

جامعة 8 ماي 1945

قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة

المؤسسات المدرجة في البورصة

–دراسة حالة بورصة عمان لسنة 2023–

إشراف:

أ.د. دبوش عبد القادر

إعداد الطالبتين:

بن قسيس أميمة

بوعرعور ليلى

2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ

الرَّحِيمِ

---

الشكر والتقدير

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " من لم يشكر  
الناس لم يشكر الله ومن أهدى إليكم معروفا  
فكافئوه فان لم تستطيع فأدعوه له"

نتوجه بالشكر إلى المولى عز وجل الذي منحنا  
القوة و غرس في نفوسنا الأمل وأنار دربنا  
وساعدنا على انجاز هذا العمل

ويصرنا إن نتقدم بالشكر والتقدير إلى: أ.د. دبوش  
عبد القادر

على كل نصائحه وتوجيهاته وإرشاداته العلمية  
والتي من خلالها تم بعون الله انجاز هذا العمل

---

بسم الله الرحمن الرحيم الحمد لله الذي ما نجحنا و ما علونا و لا تفوقنا إلا برضاه الحمد لله الذي ما اجتزنا درباً و لا تخطينا جهداً إلا بفضلته و إليه ينسب الفضل و الكمال و الإكمال.

{ وَ آخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ }

أهدي هذا العمل و النجاح لنفسي أولاً لم تكن الرحلة قصيرة و لا طريق محفوفا بالتسهيلات، لكنني فعلتها.

بكل حب اهدي ثمرة نجاحي و تخرجي إلى النور الذي أنار دربي و الذي بذل جهد السنين من أجل ان أعتلي سلالم النجاح إلى من أحمل إسمه بكل فخر و إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم لطالما عاهدته بهذا النجاح ها أنا أتممت وعدي و أهديته اليك " والدي العزيز علي بن قسيس "

إلى من يرجع الفضل إليها بعد الله في كل إنجاز اخطو اليه من أول حرف كتبته و نطقة به إلى ما أنا عليه اليوم، غمرتني بدفئها و اختضنتني بدعائها التي علمتني الصبر و الإرادة " والدتي العظيمة نورة دعينش "

إلى من يعلو حميم فوق كل حب إخوتي أميرة إيمان عقبة و خير الدين الذين كانوا قوتي و قدرتي و ضلعي الذابت الذي لا يميل أبداً

إلى أول من انتضر هذه اللحظات ليفتخر بي، إلى داعمي الأول و مصدر قوتي رفيق دربي و شريك نجاحي " زوجي وليد "

إلى الذي ساندني في مسرتي الدراسية و حياتي الاجتماعية كان بمثابة أخ و رفيق زوج أختي " حمودي ريغي "

إلى فرحة بيتنا ليديا دارين جواد الدين سیراج مرام و ليث

إلى صديقاتي و أخواتي بثينة، سندس، دعاء، نزهة، روميسا، ريان، هالة، ريان، دنيا، الغالية، ليليا، روان، سندس، ملاك، لبنى، نجلة، إنصاف.

أميمة

مهما كتبت من عبارات لن أجد أصدق من قوله تعالى {يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَ الَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ  
دَرَجَاتٍ}

فالحمد لله كثيرا طيبا مباركا فيه، والحمد لله الذي لا يضاهي نعمته وفضله أي شيء، والحمد لله الذي  
بنعمته تتم الصالحات

ها قد انطوت صفحة من صفحات الحياة كان فيها الجد والاجتهاد زرعت فيها الدراسة والتعب لأحصد فيها  
التفوق والنجاح بعد تعب وسهر وجد ومعاونة وضروف دامت عمرا، وبالرغم من سماعي أحاديث تقال إلي  
بأنني لن أفعل شيء بالشهادة حتى وإن لم يتم تنويجي وإن لم أنصّب في أعلى مراتب عمل، إلا أنني أكملتها  
وبالنسبة لي هذه الشهادة وفرحة أبي وأمي بي هي أكبر نجاح قمت به وأنا فخورة بذلك.

أهدي ثمرة نجاحي إلى:

من قال الله تعالى فيهما: {وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا}

أهدي لهما فرحة سنيي وتعبي الذي أحصد ثماره بنجاح...

- إلى أمي الغالية {شيخ سميرة} إلى اليد الخفية التي أزالتي عن طريقي الأشواك، ومن تحملت كل لحظة ألم  
وغضب وعقوق أمر بها (سامحيني) فأنت من ساندني عند ضعفي وهزلي إلى من جعل الله الجنة تحت  
قدميها {جنتي في الحياة}
  - إلى أبي الغالي {بوعرعور نبيل} إلى من أحمل إسمه، إليك أيها النبيل الذي تنحني أمامه سنين دراستي  
وتعبي داعي الأول في مسيرتي وقوتي وسندي دمت تاجا فوق رأسي.
  - إلى أخواتي {منصف بجاد و أماني وريم} من أكبر بهم وعليهم أعتد ومن بوجودهم أكتسب قوة ومحبة  
لاحدود لها وإليكم يا من عرفت معهم معنى الحياة.
  - إلى أبي الثاني {شيخ عمار} إلى من دعمني بلا حدود ومن أعطاني دون مقابل سندي
  - إلى زوجي {سفيان} إلى من انتظر نجاحي ودفعني إلى الوصول إليه شكرا
  - إلى كل أساتذتي من الطور الابتدائي إلى الجامعة
  - إلى جدي و جداتي أطال الله في عمرهما وجدي رحمه الله وأسكنه فسيح جناته
  - إلى كل أفراد عائلتي
  - إلى صديقاتي {سمية، سوسن، أميمة، هديل، سارة، أحلام.....}
- وأخيرا من قال أنا لها "نالها" وأنا لها إن أبت ورغما عنها أتيت بها، اللهم إنه ليس بجهدني واجتهادي إنما  
بتوفيقك وكرمك وفضلك، جعلتنا اليوم من: {وَأَخْرَجُوا دَعْوَاهُمْ أَنَّ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ}

ليلى

## ملخص الدراسة:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث أن توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارة مالية، ترسل إلى السوق المالي، تترجم على أن المؤسسة في حالة جيدة، وبالتالي يزيد اقبال المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة الشيء الذي يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي قيمة المؤسسة.

ونهدف من خلال هذه الدراسة إلى البحث في أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة. وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 75 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان لسنة 2023 من أصل 140 مؤسسة مدرجة في هذه البورصة، تعمل في جميع القطاعات وهذا بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط وقد أكدت نتائج الدراسة على وجود أثر موجب ومعنوي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة.

**الكلمات المفتاحية:** سياسة توزيع الأرباح، سعر الأسهم، قيمة المؤسسة، بورصة عمان.

## Résumé de l'étude :

La politique de distribution des dividendes représente une décision stratégique majeure pour les entreprises, agissant comme un indicateur financier envoyé au marché, reflétant la santé financière de l'entreprise. Cette pratique stimule l'appétit des investisseurs pour les actions de l'entreprise, augmentant ainsi la valeur marchande des actions et, par extension, la valorisation de l'entreprise.

Notre étude vise à analyser l'impact de la politique de distribution des dividendes sur la valorisation des entreprises cotées en bourse. Nous avons examiné un échantillon de 75 entreprises cotées à la Bourse d'Amman pour l'exercice 2023, couvrant divers secteurs. Nous avons utilisé un modèle de régression linéaire simple pour notre analyse. Les résultats de notre étude confirment une corrélation positive et statistiquement significative entre la politique de distribution des dividendes et la valorisation des entreprises cotées.

**Mots-clés :** politique de dividendes, cours des actions, valeur d'entreprise, Bourse d'Amman.



# المحتويات

الصفحة	العنوان
-	الاهداء
-	الشكر
-	ملخص الدراسة
I	قائمة المحتويات
III	قائمة الجداول
أ	المقدمة العامة
	الفصل الأول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: عموميات حول سياسة توزيع الأرباح
03	المطلب الأول: تعريف وخصائص وأنواع سياسة توزيع الأرباح
09	المطلب الثاني: طبيعة وعناصر سياسة توزيع الأرباح
14	المطلب الثالث: مبادئ واستراتيجيات سياسة توزيع الأرباح
16	المبحث الثاني: دوافع وإجراءات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها
16	المطلب الأول: دوافع سياسة توزيع الأرباح
17	المطلب الثاني: إجراءات سياسة توزيع الأرباح
21	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤيدة لها
31	المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع الأرباح
31	المطلب الأول: نظرية عدم ملاءمة التوزيعات ونظرية العصفور في اليد
37	المطلب الثاني: نظرية التوزيعات الشخصية ونظرية التفضيل الضريبي
40	المطلب الثالث: نظرية الإشارة ونظرية الوكالة
42	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: مدخل إلى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة
44	تمهيد الفصل
45	المبحث الأول: ادراج أسهم المؤسسة الاقتصادية في البورصة
45	المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية
51	المطلب الثاني: مفهوم وشروط الادراج وتكاليفه
55	المطلب الثالث: مفهوم وأنواع الأسهم ونماذج تقييمه

## قائمة المحتويات

64	المبحث الثاني: قيمة المؤسسة
64	المطلب الأول: مدخل إلى القيمة
66	المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وأنواعها
69	المطلب الثالث: آلية تحديد قيمة المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها
71	المبحث الثالث: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
71	المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح في ظل التأكد التام
76	المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد
80	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان سنة 2023
82	تمهيد الفصل
83	المبحث الأول: مفاهيم حول بورصة عمان
83	المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة عمان
87	المطلب الثاني: مجلس إدارة بورصة عمان وبنيتها
91	المطلب الثالث: شروط الإدراج في بورصة عمان
94	المبحث الثاني: الواقع العملي لبورصة عمان لسنة 2023
94	المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في بورصة عمان
99	المطلب الثاني: كميات وحجم التداول في بورصة عمان
100	المطلب الثالث: كيفية التداول وأوقات التداول في بورصة عمان
104	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في بورصة عمان
104	المطلب الأول: تعيين النموذج
107	المطلب الثاني: الاحصائيات الوصفية
108	المطلب الثالث: تقييم وتقدير نموذج الانحدار البسيط
112	خلاصة الفصل
114	الخاتمة
119	قائمة المراجع
-	الملاحق

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
103	أوقات توقيت التداول ببورصة عمان	الجدول رقم 01
107	احصائيات وصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول رقم 02
108	مصفوفة الارتباط بمتغيرات الدراسة	الجدول رقم 03
109	نتائج التقدير	الجدول رقم 04
110	نتائج اختبار جدول التوفيق	الجدول رقم 05
110	نتائج اختبار فيشر	الجدول رقم 06

قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
12	العلاقة بين قرارات المالية للمؤسسة	الشكل رقم 01
21	السلم الزمني لدفع التوزيعات	الشكل رقم 02
106	انتشار بيانات متغيرات الدراسة	الشكل رقم 03

مقدمة

## 1- تمهيد

يعتبر تعظيم الربح الهدف الأساسي والتقليدي لأي مؤسسة وبوجه الخصوص للإدارة المالية، ومع ذلك توجد عدة انتقادات حول هذه الفكرة والتي بينتها العديد من النظريات مثل النظرية النيو كلاسيكية، وأهم هذه الانتقادات هي عدم الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود والمخاطر، مع وجود هذه الانتقادات تم ظهور هدف تعظيم قيمة المؤسسة كبديل للهدف السابق.

أصبح الفكر المالي المعاصر لأي مؤسسة متمحور حول تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة، ويحكم هذا الهدف ثلاثة أنواع من القرارات المالية والمتمثلة في: قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة من خلال القرارات الاستثمارية ينتج عنها زيادة تدفقات الخزينة.

ويعد قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، ولهذا القرار أثر مباشر على المستثمر والمؤسسة، حيث يؤثر على التمويل الذاتي للمؤسسة ومن جهة أخرى يؤثر على وجهة نظر السوق المالي، كما تتنوع سياسة توزيع الأرباح وتتعدد نماذجها من مؤسسة لأخرى وهذا وفق ما يتناسب مع طبيعتها وخصائصها وخططها المستقبلية.

كما تعد بورصة عمان من أهم البورصات العربية من حيث تطور القيمة السوقية والأداء المالي هذا حسب التقارير السنوية لصندوق النقد العربي، وكانت بورصة عمان ضمن البلدان العربية المؤطرة لمؤشر الذي أطلقه اتحاد البورصات العربية بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد أند بور، ويولي المستثمر داخل هذا السوق أهمية بالغة للأرباح المحققة من طرف هذه المؤسسات.

## 2- مشكلة الدراسة

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسات المدرجة وأدائها، والتي تعمل على تلبية حاجات المستثمر من سيولة ناتجة عن أمواله المستثمرة، تتضح لنا مشكلة الدراسة التي يمكن لنا صياغتها في التساؤل الرئيسي التالي:

ما تأثير سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل المؤسسات المدرجة على قيمتها في بورصة عمان لسنة 2023؟

هذا التساؤل الرئيسي تنبثق منه عدة تساؤلات فرعية تتمثل في:

1. ما هي سياسة توزيع الأرباح؟

2. ما هو الادراج في البورصة؟

3. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة

عمان لسنة 2023؟

### 3- فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤلات السابقة ندرج هذه الفرضيات:

- سياسة توزيع الأرباح جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عيني.

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار قائم بحد ذاته بدرجة عليا، إضافة إلى أنه قرار استثماري وتمولي أيضا.

- يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان لسنة 2023.

### 4- أسباب اختيار الدراسة:

يوجد العديد من المبررات لاختيار هذه الدراسة أهمها:

- موضوع البحث يندرج ضمن تخصصنا وأحد وظائف الإدارة المالية.
- نظرا لأهمية قرار توزيع الأرباح في الإدارة المالية.
- تعتبر بورصة عمان من الأسواق المالية المنتظمة من جميع النواحي التشريعية، التقنية... ومصرحة بمعظم المعلومات.
- معرفة كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة وخاصة بورصة عمان.

### 5- أهمية الدراسة

يعتبر هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات موضوعية هي:

- ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية، ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة.
- تحديد قرار سياسة توزيع الأرباح الذي يزيد من قيمة المؤسسة.
- التعرف على مدى أهمية متغيرات سياسة توزيع الأرباح وخاصة في بورصة عمان.

## 6- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى الوقوف على مجموعة نقاط يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- يمثل موضوع الدراسة جزء من تخصص الإدارة المالية، ونؤمن أن تكون إضافة تدعم البحث العلمي.
- التعرف على أساسيات سياسة توزيع الأرباح.
- التطرق إلى متغيرات أو المحددات التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.
- معرفة كيف تسيّر المؤسسات المدرجة في بورصة عمان توزيعات الأرباح الخاصة بها.
- معرفة ماذا يقصد بقيمة المؤسسة.

## 7- منهجية الدراسة

حسب طبيعة الموضوع فإننا سنستخدم منهجين، للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة فرضيات. اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري. أما في الجانب التطبيقي للبحث المرتبط بدراسة تطور أداء بورصة عمان فقد اعتمدنا على المنهج القياسي، أو ما يسمى بالمنهج المتكامل في البحوث التطبيقية، وهذا من أجل إسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي.

## 8- الدراسات السابقة

دراسة **Frédéric Romon (2000)**: بعنوان *La politique de dividende de société familiales cotées* بحثت هذه الدراسة على محددات سياسة التوزيع الأرباح بالمؤسسات العائلية الفرنسية المدرجة بالبورصة، شملت هذه الدراسة 106 مؤسسة عائلية ذات طابع صناعي وتجاري، من عينة مؤشر SBF 250 خلال فترة 1989 - 1993 وتوصلت إلى أن الإعلان عن التوزيعات ذو تأثير معنوي على أسعار الأسهم وقيمة المؤسسة.

دراسة **H.Kent Baker (2006)**: قام الباحث بإجراء مسح لأداء المدراء حول الدفع التوزيعات وذلك للشركات المدرجة أسهمها في سوق أوصلو للأسهم بهدف تحديد أهم العوامل المؤثرة على قرار سياسة التوزيع، ومعرفة وجهة نظرهم حول عدد من القضايا المتنوعة المتعلقة بالتوزيعات وأظهرت الدراسة ما يلي:

- تعتبر أرباح وبالتحديد مستوى الأرباح الحالية والمتوقعة إضافة إلى ثبات الأرباح من أكثر العوامل المؤثرة على سياسة التوزيع، تليها درجة الرفع المالي ومحددات السيولة.

• أظهر المدراء درجة عالية من التوافق فيما يتعلق بضرورة قيام الشركة باختيار سياسة التوزيع المثلى والتي توازن بين توزيعات الحالية ومعدل النمو المستقبلي للشركة وذلك بهدف تعظيم قيمة الشركة.

دراسة حمدي زعرب و صباح شراب (2006): بعنوان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم شركة المدرجة في السوق فلسطين للأوراق المالية خلال فترة 1997 - 2005، لمجمل الشركات المدرجة بالبورصة وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية من جهة: ربحية السهم الواحد، تاريخ الإعلان عن توزيعات السهم الواحد، ربحية السهم المحتجزة، وسعر السهم من جهة أخرى، وأن ربحية السهم الواحد تؤثر على سعر السهم وحجم التداول، لكن الموزعة في شكل نقدي أكثر تأثيراً، وربحية السهم تفوق الأرباح غير العادية للسهم الواحد.

والباحثان لم يتطرقا لمخاطر لا نظامية منها والمعبر عنها ب: Beta ولا غير النظامية التي يلعب الهيكل المالي دوراً جوهرياً في تحديدها، وعلاقتها بالقيمة وبسياسة توزيع الأرباح

دراسة (2010) Andreas Charitou: اختبرت ردود أفعال المستثمرين لتخفيضات توزيعات الأرباح أو الغائها استناداً إلى نماذج الإيرادات والتوزيعات السابقة لعينة من 82 شركة أمريكية تكبدت خسائر سنوية خلال الفترة الواقعة بين 1986-2003 واستخدم الباحث إجراءات (Brown and Warner 1985) لقياس العلاقة. أظهرت الدراسة أن ردود فعل السوق لتخفيضات توزيعات الأرباح أو إلغائها بالنسبة للشركات التي لها تاريخ طويل من تحقيق الأرباح والتوزيعات كان أقل من الشركات التي ليس لها سجل من الإيرادات والتوزيعات.

دراسة (2010) Mohammad Beyezid Ali: تناولت ردة فعل السهم للإعلانات توزيع الأرباح من قبل قطاع البنوك في سوق بنغلاديش للأوراق المالية خلال فترة 44 يوم (الفترة المحيطة بإعلان توزيع الأرباح).

وجاءت نتيجة الدراسة أن إعلان التوزيعات لم ينجم عنه أي تأثير على تحركات سعر السهم وذلك بسبب وجود المطلعين (insider trader)، وبالتالي فإن المعلومات تستخدم لتعديل سعر السهم وذلك قبل الإعلان، أي أن إعلان توزيعات لا يحمل أي معلومات جديدة إلى السوق، علاوة على ذلك فإن وجود المطلعين يسبب عدم تمثيل المعلومات في السوق لذلك يفضل المستثمرون الآخرون تقليدهم في عملية البيع والشراء .

لقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول منهم فصلين نظريين وفصل تطبيقي.

حيث تطرقنا في **الفصل الأول** إلى أساسيات سياسة توزيع الأرباح. والذي قسم هو بدوره إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول بعنوان ماهية سياسة توزيع الأرباح أخذ بعين الاعتبار كل من تعريف، خصائص، أنواع، طبيعة عناصر، مبادئ واستراتيجيات سياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني دافع وإجراءات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها، وخصصنا المبحث الثالث إلى نظريات سياسة توزيع الأرباح.

**أما الفصل الثاني** فقد تكلمنا على مدخل إلى المؤسسة الاقتصادية المدرجة، حيث تم تحليل كل من إدراج أسهم المؤسسة الاقتصادية في البورصة في المبحث الأول، وهذا من خلال التطرق إلى ماهية المؤسسة الاقتصادية ومفهوم الإدراج وشروطه وتكلفته، وأخيرا مفهوم وأنواع السهم، أما المبحث الثاني بعنوان قيمة المؤسسة، حيث تناولنا مدخل إلى القيمة وأنواعها وآلية تحديد قيمة المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها، بينما تناولنا في المبحث الثالث تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة، حيث تطرقنا إلى كل من العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة المدرجة في ظل التأكد التام وفي ظل عدم التأكد.

وخصصنا **الفصل الثالث** وهو الفصل التطبيقي لتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة، من خلال مفاهيم حول بورصة عمان في المبحث الأول، حيث درسنا نشأة وتطور بورصة عمان، مجلس إدارتها وبيئتها وشروط الإدراج فيها، بينما المبحث الثاني الواقع العملي لبورصة عمان خلال سنة 2023، تم تقسيمه إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي، كميات وحجم التداول فيها، كيفية التداول وأوقات التداول، وأخيرا دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة باستخدام نموذج الانحدار الخطي.

الفصل الأول "أساسيات  
سياسة توزيع الأرباح"

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

## الفصل الأول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### تمهيد:

يعتبر الهدف الرئيسي والجوهرى لأي مؤسسة اقتصادية هو تحقيق الربح. ويعتبر أيضا قرار توزيع الأرباح على المساهمين من أهم القرارات المالية التي تواجه إدارة المؤسسة والمديرين الماليين نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق المالي، حيث أن هناك عدة خيارات أمام متخذ القرار فيما يتعلق بحصيلة هذه الأرباح تتمثل في إعادة توزيعها على المساهمين أو إعادة استثمارها في نفس المؤسسة أو في المؤسسات أخرى أو استخدامها لتسديد الديون. تنعكس سياسة التوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على سعر السهم في السوق ومختلف أشكال توزيع ربحه.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### المبحث الأول: عموميات حول سياسة توزيع الأرباح

يعد قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والمؤسسة، حيث أن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، ودائماً ما يسعى المستثمرون إلى تحقيق أرباح جارية ومستمرة تكون ناتجة عن عملية التوزيع.

تعتبر عملية ضبط المفاهيم بالغة الأهمية في مجال المحلل المالي، فلهذا تم تخصيص المطلب الأول للتعريف بسياسة توزيع الأرباح، وعلى مستوى المطلب الثاني فقد يتم فيه عرض طبيعة وعناصر المتغير، أما المطلب الثالث خصص للمبادئ والاستراتيجيات الخاصة بهذه السياسة.

### المطلب الأول: تعريف وخصائص وأنواع سياسة توزيع الأرباح

من خلال هذا المطلب سنتناول مفهوم سياسة توزيع الأرباح من جميع جوانبها ونواحيها بشكل تفصيلي.

#### 1- تعريف سياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من التعاريف طرحت لتحديد سياسة توزيع الأرباح، حيث عرفت على أنها: "اتخاذ القرار بالمفاضلة بين البديلين أحدهما توزيع الأرباح والآخر احتجاز هذه الأرباح بغية إعادة استثمارها مرة ثانية داخل المؤسسة".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أحمد محمد غنيم، "الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء"، المكتبة العصرية، بدون بلد، 2008، ص 207.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

لهذا، فإن سياسة توزيع الأرباح تعتمد بالدرجة الأساس على الأرباح المحققة فعلا، وعليه لا بد من تحديد الأرباح التي حققتها الشركة، لأن تحديد الأرباح بالزيادة يؤدي إلى توزيع جزء من رأس مال الشركة.<sup>1</sup>

كما تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها: "سياسة التوزيع المثلى هي التي تعظم القيمة السوقية للمساهمين لتحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين والنمو في المستقبل".<sup>2</sup>

وتعتمد نظرية الأرباح الموزعة في جوهرها على أن المساهمين يفضلون بأن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة إذا كان العائد على استثمارات الشركة يفوق العائد الذي يستطيع المساهم أن يحققه لنفسه من إعادة استثمار الأرباح الموزعة.<sup>3</sup>

ويعتبر قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح من أجل إعادة استثمارها لتشكّل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي بأهم القرارات المالية التي تتخذها، لذا نجد أن قرار التوزيع له تأثير كبير على تمويل المؤسسة لتمييزه بالتكلفة المنخفضة بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى.

ومنه يمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح عبارة عن: "جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح الناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو

<sup>1</sup> - هاشم حسن حسين، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد 2008، 17، ص 05.

<sup>2</sup> - حجاب عيسى وحافي هدى، "مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح"، مجلة البديل الاقتصادي، العدد الخامس، بدون بلد، ص ص 341-342.

<sup>3</sup> - فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، "مبادئ المالية -2"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 125.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

السابقة لتلبية احتياجات المساهمين أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة وتتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة".

### 2- خصائص سياسة توزيع الأرباح

من خلال التعاريف السابقة، يمكن الوصول إلى الخصائص التالية لسياسة توزيع الأرباح:<sup>1</sup>

✓ **التوزيعات لها نفس ميل الأرباح:** يتم صرف التوزيعات اعتمادا على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هناك ترابط بين هذين المتغيرين وقد قام Lintner بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح، أما Babiak et Fama فقد لاحظا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثبات لما توصل إليه Lintner أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

✓ **التوزيعات المستقرة:** غالبا المؤسسات لا تحب فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل، منها خوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

<sup>1</sup> - عدنان فائزة، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السوقية للأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2017، ص 09.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

✓ التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة: عموماً تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية.

