمارات المالية		UNIV	1,13	1,14	40000000	0	-36735608	-0,9184
الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصاد		AEIV	0,44	0,41	47000000	0	-2284900	-0,0486
الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري		JMRC	3	3	12500000	0	5876689	0,4701
الأولى للتمويل		FFCO	0,52	0,51	35000000	0	8079893	0,2309
الأردنية للإدارة والاستشارات		JOMC	1,3	1,25	2500000	0,08	1433864	0,5735
حدائق بابل المعلقة للاستثمارات		SALM	1,27	1,28	2000000	0,05	214262	0,1071
البطاقات العالمية	CARD	0,13	0,12	16077716	0	-1782660	-0,1109	

	دارات الأردنية القابضة	DARA	0,44	0,47	10250000	0,03	241158	0,0235
عقار	الأردن ديكابولس للأملك	JDPC	0,34	0,33	46967755	0	-14878729	-0,3168
	التجمعات للمشاريع السياحية	TAJM	0,3	0,32	93000000	0	8351456	0,0898
	التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	JNTH	0,3	0,37	10000000	0	-1650239	-0,1650
	المحفظة العقارية الاستثمارية	AQAR	0,71	0,68	6000000	0	480207	0,0800
	العقارية الأردنية للتنمية	JRCD	0,38	0,36	34500000	0	1013439	0,0294
	نور كابيتال ماركتس للإستثمارات المتعددة	NCMD	2,64	2,64	1000000	0,25	127001	0,1270
	أمواج العقارية	AMWJ	0,13	0,15	30000000	0	-12422431	-0,4141
	مجمع الضليل الصناعي العقاري	IDMC	0,48	0,51	22278900	0	1487751	0,0668
	الخدمات التعليمية	الزرقاء للتعليم والاستثمار	ZEIC	1,33	1,69	16500000	0,06	0
العربية الدولية للتعليم والاستثمار		AIEI	2,33	2,71	40500000	0,08	21989305	0,5429
الإسراء للتعليم والإستثمار		AIFE	2,83	2,84	15000000	0,2	6512097	0,4341
البراءة للتعليم		PEDC	3,78	4,51	16000000	0,2	19332621	1,2083
فيلادلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية		PIEC	1,57	1,5	15000000	0,05	1341218	0,0894
فنادق	زارة للاستثمار القابضة	ZARA	0,43	0,41	150000000	0	-1818485	-0,0121
	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	MALL	0,51	0,54	43200000	0	-1483527	-0,0343
النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	SHIP	1,71	1,8	15000000	0,12	5786027	0,3857
	المقايضة للنقل والاستثمار	NAQL	0,24	0,22	13915000	0	-5615845	-0,4036
	مسافات للنقل المتخصص	MSFT	0,32	0,32	18500000	0,03	62048	0,0034
التكنولوجيا	الاتصالات الأردنية	JTEL	1,4	1,47	187500000	0,1	5233778	0,0279
	الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	CEBC	1,72	1,98	16000000	0	-1963953	-0,1227
طاقة	الكهرباء الاردنية	JOPT	1,18	1,21	86080154	0,05	13083020	0,1520
	كهرباء محافظة اربد	IREL	10,4	8,65	10000000	0,5	4685775	0,4686
تجارة	المركز الاردني للتجارة الدولية	JITC	1,17	1,25	3400000	0,05	769227	0,2262
	مجموعة أوفتك القابضة	OFTC	0,32	0,33	39569500	0	3055611	0,0772
	المتكاملة للتأجير التمويلي	LEAS	2,39	2,5	15000000	0,2	5238875	0,3493
أدوية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	DADI	1,13	1,15	35000000	0	4817889	0,1377
	الحياة للصناعات الدوائية	HPIC	2,12	2,42	9500000	0,2	9249556	0,9736
	فيلادلفيا لصناعة الأدوية	PHIL	1,4	1,43	7500000	0	2380899	0,3175
كيمياء	الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج	ICAG	0,7	0,76	14956389	0,05	408039	0,0273
	المتصدرة للأعمال والمشاريع	ACDT	0,96	1,05	1500000	0,12	689052	0,4594
	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	MBED	1,89	2,22	12000000	0,1	3009766	0,2508
اغذية	الاستثمارات العامة	GENI	2,49	2,52	10000000	0,12	2864352	0,2864
	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	UMIC	1,91	1,9	6000000	0,12	1147549	0,1913
	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	JVOI	2,79	2,85	4000000	0,25	821621	0,2054

	سنيورة للصناعات الغذائية	SNRA	3,94	5,2	28000000	0,15	6123660	0,2187
استخراج	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	AALU	1,35	1,41	6750000	0,04	86097	0,0128
	الوطنية لصناعة الصلب	NAST	0,98	0,84	2941768	0	1205318	0,4097
	مناجم الفوسفات الاردنية	JOPH	2,74	3,51	82500000	0,2	281454000	3,4116
	البوتاس العربية	APOT	18,53	21	83318000	1	650680000	7,8096
	ملايس	مصانع الأجواخ الاردنية	JOWM	2,23	2,05	15000000	0,14	10522677
هندسة	العربية لصناعة المواسير المعدنية	ASPM	0,64	0,66	9000000	0	-115591	-0,0128
	القدس للصناعات الخرسانية	AQRM	0,29	0,29	7460026	0	-117034	-0,0157
	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	RMCC	0,33	0,34	25000000	0	-7464621	-0,2986