✓ تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة: وهذا نظراً لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دائماً على مستواها، وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغيراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

✓ اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول: تختلف سياسة توزيع الأرباح من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدد من العوامل، كالاختلاف في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى الاختلاف في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات.

### 1- أنواع سياسة توزيع الأرباح:

توجد عدة أنواع من سياسات التوزيعات الأرباح المتاحة يمكن عرضها فيما يلي:

#### ✓ الحلقة المفقودة:

تعتبر سياسة توزيعات الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، فسياسة توزيعات تعنى بنسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين فما الذي أدى إلى حدوث هذه الحلقة المفقودة يرجع ذلك إلى أن سياسة التوزيعات لها تأثير في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2008، ص192.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

✓ على أساس الأرباح المتبقية:

القاعدة إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من معدل العائد المطلوب فلا يجب حجز أي أموال.

إذا ما تم تحديد المقترحات المطلوب تنفيذها والأموال المتاحة للتمويل، فإن الأموال التي توجد للتوزيعات هي المتبقية أي يوزع ما تبقى من أموال بعد تغطية الاحتياجات المالية للاستثمارات.

✓ التوزيعات الإضافية:

تستخدم بعض الشركات خليط من التوزيعات أي في شكل توزيعات منتظمة مع التوزيعات النقدية الإضافية، فالتوزيعات الإضافية تتوقف على أرباح الشركة، واحتياجاتها من الأموال وهو ما تتبعه شركة جنرال موتورز.

✓ سياسة معدل التوزيعات الثابت أو المنتظمة:

تقوم المنظمة وفقا لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ويصبح من السهل على المنظمات تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت التوزيع المبدئي لها.<sup>1</sup>

ويترتب على هذه السياسة عدم ثبات توزيعات الأرباح، بالإضافة إلى عدم قدرة المساهمين على التنبؤ بها في حالة تقلب أرباح المنظمة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 197 - 199.

<sup>2</sup> - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 217.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

✓ سياسة توزيع بمعدل نقدي ثابت:

يتم وفقا لهذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين وذلك بصرف النظر عن مستوى الذي تحققه المنظمة كل سنة.

المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغا مستقرا من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى فترة زمنية أخرى، وبالتالي فإن معظم المنظمات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات المحن المالية التي تتعرض لها.<sup>1</sup>

المشكلة في تطبيق هذه السياسة هي أنه اذا انخفضت أرباح الشركة أو حققت خسائر في فترة معينة، فان توزيعات الأرباح ستخفيض، أو قد لا تقوم الشركة بتوزيع أرباح إذا حققت خسائر.<sup>2</sup>

✓ سياسة توزيع الأرباح المنتظمة زائد الإضافات:

بمقتضاها تحافظ المنظمة على توزيعات للأرباح منتظمة ومنخفضة، بالإضافة إلى زيادات إذا سمحت أرباح هذه المنظمة بذلك.

وتنتشر هذه السياسة بين المنظمات التي تتعرض أرباحها لتقلبات دورية، كما أنها وإن كانت تحقق المرونة لهذه المنظمات، إلا أنها تؤدي إلى وجود حالة من عدم التأكد بين المساهمين.<sup>3</sup>

باستخدام هذه السياسة فان الشركة تعطي المساهمين دخل ثابت يزيد من ثقتهم في الشركة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره ص 198.

<sup>2</sup> - فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، جامعة الأردن، 2010، ص 313.

<sup>3</sup> - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 218-219.

<sup>4</sup> - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 314.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### ✓ سياسة توزيع الفائض:

تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى كلما كانت مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، وفي حالة عدم توفر المشروعات الاستثمارية تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين.

### ✓ سياسة توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الراج:

تتمثل هذه السياسة في أن 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 تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: طبيعة وعناصر سياسة توزيع الأرباح

في هذا المطلب سنتطرق إلى معرفة طبيعة سياسة توزيع الأرباح وعناصرها.

### أولاً: طبيعة سياسة توزيع الأرباح:

كثيراً ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قراراً استثمارياً أم قراراً تموالياً أم قراراً قائماً بحد ذاته، ولماذا؟ وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو تعظيم قيمتها من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها.

### 1- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قراراً استثمارياً إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، و التي قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة

<sup>1</sup>-حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص 344.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار توزيع الأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يتحتم على المؤسسة اتخاذ قرار حاسم لمجابهتها، وبالتالي فإن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر استخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار المؤسسة.

### 2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية وفي مثل هذا الموقف، قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة. وهذا يعنى بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك).

إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{توزيعات الأرباح} = (\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصدر التمويل الخارجي}) - \text{الأموال المطلوبة للاستثمار}$$

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة للتمويل الخارجي كمصدر واتجاه لتمويل عملية التوزيع.<sup>1</sup>

### 3- سياسة توزيع الأرباح كقرار قائم بحد ذاته:

تتأثر قيمة المؤسسة بثلاث أنواع من القرارات المالية وهي قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، ويعتبر الكثير من الخبراء الماليين أن قرار توزيع الأرباح هو قرار قائم بحد ذاته مثله مثل باقي القرارات المالية الأخرى له أهميته ودوره في المؤسسة.

إن الهدف الأساسي من اتخاذ هذه القرارات المتداخلة هو تحقيق أقصى ثروة للمساهم من خلال

تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.<sup>2</sup>

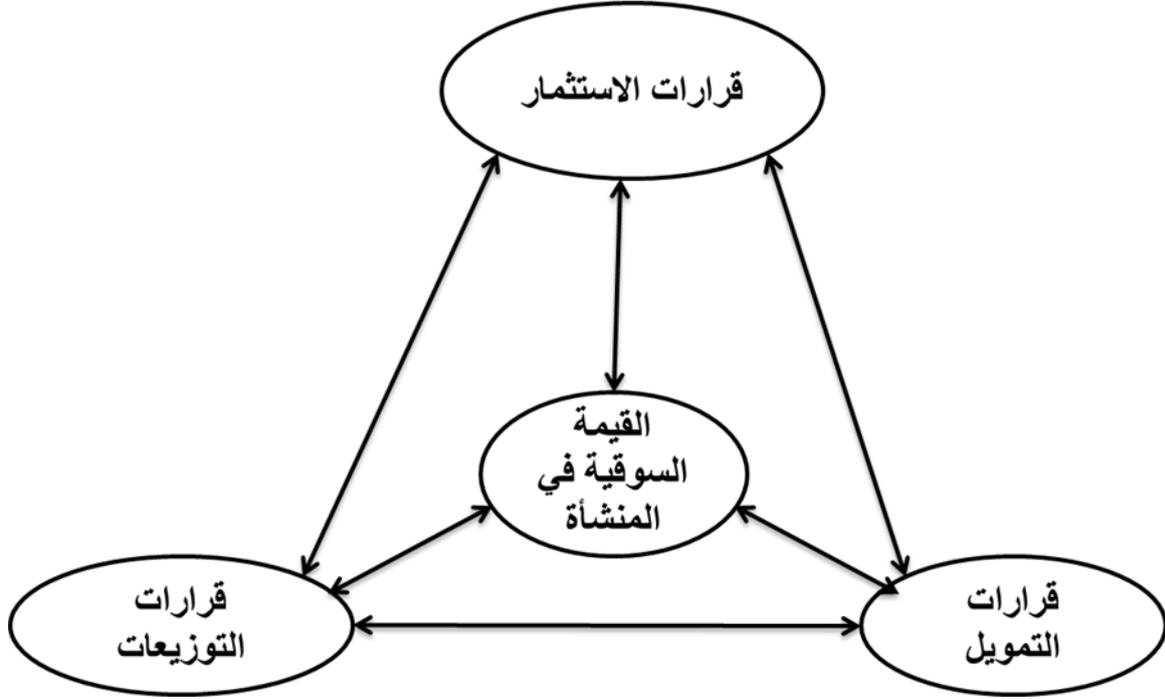
<sup>1</sup> - فتحي إبراهيم محمد أحمد، "مبادئ التمويل والإدارة المالية"، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص ص 338-340.

<sup>2</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 389.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

ويمكن توضيح فكرة التداخل والتأثير المتبادل بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 01: العلاقة بين قرارات المالية للمؤسسة



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية،

2002، ص 01.

### ثانيا: عناصر سياسة توزيع الأرباح:

تتكون عناصر سياسة توزيع من نوعين هما: الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة.

#### 1- الأرباح الموزعة:

يقصد بالأرباح الموزعة هي ذلك الجزء من أرباح المؤسسة الذي يوزع على مساهميها، ويعتبر

بمثابة مكافأة للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 213.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، إن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات، لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق.<sup>1</sup>

### 2- الأرباح المحتجزة:

هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها، خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية العمومية لمؤسسة ضمن عناصر الأموال الخاصة، فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين، قد تقوم المؤسسة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة تتمثل في الاحتياطات والتي يتم تكوينها لتحقيق هدف معين مثل: احتياطي إعادة سداد القروض، أو إحلال وتجديد الآلات... الخ، هذا إلى جانب حساب الأرباح المدورة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، الطبعة 01، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، السعودية (الظهران)، ص ص 635-636.

<sup>2</sup> - عبد العزيز سمير محمد، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر (الإسكندرية)، 1997، ص 55.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### المطلب الثالث: مبادئ واستراتيجيات سياسة توزيع الأرباح:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي يستخدمها المديرون فعلى هذا السبيل يستعملون

عدة استراتيجيات ومبادئ نتطرق إليها الآن:

#### أولاً: استراتيجيات سياسة توزيع الأرباح:

توجد ثلاث استراتيجيات تتبعها المؤسسة وهي:<sup>1</sup>

✓ الإستراتيجية الأولى: تحديد مقدار الأرباح الموزعة كنسبة مستهدفة من صافي ربح الشركة، وهو

ما يؤدي إلى تقلب توزيعات الأرباح خاصة عندما تكون الأرباح غير مستقرة، وتعد هذه الإستراتيجية

أكثر انتشاراً في اقتصاديات الدول الناشئة.

✓ الإستراتيجية الثانية: احتفاظ الشركة بتوزيعات أرباح ثابتة نسبياً، وهو أمر شائع في اقتصاديات

الدول المتقدمة.

✓ الإستراتيجية الثالثة: احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر داخلي لعمليات التوسع والنمو.

#### ثانياً: مبادئ سياسة توزيع الأرباح:

هناك الكثير من المبادئ التي يجب مراعاتها عند إجراء التوزيع وهي: مبدأ الاستقلالية في

توزيع الأرباح، المساواة في قبض الأرباح، مبدأ ثبات رأس المال، يمكن شرحها كالآتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - متولي السيد متولي عطية، "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على قيمة السوقية للمصاريف السعودية"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 02، بدون بلد، 2021، ص 480.

<sup>2</sup> - فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، مرجع سبق ذكره، ص ص 126-128.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### 1- مبدأ الاستقلالية في توزيع الأرباح:

إن كل سنة مالية لها استقلاليتها في حساباتها الخاصة بها فعند نهاية السنة المالية وإعداد الحسابات الختامية يظهر ما آل إليه نشاطها من ربح أو خسارة، أي فإذا كانت ربحاً تقوم الشركة بتوزيعه على المساهمين بعد إقرار نسبة الأرباح من قبل الهيئة العامة، عندئذٍ يصبح حقاً مؤكداً ولا تستطيع الشركة إهمال هذا الدفع أو تأخير بحجة عدم كفاية الأموال النقدية. وإذا حققت خسائر في السنة الجديدة التي استحدثت خلالها الأرباح، وبالمقابل لا يحق للمساهم بربح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً.

### 2- تساوي المساهمين في قبض الربح:

يتمتع المساهمون في الشركة المساهمة بحقوق متساوية تأسيساً على تساوي القيمة الاسمية للأسهم.

### 3- مبدأ الثبات في رأس المال:

إنه يمثل فكرة محاسبية رقمية تتخذ كأساس للمقارنة والحكم على كيفية سير الشركة من حيث الكسب أو الخسارة بالنسبة للنقطة التي بدأت منها الشركة حياتها، هذا من جهة ومن جهة أخرى يكون لدائني الشركة الحق في أن يحتفظ لهم الشركاء دائماً بمجودات لا تقل عن قيمة رأس المال الذي بدأت به الشركة حياتها، باعتباره الحد الأدنى ل ضمانهم، لذا لا يجوز المساس به بأية حال من الأحوال.

### المبحث الثاني: دوافع وإجراءات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها

تعكس سياسة توزيع الأرباح الخطة العامة للمؤسسة، والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي قد تكون في مقدمتها تعظيم قيمتها، كما أنها لها دوافع وإجراءات وأيضاً سياسة توزيع الأرباح تتأثر بعدة عوامل، ولهذا تم تخصيص المطلب الأول لمعرفة دوافع سياسة توزيع الأرباح، والمطلب الثاني إجراءاتها، أما المطلب الثالث فيخص العوامل المؤثرة عليها.

#### المطلب الأول: دوافع سياسة توزيع الأرباح:

قدم الأدب المحاسبي العديد من الدوافع التي تحفز الشركات على توزيع جزء من أرباحها وتتضمن هذه الدوافع الآتي: <sup>1</sup>

- تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح المنشأة وأدائها، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية للشركة.
- تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهم المنشأة وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الاكتتاب عند زيادة رأس المال، ما قد يسهم في تعظيم قيمة المنشأة.
- زيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال تلبية احتياجاتهم، والحد من استغلال صغار المساهمين.
- تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للمنشآت.

<sup>1</sup>- متولي السيد متولي عطية، مرجع سبق ذكره، ص480.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

- تسهيل رقابة سوق رأس المال على أنشطة المنشآت ومتابعة أدائها.

- تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة.

وأيضاً من دوافع سياسة توزيع الأرباح ما يلي: <sup>1</sup>

- إعطاء صورة عن الحالة المالية الجيدة للشركة، خاصة ما إذا رافقت عملية توزيع الأرباح زيادة

الاستثمار.

إضافة إلى: <sup>2</sup>

- نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.

إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين

على زيادة الاكتتاب.

### المطلب الثاني: إجراءات سياسة توزيع الأرباح:

متى وبأية مبالغ سيتم دفع سياسة توزيع الأرباح النقدية لمساهمين في الشركة هو قرار يتخذ من

قبل مجلس إدارة الشركة في اجتماعاتهم السنوية أو نصف السنوية أو ربع السنوية. إن أداء الشركة

المالي السابق، وتوزيعات الأرباح النقدية السابقة، ومستقبل الشركة من العوامل الرئيسية التي تؤثر على

قرار مجلس الإدارة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح. إن موعد الدفع، إذا تم الإعلان عن توزيعات الأرباح،

يجب تحديده. كما أن هذه الإجراءات قد تختلف من بلد إلى آخر.

<sup>1</sup>- غزالي زينب، "أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح -دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة-"، مجلة

الاقتصاد الصناعي، بدون بلد، عدد 13، 2017، ص293.

<sup>2</sup>- حجاب عيسى أ. حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص343.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### 1- مبلغ توزيعات الأرباح (مقدار التوزيعات):

إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جدا ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في الشركة. معظم الشركات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية توزيعات الأرباح، لكن يمكن لمجلس إدارة الشركة تغيير هذه الكمية، بناء على الزيادة والنقصان في الأرباح التي حققتها الشركة.<sup>1</sup>

ويتم عموما استخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم، وتتمثل في:<sup>2</sup>

مردودية السهم = القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم / سعر السهم السوقي

فمردودية السهم أو قلة التوزيعات (dividend yield) عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي يتجه المستثمر إلى المؤسسة التي يكون فيها مردودية السهم عالية.

أما المعدل الثاني فيتمثل في:

نسبة التوزيعات = توزيعات الأرباح / الأرباح

وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من

<sup>1</sup>- فايز سليم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 300.

<sup>2</sup>- عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 6-7.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات، وخير ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فارتفاع هذه النسبة ينبئ بارتفاع في معدل نمو الأرباح.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها وكذا على تركيبة مساهميتها.

### 2- تاريخ الإعلان:

في هذا التاريخ تصادق الجمعية العامة للمساهمين على مقترح اجراء التوزيعات، ويتم فيه تحديد مقدار التوزيعات وتاريخ تسليمها وتاريخ التوزيعات السابق وتاريخ التسجيل، فهذا اليوم يعد ذا أهمية بالغة كونه قد يتم فيه رفع أو الاحتفاظ أو التخفيض من مقدار التوزيعات، والتي تعتبر كمعلومة جديدة في السوق المالي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، وبالمقابل يتم توثيق هذا الإعلان على مستوى البورصة وينشر في مختلف وسائل الإعلام.<sup>1</sup>

وهو ذلك التاريخ الذي تتخذ فيه الهيئة العاملة للشركة قرارا بإعلان عن توزيع الأرباح وكما نص قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 بالفقرة (ثانيا) للمادة (73) بأن يوزع الربح الصافي أو جزء منه على الأعضاء حسب اسهمهم أو حصصهم حسب الأحوال وذلك بعد استيفاء جميع الاستقطاعات القانونية.

ويلاحظ أنه وبعد تاريخ الإعلان عم التوزيع يزداد الطلب على أسهم الشركة التي أعلنت عن

توزيع الأرباح مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لهذه الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 7.

<sup>2</sup> - هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 216.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### 3- تاريخ التوزيعات السابق:

يعتبر هذا التاريخ بمثابة تاريخ لاستحقاق الحصول على التوزيعات، حيث إلى غاية هذا التاريخ كل مساهم في المؤسسة له الحق في الحصول على التوزيعات، حتى وإن باع أسهمه بعد هذا التاريخ، بالعكس في حال شراء السهم بعد هذا التاريخ يكون المالك الأصلي هو صاحب الحق في الحصول على التوزيعات المقررة، مما يفرض في هذه الحالة ضرورة انخفاض القيمة السوقية للسهم بعد هذا التاريخ مباشرة نتيجة فقدان الاستفادة من التوزيعات، وعموما يحدد هذا التاريخ بيومين قبل تاريخ التسجيل.<sup>1</sup>

### 4- تاريخ التسجيل:

جميع الأشخاص الذين سجلت أسماؤهم في تاريخ التسجيل والذي يتم وضعه من قبل مجلس الإدارة سيحصلون على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة من المستقبل.<sup>2</sup>

تقوم المؤسسة بعد أيام من تاريخ التوزيعات السابق بغلق سجلاتها الخاصة بتحويل الأسهم التي ستحصل على التوزيعات، ويكون كل المستثمرين المسجلين في هذه السجلات كحزمة أسهم المؤسسة لهم الحق في الحصول على التوزيعات، هؤلاء يكون لهم الحق في المطالبة بها، بينما لا يستفيد المساهمون الذين اشتروا أسهم المؤسسة بعد تاريخ التوزيعات السابق من هذه التوزيعات، وفي هذا التاريخ لا تتغير القيمة السوقية للسهم مع ثبات العوامل الأخرى.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 7.

<sup>2</sup> - فايز سليم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 301.

<sup>3</sup> - عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 8.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

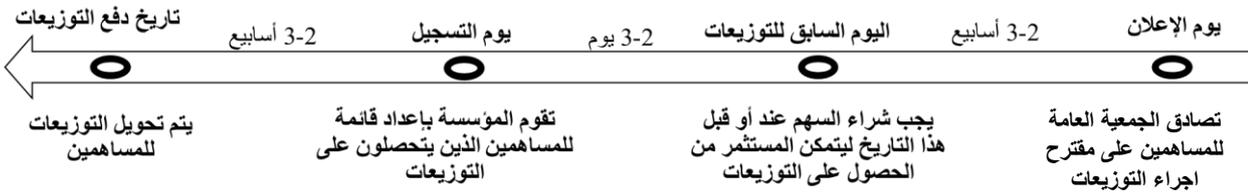
وعلى العموم يتم في هذا التاريخ تقوم الشركة بإغلاق دفاتر تحويل الأسهم وتقوم بإعداد قائمة المساهمين حتى هذا التاريخ حيث من يملك أسهم الشركة في هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على توزيعات الأرباح عند دفعها.<sup>1</sup>

### 5- تاريخ الدفع:

يوم الدفع يقرر أيضا من قبل الجمعية العامة للمساهمين، وهو اليوم الفعلي الذي يتبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل، وهو في العادة من أسبوعين إلى ثلاثة أسابيع بعد تاريخ التسجيل، وفي هذا التاريخ لا تتغير القيمة السوقية للسهم مع ثبات العوامل الأخرى.

ويمكن تمثيل مختلف هذه التواريخ من خلال الشكل الموالي:<sup>2</sup>

### الشكل رقم 02: السلم الزمني لدفع التوزيعات



### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤيدة لها:

إن قرار توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها يخضع للعديد من العوامل التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار من قبل متخذي القرار عند محاولتهم لوضع السياسة الأفضل التي تخدم جميع الأطراف ذات المصلحة، كما أن هناك عوامل مؤيدة لسياسة توزيع الأرباح يمكن التطرق إليها فيما يلي:

<sup>1</sup>-هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 216.

<sup>2</sup>-عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 8.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### أولاً: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:

على المسير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يرسم مستوى التوزيعات لحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

#### ✓ التشريعات القانونية:

تخضع الشركات لأنظمة وقوانين البلد الذي تعمل به وبعض هذه القوانين تنظم توزيع واحتجاز

#### الأرباح.<sup>1</sup>

كما تفرض القواعد القانونية على المؤسسة الحفاظ على أصولها وحماية حقوق الغير، فقد تلجأ المؤسسة إلى القيام بعملية بيع الأصول من جهة أو تأخير حقوق الدائنين من جهة أخرى وذلك بهدف الحصول على السيولة النقدية للقيام بتوزيع الأرباح لهذا السبب تم حظر هذه التصرفات وفق القوانين المنظمة لعمل هذه المؤسسات.<sup>2</sup>

إن القواعد القانونية توضح توزيعات الأرباح يجب دفعها من الأرباح سواء الأرباح المحققة من السنة الجارية أو من أرباح السنوات السابقة كما ينعكس في حساب الميزانية العمومية تحت بند "الأرباح المحتجزة".

<sup>1</sup> - الشيبيري فارس ناصيف، د. طالب غسان سالم، مرجع سبق ذكره، ص 137.

<sup>2</sup> -يوغانمة أحمد لمين، يوسف رفيق، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40-"، مجلة دراسات في الاقتصاد ودراسات الأعمال، المجلد 05، العدد 02، بدون بلد، 2022، ص 242.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

وعادة ما تركز قوانين هذا الخصوص على ثلاثة قواعد رئيسية هي:

### 1- قاعدة صافي الأرباح **The Net Profit Rule**: وتوضح قاعدة صافي الأرباح أن توزيعات

الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية أو الماضية.

### 2- قاعدة ضعف رأس المال **The Capital Impairment rule**: هذه القاعدة تحمي المقترضين

بمنع دفع توزيعات الأرباح من رأس المال (إن دفع توزيعات الأرباح من رأس المال سيؤدي إلى

توزيع رأس المال في الشركة) بدلا من توزيع أرباحها.

### 3- قاعدة الإعسار **The insolvency rule**: والإعسار في توزيع الأرباح هو إعطاء المساهمين

أموالا تخص الدائنين أما هذه القاعدة توضح أن الشركات لا تستطيع دفع توزيعات الأرباح عند

الإفلاس.

إن القواعد القانونية تعتبر ذات دلالة، حيث تضع اطارا على أساسه يتم صياغة سياسات توزيع

الأرباح.<sup>1</sup>

✓ السيولة:

تعرف سيولة المؤسسة بأنها قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل، أي أن

السيولة تشير إلى إمكانية تحويل الأصل بسرعة إلى نقد جاهز للوفاء بالديون قصيرة الأجل، فكلما ارتفع

مستوى السيولة في المؤسسة زادت احتمالية دفع الأرباح للمساهمين والعكس صحيح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "السياسات الاقتصادية للمستقبل مدخل اتخاذ القرارات"، مركز الإسكندرية للكتاب، 2004، مصر (الإسكندرية)، ص ص 312-313.

<sup>2</sup> - حميرط عبد الناصر، سليمان محمد، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح: دراسة قياسية لمؤسسة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر لفترة 2002-2021"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 08، العدد 01، 2023، ص 494.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

وضع السيولة الضعيف يجعل توزيعات الأرباح صعبة الدفع بسبب نقص النقد، كما أنه للمؤسسة

الحق في احتجاز جزء منها وحماية المديرين من إنفاق الأموال على المشاريع غير المجدية.<sup>1</sup>

المؤسسة لا تستطيع دفع أرباح لمساهميها إلا إذا كانت قادرة على سداد ديونها عندما في موعد

استحقاقها، دون أي اختلاس.<sup>2</sup>

قد تكون المؤسسة محققة لأرباح وفيرة ولكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل موجودات

المؤسسة أو لتمويل التوسع، وأيضا بعض الشركات تعاني من ضائقة سيولة في مراحل الكساد الاقتصادي

نظرا لانخفاض المبيعات فإن هذا من يحد من مقدرة المؤسسة على دفع الأرباح الموزعة النقدية.<sup>3</sup>

وعلى العموم يجب على المحلل المالي للمؤسسة أن يقوم بتحديد وضع السيولة في المؤسسة ويحدد

كذلك حاجات المؤسسة المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر حجم الأرباح التي يحجزها والجزء من

الأرباح الذي يوزعه على المساهمين.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup>– Rico EkaWahyuHudiwijono, SitiAisjah, KusumaRatnawati, "**Influence of Fundamental Factors on Dividend Payout Policy: Study on Construction Companies Listed on Indonesian Stock Exchange**", Master Program of Management, Faculty of Economics and Business, Brawijaya University, Vol 21, No 01, p22.

<sup>2</sup>– Ebenezer Agyemang Badu, "**Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana**", Journal of Finance and Accounting, Vol 04, No 07, 2013, p186.

<sup>3</sup>– حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص346.

<sup>4</sup>– بن عزيزة صورية، "العلاقة بين تمهيد الدخل وقرار توزيع الأرباح -دراسة حالة شركة حجر السود للفترة 2010-2021-"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 11، العدد 02، 2023، 179.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### ✓ معدل نمو المؤسسة:

تدفع المؤسسات بطيئة النمو أو بدون نمو توزيعات للأرباح مرتفعة عند مرحلة النضج، بما أن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة تميل للاحتفاظ بالجزء الأكبر من الأرباح من أجل تخفيض حاجتها للتمويل الخارجي مرتفع التكلفة.<sup>1</sup>

كلما كان معدل نمو المؤسسة سريع، كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول. وكلما زادت حاجة المؤسسة في المستقبل للأموال، كلما زاد احتمال احتجاز المؤسسة للأرباح بدلا من توزيعها. وإذا كانت المؤسسة تبحث عن الحصول على أموال من مصادر خارجية، فإن المساهمين الحاليين يعتبرون المصدر الطبيعي لذلك، حيث أنهم بالفعل يعرفون المؤسسة، لكن إذا تم دفع الأرباح كتوزيعات على المساهمين فسيؤدي ذلك إلى أن يدفع المساهمون معدلات ضريبة دخل شخصية عالية، وبالتالي فإن نسبة فقط من هذه التوزيعات ستكون متاحة للاستثمار.<sup>2</sup>

### ✓ الربحية:

لا تحتاج المؤسسات الأكثر ربحية إلى تمويل خارجي، حيث تفضل الاعتماد بشكل كبير على الأموال الداخلية أو الأرباح المحتجزة ونتيجة لذلك ستميل المؤسسات إلى توزيعات أرباح أقل ومن ثم الاحتفاظ بالمزيد من الأرباح، وأيضا المؤسسات التي تحقق أرباحا كبيرة تقوم بتوزيعات أرباح أعلى مقارنة بالمؤسسات الأقل ربحية لذلك فإن العلاقة المتوقعة بين الربحية والأرباح الموزعة غير محددة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - قدام جمال وآخرون، "محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI"، مجلة دفاثر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد 02، 2022، ص 203.

<sup>2</sup> - فرد ويستون، يوجينبرجام، "التمويل الإداري"، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية (الرياض)، 2003، ص 380.

<sup>3</sup> - متولي السيد متولي عطية، مرجع سبق ذكره، ص 481.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

وحسب دراسة جنسن (1986) فإن المؤسسات ذات الربحية العالية تفضل دفع التدفقات النقدية

كأرباح عندما لا يكون لديهم أي فرص للاستثمار.<sup>1</sup>

### ✓ الرافعة المالية:

تعد الرافعة المالية للمؤسسة عاملا مهما في سياسة توزيع الأرباح، وتشير الرافعة المالية إلى درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروض أو سندات<sup>2</sup>، وأموال المؤسسة موجودة تستخدم لسداد التزاماتها وبالتالي، فمن الضروري الحفاظ على مصادر التمويل الداخلية وليس توزيعها عليه المساهمين على شكل أرباح.<sup>3</sup>

يكون لدى المؤسسات ذات نسبة الرافعة المالية العالية مدفوعات ثابتة عالية تدفع على التمويل الخارجي ومنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما قلت فرصة توزيع الأرباح، نتيجة لذلك فإن الرفع المالي يرتبط ارتباطا سلبيا بتوزيعات الأرباح.<sup>4</sup>

### ✓ رغبات المساهمين:

حيث يصعب تلبية جميعا نظرا لاختلاف مصالح المساهمين، فقد يفضل صغار المساهمين الحصول على توزيعات الأرباح بشكل مستمر، حيث يعتبرونها مصدر دخل لهم وهو ما ينتج عنه رفض احتجاز الأرباح أو توزيع جزء صغير فقط، في حين أن كبار المساهمين قد يفضلون في حالات كثيرة

<sup>1</sup>– Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, "**Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan**", Journal of Asian Finance Economics and Business, Vol 03, No 04,2016, p27.

<sup>2</sup>– متولي السيد متولي عطية، مرجع سبق ذكره، ص481.

<sup>3</sup>– Rico EkaWahyuHudiwijono, SitiAisjah, KusumaRatnawati, même Reference, p 22.

<sup>4</sup>– متولي السيد متولي عطية، مرجع سبق ذكره، ص481.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

سياسة الاحتفاظ بالأرباح لأسباب مختلفة مثل تخفيف العبء الضريبي، أو لاعتقاد منهم أن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم.<sup>1</sup>

### ✓ الاعتبارات الضريبية:

تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح، ونميز هنا بين ثلاثة أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي:

- **الضريبة على دخل المساهم:** المعروف أن العائد الذي يحصل عليه المساهمون يتم احتسابه كأحد عناصر الدخل عند تحديد الوعاء الضريبي، لذلك نجد أن صافي العائد الذي يحصلون عليه ينخفض بدرجة أكبر كلما كان معدل الضرائب على دخولهم مرتفعا، أما المساهمون ذوي الدخل المحدودة فإن صافي العائد الموزع عليهم ينخفض بدرجة أقل نظرا لأن معدل الضرائب على دخولهم يكون منخفضا، وبالتالي يتضح أن المؤسسات التي يتمتع معظم المساهمون فيها بدخول مرتفعة يكون بإمكانها تخفيض مقدار العائد الموزع عليهم الذي يحصلون عليه بسبب ارتفاع معدل الضرائب على دخولهم، أما المساهمون ذوي الدخل المحدود فإنهم يفضلون الحصول على مزيد من العائد نظرا لأن معدل الضرائب على دخولهم يكون منخفضا.<sup>2</sup>

- **الضريبة على دخل المؤسسة:** الميزة الضريبية للقروض ناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي مما يشجع استخدام القروض في التمويل، مما يعني أن الشركة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي وذلك بتمويل بعض استثماراتها عن طريق القروض ويعني هذا في الأجل الطويل أنه يمكن التوسع في استخدام التمويل بالقروض في مثل هذه الظروف نتيجة الميزة الضريبية للتمويل

<sup>1</sup> - غزالي زينب، مرجع سبق ذكره، ص ص 293-294.

<sup>2</sup> - بن عزيزة صورية، مرجع سبق ذكره، ص 179.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

بالمديونية، وبذلك نجد أن الميزة الضريبية للفوائد ترجح استخدام هذا النوع من التمويل ويترتب على ذلك أن يشكل التمويل بالمديونية نسبة لا بأس بها في هيكل رأس المال مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية (أسهم جديدة، حجز أرباح) فتطبيق مثل هذا الأسلوب يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية.<sup>1</sup>

- **الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:** قد لا تقوم المؤسسة بإجراء أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تحقق، وفي المقابل يحصل المساهم على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية، ويمكن أن تتحقق هذه العملية إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية، وألا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط فإذا تركز لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكبات.<sup>2</sup>

### ✓ الحاجة لتسديد القروض:

عندما تلجأ المؤسسة إلى إصدار أوراق مالية جديدة أو عقد قروض، لتمويل عمليات التوسع في أعمال المؤسسة، فإن المدير المالي يفاضل بين تحويل السندات والأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، أو عقد ديون جديدة تزيد من مديونية الشركة، وإذا لجأ إلى البديل الأخير فإن هذا يتطلب إعادة عموماً احتجاز الأرباح لسداد هذه الديون.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - حنفي عبد الغفار، "أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى"، دار الجامعة للنشر، مصر (الإسكندرية)، 2004، ص 234-235.

<sup>2</sup> - بن عزيزة صورية، مرجع سبق ذكره، ص 179.

<sup>3</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر (القاهرة)، 1993، ص 175.

### ✓ حجم المؤسسة:

حسب دراسة Holder Langrehr و Hexter (1998) وجد أن حجم المؤسسة له دور بارز في تحديد قرار توزيع أرباح المؤسسة وأن الشركات الكبيرة والناضجة لديهم سهولة الوصول إلى سوق رأس المال وهم لا يفضلون الاعتماد على التمويل الداخلي للمشاريع الجديدة.<sup>1</sup>

تتمتع المؤسسات الأكبر حجما بسهولة الوصول إلى سوق رأس المال. كما تدفع المؤسسات الكبيرة تكلفة المعاملات أقل مقارنة بالشركات الأصغر حجما، ومن ثم فهي في وضع أفضل في السوق لجمع المزيد من الأموال، ما يجعلها أقل اعتمادا على الأموال المتولدة داخليا ودفع المزيد من توزيعات الأرباح وعليه فإن حجم المؤسسة يرتبط ارتباطا سلبيا بقرارات توزيع الأرباح نظرا لأن الشركات الكبرى تميل إلى أن يكون لديها فرص إعادة استثمار أكبر ومن ثم توزيعات أرباح أقل.<sup>2</sup>

### ✓ ثبات أو استقرار توزيعات الأرباح السابقة:

يعطي استقرار سياسة توزيعات الأرباح في الماضي مؤشرا على سياسة التوزيع المستقبلية.<sup>3</sup> إن الشركة التي تشهد استقرارا نسبيا في الأرباح غالبا ما تدفع نسبة أعلى من الأرباح الموزعة بخلاف تلك التي لديها تذبذب في الأرباح، فإن مجلس الإدارة هنا يتجه إلى احتجاز نسبة عالية من الأرباح في الشركة تحسبا للمستقبل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>– Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, même reference, p 27.

<sup>2</sup>– متولي السيد متولي عطية، مرجع سبق ذكره، ص482.

<sup>3</sup>– نفس المرجع السابق، ص483.

<sup>4</sup>– حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص 346.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### ✓ الحاجة إلى التوسع والاستثمار:

إن متطلبات التوسع والاستثمار تلزم قيام المؤسسات بحشد امكانياتها المالية وهذا بدوره يتطلب توفر الأموال اللازمة لذلك التوسع حيث إن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية وهذا ما يدعو المؤسسات إلى قيامها باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها.<sup>1</sup>

### ✓ اعتبارات تعاقدية:

غالبا ما تكون قدرة المؤسسة على توزيعات الأرباح مقيدة بشروط واتفاقيات الدين وبشكل عام فان هذه المحددات تمنع المؤسسة من دفع توزيعات أرباح نقدية إذا لم تحقق المؤسسة مستوى معين من الأرباح، أو قد تحدد توزيعات الأرباح بمستوى معين من النقد أو كنسبة من الأرباح. وتوضع هذه المحددات من أجل حماية الدائنين إذا تعرضت المؤسسة للعسر المالي.<sup>2</sup>

## المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع الأرباح

يواجه المسير في العادة صعوبة كبيرة في تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى للمؤسسة، فالمسير يفاضل بين خيارين، الخيار الأول هو احتجاز الأرباح وبالتالي تمويل الاستثمارات التي تؤدي الى زيادة قيمة المؤسسة ورأس مال المساهمين، أما الخيار الثاني فهو توزيع الأرباح على المساهمين، وبالتالي ظهرت العديد من النظريات التي تحاول إيجاد صيغة مثلى لسياسة توزيع الأرباح، و من هنا سوف نتطرق في المطلب الأول الى نظرية عدم ملائمة التوزيعات ونظرية العصفور في اليد، أما في المطلب الثاني نظرية كل من التوزيعات الشخصية والتفضيل الضريبي، وفي الأخير نظرية الاشارة ونظرية الوكالة.

<sup>1</sup> - هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 218.

<sup>2</sup> - حداد فايز سليم، مرجع سبق ذكره، ص 310.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### المطلب الأول: نظرية عدم ملائمة التوزيعات ونظرية العصفور في اليد

حظي هذا الموضوع بقدر كبير من الاهتمام على المستوى المالي المحلي والعالمي لاختلاف خصائص الأسواق المالية منها الناشئة والمتطورة، إضافة لاختلاف النظريات ومحتوياتها وسنتطرق في هذا المطلب إلى كل من نظرية عدم ملائمة التوزيعات ونظرية العصفور في اليد.

#### أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات:

تم إنشاؤها من قبل Miller و Franco Modigliani في 1961، وتقوم هذه النظرية على أساس وجود علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، بحيث أنه في حالة رغبة المؤسسة بتوزيع أرباحها على المستثمرين والإعلان عن ذلك سوف تنخفض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بنفس قيمة التوزيعات، وفي المقابل بالنسبة للمؤسسة التي ترغب باحتفاظ بالأرباح سوف ترتفع القيمة السوقية لهذه المؤسسة بنفس قيمة هذه التوزيعات. وقد ارتكزت هذه النظرية على عدد من الفروض أهمها سوق أرس المال في حالة التأكد التام، انعدام الضرائب وعدم وجود عمولات للتعامل في الأسهم.<sup>1</sup>

قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم. ويتحدد سعر هذا الأخير حتماً للقدرة الإرادية للمؤسسة ووفقاً لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز.

وتوجد افتراضات أخرى تقوم عليها هذه النظرية وهي:

✓ ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.

✓ للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة.

<sup>1</sup> - أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 243.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

✓ ليس لتقسيم الربح بين التوزيع والاحتجاز أثر في تكلفة الأموال المملوكة.

من الواضح أن هذه الافتراضات غير واقعية وغير دقيقة، وذلك لأنه لا يعفى الأفراد أو الشركات من الضرائب على الدخل بصفة عامة، كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم بالإضافة إلى أن المدراء في مركز أفضل من حيث المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج الشركة، كما وأن لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأس مالية من خلال الفائض النقدي المتاح لأغراض الاستثمار.<sup>1</sup>

افترض النموذج بأن الهيكل التمويلي في الشركات يتكون فقط من حقوق الملكية ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم الآن أو في بداية الاستثمار تساوي القيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة يضاف إليها قيمة السهم الجديد نهاية الفترة، نظرا لاعتماد التمويل على حقوق الملكية أي عدم وجود تمويل خارجي فإن قيمة السهم أو الشركة تساوي عدد الأسهم مضروبة بسعر السهم الآن ونظرا لتغطية التوزيعات بإصدار أسهم جديدة أي تمويل الاستثمارات الجديدة المتاحة فإن قيمة السهم أو الشركة الجديدة المتاحة فإن قيمة السهم أو الشركة الجديدة تساوي التغير في عدد الأسهم مضروبا في قيمة الأسهم الجديدة أو في نهاية الفترة، وعندما تحتاج الشركة الى تمويل استثماراتها الجديدة فتقوم ببيع أسهم عادية جديدة و ليس من احتياطي الأرباح المحتجزة.

<sup>1</sup> - حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص ص 344-345.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

وبذلك فإن النظرية تكون كما يلي:<sup>1</sup>

$$ن \times ق = \Delta = ن \times ع$$

$$ن \times ق = (ن + \Delta) \times ق$$

حيث ق تساوي:

$$ق = \frac{1}{م + 1} (ت + 1ق)$$

ن: عدد الأسهم.

ع: معدل العائد.

ق: قيمة السهم الآن.

ق: قيمة السهم في نهاية الفترة.

م: معدل العائد المطلوب أو كلفة التمويل بالملكية.

ت: توزيعات الأرباح في نهاية الفترة.

ثانيا: نظرية العصفور في اليد:

في عام 1963 اقترح Gordon و Linter نظرية العصفور في اليد حيث اعترضوا عن نظرية

Modigliani و Miller.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- دريد كامل الشبيب، "إدارة مالية الشركات المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 215.

<sup>2</sup>- حمريط عبد الناصر وسليمان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 492.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

يقوم هذا النموذج على فكرة منطقية مفادها أن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم فإن المستثمرين يسعون إلى تجنب المخاطر، فهم يرون أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، فتوزيعات الأرباح الحالية تخفض درجة عدم التأكد عند المستثمرين مما يجعلهم يخصصون الأرباح المستقبلية للمؤسسة بمعدل خصم أقل، وبالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق، وبالعكس إذا انخفضت توزيعات الأرباح أو لم تدفع فإن درجة عدم التأكد ستزيد مما يرفع من العائد المطلوب، وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق، إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى آخر فإن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة، وتتمثل القيمة السوقية للسهم حسب هذا النموذج في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات، وعلى فرض أن المؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة يتم خصم هذه التدفقات بمعدل خصم (K) والذي يمثل معدل المردودية المفروض من جهة، وتكلفة مصادر التمويل من جهة أخرى، هذا المعدل يكون في تزايد من سنة لأخرى أي أن المستثمر يتحمل مخاطر متزايدة بسبب زيادة احتجاز الأرباح.<sup>1</sup>

تخفف بعضاً من افتراضات نظرية عدم الأهمية. يفترض أن الأسواق غير كاملة، هناك ضرائب، وهناك تكاليف المعاملات، وهناك معلومات عدم التماثل. وفي ظل هذه الافتراضات، يمكن أن تؤثر

<sup>1</sup> - عمار خيرى، "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد السادس، العدد 02، 2022، بدون بلد، ص 49.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة. يفضل المساهمون توزيعات الأرباح على مكاسب رأس المال، وبالتالي فإن الشركة هي التي تدفع أرباحًا يمكن أن تجتذب تقييماً أعلى للمساهمين.<sup>1</sup>

والمستثمرين يفضلون دائما الحصول على عوائد نقدية في شكل توزيعات للعائد في أقل وقت ممكن وعدم الانتظار للحصول على تلك التوزيعات مستقبلا بعد مرور فترة زمنية طويلة حيث تزداد درجة عدم التأكد الخاصة بتوقيت ومقدار حصولهم على التوزيعات خلال الأعوام القادمة.<sup>2</sup>

تقوم بهذه النظرية الشركات التي لها ميزة تنافسية المتمثلة بسهولة الوصول إلى سوق رأس المال.<sup>3</sup>

حسب هذه النظرية يمكن إيجاد قيمة الأسهم وفق المعادلة التالية:

$$P = \sum_{n=1}^n \frac{Dn}{(1 + Kn)^n} \dots\dots\dots (01)$$

$$P = \frac{D1}{(1 + K1)^1} + \frac{D2}{(1 + K2)^2} + \dots + \frac{Dn}{(1 + Kn)^n} \dots\dots\dots (02)$$

وهذا في حالة سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (المحتجزة، المعدومة) بالإضافة إلى أن معدل

الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه  $Kn > \dots > K2 > K1$

<sup>1</sup>Hossam Hassan Mohamoud Sharawi, "**How Does Capital Structure Moderate the Relationship Between Dividend Policy and Firm Performance in Egypt**", Alexandria journal of Accounting Research, vol 7, n 3, 2023, p94.

<sup>2</sup>- أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 210-211.

<sup>3</sup> Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, "**Determanats of Dividend Payout: Evidence from listed oil and Gas Companies of Pakistan**", journal of Asian Finance, Economics and Busness, Vol 3 No 4, 2016, P 26.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

لمزيد من التحليل دعنا نفترض أن المؤسسة قررت احتجاز الأرباح التي كان مقررا توزيعها على الملاك في نهاية السنة الأولى (D1) وقامت باستثمارها بمعدل استثمار متوقع قدره (g) على أن يضاف العائد على هذا الاستثمار (D1.g) للتوزيعات في السنوات التالية، في هذه الحالة سيتم الحصول على

المعادلة التالية:

$$P = \frac{0}{(1+K1)^1} + \frac{D2 + (D1.g)}{(1+K2)^2} + \dots + \frac{Dn + (D1.g)}{(1+Kn)^n} \dots\dots\dots(03)$$

يتبين بأن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة رقم (02) تفوق قيمتها في ظل المعادلة رقم (03) وذلك راجع إلى أن متوسط قيمة معدل الخصم (K) في المعادلة رقم (02) يقل عن مثيله في المعادلة رقم (03) وطالما توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم، فإن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة رقم (02) تفوق قيمتها ظل في المعادلة رقم (03) وهذا يعني أن لسياسة توزيع الأرباح أثارا على القيمة السوقية للأسهم العادية.

### المطلب الثاني: نظرية التوزيعات الشخصية ونظرية التفضيل الضريبي:

في ظل تعدد النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح سنتطرق في هذا المطلب إلى نظريتي التوزيعات الشخصية والتفضيل الضريبي.

### أولا: نظرية التوزيعات الشخصية (Theory s' Modigliani et Miller):

في عام 1961 طور Modigliani et Miller مفهوما جديدا حازا من خلاله على جائزة نوبل.<sup>1</sup> وتسمى هذه النظرية أيضا بالنظرية الحيادية لسياسة توزيع الأرباح حيث بموجب هذه النظرية فإن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على سعر السهم في السوق - القيمة السوقية للمؤسسة-، وإنما تتأثر

<sup>1</sup> - حمري عبد الناصر، سليمان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 492.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

قيمة المؤسسة فقط بالأرباح التي تحققها ومخاطر أصولها أو استثمارات، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر فقط بالدخل المتولد من إدارة الأصول وليس بكيفية تقسيم هذا الدخل إلى توزيعات نقدية على المساهمين وأرباح محتجزة، وأكد أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين.

وتقوم فكرة (M&M) على أن ثروة الملاك قبيل إجراء التوزيعات تتمثل في قيمة الأسهم العادية في السوق المالي، مضافا إليها قيمة التوزيعات التي أعلن عنها، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقررت توزيع جزء منها فإن القيمة السوقية للسهم ستخضع بمقدار التوزيعات، وأما إذا تقرر احتجاز الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم سترتفع بمقدار الأرباح المحتجزة، ولإشارة فإن الافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية غير واقعية، بحيث جادل (M&M) بأن صلاحية النظرية لا تعتمد على أرض الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العلمية.<sup>1</sup>

بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه (Hom Made Dividend) بغض النظر عن تلك التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقا لاحتياجاته من الدخل، فعندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد عن حاجة المستثمر فإنه سيتجه نحو اقتناء أسهم المؤسسة باستخدام هذا الفائض من الدخل، والعكس في حالة عدم تغطية هذه التوزيعات لاحتياجات المستثمر من السيولة، يتجه بالضرورة إلى سد هذه الاحتياجات، ويكون هذا بالتنازل عن جزء من الأسهم التي يمتلكها لغيره.<sup>2</sup>

تتطلب هذه النظرية كل الأسواق، وعدم وجود ضرائب، وتكاليف المعاملات، وتناسق المعلومات.

تحت هذه على افتراضات، فإن سياسة توزيع الأرباح لا تغير قيمة الشركة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - رشيد حفصي، 'دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي'، مجلة

الجزائرية للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 02، 2016، ص ص 42-43.

<sup>2</sup> - عمار خيرى، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-46.

<sup>3</sup> - Hossam Hassan Mahmoud Sharawi, le meme référence, p94.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### ثانيا: نظرية التفضيل الضريبي:

يوجد ثلاثة أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات منخفضة عن توزيعات

مرتفعة وهي:

- إذا كانت الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، فإن المستثمرين قد يفضلون عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها في المنشأة.
- أن الضريبة على المكاسب الرأسمالية لا تدفع إلا بعد أن يتم بيع السهم.
- إذ احتفظ المستثمر بالسهم حتى وفاته فلن تكون هناك ضرائب مستحقة.

وبسبب هذه المميزات الضريبية فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المنشآت باحتجاز الأرباح أو جزء

كبير منها.<sup>1</sup>

جاءت نظرية التميز الضريبي معاكسة لما جاءت به نظرية العصفور باليد أي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب الاختلافات الضريبية بين معدل الضرائب على الأرباح الموزعة ومعدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية، حيث في العادة الأرباح الرأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة مع الأرباح الموزعة، ووفقا لنظرية التميز الضريبي فإنه يجب على المؤسسات أن تقوم بتخفيض التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة.

<sup>1</sup> - حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص ص 345-346.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

فالمساهمون بطبيعة الحال يفضلون التقليل من الضرائب على ثروتهم، في حالة وجود ضرائب على الأرباح أعلى من الضرائب على رأس المال فمن صالح المستثمرين عدم توزيع الأرباح وشراء أسهم المؤسسات التي لا توزع الأرباح أو على الأقل تقلل من توزيعها، فحسب كل من Weston و Brarhom أنه "في حالة وجود ضرائب المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدلا من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبير منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقا لنموذج Gordon فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر".<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: نظرية الإشارة ونظرية الوكالة:

خلال هذا المطلب سنتطرق إلى معرفة كلا من نظرية الإشارة ونظرية الوكالة.

#### نظرية الإشارة:

تنص هذه النظرية على أن المسيرين يستخدمون التغيير في دفع توزيعات الأرباح كوسيلة لإيصال معلومات خاصة عن المؤسسة للمستثمرين الخارجيين وحملة الأسهم حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وبالتالي فإن التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح حول الأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، وبمعنى آخر لو كان المستثمرون يتوقعون من المؤسسة أنها توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح بينما قامت بدفع نسبة أعلى فإن سعر السهم سوف يرتفع والعكس صحيح، لو توقع

<sup>1</sup> - سايب عبد الله، سلاي بوبكر، "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر"، المجلد الثامن، العدد 01، 2022، ص 240.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، في حين أن المؤسسة دفعت نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم ينخفض في السوق المالي.<sup>1</sup>

### نظرية الوكالة:

ظهرت نظرية الوكالة للفصل بين ملكية المؤسسة وإدارتها نتيجة زيادة حجم المؤسسة.<sup>2</sup>

تنص هذه النظرية على وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، بحيث كلما توجهت قيمة الأرباح الموزعة نحو الارتفاع فإن أسعار الأسهم ستشهد كذلك ارتفاعاً في قيمتها، وذلك بسبب تأكد المستثمرين أن المؤسسة لا تقوم باحتجاز نسب كبيرة من الأرباح والذي يطرح إمكانية اهتمام المسيرين بتحقيق أهدافهم الشخصية وإعادة استخدامها في استثمارها أقل ربحية للمحافظة على هامش أمان ومخاطرة أقل.<sup>3</sup>

عندما يملك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوقاً أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار التوزيع لأرباح الأسهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في المؤسسات الناشئة، وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً، خلال عدد من السنين، وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

<sup>2</sup> - حميرط عبد الناصر، سليمان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 493.

<sup>3</sup> - أحمد لمين بوغانمة، رفيق يوسف، ص 244.

<sup>4</sup> - سايب عبد الله، سلال بويكر، مرجع سبق ذكره، ص 241.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

بالنسبة لتكاليف الوكالة تظهر نتيجة تضارب المصالح بين المساهمين وإدارة المؤسسة عندما يعمل المسيرين على خدمة مصلحتهم الذاتية بدلا من تعظيم ثروة مساهمي المؤسسة، حيث أن هذه التكاليف الناتجة عن تضارب المصالح يتحملها المساهمين وبطبيعة الحال سوف يطلبون الحصول على مقدار مرتفع من توزيعات الأرباح في حال تحققها، كما يمكن أن تنشأ تكاليف الوكالة بين حملة الأسهم وحملة السندات، فحاملو السندات يطلبون بتوزيعات منخفضة مقارنة بحملة الأسهم وذلك من أجل المحافظة على السيولة الكافية لتسديد التزامات الديون.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - حميرط عبد الناصر وسليمان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 493.

## الفصل الاول: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

### خلاصة الفصل:

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع أرباح المؤسسة على المساهمين أو احتجازها، مع مراعاة أن تتم هذه السياسة في ضوء أهداف المؤسسة، وبما يساهم في تعظيم ثروة الملاك، حيث أنه في ظل هذه السياسة يقوم المسكرون بتوزيع جزء من الأرباح على المساهمين بعد موافقة الجمعية العامة للمساهمين، وذلك في شكل نقدي أو عيني.

فقيام المؤسسة بإجراء توزيع للأرباح يعتبر كإشارات مالية ترسل إلى السوق المالي، تترجم على أن المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة، غير أن اتخاذ هذا القرار لا يتم إلا بعد استيفاء المتطلبات الاستثمارية وتوفير السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات، إلا أن توزيع المؤسسة نسبة أقل من الأرباح يجعلها تقلل من اللجوء إلى التمويل الخارجي، وبالتالي تخفيض تكلفة الإصدار والمعاملات وزيادة نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي.

الفصل الثاني "مدخل إلى  
المؤسسة الاقتصادية  
المدرجة في البورصة"

## الفصل الثاني: مدخل إلى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

## الفصل الثاني: مدخل إلى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

### تمهيد:

تسطر المؤسسة الاقتصادية مجموعة من الأهداف تسعى لتحقيقها خلال فترة حياتها، ومن بين أهم الأهداف التي تسعى لتحقيقها، تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة والمتمثل في القيمة السوقية لأسهمها ويتأثر هذا الهدف بكفاءة البورصة على اعتبارها أهم المتغيرات الخارجية المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية، فالقيمة السوقية تتأثر بمدى سرعة انعكاس المعلومات عليها، والتي من بينها المعلومات عن توزيع الأرباح أو احتجازها.

كما تتأثر القيمة السوقية للأسهم بالقرارات المالية التي من بينها قرار توزيع الأرباح، غير أنه لا يمكن الجزم بتأثيره، حيث تشير أدبيات التمويل إلى وجود رأيين جوهريين حول أثر التوزيعات على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية المدرجة فيرى البعض أن التوزيعات تؤثر على القيمة السوقية بينما البعض الآخر يرى عكس ذلك أي أن التوزيعات لا علاقة لها وليس لديها أي تأثير على القيمة السوقية للأسهم، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الآراء كانت نتائج دراسات نظرية تمت في ظل فرضيات البورصة ذات الكفاءة الكاملة.

### المبحث الأول: إدراج أسهم المؤسسة الاقتصادية في البورصة.

يعد إدراج أسهم المؤسسات الاقتصادية في البورصة أحد عمليات الإصدار التي تمنح للمستثمرين فرصة الحصول على سندات مالية جديدة في السوق المالي وللمصدرين إمكانية جمع أرباح عبر هذا السوق. ويهدف هذا المبحث إلى توضيح ماهية المؤسسة الاقتصادية والإدراج في البورصة إضافة إلى بعض المفاهيم الأساسية للأسهم.

### المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة الاقتصادية إطار، تتجمع فيه الموارد البشرية والمادية والمالية اللازمة لتحقيق أهداف محددة. وقد تطورت بتطور النظم الاجتماعية والاقتصادية، وتؤدي أدوارا مختلفة، منها اقتصادية واجتماعية تعكس أهميتها، كما أن لها خصائص تميزها سيتم التطرق لها بعد التطرق لتعريف المؤسسة إضافة إلى أهدافها المختلفة في هذا المطلب.

### أولا: تعريف المؤسسة الاقتصادية:

اختلفت تعريف المؤسسة الاقتصادية حسب الاتجاهات الاقتصادية أو الإيديولوجيات، حيث من الصعب أن يحيط تعريف واحد معنى كلمة مثل المؤسسة، فهي مفهوم يتميز بالشمولية ويمكن النظر إليه من زوايا متعددة. والاختيار من بين هذه التعاريف المتعددة والمختلفة يتوقف على الغرض من استعمالها والأهمية التي تعطى لكل جانب. ومن التعاريف المقدمة للمؤسسة الاقتصادية نجد: <sup>1</sup>

- ❖ المؤسسة هي: "كل وحدة قانونية، سواء كانت شخص مادي أو شخص معنوي، والتي تتمتع باستقلال مالي، واستقلال في صنع القرار، وتنتج سلع أو خدمات".
- ❖ المؤسسة هي: "عبارة عن خلية اقتصادية، والتي تشكل علاقات، وروابط مع أعوان اقتصادية أخرى، تتداخل معها في مختلف الأسواق".
- ❖ المؤسسة هي: "جميع أشكال المنظمات الاقتصادية المستقلة ماليا وهي منظمة مجهزة بكيفية توزع فيها المهام والمسؤوليات، وتتخصص في إنتاج السلع والخدمات التي يتم بيعها في الأسواق بغرض تحقيق أرباح"، كما يمكن أن تعرف بأنها: "وحدة اقتصادية تشمل الموارد المالية والبشرية اللازمة للإنتاج".

<sup>1</sup> - إسماعيل عراجي، "اقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص11.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

❖ وتعرف المؤسسة كذلك بأنها: "عبارة عن تجمع إنساني متدرج تستعمل وسائل فكرية، مادية ومالية لاستخراجه، تحويل، نقل وتوزيع السلع أو الخدمات طبقا لأهداف محددة من طرف المديرية بالاعتماد على حوافز الربح والمنفعة الاجتماعية بدرجات مختلفة".<sup>1</sup>

❖ **و عرف Peroux** المؤسسة بأنها: "شكل إنتاج بواسطته وضمن نفس الذمة تدمج أسعار عوامل الإنتاج المقدمة من طرف أعوان متميزين عن مالك المؤسسة، بهدف بيع سلعة أو خدمات في السوق، من أجل الحصول على دخل نقدي ينتج عن الفرق بين سلسلتين من الأسعار" كما يعرفها أيضا بأنها: "منظمة تجمع أشخاص ذوي كفاءات متنوعة، تستعمل رؤوس الأموال والقدرات، من أجل إنتاج سلعة ما، والتي يمكن أن تباع بسعر أعلى من تكلفته". وقد ركز Peroux على نقطتين من خلال هاذين التعريفين هما:<sup>2</sup>

- هدف المؤسسة عند القيام بنشاطها هو تحقيق الربح.
- لا يوجد فرق بين مالكي المؤسسة ومسيريها.

❖ وفي تعريف آخر نجد أن المؤسسة هي "منظمة قانونية تعمل في إطار قانوني محدد، تقوم بدمج عناصر الإنتاج لإيجاد قيم مضافة ينتج عنها توليد للثروة ومن ثم توزيع الدخل".<sup>3</sup>

❖ **و عرف صخري** بأنها: "تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية معينة، من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة، تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل عليه من الفرق بين الإيراد الكلي وتكاليف الإنتاج كما تعرف على أنها القوالب التي ينظم فيها الناس شؤونهم في علاقاتهم مع بعضهم البعض، والمؤسسة جهاز عمل، وأجهزة العمل تشتمل تركيبات ونظم وأدوات وتجهيز وتوزيع".<sup>4</sup>

❖ **و عرف Truchy** المؤسسة بأنها: "الوحدة التي تجمع فيها وتتسق العناصر البشرية والمادية للنشاط الاقتصادي".<sup>5</sup>

من خلال التعريفات السابقة يمكن استخلاص تعريف للمؤسسة الاقتصادية أنها: "كل تنظيم اقتصادي إطار قانوني واجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج أو تبادل السلع والخدمات مع

<sup>1</sup> - درحمون هلال، "المحاسبة التحليلية نظام معلومات لتسيير ومساعدة اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية"، أطروحة دكتوراه

في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2005، ص 11.

<sup>2</sup> - حروش ربيعة، "اقتصاد وتسيير المؤسسة"، شركة دار الأمة للنشر، الجزائر، 2013، ص ص 29-30.

<sup>3</sup> - محيريق بن الجيلاني فوزي، "مدخل لاقتصاد المؤسسة"، مطبعة الرمال، الجزائر (الوادي)، 2020، ص ص 24-25.

<sup>4</sup> - صخري عمر، "اقتصاد المؤسسة"، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2007، ص ص 24-25.

<sup>5</sup> - حروش ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

أعوان اقتصاديين آخرين، أو القيام بكليهما معا (إنتاج + تبادل)، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه".

ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية:

تتميز المؤسسة الاقتصادية بمجموعة من الخصائص من بينها:<sup>1</sup>

✓ **المؤسسة مركز تحويل:** إن المؤسسة هي ذلك المكان التي يتم فيها تحويل الموارد (المدخلات) إلى منتجات تامة الصنع (سلع وخدمات)، وتتمثل الموارد في المواد الأولية، رؤوس الأموال، المعلومات، الأفراد.

✓ **المؤسسة مركز للتوزيع:** تعتبر المؤسسة المكان الذي يتم فيه تقسيم وتوزيع الأموال المتأتية من بيع السلع والخدمات، وذلك تحت أشكال مختلفة ليستفيد منها مختلف الأعوان الاقتصادية واللذين ساهموا في العملية الإنتاجية، مثل:

○ الأجور التي توزع على العمال.

○ الأرباح ومداخيل أخرى التي توزع على الملاك الذين خاطرو برؤوس أموالهم سابقا.

○ مستحقات الإيجار الخاص بالمقرات والمعدات الخاصة بالمؤسسة.

○ الفوائد التي تدفعها المؤسسة للبنوك تعويضا للأموال المقترضة.

○ دفع مستحقات الموردين.

○ تسديد الضرائب والاشتراكات في الضمان الاجتماعي.

✓ **المؤسسة مركز للحياة الاجتماعية:** تعتبر المؤسسة مكان يتم فيه العمل جماعيا (رجال ونساء) من أجل الوصول إلى تحقيق أهداف المؤسسة وذلك بالتعاون والتنسيق في إطار احترام القواعد وقيم المؤسسة، حيث يقضي أغلبية العمال ثلث أو أكثر من حياتهم في المؤسسة مما يؤدي إلى ترسيخ العديد من المظاهر بين العمال: صراعات، محبة، رضاء...، وعليه فإن المسير في المؤسسة يحاول التكيف مع الاختلافات في اتجاهات العمال وأفكارهم وايدولوجياتهم وأهداف تواجههم في المؤسسة، وذلك من أجل تحقيق أهداف المؤسسة بأكثر فعالية.

✓ **المؤسسة مركز القرارات الاقتصادية:** تلعب المؤسسة دورا مهما في الاقتصاد باعتبارها مركزا للقرارات الاقتصادية التي تخص: نوع المنتوجات، الأسعار، التوزيع، التصدير، الاتصال...، تتمثل هذه القرارات في الاختيارات في استعمال الوسائل المحددة للوصول بأكثر فعالية للأهداف المسطرة،

<sup>1</sup> - غول فرحات، "الوجيز في اقتصاد المؤسسة"، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص ص 9-12.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

ذلك لأن المؤسسة عند قيامها بمختلف نشاطاتها تجد نفسها مجبرة على اتخاذ قرارات متعددة على مختلف المستويات وفي فترات مختلفة (قصيرة، متوسطة، طويلة) وحسب درجة أهميتها (استراتيجية، عملية).

✓ **المؤسسة شبكة للمعلومات:** إن اتخاذ القرارات الرشيدة يتطلب معلومات من مصادر مختلفة (داخلية وخارجية عن المؤسسة)، وبالتالي يتحتم على المؤسسة إعداد أنظمة قادرة على إنتاج المعلومات أو ما يسمى بنظام المعلومات وتحويلها إلى المقررين (نظام اتصالات) من أجل انجاز المهام المنوطة بهم على أكمل وجه، وتعتبر الشبكة المعلوماتية والاتصالية بمثابة العنصر الحيوي للمؤسسة.

✓ **المؤسسة مركز للمخاطرة:** إن المؤسسة معرضة للخطر باستمرار، حيث يمكن أن تخسر جزء أو كل تسبيقاتها المالية والمادية في حالة الفشل، وترتبط هذه المخاطر بصعوبات التسيير وضغط المتنافسين ومتطلبات الزبائن، ولهذا نجد بأن رأسمال المؤسسة يشارك فيه عدة أشخاص أو مؤسسات من أجل جمع مبالغ مالية معتبرة من جهة ومن جهة ثانية تقليل المخاطر والخسائر في حالة الفشل.

وأيضاً من خصائص المؤسسة الاقتصادية ما يلي:<sup>1</sup>

✓ للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة، من حيث امتلاكها للحقوق والصلاحيات، أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها، وهي ذات ذمة مالية مستقلة، ولها صفة اعتبارية، حيث تحمل اسماً مستقلاً وميزانية مستقلة، وحساباً مصرفياً.

✓ المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسة مواتية وعمالة كافية، وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة.

✓ التحديد الواضح للأهداف والسياسات والبرامج وأساليب الأعمال.

كذلك نجد الخصائص التالية للمؤسسة الاقتصادية:<sup>2</sup>

✓ القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.

✓ ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات، وإما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف.

<sup>1</sup> - بن سميحة عزيزة، "اقتصاد المؤسسة الجزء الأول"، الطبعة الأولى، دار الأيام، عمان (الأردن)، 2017، ص 18.

<sup>2</sup> - صخري عمر، مرجع سبق ذكره، ص 25.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

✓ لابد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة كي تستطيع المؤسسة أداء مهمتها في أحسن الظروف أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتفسد أهدافها.

### ثالثا: أهداف المؤسسة الاقتصادية:

تسعى المؤسسة إلى تحقيق عدة أهداف، تختلف وتتعدد حسب اختلاف أصحاب المؤسسات، وكذا اختلاف طبيعة وميدان نشاطها، ولهذا فهي تتداخل وتتشابك فيما بينها، حيث يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- الأهداف الاقتصادية: يمكن أن نذكر من الأهداف الاقتصادية ما يلي:

- **تحقيق الربح:** لا يمكن أن يستمر وجود مؤسسة ما لم تستطيع تحقيق مستوى أدنى من الربح، والذي يمكنها من رفع رأسمالها وتوسيع نشاطها والصمود أمام المؤسسات الاقتصادية المنافسة.
- **عقلنة الإنتاج:** يتم ذلك بالاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج، ورفع انتاج المؤسسة بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع، بالإضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطط والبرامج.
- تحقيق الاستقلال الذاتي للمؤسسة الاقتصادية.
- التكامل الاقتصادي على المستوى الوطني.
- تقليل الواردات من المواد الأولية، وتشجيع الصادرات من الفائض في المنتوجات النهائية عن الحاجات المحلية.
- محاولة الحد من الواردات خاصة السلع الكمالية.
- إنتاج سلع معتدلة الثمن.
- تلبية حاجات المستهلكين المحليين.

#### 2- الأهداف الاجتماعية: يمكن حصرها فيما يلي:

- **ضمان مستوى مقبول من الأجور:** يعتبر العمال من المستفيدين الأوائل من نشاط المؤسسة، حيث يتقاضون أجورا مقابل عملهم بها، ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا شرعا وعرفا، إذ يعبر العمال عن العنصر الحيوي والحي في المؤسسة.

<sup>1</sup> - بن سميحة عزيزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-22.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- **تحسين مستوى معيشة العمال:** إن التطور السريع الذي شهدته المجتمعات في الميدان التكنولوجي يجعل العمال أكثر حاجة إلى تلبية رغبات تتزايد باستمرار، بالإضافة إلى التطور الحضاري لهم وتغيير أذواقهم وتحسنها.
- **إقامة أنماط استهلاكية معينة:** تقوم المؤسسات الاقتصادية عامة بالتصرف في العادات الاستهلاكية لمختلف طبقات المجتمع، وذلك بتقديم منتجات جديدة بواسطة التأثير على أذواقهم عن طريق الإشهار والدعاية سوءا لمنتجات قديمة أو جديدة، وهذا ما يجعل المجتمع يكتسب عادات استهلاكية غالبا ما تكون في صالح المؤسسة.
- **توفير تأمينات ومرافق للعمال:** تسعى المؤسسات للمحافظة على عمالها من خلال توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي، التأمين ضد حوادث العمل، منح التقاعد... الخ.

### 3- الأهداف الثقافية: تتمثل فيما يلي:

- **توفير وسائل ترفيهية وثقافية:** تعمل المؤسسة على توفير وسائل ترفيهية وثقافية لعمالها مثل المسرح، المكتبات والرحلات، وهذا بالنظر لما لهذا الجانب من تأثير على مستوى العامل الفكري، بما ينعكس على عمله وأدائه داخل المؤسسة.
- **تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى:** مع التطور السريع في المكننة والتسيير، فإن المؤسسة تجد نفسها مجبرة على تدريب عمالها الجدد تدريبيا كفيلا بإعطائهم إمكانية استعمال هذه الوسائل واستغلالها بشكل جيد وعقلاني، كما أن عمالها القدامى يجدون أنفسهم أمام آلات لا يعرفون تحريكها أحيانا، مما يضطر المؤسسة إلى إعادة تدريبهم عليها، أو على الطرق الحديثة في الإنتاج والتوزيع وهو ما يدعى بالرسكلة، وكل هذا يدعو إلى استعمال الكفاءات جيدا.

### 4- الأهداف التكنولوجية: يمكن أن نذكر من بين هذه الأهداف ما يلي:

- **البحث والتنمية:** إن تطور المؤسسات أدى إلى توفير إدارة أو مصلحة خاصة بتطور الوسائل والطرق الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ قد تزداد أهمية لتصل إلى نسبة عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة، إذ تتنافس المؤسسات فيما بينها على الوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية وأحسن وسيلة، مما يؤدي إلى التأثير على الإنتاج ورفع المردودية الإنتاجية.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

### المطلب الثاني: مفهوم وشروط الإدراج وتكاليفه

تسعى العديد من المؤسسات إلى الدخول إلى البورصة من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام بغية تجميع مبالغ مالية معتبرة وبالتالي توسيع نشاطها، وسيتم من خلال هذه النقطة التعريف بالمؤسسات المدرجة في البورصة، وكذا شروط إدراجها وكذا تكلفة الإدراج.

#### أولاً: مفهوم الإدراج:

يعتبر الإدراج هو عملية مالية بموجبها يصبح جزء من رأسمال المقابلة متاحاً للجمهور في البورصة مقابل تحصيل أموال جديدة.<sup>1</sup> ويقصد بالإدراج في البورصة كذلك بأنه: "قبول الورقة المالية أي القيمة المنقولة من قبل هيئة السوق وقيدها بأحد الجداول بالبورصة، بحيث تصبح عملية التداول على الورقة المالية الخاصة بالشركة المدرجة متاحة من خلال السوق".<sup>2</sup>

وتعرف المؤسسة المدرجة في البورصة بأنها: "المؤسسة التي قسما من رأسمالها مفتوح لمختلف المستثمرين، والذي يتضمن جعل أوراقها المالية قابلة للتداول، ففي بورصة الأوراق المالية المسجلة في التسعيرة لها سيولة وقابلية للتداول في أي وقت".<sup>3</sup>

#### ثانياً: شروط الإدراج:

تضع كل سوق منظمة في العالم معايير إدراج خاصة بها تتماشى مع أغراضها المبتغاة، ومن الممل في هذا المقام استعراض معايير جميع هذه الأسواق. فبطبيعة الحال تختلف هذه الشروط من دولة إلى أخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة، إلا أن العامل المشترك لهذه الشروط هو أنها تتغير تبعاً لحجم المؤسسة (كبيرة أو صغيرة)، قطاع النشاط (تقليدي أو ناشئ) وكذلك تبعاً لأقدميتها (قديمة أو جديدة)، ومن منظور المنتبج للبورصات وشروط قبولها، نجد أن هناك معايير عامة موحدة لكن تختلف في درجة تشدها وأهمها ما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - الهيئة المغربية لسوق الرساميل، دليل المستثمر - فهم عمليات الإدراج في البورصة، تاريخ التحميل : 2024/04/19

الموقع/ <https://www.ammc.ma/sites/default/files/>

<sup>2</sup> - يسمينه ربحاني، "بورصة القيم المنقولة لتمويل المؤسسة الاقتصادية"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية والاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، الجزائر، المجلد 57، العدد 02، ص 354.

<sup>3</sup> - صالح أمين، "أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، 2018/2019، ص 33.

<sup>4</sup> - صالح أمين، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-35.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

1- المعايير القانونية: غالبا ما تحتاج المؤسسات إلى تعديلات في قانونها الأساسي من أجل الدخول في البورصة، وأهمها ما سيأتي ذكره:

- ✓ يشترط في المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني يندرج ضمن شركات الأموال، وبالتحديد شركة المساهمة أو شركة التوصية بالسهم، حيث أن:
- شركة المساهمة: هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصصهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة، ولا يوجد حد أقصى لعدد المساهمين كما لا يوجد أي عائق أو شرط يتعلق بحامل السهم كمؤهل معين أو خبرة.
- شركة التوصية بالسهم: وهي المؤسسة التي يكون رأسمالها مقسما إلى أسهم بين شريك متضامن أو أكثر له صفة تاجر ومسؤول دائما وبصفة متضامنة عن ديون الشركة، وشركاء موصيين لهم صفة مساهمين ولا يتحملون الخسائر إلا بما يعادل حصصهم.
- ✓ أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.

✓ ألا يتضمن النظام الأساسي للمؤسسة أو شروط الإصدار أية عقود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها.

✓ أن تكون المؤسسة قد مارست نشاطا مستقلا، تحت إشراف إدارة لم تتغير في مجملها تغير جوهريا، لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات، ويمكن أن يكون هذا النشاط قد قامت به شركة تابعة لمقدم الطلب وليس هو نفسه.

2- المعايير المالية: تتمحور هذه المعايير عموما في الاشتراطات التالية:

✓ فتح رأس المال الاجتماعي بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% لجمهور المساهمين عن طريق ما يقابلها من أسهم.

✓ تقديم تقرير خاص بتقييم أصول المؤسسة.

✓ أن تكون المؤسسات قد حققت ووزعت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين التي سبقت تاريخ طلب الإدراج في البورصة.

✓ تقديم معلومات تقديرية لخمس سنوات قادمة عن مشاريع المؤسسة واستراتيجياتها، وهو ما يعرف بمخطط الأعمال يقدم من طرف مجلس الإدارة مرفقا برأي محافظ الحسابات.

3- الالتزامات الإدارية: وتتمثل أساسا في الخطوات الواجب القيام بها على مستوى إدارة المؤسسة من أجل التحضير للدخول.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- ✓ تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يحتوي على القانون الأساسي للشركة وتقديم نشاط المؤسسة آفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
  - ✓ نشر القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج والميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.
  - ✓ تحضير نشرة اكتتاب الإدراج (أو كما تعرف أيضا بالمذكرة الإعلامية) مصادق عليها من قبل هيئة مراقبة السوق.
  - ✓ السعي إلى امتلاك تنظيم جيد ونظام للمراجعة الداخلية ونظام لمراقبة التسيير.
- تهدف الشروط الموضوعية من طرف الأسواق في كل دولة إجمالاً، إلى جعل السوق جذاباً أكبر قدر ممكن، من خلال قبول المؤسسات ذات النتائج المالية الإيجابية فقط، مما يسمح بتوجيه عملية التمويل للمؤسسات الجيدة والقابلة للاستمرار، ومن ثم تحقيق قيم مضافة وثروة للمجتمع، مما يجعلها تلعب دوراً هاماً في ضبط إيقاع النشاط الاقتصادي في إطار آليات لسوق.

### ثالثاً: تكلفة الإدراج:

إن عملية دخول المؤسسة إلى البورصة ليست بدون تكاليف بل أنها يمكن أن تصل إلى 10% من حجم عملية الدخول، فيمكن أن نصنفها حسب طبيعتها إلى تكاليف مباشرة تتعلق بإدراج المؤسسة في البورصة وأخرى غير مباشرة أصلها القيود المفروضة على المؤسسة جراء عملية الدخول، فيما يخص الإفصاح عن المعلومات وكيفية إتاحتها للسوق، كما يمكن تقسيم التكلفة الإجمالية للدخول إلى البورصة إلى ثلاثة أنواع تبعا لمراحل الدخول التي يتم التطرق إليها فيما يلي: <sup>1</sup>

#### 1- تكاليف ما قبل الإدراج:

ترتبط بإعادة هيكلة وتنظيم العمليات والأنشطة في المؤسسة تحضيراً لعملية الدخول إلى البورصة، وهي تكاليف لا بد منها تسبق اتخاذ قرار الدخول، لأن على المؤسسة تقديم هيكل مالي وقانوني سليم ومفهوم للمستثمرين المحتملين، وتعتبر هذه التكاليف صعبة القياس فلا تستطيع المؤسسة تمييز تكاليف نموها في محيطها الطبيعي عن التكاليف المرتبطة بالاستعداد للدخول إلى البورصة، وعند فحص هذه التكاليف بتفصيل أكثر نجد أن لها شقاً داخلياً يتضمن:

○ إعادة هيكلة العمليات.

<sup>1</sup> - صالحى أمين، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-46.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- توجيه انتباه المسؤولين في المؤسسة لعدة أشهر من أجل بذل جهد كبير وتطبيق نظم مراقبة أكثر تطور.
  - تبني معايير محاسبية جديدة.
  - جهود المؤسسة لتحسين الصورة والمسؤولية الاجتماعية.
  - مختلف التكاليف الإدارية.
- والشق الخارجي يتعلف باستشارة الوسطاء الخارجيين قانونيا، محاسبيا، وجبايا.

ان ارتفاع هذه التكاليف يفسر أساسا بارتفاع المعايير المفروضة من طرف البورصة والبنوك المرافقة للمؤسسة في عملية الدخول، ويتعلق الأمر هنا بجودة وصرامة القوائم المالية للمؤسسات المصدرة.

### 2- تكاليف ملازمة لعملية الدخول إلى البورصة:

ويمكن تجزئتها إلى أربعة بنود رئيسية وهي:

- **أتعاب الوسطاء الماليين وإدارة البورصة:** وتتمثل في تكاليف نقابة بنوك الاستثمار والتكاليف الخاصة بالبورصة المعنية بإدراج الأوراق المالية، وتختلف مستحقات أعضاء النقابة بناءً على مراتبهم في النقابة (بنك رئيسي قائد للمجموعة، نائب للبنك القائد، بنوك مشاركة) وأيضاً بناءً على دورهم في النقابة (تقديم استشارة، عقد شراكة)، وتختلف أيضاً بالنظر لمشاركة البنك الرئيسي القائم في رأس مال المؤسسة من عدمه، وإلى سمعة بنوك الاستثمار وكذلك إلى حجم عمليات الدخول، أما أتعاب مؤسسة البورصة فهي بمثابة تعويض عن عقد السيولة وعمليات الصفقات والمعاملات على الأوراق المالية.
- **تكاليف عمليات الاتصال:** تتعلق هذه التكاليف بنشر المذكرة الإعلامية، وإنجاز لوحات إعلانية تتضمن معلومات استراتيجية، مالية وتجارية حول المؤسسة، وعادة ما توكل هذه المهمة لشركات متخصصة في الاتصال، والذي يمثل تكلفة معتبرة لا يمكن تجاهلها، ويضاف لهذه التكاليف أيضاً تلك المتعلقة بالاجتماعات الإعلامية موعداً لا مفر منه مع الصحفيين والمحللين الماليين.
- **تكاليف الدعاية المالية:** وتتمثل في التكاليف التي يمكن أن تتجم عن إمضاء عقود دعاية مالية مع وسائل الصحافة ووسائط الإعلام وتتكفل بتغطية عملية الدخول إلى البورصة، وتعتبر هذه التكاليف ضرورية من أجل تصريف الإصدار لأن عمليات الاتصال والدعاية لها أثرها البالغ على المستثمرين.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

➤ الرسوم المتعلقة بسلطات البورصة والمتمثلة في 0.15% من حجم الأوراق المالية المصدرة للجمهور، مع وضع حد أدنى لذلك.

### 3- تكاليف ما بعد التدرج:

بعد أن يتم دخول المؤسسة إلى البورصة، تواجه التزامات جديدة تعتبر كتكاليف، وتتمثل في تكاليف الالتزام بنشر المعلومات بصفة دورية أو سنوية مثل القوائم المالية، كما تتضمن أيضا المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على سعر الأوراق المالية، وهذه التكاليف تمثل عموما ما نسبته 32.5% من تكاليف الدخول إلى البورصة.

### المطلب الثالث: مفهوم وأنواع السهم ونماذج تقييمه

تعتبر الأسهم والسندات من أهم مصادر التمويل طويل الأجل حيث تلجأ كل من الشركات وحتى الحكومات من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية عند تعذر الحصول على ذلك من المؤسسات المالية.

#### أولاً: مفهوم السهم:

تعد الأسهم في شركة المساهمة من أهم الأوراق المالية، لما تمثله من حصة في رأس مال الشركة تعطي للمساهم مجموعة من الحقوق وتقرض عليه العديد من الالتزامات، وتتميز الأسهم بعدة خصائص سيتم ذكرها بعد التطرق لتعريف السهم.

❖ "تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس مال شركات المساهمة وحصص التسوية في (شركات التوصية بالأسهم) من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منهما سهما، ويتم الإشارة إليه أحيانا بمصطلح "حصة" في شركة، وتاريخيا تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت، كما أنها تتمتع بأفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الاستثمار الأخرى على المدى الطويل، ورغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى".<sup>1</sup>

❖ "السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة".<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان (الأردن)، 2008، ص78

<sup>2</sup>- لطرش الطاهر، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص82.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- ❖ "السهم عبارة عن ورقة مالية أو أحد الأصول المالية التي تمثل نصيباً في ملكية إحدى الشركات. ويمثل السهم حقاً في أصول الشركة وإيراداتها. وكلما تملكك عدداً كبيراً من الأسهم كلما ازداد القدر الذي تملكه من أصول الشركة وإيراداتها".<sup>1</sup>
- يطلق الاقتصاديون السهم مرة على الصك ومرة على النصيب أو الحصة، وبناء على هذا فالسهم عند علماء الاقتصاد يطلق على أمرين:<sup>2</sup>
- ❖ "الحصة أو النصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال وهذه الحصة تمثل جزءاً من رأس مال الشركة ويتمثل في صك يعطى للمساهم، ويكون وسيلة لإثبات حقوقه في الشركة".
- ❖ "الصك أو الوثيقة المثبتة الذي يعطى للمساهم إثباتاً لحقه، لأن السهم يعطى للمساهم حقوقاً تجاه الشركة كما يترتب عليه التزامات نحوها".
- ❖ "السهم عبارة عن صك يمثل حصصاً متساوية في ملكية رأس مال شركة المساهمة، ويقبل التنازل عنه كما يمنح حامله حقوقاً ويحمله التزامات وفق ما ينص عليه العقد الأساسي للشركة والنظام القانوني التي تخضع له".<sup>3</sup>
- على العموم يمثل السهم حصة من الشركة بما يملكه من موجودات ونقود وحقوق، فهو جزء من أموال ملك الشركة، ومالك الشركة له حق الملكية في الشركة بقيمة الأسهم التي يمتلكها، ويحمل لقب مساهم ويتمتع حامله بالحقوق كاملة من: حق الملكية في أصول الشركة، حق نقل ملكية حصته، حق الاكتتاب بالأسهم الجديدة، الحق في الأرباح... إلخ
- ✚ **خصائص السهم:** يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى. ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:
- **القابلية للتداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لاتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. وخاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة،

<sup>1</sup>- حمدي حسن، "دليلك إلى البورصة والاستثمار"، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، سوريا، 2006، ص 38.

<sup>2</sup>- محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن (عمان)، 2009، ص ص 28-29.

<sup>3</sup>- الجريش عبد الله بن سليمان، "تداول الأسهم في السوق المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، السعودية، 2018،

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن اصدار الشرطة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.
- المسؤولية المحددة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.<sup>1</sup>
- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.
- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر.
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها، وبالتالي فالسهم يعتبر للمؤسسة مصدر تمويل دائم.
- في حالة تصفيه المؤسسة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقهم، باعتبارهم شركاء.<sup>2</sup>
- الأسهم لها قيمة إسمية محددة بالقانون ولها قيمة اصدار وهي التي تبين في الصك، والقيمة الحقيقية: هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها. والقيمة السوقية: هي قيمة السوق المالي حسب العرض والطلب والمضاربات والظروف السياسية والاقتصادية.<sup>3</sup>

### ثانيا: أنواع الأسهم:

يوجد العديد من أنواع الأسهم في البورصة ويمكن التمييز بين كل هذه الأنواع من الأسهم كما يلي:

1- الأسهم العادية: هي صكوك أو مستندات تثبت ملكية جزء من الشركة، وتمنح هذه الأسهم لحاملها الحق في حضور الجمعية العمومية السنوية للشركة، والحصول على توزيعها من الأرباح، إذ حققت

<sup>1</sup> - مطر محمد، "المحافظ الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان (الأردن)، 2016، ص ص 81-82.

<sup>2</sup> - لطرش الطاهر، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.

<sup>3</sup> - السعد أحمد، "الأسواق المالية المعاصرة"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016، ص 38.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

الشركة أرباحا وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء من هذه الأرباح على المساهمين، فالإدارة غير ملزمة بتوزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية.<sup>1</sup>

يحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات وذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة، وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة وبما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد. ويتقاضون الأرباح الموزعة إما نقدا أو في شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح.<sup>2</sup>

**2- الأسهم الممتازة:** هي فئة من الأسهم تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية، فهي تعطي الحق لحاملها في الحصول على نسبة محددة من أرباح الشركة قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية، كما أنهم يتمتعون بأولوية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات وبشكل عام ليس لحملة الأسهم الممتازة حقوق التصويت.<sup>3</sup>

**3- أسهم الخزينة:** وهي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق البورصة، وهذه الأسهم لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.

**4- الأسهم المجانية:** هذه الأسهم تمنح لمساهمي الشركة وتوزع على المساهمين دون مقابل بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم مجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة وتمنح هذه الأسهم من الاحتياطات الاختيارية والأرباح المدورة لدى الشركة. ويهدف توزيع هذه الأسهم إلى زيادة رأى مال الشركة، وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال فتزيد عدد أسهمهم، وبالتالي تعد هذه الزيادة ربحا عائدا للمساهم.<sup>4</sup>

**5- السهم الأذني أو لأمر:** يذكر اسم صاحب الحق فيه مسبقا ويتضمن عبارة (لإذن أو لأمر)، ومن ثم يستطيع نقل ملكيته عن طريق التظهير دون الرجوع إلى الشركة. وتتداول بطريق التظهير، أي تنقل من شريك إلى آخر بأن يكتب على ظهر صك السهم تحويلها إلى الآخر فيصبح الثاني هو مالك الأسهم والأول متخليا عنها.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>2</sup> - مطر محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 83-84.

<sup>3</sup> - مقابلة سهيل، "كيف تستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان"، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، الأردن (عمان)، 2013، ص 78.

<sup>4</sup> - السعد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>5</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص 202.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

6- **السهم لحامله:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها. ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية. إذ تكتسب السهم من هذا النوع بمجرد استلامه. لكن من لأهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع. لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.<sup>1</sup>

7- **السهم الإسمي:** وهو الذي يكتب عليه اسم صاحبه والمستخرج من دفاتر الشركة، والمدونة فيه البيانات الخاصة بالمساهم، وبيان المدفوع من قيمة السهم، وعملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها. وهذه لا خلاف في جوازها، لأنها صكوك تحمل اسم صاحب الأسهم وتثبت ملكيته لها، وهذا هو الأصل في الشركة.<sup>2</sup>

8- **الأسهم العينية:** وهي التي تدفع أموالا من غير النقد،<sup>3</sup> أي هو السهم الذي يكتتب بيه المساهم ويدفع ثمنه عقارا أو منقولا.

9- **الأسهم النقدية:** وهو الذي يكتتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا.<sup>4</sup>

10- **الأسهم المقيدة:** قيد الأسهم هو تسجيل السهم وتصنيفه في البورصات المحلية أو العالمية في جداول خاصة بذلك، ووفقا لإجراءات وشروط خاصة، وذلك لكي تتمكن هيئة البورصة من إعطاء كل ذي حق حقه من خلال عملية القيد.

11- **الأسهم غير المقيدة:** وهي أسهم الشركات غير المقيدة في البورصة سواء المحلية أو العالمية، ويسمى التعامل على هذه الأسهم بالتداول على خارج المقصورة.<sup>5</sup>

### ثالثا: نماذج تقييم الأسهم:

أ- **نموذج خصم التوزيعات:** عندما يتم استخدام هذا النموذج يجب النظر إلى سياسة التوزيع وكذلك نوعية القطاع الذي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم والمتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب. هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي:

<sup>1</sup> - مطر محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.

<sup>2</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص ص 200-201.

<sup>3</sup> - أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 38.

<sup>4</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص ص 199-200.

<sup>5</sup> - حمدي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 42.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

### 1- نموذج النمو الصفري: يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف بتوزيعات الأرباح

عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة وفي هذه الحالة يكون النموذج كالتالي:<sup>1</sup>

$$P = \frac{D_t}{K_e}$$

حيث أن:

P: القيمة الحقيقية للسهم.

$D_t$ : توزيعات الأرباح المتوقعة.

$K_e$ : سعر الخصم المناسب.

هذا النموذج يفترض بعدم نمو التوزيعات وبالتالي لا يكون مناسب لاستخدامه في تقييم أسهم الشركات التي تتصف لديها بمعدل نمو توزيعات ثابت.

### 2- نموذج النمو الثابت: يفترض هذا النموذج أن الأرباح الموزعة ستنمو بمعدل ثالث وهي أقل من

معدل العائد المطلوب وهذا الافتراض بأن نسبة النمو أقل من معدل العائد المطلوب هو افتراض

أساسي لتطبيق هذا النموذج رياضياً، وعليه فإن قيمة السهم العادي وفقاً لنموذج لنمو الثابت

للتوزيعات يمكن احتسابها بالمعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+K)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+K)^\infty}$$

$$D_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K)^t}$$

حيث أن:

P: القيمة الحقيقية للسهم.

$D_0$ : دفعات التوزيعات السنوية في الفترة الجارية.

<sup>1</sup> إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص 25.

<sup>2</sup> الدوري مؤيد عبد الرحمان، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار الإثراء للنشر، 2010، عمان (الأردن)، 2010، ص 144.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

K: معدل العائد المطلوب على السهم.

g : معدل النمو الثابت لتوزيعات الأرباح.

ويمكن تبسيط المعادلة ليتم صياغتها كما يلي:

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

إن الصيغة الأخيرة للمعادلة هي نموذج النمو الثابت أو كما يطلق عليه بنموذج جوردن Gordon Model، إذ بموجبها تكون القيمة الحقيقية للسهم لها علاقة: 1. بالتوزيعات الجارية، 2. بنمو التوزيعات، 3. معدل العائد المطلوب. ويلاحظ أن التوزيعات الجارية والتي يرمز لها  $D_0$  تمثل التوزيعات الحالية.

**3- نموذج النمو المتغير:** يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز بتوزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار. وترتبط هذه الحالة عادة بالمؤسسات الحديثة النشأة، حيث يكون المعدل في البداية منخفض بسبب استثمار الأرباح، ثم يتزايد هذا المعدل إلى غاية مرحلة النضوج ثم يبدأ في الانخفاض إلى أن يستقر في مستوى معين ويتم حساب قيمة السهم كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g_1)}{K - g_1} \times \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + K} \right)^n \right] + \left( \frac{1 + g_1}{1 + K} \right)^n \times \frac{D_0(1 + g_2)}{K - g_2}$$

حيث أن:

P: القيمة الحقيقية للسهم.

$K_e$ : سعر الخصم المناسب.

$D_n$ : توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج.

$D_0$ : توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى.

$g_1$ : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى.

$g_2$ : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

ب- تقييم الأسهم على أساس العائدات المستقبلية: هي الطريقة الأكثر حركية وتعتمد على التوقعات المستقبلية بشأن تطور عائدات أسهم الشركة وهو المبدأ الذي تقوم عليه البورصات (التوقعات المستقبلية). أما جوهر هذه الطريقة فيتمثل في السعر الحالي للسهم، أي أن القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية المتمثلة في التوزيعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من ملكيته لهذا السهم، ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

$P_0$ : القيمة الحالية للسهم (القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر في السوق)

$D_t$ : التوزيعات المتوقعة من السنة الأولى إلى السنة  $n$ .

$k_e$ : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر (معدل الخصم).

ت- نموذج تقييم الأرباح: هو نموذج لتقييم الأسهم وذلك على أساس ربحيته، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فإن تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة على فكرة أن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس وتوزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة Modigliani، Miller للتعبير عن نموذج تقييم السهم بالاستناد إلى الأرباح:<sup>2</sup>

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{E_t - I_t}{(1+K)^t}$$

<sup>1</sup>- بوبريمة إحسان، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -1، 2021/2020، ص ص 63-66.

<sup>2</sup>- بن العارية حسين، بلبالي عبد السلام، قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 02، 2017، ص 47.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

حيث:

$E_t$ : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة  $t$  من الاستثمارات الجديدة.

$I_t$ : الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة  $t$  لاستثمارات الوحدة المستقبلية.

$K$ : معدل العائد المطلوب.

ث- نموذج التدفقات النقدية المخصومة: تستخدم المؤسسات التدفقات المخصومة لتوزيع الأرباح أو الدفع لحاملي الديون أو ببساطة الاحتفاظ بالنقد. وبالتالي فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المباشرة المستقبلية تمثل القيمة الجوهرية للأسهم العادية بالإضافة إلى القيمة السوقية للديون بما في ذلك الأسهم الممتازة ناقصا النقدية وما يعادلها.

لتحديد قيمة المؤسسة نقوم بخصم التدفقات النقدية التشغيلية OFCF بواسطة WACC. يؤدي هذا إلى خصم التدفقات النقدية المتوقع استمرارها طالما يوجد نموذج تنبؤ معقول:

$$FV = \frac{OCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

حيث:

OCF: التدفقات النقدية التشغيلية في الفترة  $t$ .

WACC: متوسط التكلفة المرجح لرأس المال.

ولدينا:

$$OCF = EBIT \times (1 - T) + D - CAPEX - D \times wc - D \times a$$

حيث:

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

CAPEX: صافي المصاريف الرأسمالية.

T: معدل الضريبة.

D: الاستهلاك.

wc: رأس المال العامل.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

a: أي أصول أخرى.

### المبحث الثاني: قيمة المؤسسة

لعل من أبرز اهتمامات الباحثين والمفكرين الماليين وحتى المديرين الماليين والمالكون هو قيمة المؤسسة، التي تعد الهدف الرئيسي للمؤسسة باعتبار وجودها وتطورها مرتبط بقيمة المؤسسة، وتعتبر قيمة المؤسسة عن مفهوم اقتصادي يعكس القيمة السوقية للسهم في الأسواق المالية، وتعتبر قيمة المؤسسة كذلك على أنها القيمة التي تستحقها المؤسسة في تاريخ معين، وتعطي قيمة المؤسسة الصورة الواضحة عن الوضعية المالية للمؤسسة.

في هذا الفصل سيتم توضيح مختلف المفاهيم حول القيمة بصفة عامة، ومفاهيم حول قيمة المؤسسة بصفة خاصة من خلال التطرق إلى أنواع القيمة المختلفة وأيضاً آلية تحديدها، وعرض أهم العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة.

### المطلب الأول: مدخل إلى القيمة:

تم تناول مصطلح القيمة في العديد من الدراسات ومختلف المجالات، وسيتم التطرق إلى تعريف القيمة ومختلف فئاتها في هذا المطلب.

#### أولاً: تعريف القيمة:

إن أقدم نظرية حول القيمة قام بها ابن خلدون في مضمون السلع والخدمات، حيث عرف قائلاً "الافادات والمكتسبات (السلع والخدمات) كلها أو أكثرها إنما هي قيم الأعمال الإنسانية" حيث ربط قيمة السلع والخدمات بالجهد المبذول من طرف البشر، أي إبراز أهمية العمل في إعطاء قيمة الأشياء.<sup>1</sup>

القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل. وتتوقف قيمة أي أصل على عدة عوامل يمكن أن تتغير بمرور الزمن مثل:<sup>2</sup>

- البيئة الاقتصادية الكلية.
- الاستخدام المحتمل للأصل.

<sup>1</sup> - بدر الدين قدوج، "تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة"، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية مؤسسة، جامعة محمد البشير ابراهيمي، برج بوعريبيج (الجزائر)، 2021/2020، ص 72.

<sup>2</sup> - طارق حماد عبد العال، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية للنشر، 2008، ص 11.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- توقيت تقدير القيمة.
- موقف أو مكان الأصل.
- الندرة النسبية وقيم البدائل.
- مدى أو درجة الملكية ذات الصلة.
- سيولة السوق الخاصة بالأصل.
- الحالة المادية للأصل.

قدم Ricardo معالجة أكثر منهجية للقيمة، حيث ذكر أن "امتلاك السلع تستمد قيمتها القابلة للتبادل من مصدرين: من كمية العمالة المطلوبة للحصول عليها ومن ندرتها".

بحيث تم تحديد القيمة بالفعل من خلال الندرة نسبة إلى الطلب عليها، لكن الغالبية العظمى من السلع يمكن استئساخها بحرية "تقريباً دون أي حدود قابلة للتعيين" من خلال توظيف العمالة البشرية، وتطبق نظرية العمل على القيمة على جميع هذه السلع، "التي يمكن إنتاجها دون قيود".

تعتبر القيمة عن قيمة تدفع مقابل الحصول على أصل أو الحق في الحصول على عوائد في المستقبل من وراء استعمال هذا الأصل، وتختلف القيمة والسعر المتمثل في المبلغ الذي يدفع للحصول على أصل معين، بمعنى القيمة موجودة في جوهر الشيء ونتيجة لعملية التبادل التي حدثت يتم ترجمة هذه العملية إلى سعر.<sup>1</sup>

ولقد كتب Smith عن القيمة ما يلي: "يجب ملاحظة أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني أحياناً منفعة شيء محدد، وأحياناً تعني الاختيار الذي تمنحه حياة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، ويمكننا تسمية الأول بقيمة الاستعمال، والأخرى قيمة الاستبدال".<sup>2</sup>

### ثانياً: فئات القيمة:

يمكن تحديد فئتين رئيسيتين من القيم، قيم الأساس والقيم الإستراتيجية، ويمكن تقسيم قيم الأساس إلى جزئيين: "القيم الداخلية والقيم المالية"، في حين أن القيم الإستراتيجية تتماشى أكثر مع القيم المستقبلية والقيم ذات الصلة بالعملاء.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - بدر الدين قدوج، مرجع سبق ذكره، ص ص 74-75.

<sup>2</sup> - Christian Hoarau, maitriser le diagnostic financier, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2001, P145.

<sup>3</sup> - بدر الدين قدوج، مرجع سبق ذكره، ص 76.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

1- قيم الأساس: هي تلك القيم التي يجب تحقيقها على المدى القصير من أجل التشغيل المستمر للمؤسسة على أساس يومي، وهذا يشمل المنهجيات والعمليات لدعم الأنشطة الجارية، وهناك حاجة أيضا إلى التدفقات النقدية لمواصلة العمليات، لذلك هناك حاجة إلى بعض الأنشطة التي توفر القيمة المالية.

2- القيم الإستراتيجية: القيم الإستراتيجية أو القيم الابتكارية وهي تلك القيم التي يجب تحقيقها من أجل البقاء على المدى الطويل للنمو، وهذا يتضمن الحفاظ على قائمة قوية من العملاء، وخاصة تلك التي تعاملك كشريك.

### المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وأنواعها

تظهر القيمة بالنسبة للمؤسسة في شكل رقم معبر عنه بوحدات نقدية وسيتم شرح ذلك في هذا المطلب إضافة إلى أنواع القيمة.

#### أولا: تعريف قيمة المؤسسة وأهميتها

قيمة المؤسسة هي المبلغ النقدي العادل الذي توصل إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.<sup>1</sup> وتعرف كذلك قيمة المؤسسة على أنها مقياس لإجمالي قيمة المؤسسة، وعادة ما تعتبر كبديل عن القيمة السوقية للأسهم. وتعتبر القيمة السوقية للمؤسسة ببساطة عن سعر السهم مضروبا في عدد الأسهم القائمة لدى المؤسسة، ويتم حسابها بإضافة القيمة السوقية للدين وحصة الأقلية والأسهم الممتازة ناقص إجمالي النقد والمعادلات النقدية. وتقاس قيمة المؤسسة وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{القيمة السوقية للأسهم العادية} + \text{القيمة السوقية للأسهم الممتازة} + \text{القيمة السوقية للدين} + \text{حصة الأقلية} - \text{النقد والاستثمارات.}$$

<sup>1</sup> - سويسسي هوارى، "تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008، ص 37.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

قيمة المؤسسة تعرف أيضا على أنها التدفقات المالية المخصومة لها. كما أنها القيمة الاجمالية للملكية وممتلكات الحقوق الخاصة بالمؤسسة وعليه فإن القيمة هي المؤشر الأكثر دلالة على كفاءة المؤسسة (الحالة المالية، المخاطر المالية ...)<sup>1</sup>.

من التعاريف السابقة (القيمة، قيمة المؤسسة) نستنتج أن القيمة هي تلك الثروة التي أضافتها المؤسسة، وهي تبين مدى نجاح المؤسسة في عملية المزج بين عناصر الإنتاج، حيث أنه إذا كانت القيمة المضافة كبيرة، فذلك يعني أن المؤسسة قد تحصلت على قيمة إنتاج كبيرة من استخدامات وسيطية محدودة، أو قيمة إنتاج محدودة استلزمت استخدامات وسيطية قليلة وهو دليل جودة أداء المؤسسة، وحسن استغلالها لعناصرها.

وتتمثل قيمة المؤسسة فيما يلي: تعتبر قيمة المؤسسة مفيدة جدا في حالات الاندماج والاستحواذ خاصة مع السيطرة على حقوق الملكية. ويمكن استخدام قيمة المؤسسة لتحديد مقدار الأسهم التي يجب التخلي عنها باتفاقيات الشراكة، كما تساعد قيمة المؤسسة في:<sup>2</sup>

- تحديد قيمة ضمانات الدين (مثل الرهن العقاري).
- تحديد صافي القيمة الدفترية للحصة المملوكة أو الحصص في كيانات الأعمال الأخرى.
- في حالة فصل جزء منظم من مؤسسة إلى كيان آخر.
- في حالة وجود تعارض بين المالكين المشتركين إذ كان أي من الطرفين يفكر في بيع الجزء الخاص به من المؤسسة.
- لغرض اثبات الجدارة الائتمانية للمشروع.
- لغرض تحديد قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار.
- بسبب الحاجة إلى الصلح أو إجراءات الإفلاس أو تصفية المؤسسة.
- بسبب نية زيادة رأس مال المؤسسة أو تحويل أسهمها أو حصتها.

<sup>1</sup>- بدر الدين قدوج، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-78.

<sup>2</sup>- نفس المرجع السابق، ص 80.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

ثانيا: أنواع قيمة المؤسسة: للقيمة عدة أنواع نطرحها فيما يلي:

- **القيمة السوقية العادلة:** هي مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، في ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكا منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام تلك الصفقة.<sup>1</sup>
- **القيمة الاستثمارية:** هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية المتأتية من حياة أصل معين لمشتري ما (المستثمر) وعليه فقيمة الأصل تكون محددة بالنسبة لمشتري محدد، فقد تختلف هذه القيمة لنفس الأصل من مشتري محتمل آخر. ويعود السبب في ذلك لدوافع يرتكز عليها هذا المشتري أو ذاك. ومن بين العوامل المؤدية لذلك:

- إمكانية خلق القيمة المحتملة.
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة.
- الوضع الضريبي للمشتري... إلخ.

- **القيمة الاستعمالية والتبادلية:** القيمة الاستعمالية هي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج ولو كان المنتج قديما.<sup>2</sup> أما القيمة التبادلية فترتبط بقيمة الأصل (حتى ولو كان مستعملا) بغض النظر عن المؤسسة التي كان بها (كيان تشغيلي). في العادة تكون القيمة التبادلية أكبر من الاستعمالية في مؤسسة مستمرة فمثلا أجهزة حاسوب في أحد فروع المؤسسة ما تكون قيمتها أقل لو بيعت منفصلة عما لو بيعت كجزء من الفرع بأكمله.<sup>3</sup>

- **قيمة الاستغلال:** ترتبط قيمة الاستغلال بالأصول ذات الاستعمال الإنتاجي، حيث يتم حساب هذه القيمة برصد جميع التكاليف الضرورية الواجب دفعها لحيازة وتوظيف سلعة استثمارية، لها نفس النوعية والأداء والخصائص (القدرة الإنتاجية بالنسبة للألات، الشكل المعماري بالنسبة للبنىات ...) للاستثمار المعني بالتقييم. وعليه تمثل هذه القيمة، قيمة أصل معين داخل مسار (سياق) عملية الاستغلال.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - علي بن الضب، "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة"، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، 2009/2008، ص 03.

<sup>2</sup> - دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2007، ص 131.

<sup>3</sup> - علي بن الضب مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>4</sup> - سويسي هواري، مرجع سبق ذكره، ص 40.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- **القيمة الحقيقية:** المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية.
- **القيمة المحاسبية:** المبلغ الذي تدرج على أساسه الأصول في دفاتر المحاسبة المتعلقة بالميزانية بعد خصم مجموع الاهتلاكات ومجموع خسارة القيمة المتعلق بهذا الأصل.<sup>1</sup>
- **القيمة الاجمالية:** هي القيمة التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الاهتلاك، أو قبل تشكيل المؤونة.
- **القيمة الصافية:** محاسبيا تسمى بالقيمة المحاسبية الصافية وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك بعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الاجمالية لعنصر الأصل.<sup>2</sup>
- **قيمة السوق:** تتمثل في سعر البيع لسلمة (أصل) أو مؤسسة في السوق طبقا لقانون العرض والطلب، وذلك من خلال معرفة سعر بيع مؤسسات لها نفس الخصائص في نفس الفترة.
- **قيمة الحيازة:** وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية، وتمثل هذه القيمة تكلفة الحيازة لاستثمار معين، حيث يتسنى من خلاله إدخاله في ملكية المؤسسة، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية.
- **القيمة الجديدة:** هي التكلفة الواجب انفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد ذي منفعة مساوية وموازية للأصل محل التقييم، وتستخدم هذه القيمة غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرا مثل الأثاث والمعدات والتجهيزات.<sup>3</sup>
- **القيمة المتبقية:** تمثل مبلغ يمكن تحقيقه جراء التنازل عن أصل أصبح عديم الفائدة وتم إقرار إخراجه من الميزانية.<sup>4</sup>
- **قيمة التصفية:** هي المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة إنهاء أعمال منشأة ما وبيع أصولها كل على حدة والوفاء بالتزاماتها.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، 25 مارس 2009، ص ص 87-90.

<sup>2</sup> - بكاري بلخير، "أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمة الآبار (ENSP)-"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010/2009، ص ص 14-15.

<sup>3</sup> - سويسي هواري، مرجع سبق ذكره، ص ص 93-40.

<sup>4</sup> - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 5.

<sup>5</sup> - حماد طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 19.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

### المطلب الثالث: آلية تحديد قيمة المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها

سنتطرق في هذا المطلب إلى آلية تحديد قيمة المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها:

#### أولاً: آلية تحديد القيمة:

يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة ومن بين هذه الآليات نذكر:<sup>1</sup>

1. تجميع القيم الدفترية للأوراق المالية المتداولة بالشركة، والمشكلة التي تظهر على هذا الاجراء هي أنه يقوم بمعادلة القيم التاريخية للأصول والخصوم كما سجلها المحاسبون بقيمتها السوقية، ولأن القيم الدفترية والقيم السوقية تتباعدان باستمرار فإن المثلثون يقومون بتعديل مدخلات الميزانية وفقاً لهدف القيم السوقية القريبة من القيم الدفترية للوصول إلى دقة أكثر.

2. جمع القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة ويمكن تطبيق هذه الطريقة على الشركات التي يتم تبادلها بصورة عامة فقط (أي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية)، وأساسها النظري هو افتراض السوق الكامل والذي ينص على أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس بكل دقة القيمة الحقيقية للشركة، وعلى الرغم من أن طريقة السهم والديون يمكن تطبيقها على عدد محدود من الشركات التي يتم تبادل أوراقها المالية بصورة عامة، إلا أنها تساعد في عملية التقييم من ناحية إجراء المقارنات المباشرة.

3. بناء على المقارنات التي تعقدها مع الشركات الأخرى المشابهة والمعروف قيمتها سواء بسبب أن هذه الشركات التي تخضع للمقارنة المباشرة قد تم بيعها مؤخراً أو لأنه أمكن تقييمها بطريقة الأسهم والديون، أن طريقة المقارنة المباشرة والتي يشار إليها أحياناً بطريقة الرسملة المباشرة تتكون من عمليات حسابية لبعض النسب والمؤشرات مثل:

مضاعف السعر / الربح في الشركات المشابهة

#### ثانياً: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، منها ما يتعلق بالبيئة الداخلية ومنها ما يتعلق بالبيئة الخارجية. والتي يمكن عرضها فيما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص 30.

<sup>2</sup> - بدر الدين قدوج، مرجع سبق ذكره، ص 79.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

### 1- عوامل البيئة الداخلية:

التمثلة في المزايا التنافسية للمنتج والمرتبطة أساسا بسياسة التسويق والتسعير وخدمات ما بعد البيع، ونسبة الابتكار في دورات المنتج للمؤسسة، وكفاءة تمويل العمليات الاقتصادية (السيولة والملاءة، وضمان التوازن المالي وكفاءة تسيير المخاطر)، وكذا القدرات التنافسية للأفراد، وكفاءة المعاملات مع الموردين.

### 2- عوامل البيئة الخارجية:

تتمثل العوامل الخارجية في التشريعات القانونية والضريبية للدولة، ومستوى التطور الاقتصادي للدولة (السياسة النقدية، التضخم، درجة تطور السوق المالي)، وقدرة السوق المستهدفة (النتائج المحلي الإجمالي، مستوى المنافسة، والقدرة الشرائية للأفراد، الاستقرار السياسي، البيئة الطبيعية والمناخية).

إضافة إلى ما سبق توجد عوامل أخرى يمكنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة، حيث قام Juan Pablo Stegmann بتحديد ثلاث عوامل تحدد قيمة المؤسسة وتتمثل في الموارد الإنتاجية (القدرة على توجيه الاستثمارات إلى موارد فريدة من نوعها)، قوة سوق المؤسسة (قدرة المؤسسة على التأثير على الأسعار وحجم المبيعات مع المحافظة على الهدف الأساسي المتمثل في أرباح مرتفعة، القدرة على تلبية الطلب في السوق) بالإضافة إلى الابتكارات التي يتم توجيهها في النشاط الاقتصادي. وفيها يخص العوامل المؤثرة على القيمة المالية للمؤسسة فتتمثل في: تكلفة التمويل، التدفقات النقدية التشغيلية.

### المبحث الثالث: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة:

اختلفت الاتجاهات حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث هناك اتجاهين الأول هو سياسة توزيع الأرباح في ظل التأكد التام أما الاتجاه الثاني فيشمل سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد، حيث سنتعرض في هذا المبحث إلى أهم الدراسات المفسرة لذلك.

### المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام:

تقوم المقاربات النظرية التي تعمل في ظروف التأكد التام على مجموعة من الأسس والمتمثلة في توفر كل المعلومات للمؤسسة، إلى جانب المعرفة المسبقة لأرباح واستثمارات المؤسسة دون وجود أي أخطار. وفيما يلي سيتم توضيح هذه المقاربات:

### 1- وجهة نظر مدكلياني وميلر 1961 Miller & Modigliani: يعتقد مدكلياني وميلر أن قرار

الأرباح لا أثر له على قيمة المنشأة، فقيمة المنشأة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- الأصول على توليد الأرباح. أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المنشأة. ونشير إلى الفروض التي قامت عليها، وفيما يلي هذه الفروض:
- أن المستثمر رشيد.
  - أن المنشأة تعمل في ظل السوق الكامل حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق، وأنه يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر حجمها، كما لا توجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب أما المعلومات عن سوق المال فهي متاحة بالمجان.
  - أن المنشأة تعما في ظل التأكد التام فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفا مقدما.
  - لا توجد تكلفة للإصدار، أي لا تتكبد المنشأة أي مصروفات عند إصدارها الأسهم أو السندات.
  - أن سياسة الاستثمار للمنشأة ثابتة لا تتغير.

وتقوم فكرة Miller & Modigliani على أن ثروة الملاك تتمثل في قيمة الأسهم العادية في سوق المال، مضافا إليه قيمة التوزيعات التي حصل عليها الملاك. فإذا ما حققت المنشأة أرباحا وقررت توزيع جزء منها، فإن القيمة السوقية للسهم بعد الإعلان عن إجراء التوزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم. أما إذا لم يعلن عن إجراء أي توزيعات، فسوف ترتفع القيمة السوقية للسهم بمقدار الأرباح التي لم يتم توزيعها أي التي تم احتجازها.

بعبارة أكثر وضوحا لا تعني سياسة التوزيع شيء بالنسبة لحامل السهم العادي. فإذا أجريت توزيعات فسوف تزيد ثروته بمقدار هذه التوزيعات، أما إذا لم تجر أي توزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم الذي يملكه بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها. وإذا كانت سياسات التوزيع لا تهم حملة الأسهم العادية، فعلى المنشأة أن تختار سياسة التوزيع التي تناسبها، دون أن تشغل نفسها بمدى جاذبية السياسة المتبعة لحملة الأسهم العادية.<sup>1</sup>

**2- وجهة نظر فان هورن VAN HORN:** قام فان هورن بإثبات عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك بالاعتماد على رسمة التدفقات النقدية حيث اعتبر أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات وسعر السهم في نهاية الفترة والمعادلة التالية توضح ذلك كما يلي:

$$P_0 = \frac{(D + P_1)}{(K + 1)}$$

<sup>1</sup> - الهندي منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، مصر (الإسكندرية)، 1996، ص ص 602-603.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

حيث:

$P_0$ : القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة.

$P_1$ : سعر السهم في نهاية الفترة.

$D$ : القيمة الحالية للتوزيعات.

$K$ : معدل الاستحداث أو معدل المردودية المطلوب.

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو  $N$  سهم، وأن المؤسسة قامت برفع رأسمالها عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها  $N^*$  سهم فتصبح قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) قبل الرفع تساوي:

$$N \cdot P_0 = \frac{(N \cdot D + N \cdot P_1)}{(K + 1)}$$

وتصبح قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع مساوية للقيمة الحالية لصافي التدفقات كما يلي:

$$N \cdot P_0 = \frac{[N \cdot D + (N + N^*) \cdot P_1 - N^* \cdot P_1]}{(K + 1)}$$

مما يعني أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي إلى القيمة الحالية لكل من التوزيعات التي يحصل عليها الملاك القدامى في نهاية الفترة  $N \cdot D$  والقيمة الحالية للأسهم في نهاية الفترة  $(N + N^*) \cdot P_1 - N^* \cdot P_1$

أما بالنسبة للأسهم الجديدة فقيمتها إنما تعمل على إحداث التوازن بين الموارد المالية المتاحة للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة منها فإن اقتصر الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فإن القيمة السوقية للأسهم الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$R_{net} + N^* \cdot P_1 = I + N \cdot D$$

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

حيث:

$R_{net}$ : تمثل النتيجة الصافية، الأرباح المحققة خلال الفترة.

$I$ : قيمة الاستثمارات المقرر تمويلها.

$$N^* \cdot P_1 = I + N \cdot D - R_{net}$$

وعليه فإن:

وبتعويض هذه الأخيرة في المعادلة نجد:

$$N \cdot P_0 = \frac{[N \cdot D + (N + N^*) \cdot P_1 - I - N \cdot D + R_{net}]}{(k + 1)}$$

$$NP_0 = \frac{(N + N^*)P_1 + R_{net} - I}{(1 + K)}$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة إنما تمثل القيمة الحالية للقيمة السوقية لكل من الأسهم القديمة والجديدة، مضافا إليه قيمة الأرباح المحققة خلال الفترة مطروحا منها قيمة الاستثمارات التي تم تنفيذها خلال الفترة.

بالنظر للمعادلة الأخيرة نلاحظ أن لا وجود للتوزيعات في هذه المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، وهي دالة تابعة إلى النتيجة المحققة والاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة.<sup>1</sup>

**3- وجهة نظر Gordon:** يختلف فكر Gordon اختلافا جوهريا عن فكر Modigliani و Miller

وكذلك Van Horn إذ يعتقد أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وقبل أن نتناول الاثبات الرياضي لوجهة النظر هذه يجب أن نعرض الفرضيات التي قامت عليها وجهة النظر هذه، والتي تتمثل فيما يلي:

- لا يوجد تمويل خارجي، لأي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها.
- معدل المرودية المتوقع على استثمارات المؤسسة ثابت  $K^*$ .
- معدل المرودية المطلوب على الاستثمارات ثابت  $K$ .

<sup>1</sup> - عدنان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 115-117.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة.
  - معدل نمو المؤسسة ثابت  $g$  يساوي نسبة الأرباح المحتجزة  $TNDIV$  مضروباً في معدل المردودية المتوقع.
  - معدل المردودية المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو.
  - نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير.
- انطلق برهان Gordon لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالاتي:

$$P = \frac{D_1}{K - G}$$

حيث:

$P$ : سعر السهم.

$D_1$ : التوزيعات في الفترة  $t_1$ .

وبما أن التوزيعات إنما تمثل ربحية السهم  $R$  مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات  $(1-TNDIV)$  وتصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$P = \frac{R(1 - TNDIV)}{K - g}$$

ولدينا  $g = TNDIV \times K^*$  وبالتالي تصبح المعادلة كالاتي:

$$P = \frac{R(1 - TNDIV)}{K - (TNDIV \times K^*)}$$

وبالتالي فعند تساوي معدل العائد المطلوب على الاستثمار مع معدل العائد المتوقع تصبح

المعادلة:

$$P = \frac{R(1 - TNDIV)}{K - (TNDIV \times K)} \Rightarrow P = \frac{R}{K}$$

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

طالما لم تظهر TNDIV وهي المتغير الذي يعكس سياسة توزيع الأرباح في المعادلة الأخيرة، بينما ظهرت قيمة R و K، فهذا يعني أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على قيمة المؤسسة، ولأن المؤثرات الرئيسية في هذا الشأن تتمثل في ربحية السهم R وفي معدل العائد المطلوب على الاستثمار K الذي يعكس المخاطر التي تتعرض لها هذه الربحية، وبعبارة أكثر تحديدا تعتبر القيمة السوقية للسهم محصلة لقرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل ولكن هذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل العائد المطلوب والمتوقع على الاستثمار.

أما في حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيمكن تمييز بين حالتين، فحينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، وهذه الحالة عموما تميز المؤسسات الهابطة إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماما من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيف عليهم فرصا استثمارية 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 تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة، فيكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في احتجاز الأرباح قد تؤثر سلبا على القيمة السوقية للسهم وبالتبعية على المؤسسة.

وهكذا يظهر الاختلاف بوضوح بين وجهة نظر Gordon الذي يعتقد أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على القيمة السوقية للسهم العادي وبالتالي قيمة المؤسسة، وبين وجهة نظر كل من Modigliani وميلر وكذلك فان هورن اللذين يعتقدون أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم العادية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد:

بعدما تمت دراسة المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام، سيتم من خلال هذا المطلب دراسة المقاربات النظرية في بيئة عدم التأكد، وذلك في ظل الكفاءة التامة للسوق المالي. وتتمثل هذه المقاربات في:

**1- وجهة نظر مدكلياني وميلر Miller & Modigliani:** يصر مدكلياني وميلر على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسات التوزيع فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة

<sup>1</sup> - عدنان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 117-119.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

السوقية للمنشأة، وذلك على افتراض أن المنشآت تعمل في ظل المنافسة الكاملة فالمستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم فلن يلقى بالاً بسياسة توزيع الأرباح التي تقررها المنشأة. فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المنشأة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه، فيمكن للمستثمر أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجه فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المنشأة.

بعبارة أكثر وضوحاً يمكن للمستثمر أن يحدد وينفذ سياسة التوزيع التي تناسبه، من خلال عملية بيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها وبناء عليه ينبغي على المنشأة أن تختار سياسة التوزيع التي تروق لها، ولا تشغل بالها برد فعل المستثمرين تجاه تلك السياسة. فلكي تكون لسياسة المنشأة في أي مجال تأثير على قيمتها السوقية، ينبغي أن تقدم هذه السياسة خدمة خاصة للمستثمر أي خدمة لا يمكنه الحصول عليها بنفسه، وهذا لا ينطبق على سياسات التوزيع.<sup>1</sup>

**2- وجهة نظر Gordon & Linter:** تشير وجهة نظرهما إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي وهذا من خلال أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الربح، وهذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على مكاسب رأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة ارتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكداً من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبل.<sup>2</sup>

إن النتيجة الهامة التي توصل إليها Gordon و Linter هي أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل إن المستثمر سوف يفضل التوزيعات الحالية بدلاً من التوزيعات المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، إذ قد تتعرض المؤسسة لهزات تضع معها الأرباح التي سبق احتجازها، كما أن ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير مؤكد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 661-662.

<sup>2</sup> - حفصي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 43.

<sup>3</sup> - أحمد البدوي محمد، "محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية"، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 12، أبريل 2008، السودان، ص 32.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

3- وجهة نظر **Walter**: يشير والتر إلى الدور الذي يلعبه معدل المتوقع على الاستثمار في المؤسسة (معدل العائد الداخلي) ومعدل العائد المطلوب من الملاك (تكلفة رأس المال) في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

قام والتر بتقديم نموذج يعتبر قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي يأتي بعد قرار الاستثمار في المؤسسة، في هذا النموذج نجد أن مقدار التوزيعات يحدد بحسب الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المسيرين، أما المساهمون فيفضلون احتفاظ المؤسسة بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد استثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الاستثمار في مشاريع أخرى وذلك مع تحما نفس المخاطر.

ومن أجل أن يقوم والتر ببناء نموذجه فقد استند على الفروض التالية:

- ✓ اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط أما مصادر التمويل مثل القروض أو اصدار أسهم عادية جديدة سوف لن تستخدم.
  - ✓ ثبات كل من معدل العائد الخالي وتكلفة رأس المال.
  - ✓ يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها.
  - ✓ ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.
- وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم والتي هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح الأسهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كما يلي:

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

حيث:

P: هو سعر السهم السوقي.

D: توزيع الأرباح السنوية للسهم الواحد.

R: معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

B: نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة.

Ke: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

إن سياسة توزيع الأرباح وفقاً لهذا النموذج تعتمد على الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة والعلاقة بين معدل العائد وتكلفة رأس المال، حيث عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب فإن زيادة حيز الأرباح لاستخدامها في تمويل الاستثمارات لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، وحالة التساوي فكلا السياستين لا يكون لهما أي أثر على القيمة السوقية للسهم.

يعاب على نموذج والتر أنه انطلق من مجموعة من الفروض النظرية البسيطة والتي تعرضت للانتقاد والتمثلة فيما يلي:

- ✓ افترض أن يتم تمويل استثمارات المؤسسة بالأرباح المحتجزة، هذا يعني عدم وجود تمويل خارجي، وبالتالي تطبيق هذا النموذج ينحصر على المؤسسات الممولة بأموال خاصة.
  - ✓ افترض أن معدل العائد على الاستثمار ثابت، وهذا الافتراض غير منطقي أي زيادة استثمارات المؤسسة لا بد وأن يصاحبها تغير في معدل العائد المتوقع على الاستثمار.
  - ✓ افترض النموذج ثبات معدل العائد المطلوب وبالتالي يكون النموذج قد تجاهل المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم الواحد.
- ورغم هذه الانتقادات فإن نموذج والتر يعد من النماذج المهمة المفسرة للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم الواحد وبالتالي التأثير في ثروة المساهمين وعلى قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، 126-127.

## الفصل الثاني: مدخل الى المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة

### خاتمة الفصل:

يعرف تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين على أنه تعظيم القوة الشرائية من خلال توزيعات الأرباح على حملة الأسهم أو ارتفاع أسعار أسهمهم في السوق، هذه الأسعار السوقية التي أصبحت الهدف الرئيسي للإدارة المالية على مستوى الشركات الاقتصادية. هذا ويمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في السوق المالية، وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بتقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة أو أرباح محتجزة، مع مراعاة أن سياسة توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف المؤسسات الاقتصادية وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين. هذه المراجعة والمفاضلة جعلت سياسة توزيع الأرباح بمثابة اللغز الذي حاولت العديد من البحوث حل عقده، وإعطاء تفسير منطقي لها بما يتماشى وواقع المؤسسات التي تختلف ظروفها، سياساتها والبيئة التي تنشط فيها. وهو الأمر الذي أدى إلى ظهور العديد من النظريات والنماذج لسياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة المؤسسة وأسعار أسهمها، تحت قيود المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتحكم في نشاطات المؤسسة.

الفصل الثالث "تحليل أثر سياسة توزيع  
الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة  
في بورصة عمان سنة 2023"

الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة  
عمان سنة 2023

**تمهيد:**

تم التطرق من خلال الجزء النظري إلى أهم جوانب النظرية لسياسة توزيع الأرباح، والتي تعتبر أهم العوامل المفسرة لحالة المؤسسة الأنية والمستقبلية، كما تم التطرق أيضا إلى القيمة المؤسسة المدرجة في البورصة وكيفية إدراجها والنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح عليها، ونظرا للأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع فإننا ربطنا الجانب النظري بالجانب التطبيقي وذلك من خلال معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة المدرجة وقد اعتمدنا على مؤشر سعر السهم لتحديد ذلك، إذن سنحاول من خلال دراستنا على البحث على العلاقة من خلال بناء نموذج لقياس الأثر في بورصة عمان لسنة 2023.

## المبحث الأول: نبذة تعريفية حول بورصة عمان

عرف الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل الثلاثينيات القرن العشرين حيث كان التداول فيه من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض المكاتب غير المتخصصة، وقد حققت بورصة عمان تطورا ملحوظا منذ تأسيسها سواء كان من الناحية التشريعية والتنظيمية أو من الناحية الكمية وذلك بغية جذب الاستثمار المحلي والأجنبي، ومن خلال مبحثنا هذا سوف نتطرق إلى معرفة كل من نشأة وتطورها، بنية ومجلس إدارة البورصة العمانية وأخيرا شروط الإدراج فيها.

## المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة عمان

بدأ سوق عمان المالي مع بداية العقد الرابع من القرن 20 حيث تم تأسيس بنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة و تلاه شركة التبغ والسجائر في عام 1931، من ثم شركة الكهرباء الأردنية في عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية في عام 1951، وقد كانت تداول على الأسهم، ونظرا لغياب سوق النظامية يتم عبر أماكن متعددة وغير متخصصة الأمر الذي حد بالحكومة التفكير في إنشاء سوق النظامية للأوراق المالية، وبالتعامل مع مؤسسة دولية معروفة قام البنك المركزي بإجراء عدة دراسات تؤكد مدى الحاجة إليه حيث دعت إليه معظم خطط الاقتصادية المتعاقبة مشيرة إلى دوره الكبير في التنمية وتعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

حيث قام البنك المركزي 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

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالي"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص 117.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها 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 Amman Financial Market (AFM).<sup>1</sup>

وقد كانت الحصيلة النهائية لتلك الجهود وتأسيس سوق عمان المالي بموجب قانون رقم (31) لسنة 1976 وبناء عليه انبثقت شخصيته اعتبارية المستقلة مالياً وإدارياً بالإضافة إلى لجنة الإدارة التي باشرت أعمالها بتاريخ 1977/3/16 بعضوية القطاع الخاص والممثلين عن الحكومة بأمر السوق أعماله بشكل فعلي في بداية عام 1978 وقد صدر قانون عمان المالي (1) لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23.<sup>2</sup>

وكانت بعض القوانين والتشريعات الحكومية تركز على كيفية دعم هذا السوق وذلك من خلال تمتع السوق المالي الأردني بالإعفاءات وتسهيلات ذاتية تتمتع بها الوزارات والدواء الحكومية وتخضع نفقات وموجودات وإيرادات السوق دون غيرها لمراقبة الديون المحاسبية.<sup>3</sup>

فهو يعتبر مؤسسة عامة تقوم بأعمال تجارية في علاقاتها مع الغير وتخضع لأحكام قانون التجارة.

ارتفع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة لعام 1978 إلى 224 شركة في عام 2016.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 2024/05/06،

الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/76>

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

<sup>3</sup> - وليد الصافي وأنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار البداية ناشرون والموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 75.

<sup>4</sup> - <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/7>، موقع السابق.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان.

وبموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتمثل المهام الرئيسية بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة.

قامت البورصة بإعداد خطتها الإستراتيجية للأعوام 2024-2026 والتي جاءت منسجمة مع رؤية البورصة المتمثلة في توفير سوق مالي متقدم ومتميز تشريعياً وتقنياً على المستوى الإقليمي والعالمي متماشياً مع المعايير العالمية، حيث يأتي دور بورصة عمان في هذه الرؤية من خلال مبادرة "تعميق وتوسيع الأسواق المالية الأردنية" والتي جاءت ضمن أولوية الخدمات المستقبلية في ركيزة النمو الاقتصادي.

تضمنت الخطة ثلاثة أهداف إستراتيجية، يستهدف الأول الانطلاق نحو بورصة متطورة، في حين يسعى الهدف الثاني إلى تطوير البيئة الاستثمارية، وجاء الهدف الثالث لتعزيز استدامة وتنمية السوق. ولتحقيق الأهداف الثلاثة أنفة الذكر، فقد شملت الخطة سبع مبادرات تضمنت تنفيذ خمسة وعشرين مشروعاً

خلال الأعوام 2024-2026.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 2024/05/06، الموقع

[.http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/40](http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/40)

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

اشتملت هذه البورصة على مجموعة من الأهداف أهمها:

- ✓ تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني.
- ✓ الرقابة والتنظيم حركة تداول الأوراق المالية مما يضمن مصلحة الوطن والمواطن.<sup>1</sup>
- ✓ مساعدة الأفراد على الاستثمار، لضمان مستقبلهم.
- ✓ توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.
- ✓ رفع مستوى الدخل للشرائح المجتمع المختلفة وتنظيمهم
- ✓ مراقبه إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة عملية التعامل وسهولته وسرعته مما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية الصغر المدخرين.
- ✓ أتاحه فرصه أمام المستثمرين على مشاركة في تنمية قطاع الخاص.
- ✓ تحسين مستويات معيشة للأفراد بحشد أموال للوحدات الإنتاجية الكبرى.<sup>2</sup>
- ✓ تأمين السيولة لكل من المدخر والمستثمر، وتمكين الشركات المدرجة من استقطاب رؤوس الأموال.
- ✓ نشر المعلومات الخاصة بالأسعار التداول بشكل فوري بدون استثناء من أجل خلق ثقة متعاملين.
- ✓ تطوير سوق رأس المال عن طريق وسطاء وتنشيط التداول في السوق الثانوية للإصدارات في السوق الأولية وتنمية أساليب التمويل من قبل شركات إضافة، إلى تحقيق أفضل المناخ استثماري.
- ✓ تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار بالاستثمار بالأوراق المالية.<sup>3</sup>
- ✓ ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها.

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 118.

<sup>2</sup> - وليد الصافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 75 76.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004، ص

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

✓ توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعاقل.

✓ نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مجلس إدارة بورصة عمان وبيئتها

تدار بورصة عمان للأوراق المالية من قبل مجلس إدارة ومدير تنفيذي يعين من قبل مجلس الإدارة، ويكون مدير تنفيذي متفرغاً ويحضر عليه اقامة أية علاقات مالية مع أي وسيط مالي، أو يمتلك أو يتصرف بأي أوراق مالية صادرة عن وسيط مالي.<sup>2</sup>

يحدد مجلس الإدارة الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بإدارة شؤون البورصة فيما يتعلق بإدراجه تداول أوراق المالية وإفصاح المالي والمعلومات وإجراءات التي تنظم العلاقات الأعضاء البورصة ومعايير سلوك المهني للأعضاء.<sup>3</sup>

هيئة مجلس إدارة البورصة تسمى بمجلس المفوضية الذي يتكون من خمس أعضاء طبيعيين ومتخصصين من بينهم رئيس. عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها، عضوين يمثلان وسطاء من غير المذكورين، ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع 2024/04/26، الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/41>.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 117.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 160.

<sup>4</sup> - نايف عبد العزيز حمد العنزي، مرجع سبق ذكره، ص 137.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

يتولى المجلس الصلاحيات التالية:<sup>1</sup>

- إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية
- وضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة، إي تعليمات أو قرارات لتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بمقتضات وتعديلها وإلغائها.
- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة ومركز والطلب إجراء التعديلات عليها.
- النظر في التعديلات على القرارات الصادرة على البورصة وإصدار قرارات بشأنها.
- تحديد العملات التي تتقاضاها شركه الخدمات المالية وأعضاء المركز من عملائهم بحدودها العليا ودنيا وموافقة على الرسوم والعملات التي تتقاضاها البورصة
- الموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار.
- منح ترخيص التي تمنح بموجب أحكام القانون.
- منع إصدار أول تداول أي أوراق ماليه في البورصة إذا رأى ذلك ضروريا.

### بنية بورصة عمان:

تتألف بورصة عمان من: سوق ثانوي، سوق أولي، سوق الثاني، سوق الأوراق المالية غير المدرجة، سوق السندات، التحويلات المستثناة من التداول.

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 126.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

### 1- سوق الثانوي:

السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها.

### 2- سوق أولي:

ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في البورصة.

كما يعرف بأنه هو سوق الإصدارات الذي يتم في نطاقه التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى القروض، وبذلك فإن هذا السوق يساهم في زيادة رأسمال المؤسسة.<sup>1</sup>

يعتمد السوق الأول في نشاطه على السوق الثانوي لأن هذا الأخير يوفر عنصر السيولة إذ يعكس ارتفاع الإصدارات الأولية نضج السوق وزيادة ثقة الجمهور فمن خلاله تحصل الشركات على المواد اللازمة لتمويل استثماراتها ولذلك فهو يمثل سوق الاستثمار حقيقي.<sup>2</sup>

### 3- السوق الثاني:

ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان

### 4- سوق الأوراق المالية غير المدرجة:

ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله السماح بتداول أسهم الشركات غير المدرجة في البورصة وحقوق الاككتاب الصادرة عنها وفقاً لهذه التعليمات.

<sup>1</sup> - زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 191.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 147

5- سوق السندات:

ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالسندات الحكومية وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.<sup>1</sup>

السندات المتداولة في سوق عمان المالي تشتمل على سندات التتمية وإسناد القروض سائلة الذكر وسندات وأذونات الخزينة، ويتراوح عمر تاريخ الاستحقاق لهذه السندات من ثلاثة أشهر إلى عشرة سنوات. يعتبر سوق سندات في سوق عمان المالي يعتبر سوقا ضيقا حيث تراوح حجم التداول بهذه الأدوات المالية من (6) مليون إلى (37) مليون دينار في أحسن الأحوال.<sup>2</sup>

6- سوق حقوق الاكتتاب:

ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المدرجة في البورصة.

7- سوق الصناديق الاستثمارية:

ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسهم صناديق الاستثمار أو وحداتها الاستثمارية المدرجة في البورصة.

8- سوق التحويلات المستثناة من التداول:

ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية والأخرى.<sup>3</sup> ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي تتم فيه عملية نقل ملكية للأوراق المالية التي تتم خارج قاعة التداول حيث يتم نقل الملكية من خلال مركز إيداع أوراق المالية وتشمل:

- تحويل لغاية قسمة الأوراق المالية ذات الملكية المشتركة .
- التحويلات العائلية والتي تتم بين الأصول والفروع وما بين الأزواج.

<sup>1</sup> - موقع بورصة عمان الرسمي، تاريخ الاطلاع 2024/04/27، الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/985>.

<sup>2</sup> - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، 159.

<sup>3</sup> - الموقع سبق ذكره، <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/985>

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

- الوصية بالأوراق المالية التحويلات وفقا لقانون تملك الحكومة الأموال التي يلحقها التقادم .
- تحويلات الأسهم بين المؤسسين.
- هبة الأوراق المالية إلى الجهات الدينية أو الخيرية أو الاجتماعية مسجلة لدى جهات الرسمية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: شروط الإدراج في بورصة عمان

يعرف الإدراج بأنه قيد الوثيقة المالية في سجلات البورصة بحيث تكون قابلة للتداول فيها. لم يجعل القانون الأردني من ممارسة إجراء الإدراج إجراء إجباريا إذ أعطى الخيار للشركات المساهمة كقاعدة عامة حرية القيام به أو الامتناع عنه .

في كل الأحوال فإن مزايا الإدراج له من أهمية وما تدفع هذه الشركات القيام بها، إذ يمثل إعلاننا مجانا لورقة المالية، ومن قبل الجهة التي أصدرتها بما يدل على متن مركزها المالي الذي يعد وسيلة مهمة لجذب المستثمرين.

قيد القانون الأردني إدراج المؤسسات في بورصة عمان وذلك من خلال إدراج الأسهم، بشروط وضوابط معينة، فلم يجعل تسجيل في البورصة متاحا لكل الجهات المصدرة؛ وهذا بالأمر الطبيعي حتى لا يكون سوق التداول متاح لشركات تنظيم المختل.

فقد جعل القانون الأردني لبورصة عمان شروط خاصة للإدراج في كلا من السوق الأولي والسوق الثانوي اللذان كلاهما يعد جزء من السوق الثانوي

### شروط الإدراج في السوق الثاني :

جاء ذكر هذه الشروط في المادة (5/ب) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان 2016

حيث تضمنت ما يلي:

<sup>1</sup> - عبد الحفيظ خزان، "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على نمو الاقتصاد"، دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002-2013، مذكره ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 120-122.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

✓ تسجيل ورق المالية لدى هيئة الأوراق المالية، وهذا بالأمر الطبيعي، كون أن هذه الهيئة تمثل الجهة الرقابية العليا على إصدار وتداول الأوراق المالية، حيث يعد تسجيل لدى هذه الهيئة شرط وجوبي لكل مصدر للأوراق المالية، وهذا ما نصت عليه المادة (05) من قانون الأوراق المالية الأردني 2017 بقولها: "على كل مصدر في المملكة أن يقدم إلى الهيئة طلبا لتسجيل الأوراق المالية لديها وذلك وفقا للتعليمات التي يصدرها المجلس"

✓ إيداع الأوراق المالية لدى مركز إيداع الأوراق المالية، وهو المركز الذي يعني بتسجيل وبحفظ ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال إجراء التسوية والمقاصة عليها كما سيأتي بيانه، ولقيام المصدر بإجراء الإيداع يجب عليه أن يتقدم بالطلب لدى المركز بعد تسجيل أوراقه المالية لدى هيئة الأوراق المالية.

✓ عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها، وهذا بالأمر الطبيعي أيضا، فكيف يمكن إدراج أسهم يمنع تداولها، ومن هذه الأسهم ما نص عليه قانون شركات الأردنية رقم (34) لسنة 2017، والمتمثلة بالأسهم التأسيسية سواء كانت أسهم نقدية أو عينية، فلا يجوز إدراجها قبل مرور سنتين على تأسيس الشركة والحكمة من هذا القيد إبقاء صلة المؤسسين قائمة بالشركة مده كافية لاستمرار أحوالها، كما نصت المادة (02)، من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2016، على مجموعة من الأسهم أيضا غير متاحة للتداول، كالأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس إدارة أو أقربائهم أو الأسهم المملوكة من قبل المساهمين يملكون (5%) أو أكثر من رأس مال الشركة أو الأسهم المملوكة من قبل الحكومات والمؤسسات العامة أو الأسهم المملوكة من قبل الشركة نفسها وهي ما يطلق عليها أسهم الخزينة.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

✓ المصدر اتفاقية الإدراج مع البورصة وهي التي يتم من خلالها تحديد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.

✓ ألا يتضمن تقرير مدقق حسابات الشركة شكوكا حول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها، ضمن تقرير المدقق الخارجي لحسابات الشركة والمتعلق بأحدث بيانات مالية.

✓ إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل، تظهر نشاطا تشغيليا.

✓ ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (50%) من رأسمالها المدفوع، كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية.

✓ ألا تقل نسبة الأسهم الحرة (أي قابلة للتداول) في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (5%) من رأسمالها للشركات التي يقل عن (10) مليون دينار أردني، ويستغنى من ذلك الشركات التي يبلغ رأسمالها (10) مليون دينار أردني أو أكثر.<sup>1</sup>

✓ أن يكون قد مضى عام كامل على منحها حق الشروع في العمل.

### شروط الإدراج في السوق الأولي:

تتمثل شروط الإدراج في السوق الأولي في:<sup>2</sup>

✓ ألا يقل رأس مال الشركة أو قيمتها السوقية عن (2) مليون دينار.

✓ ألا يقل صافي حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع.

✓ الشركة قد حققت أرباحا صافية بعد الضريبة في سنتين متتاليتين على الأقل خلال الثلاث سنوات الأخيرة قبل الإدراج.

✓ وزعت أرباحا أو أسهما مجانية مرة واحدة على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة قبل الإدراج.

<sup>1</sup> - عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 172.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 160.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

✓ ألا يقل معدل دوران أسهم الشركة خلال الإثني عشر شهرا الأخيرة عن 10% ولا يقل عدد أيام تداولها عن 15% من عدد أيام التداول الكلي خلال تلك الفترة.

### المبحث الثاني: الواقع العملي لبورصة عمان لسنة 2023

جاءت هذه الدراسة لبيان الآلية التي تتم من خلالها عملية تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، حيث تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث مطالب رئيسية، يعكس كل مطلب منها الخطوة التي يجب القيام بها لتحقيق هذا التداول وفقا لأسبقيته الزمنية بداية من معرفة الأدوات المالية المتداولة التي هي الأساس ثم كميات وحجم التداول في بورصة عمان وأخيرا كيفية التداول وأوقات التداول في بورصة عمان

### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي

بموجب قانون بورصة عمان في سنة 2023، يتم تداول مجموعة أدوات مالية المتمثلة في: الأسهم العادية، إسناد القرض (السندات)، سندات المقارضة، أدوات الدين العام.

#### 1) الأسهم العادية:

تتمثل في أسهم شركة المساهمة العامة نقدية أو عينية حيث يقوم مجلس إدارة الشركة بإصدار وثائق مؤقتة للمساهمين تثبت فيها حق ما يملكه كل منهم في أسهم شركة ليسدد من قيمتها، وغالبا تتضمن هذه الشهادات المصدر من مجلس إدارة شركة البيانات التالية:

✓ أسهم الشركة ومركزها الرئيسي.

✓ أسهم المساهم وعددها ونوع مساهمته.

✓ الأرقام المتسلسلة لشهادات ملكية السهم.

يكون سهم الشركة بعد تسديد ما لا يقل عن (50%) من قيمته الاسمية قابلا للتداول في السوق الثانوي، ولا يجوز لشركة المساهمة العامة شراء أسهمها لحسابها الخاص، إلا إذا آلت إليها باندماج شركة أخرى بها أو بشرائها لأسهم شركة أخرى كانت تملك أسهمها في رأس مالها.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

ويكون تداول أسهم باطلا في سوق في الحالات التالية:

- ✓ إذا كان السهم مرهونا أو محجوزا أو مؤشرا عليه بأي قيد يمنع التصرف به.
- ✓ إذا كانت شهادة الأسهم مفقودة.
- ✓ إذا كان من الأسهم تأسيسية.
- ✓ في حالة حضر ومنع قوانين والأنظمة المعمول بها في السوق بتداول سهم أي شركة مساهمة في السوق المالي .

### (2) إسناد القرض (السندات):

الفرق بين السندات والإسناد هو فرق لفظي فقط يقصد بذلك التميز بين السندات التنموية الصادرة عن الحكومة التي يتولى البنك المركزي إصدارها وإدارتها وتلك الإصدارات من قبل المؤسسات العامة وشركات المساهمة.

يمكن تعريف الإسناد القرض: بأنه الأوراق المالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة لتداول وتصديرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس سنوات وتتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.

يمكن تقسيم إسناد القرض إلى قسمين هما:

- **إسناد قرض اسمية:** أي تصدر باسم مالكيها وتنتقل ملكيتها وفقا لأحكام القانون السوق وتنشأ ملكية إسناد في تاريخ توثيق عقد البيع في السوق.
- **إسناد قرض لحاملها:** يعطي هذا النوع من الإسناد حق لحاملها سند الحقوق المترتبة عليها أو تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم.

يجب على وجه السند أن يحتوي على المعلومات التالية:

- اسم الشركة المقرضة وشعارها أن وجد وعنوانها ورقم تسجيلها وتاريخها.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

- اسم مالك إسناد القرض آدا كان إسناد اسمي.

- رقم السند نوعه وقيمه الاسمية ومدته وسعر الفائدة.

أي شروط أخرى ترى الشركة المقترضة إضافتها شريطة أن تكون وردت بنشرة الإصدار

ويشترط قبل أن تقوم الشركة المساهمة العامة بالافتراض أن تتوفر الشروط التالية:

1. موافقة الهيئة العامة للشركة على إصدارها بناء على توصية مجلس الإدارة.

2. أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به قد سد بكامله.

3. ألا تتجاوز قيمة إسناد القرض رأس مال الشركة المدفوع.

4. أن تكون الإسناد مضمونة بكامل قيمتها برهن.

5. أن توافق لجنة الإصدارات على الإسناد.

وقد كانت الميزة الرئيسية لهذه الإسناد بالمقارنة مع السندات التتمية تتمثل في العائد السنوي المرتفع

عليها وهو (8.5%) وكذلك في إمكانية التوظيف فيها من قبل البنوك، بينما لم يكن بإمكان البنوك في

السابق التمتع بمثل هذا العائد المعفى من ضريبة الدخل في حالة سندات التتمية.

### (3) سندات المقارضة:

تعتبر سندات المقارضة أداة من أدوات التمويل وفق قواعد الاقتصاد الإسلامي، والفارق الأساسي

بين سندات المقارضة والسندات التقليدية في ظل الاقتصاد الحالي، أن سندات التقليدية تصدر على أساس

دفع فوائد محددة معلنة بنشرة الإصدار خلال مدة السندات، وحتى يحين موعد استحقاقها، وهي تقوم على

أساس أن العلاقة القائمة بين الجهة المصدرة والمكتتب علاقة مديونية وهي قائمة على أساس ضمان رأس

المال المكتتب به الزيادة بالنسبة المعلنة للفائدة.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

حيث تعرف سندات المقارضة بأنها:

الوثائق المحددة بالقيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلال وتحقيق الربح.

حيث يتم إصدار سندات المقارضة على شكلين وهما:

**الشكل الأول:** تكون صادرة لأجل معين يهدف إلى الحصول على تمويل بدخل من جملة الأموال المستثمرة من البنك ويسمى بهذه الحالة بسندات المقارضة المشاركة المقررة في أعمال البنك الإسلامي.

**الشكل الثاني:** صدور السندات لغايات محددة ومعينة وحصيلة لسندات في هذه الحالة تكون مخصصة لمشروع معين، وتسترد قيمة السندات من واقع الدخل المتحقق في المشروع المعين مع المشاركة في الربح والسندات.<sup>1</sup>

### (4) أدوات الدين العام:

وهي عبارة عن أدوات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها مجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما سندات الخزينة فهي سندات المسجلة أو سندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.<sup>2</sup>

يحق للحكومة أن تقترض من الجمهور عن طريق إصدار الدين العام.

تتكون أدوات الدين العام من أدوات الخزينة - سندات الخزينة أو السندات الحكومية:

<sup>1</sup> - وليد الصافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-86.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 167.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

✓ **أذونات الخزينة:** هي الصك أو الكمبيالة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة التي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة.

✓ **سندات الحكومية:** فهي السندات المسجلة والسندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.<sup>1</sup>

شروط إصدارها تقرر من قبل مجلس الوزراء ولا يجوز بأي حال من الأحوال بعد إقرارها وإعلانها تغييرها أو تعديلها، و في نفس الوقت نفسه لا يجوز أن تزيد في أي وقت من الأوقات عن (25%) من معدل الواردات المحلية المحصلة في السنوات الثلاث الأخيرة أو إجمالي المبلغ المتداول أيهما أكثر، وألا يزيد اجمالها عن مقدار النفقات الرأسمالية السنوية المقدرة في الموازنة وعن (20%) من النفقات الفعلية للعام المنصرم وألا يزيد الحد الأقصى لتاريخ الاستحقاق عن خمس عشرة سنة و الاكتتاب فيها مسموح به لغير المقيمين في الداخل، وذلك وفقا لأحكام قانون مراقبة العملات الأجنبية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.

وقد شاركت بورصة عمان خلال سنة 2023 في عدة منظمات واتحاديات من أهمها: <sup>2</sup>

-اتحاد أسواق المال العربية.(AFCM)

-الاتحاد الدولي للبورصات.(WFE)

-المنظمة العالمية للغة الإفصاح الالكتروني.(XBRL)

-اتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية.(FEAS)

-مبادرة البورصات ذات التنمية المجتمعية المستدامة.(SSE)

-اتحاد خدمات المعلومات المالية.(SIIA)

<sup>1</sup>- وليد الصافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 87.

<sup>2</sup>- موقع أداء بورصة عمان سنة 2023، تاريخ الاطلاع 2024/04/28، الموقع <https://www.ase.com.jo/ar/faqs>.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

-منظمة التعاون الإسلامي.(OIC)

وبالإضافة إلى ذلك، تشارك بورصة عمان في المؤتمرات والندوات العربية والمالية. ووقعت بورصة عمان مذكرات تفاهم وتعاون مشترك مع عدد من البورصات العربية والعالمية.

### المطلب الثاني: كميات وحجم التداول في بورصة عمان

يتم التداول في بورصة عمان عن طريق التسعير المستمر حيث أنه يتقيد بكميات وحجم معين

ومحدد.<sup>1</sup>

انخفض حجم التداول في بورصة عمان خلال العام 2023 ليصل إلى حوالي 1.5 مليار دينار مقارنة مع حوالي 1.9 مليار دينار للعام 2022، أي بانخفاض نسبته % 23.5 وبلغ عدد الأسهم المتداولة خلال العام 2023 حوالي 1.1 مليار سهم نفذت من خلال حوالي 686 ألف عقد مقارنة مع 1.2 مليار سهم تم تداولها خلال العام 2022 نفذت من خلال حوالي 738 ألف عقد.

حافظت البورصة على توازنها وسجل الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة **ASEGI** للبورصة انخفاضاً طفيفاً ليصل إلى 2431.2 نقطة في نهاية عام 2023 مقارنة مع 2501.6 نقطة نهاية عام 2022، بانخفاض نسبته 2.8%. علماً بأن هذه المقارنة هي مع الرقم القياسي لعام 2022 والذي وصل إلى أعلى مستوياته منذ عام 2009. علماً بأن إغلاق الرقم القياسي لعام 2023 باستثناء إغلاق عام 2022 لا زال عند أعلى مستوياته منذ عام 2010، كما انخفض الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة **ASE20** ليصل إلى 1308.8 نقطة في نهاية عام 2023 مقارنة مع 1345.3 نقطة نهاية عام 2022، أي بانخفاض نسبته 2.7% وحقق مؤشر العائد الكلي **ASETR** وهو الرقم الذي يقيس التغيير في أسعار أسهم شركات عينة المؤشر بالإضافة إلى التوزيعات

<sup>1</sup> - موقع لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع 2024/04/26، الموقع <https://exchange.jo/ar/print/pdf/node/13146>.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

النقدية لهذه الشركات بافتراض إعادة استثمارها في أسهم شركات المؤشر، ارتفاعاً ليصل إلى 1488.5 نقطة في نهاية عام 2023 مقارنة مع 1430.2 نقطة نهاية عام 2022، أي بارتفاع نسبته 4.1% وانخفضت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان إلى حوالي 16.9 مليار دينار أي بانخفاض نسبته 5.9% مقارنة مع القيمة السوقية للأسهم المدرجة في نهاية العام 2022. علماً بأن القيمة السوقية في نهاية العام 2023 باستثناء اغلاق عام 2022 لا زالت عند أعلى مستوى لها منذ عام 2018<sup>1</sup>.

في حال كان الحد الأدنى والأعلى المسموح بهما لسعر الورقة المالية مساويين للسعر المرجعي لها، فيتم تحديد الحد الأعلى والأدنى بمقدار مضاعف نقدي واحد زيادة ونقصاناً عن السعر المرجعي للورقة المالية<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: كيفية التداول وأوقات التداول في بورصة عمان

اعتمدت بورصة عمان على طريقة لتداول محددة من قبل قانون البورصة، صادر بالاستناد لأحكام المادة (35) من تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، والمقر من قبل مجلس الإدارة بموجب قراره رقم (2/ 2021) تاريخ 25/02/2021 والمعدل بموجب قراره رقم (28/2021) تاريخ 10/06/2021، حيث شملت كل من كيفية التداول و أوقات التداول، و منه نبدأ:

<sup>1</sup> - موقع لنشرة بورصة عمان، تاريخ الاطلاع 2024/04/26، الموقع [https://www.ase.com.jo/ar/news/ada-bwrst-](https://www.ase.com.jo/ar/news/ada-bwrst-man-khlal-alam-2023)

[man-khlal-alam-2023](https://www.ase.com.jo/ar/news/ada-bwrst-man-khlal-alam-2023)

<sup>2</sup> - مرجع سبق ذكره، <https://exchange.jo/ar/print/pdf/node/13146>.

## أولا كيفية التداول:

يتم التداول في بورصة عمان على أربع مراحل وهي:<sup>1</sup>

1. تظهر الأوامر المدخلة خلال مرحلة ما قبل الافتتاح على سجل الأوامر دون إحداث أي تداول ويقوم نظام التداول في حال التقاء العرض والطلب باحتساب سعر التوازن التأشيرى بعد كل عملية إدخال أو تعديل أو إلغاء للأوامر .
2. تنفذ الكميات القابلة للتنفيذ في أوامر الشراء والبيع خلال مرحلة الافتتاح لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيرى عند تلك اللحظة .
3. عند انتهاء مرحلة الافتتاح يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية مرحلة التداول المستمر .
4. يمكن للوسيط إلغاء أوامره السارية خلال جميع المراحل بما فيها مرحلتي الاستعلام والإغلاق باستثناء مرحلة الافتتاح.

حيث تتمثل أوامر التداول في هذه البورصة على النحو التالي:<sup>2</sup>

- يجب أن يحدد في أمر الشراء وأمر البيع المدخل إلى نظام التداول كمية الأوراق المالية، ورمز الورقة المالية، والسعر، والرقم المرجعي للعميل ومدة سريان الأمر وجميع المعلومات التي تعتبر ضرورية للتنفيذ.
- يمثل السعر في الأمر المدخل بسعر محدد أعلى سعر يقبل به المشتري في حالة الشراء وأقل سعر يقبل به البائع في حالة البيع.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه.

<sup>2</sup> -Avner Kalay, " The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Reexamination of the Clientele Effect", The Journal of finance, Vol 37 September 1982, P P 1059\_ 1062

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

- إذا تم إدخال أمر شراء بسعر أعلى من السعر الموجود على جانب البيع أو أمر بيع بسعر أقل من السعر الموجود على جانب الشراء في مرحلة التداول المستمر فإن التنفيذ عندئذ يكون على السعر المحدد في الطرف المقابل.
  - إذا تم إدخال أمر شراء أو أمر بيع إلى سجل الأوامر بكمية قابلة للتنفيذ على أكثر من سعر في الطرف المقابل في مرحلة التداول المستمر، عندئذ تنفذ حسب سلسلة الأسعار الموجودة حسب الأولوية حتى تنفذ جميع الكمية، وإذا لم ينفذ الأمر بالكامل فإن الكمية غير المنفذة تبقى في سجل الأوامر على السعر المحدد بالأمر.
  - تنفذ الأوامر المدخلة بسعر محدد في مرحلة التداول المستمر كلياً أو جزئياً حسب الأوامر الموجودة على الطرف المقابل، وفي حالة عدم التنفيذ يتم ظهور الأوامر على سجل الأوامر حسب أولوية السعر بحيث يتم ترتيبها تنازلياً في حالة الشراء وتصاعدياً في حالة البيع وحسب أولوية الوقت عند تساوي السعر لأكثر من أمر.
- حيث يتم إدخال الأمر المتقابل خلال مرحلة التداول المستمر على أي سعر يقع بين أفضل سعر شراء وأفضل سعر بيع، ويتم تنفيذه مباشرة.
- تقسم الأوامر من حيث مدة سريانها على نظام التداول على النحو التالي:
- **الأمر اللحظي:** وهو أمر يسمح بإدخاله خلال مرحلة التداول المستمر ويتضمن تنفيذ أكبر كمية ممكنة منه وإلغاء الكمية غير القابلة للتنفيذ.
  - **الأمر اللحظي:** وهو أمر يسمح بإدخاله خلال مرحلة التداول المستمر ويتضمن تنفيذ كامل الكمية فور الإدخال أو إلغائه في حال تعذر ذلك.
  - أمر لصالح يوم واحد.
  - أمر لصالح تاريخ الاستحقاق.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

- أمر صالح حتى نهاية الشهر .

- أمر صالح حتى يتم إلغاؤه .

### ثانيا أوقات التداول:

تبدأ بورصة عمان أعمالها يوميا من الأحد للخميس من الساعة الثامنة صباحا وحتى الرابعة مساء ،

ما عدا أيام العطل الرسمية.<sup>1</sup>

تكون أوقات ومراحل جلسة التداول للأوراق المالية المدرجة على النحو التالي:<sup>2</sup>

المرحلة	الوقت
مرحلة الاستعلام	10:00 - 07:30
مرحلة ما قبل الافتتاح	10:30 - 10:00
مرحلة الافتتاح	10:30±
مرحلة التداول المستمر	12:30 - 10:30±
مرحلة الصفقات	12:45 - 12:30
مرحلة إغلاق السوق	13:00

## المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان سنة 2023

سنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء صورة عامة عن دراسة الحالة، وذلك من خلال تقديم

مجتمع الدراسة ووصف العينة المختارة، وإعطاء تصميم للدراسة الاختبارية وتحديد معالمها .

<sup>1</sup> - مرجع سبق ذكره، <https://www.ase.com.jo/ar/faqs>

<sup>2</sup> - المرجع السابق، <https://exchange.jo/ar/print/pdf/node/13146>

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

### المطلب الأول: تعيين النموذج

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد النموذج وكذا مجتمع وفترة الدراسة كما أننا تطرقنا إلى متغيرات الدراسة ودراسة انتشار البيانات.

#### أولاً: تحديد النموذج

تستخدم العديد من الدراسات في المجال المالي المناهج البحثية التي تعتمد على الأساليب الكمية المتطورة وذلك بغرض الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العالية، ومن بين الأساليب الإحصائية المستخدمة في المجال المالي هي أساليب تحليل الانحدار الخطي، وبالتالي سنعتمد عليه في دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المدرج في بورصة عمان لسنة 2023.

#### ثانياً: مجتمع وفترة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كل الشركات المدرجة في بورصة عمان لسنة 2023، وقد تم اختيار عينة عشوائية تتكون من 75 شركة من مختلف القطاعات الاقتصادية التي تنشط في بورصة عمان. (أنظر الملحق رقم 1).

أما فترة الدراسة فقد اعتمدنا على سنة 2023 كمجال زمني.

#### ثالثاً: متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة القياسية كل من المتغير التابع والمتغير المستقلة المؤثرة في القيمة السهم المدرج وذلك على مستوى بعض المؤسسات الاقتصادية في سنة 2023 لبورصة عمان المشمولة في عينة الدراسة، حيث تتمثل فيما يلي:

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

### المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة (SHP)، حيث تم الاعتماد على سعر سهم عند فترة الإغلاق بالنسبة للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان بتاريخ 2023/12/31 لقياس قيمة المؤسسة.

### المتغيرات المستقلة:

تم الاعتماد على متغير مستقل هو:

التوزيعات النقدية للسهم (DIV): يتم الاعتماد على مؤشر التوزيعات النقدية للسهم لقياس المتغير المستقل في الدراسة وهو سياسة توزيع الأرباح، ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة الأرباح الموزعة خلال سنة 2023 على عدد الأسهم المكتتب فيها.

### الخطأ العشوائي U:

يرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها:

- ✓ إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.
- ✓ عدم دقة صياغة الشكل الرياضي للنموذج.
- ✓ حدوث أخطاء ناجمة في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

وتأخذ دراستنا الصيغة الجبرية التالية:

بحيث:

$$SHP_i = a + b(DIV)_i + U_i$$

$SHP_i$ : تمثل المتغير التابع للدراسة و هو قيمة المؤسسة.

$DIV_i$ : تمثل متغير مستقل و هو التوزيعات النقدية للسهم.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

U: تمثل الخطأ العشوائي.

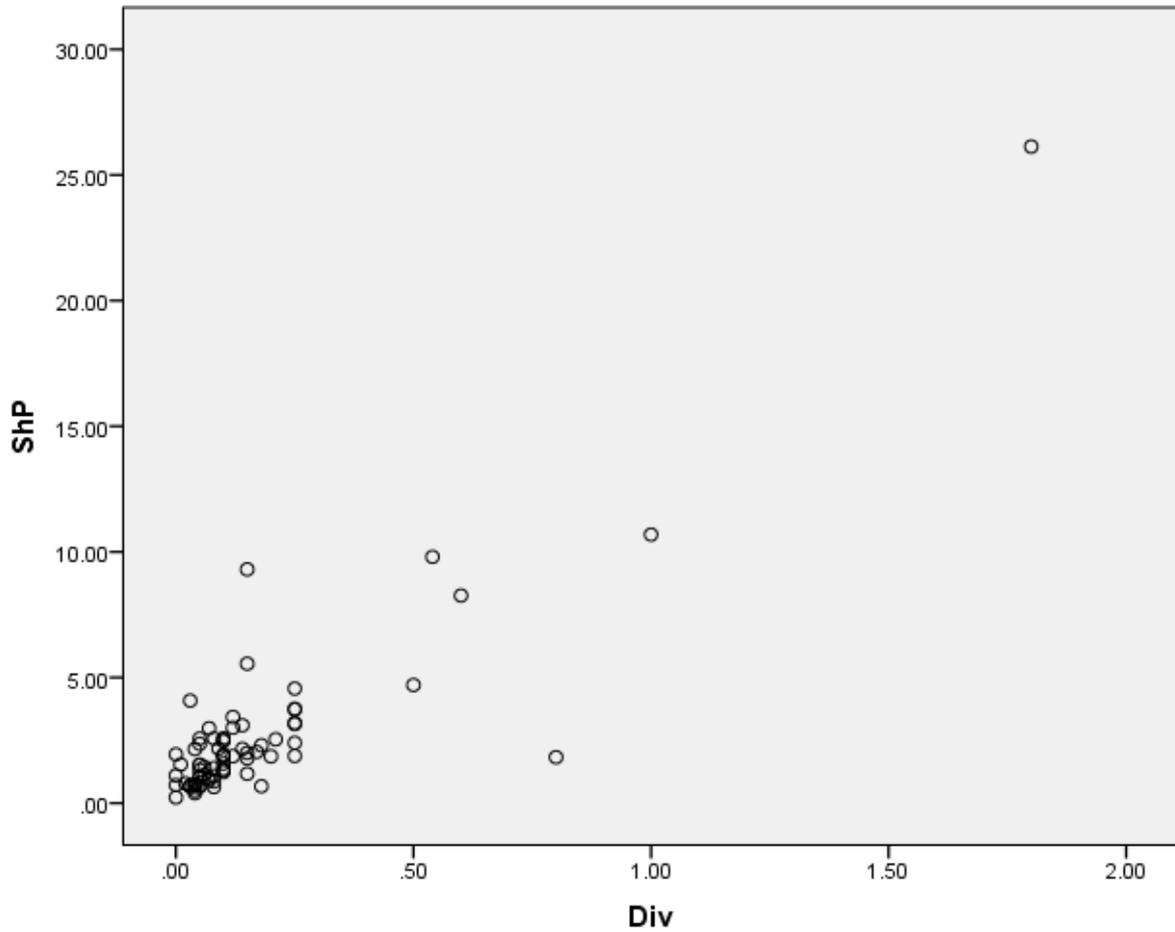
i: رقم المشاهدة.

رابعاً: دراسة انتشار البيانات

لمعرفة بشكل انتشار البيانات ومدى موافقتها للشكل المختار للنموذج المقترح لدراستها وهو الشكل

الخطي، فإننا نورد الشكل الموالي:

شكل رقم 01: انتشار بيانات متغيرات الدراسة



المرجع: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برمجية SPSS

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

يوضح لنا الشكل رقم (01) أن انتشار بيانات متغيرات الدراسة والمتمثلة في قيمة المؤسسة التي استخدمنا سعر السهم عند الإغلاق كمؤشر لقياسها في محور العينات، والتوزيعات النقدية للسهم المعتمدة كمؤشر لقياس سياسة توزيع الأرباح في محور البيانات هي خطية، حيث تنتشر بشكل خطي وإيجابي.

### المطلب الثاني: الإحصائيات الوصفية

#### أولاً: عرض وصفي لمتغيرات الدراسة

لأخذ فكرة أولية عن قيمة متغيرات الدراسة ومدى انتشارها نورد الجدول الموالي:

جدول رقم (01) إحصائيات وصفية لمتغيرات الدراسة

Statistiques descriptives					
	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
Div	75	.00	1.80	.1603	.25641
ShP	75	.23	26.13	2.5707	3.44003
N valide (listwise)	75				

المرجع: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برمجية SPSS

يوضح لنا الجدول رقم (01) أن المتوسط الحسابي لمتغير التوزيعات النقدية للسهم قد بلغ 0.1603 بانحراف معياري قدره 0.2564، أما متغير قيمة المؤشر فقد بلغ متوسط الحسابي 2.5707 بانحراف معياري قدره 3.4400، وقد بلغت أدنى قيمة لهذا المتغير 0.23 بينما أعلى قيمة هي 26.13، ولهذا السبب كان هناك الانحراف المعياري كبير لهذا المتغير، وهو ما يؤكد التشتت الكبير للأفراد عينة الدراسة من حيث القيمة السوقية.

#### ثانياً: الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح لنا الجدول رقم 02 مصفوفة معامل الارتباط ل Pearson بين متغيرات الدراسة

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

جدول رقم 02: مصفوفة الارتباط بمتغيرات الدراسة:

Corrélations		
	Div	ShP
Div	Corrélation de Pearson	.877**
	Sig. (bilatérale)	.000
	N	75
ShP	Corrélation de Pearson	.877**
	Sig. (bilatérale)	.000
	N	75

المرجع: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

يوضح لنا الجدول رقم (02) أن معامل الارتباط بين التوزيعات النقدية للسهم وقيمة المؤسسة يقدر ب 0.877، وهو معنوي عند درجة معنوية قدرها 1% حيث أن مستوى معنوية معامل الارتباط هي 0.000، وهذا ما يدل على وجود علاقة ارتباط خطي موجب وقوي بين المتغيرين.

### المطلب الثالث: تقدير وتقييم نموذج الانحدار الخطي البسيط

#### أولاً: نتائج التقدير

نقوم في هذه المرحلة بتقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدمة في هذه الدراسة بقياس مدى أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان لسنة 2023، حيث اعتمدنا على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS لتقدير نتائج التقدير نعرضها في الجدول رقم (03).

الجدول رقم (03): يوضح نتائج التقدير

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	.686	.227		3.016	.004
Div	11.760	.756	.877	15.559	.000

المرجع: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

توضح لنا الدراسات التقدير المعروضة في الجدول رقم (03) أن المعلمة المقدره لمتغير سياسة توزيع الأرباح قد جاءت بالقيمة 11.700، كذلك فإن قيمة الحد الثابت جاءت مقدره ب 0.686، هذه النتائج تؤكد على وجود أثر موجب لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة.

### ثانيا: تقييم نموذج الانحدار الخطي البسيط

بعد عرض نتائج تقدير نموذج أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان خلال سنة 2023 في المرحلة السابقة، فإننا نقوم في هذه المرحلة بتقييم نتائج التقدير وفقا للمعايير الإحصائية المعتمدة في هذا الشأن.

#### أ. اختبار ستيودنت:

يهدف هذا الاختبار لمعرفة مدى معنوية المعلمات المقدره لمتغير التوزيعات النقدية للسهم وكذا للمدى الثابت حيث يتم قبول المعلمة المقدره إذا كان مستوى معنويتها اقل من القيمة المدرجة لمستوى معنوية الاختبار وهي 5%.

ومن البيانات الواردة في الجدول رقم (04) نجد أن مستوى معنوية الاختبار للمعلمة المقدره لمتغير التوزيعات النقدية للسهم تقدر ب 0.000، أما مستوى معنوية الحد الثابت فهي تقدر ب 0.004، وكلاهما اقل من القيمة المدرجة 5%، لهذا فإن اختبار ستيودنت يقبل نتائج التقدير.

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

### ب. اختبار جودة التوفيق:

لمعرفة مدى قدرة المتغير المستقل وهو التوزيعات النقدية للسهم في تفسير المتغير التابع وهو قيمة

المؤسسة فإننا ندرج اختبار جدول التوفيق، حيث نعرض جدول رقم (04) نتائج:

#### Récapitulatif des modèles<sup>b</sup>

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.877 <sup>a</sup>	.768	.765	1.66708

a. Valeurs prédites : (constantes), Div

b. Variable dépendante : ShP

### المرجع: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

تؤكد نتائج اختبار  $R^2$  إن التوزيعات النقدية للسهم تفسر مقداره 76.8% من التغير في قيمة المؤسسات

المدرجة في بورصة عمان، أما الباقي 23.2% فيعود للخطأ العشوائي.

### ج. اختبار فيشر

يتم الاعتماد على هذا الاختبار لمعرفة مدى سلامة الشكل الرياضي الخطي المختار من قبلنا لقياس

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة، ومعرضة في الجدول رقم (05) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (05): يوضح نتائج اختبار فيشر

#### ANOVA<sup>a</sup>

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1					
Régression	672.824	1	672.824	242.098	.000 <sup>b</sup>
Résidu	202.877	73	2.779		
Total	875.701	74			

a. Variable dépendante : ShP

## الفصل الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان

b. Valeurs prédites : (constantes), Div

المرجع: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برمجية SPSS

تؤكد نتائج الاختبار أن قيمة فيشر المحسوبة المقدرة بـ 242.098 هي معنوية إحصائية عند مستوى معني 5 % وذلك لأن قيمة مستوى معنوية الاختبار مقدر بـ 0.000، وهو أقل من القيمة المدرجة 5 % وبالتالي فإن الشكل الرياضي المختار هو سليم إحصائيا.

### خلاصة الفصل:

تعتبر بورصة عمان من البورصات التي فرضت نفسها على الساحة الدولية بصفة عامة والساحة العربية بصفة خاصة، وذلك بفضل اتخاذ قرار الأمثل في توزيع الأرباح، كما تم تحديث وتطوير عمل بورصة عمان وآلية التداول بشكل خاص، تعد الدراسة القياسية التي قمنا بها بمثابة الفاصل لما تم التوصل إليه في الجانب النظري حيث فسرت النتائج وجود أثر موجب بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسات المدرجة.

الخاتمة العامة

### خاتمة عامة:

يعرف تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين على أنه تعظيم القوة الشرائية من خلال توزيعات الأرباح على حملة الأسهم أو ارتفاع أسعار أسهمهم في السوق، هذه الأسعار السوقية التي أصبحت الهدف الرئيسي للإدارة المالية على مستوى الشركات الاقتصادية، هذا ويمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في السوق المالية.

حاولت هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المتعلقة بتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة، حيث توصلت هذه الأخيرة إلى وجود علاقة بينهما، وتشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح وصافي الربح.

تم دراسة قدر المستطاع لتحليل وقياس التأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة لعينة تتكون من 75 شركة مدرجة ببورصة عمان من جميع القطاعات لسنة 2023.

حيث تم تخصيص ثلاث فصول لعلاج الإشكالية المذكورة سابقا، واستخدما نموذج الانحدار الخطي البسيط باعتماد على برنامج SPSS.

### نتائج اختبار الفرضيات:

تم قبول الفرضية الأولى الفرضية الأولى: سياسة توزيع الأرباح جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عيني.

وهذا ما تم اثباته في الفصل الأول حيث أنه اعتبر الأرباح الناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات المساهمين أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة مكونة من الموارد الداخلية أو الخارجية

للمؤسسة

تم قبول الفرضية الثانية: تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار قائم بحد ذاته بدرجة عليا، إضافة إلى أنه قرار استثماري وتمولي أيضا.

وهذا ما برره الفصل الأول في طبيعة سياسة توزيع الأرباح حيث أنها تتداخل القرارات المالية فيما بينها فالاستثمارات تقوم على أساس تحديد الأرباح المستقبلية وبالتالي حجم التوزيعات المتوقعة في المستقبل، أما القرار التمولي فيعتمد على تكلفة تمويل التي تعتبر بدورها من ضمن العوامل المساعدة في تحديد الفرص الاستثمارية التي تقبلها المؤسسة، بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على مقدار الأموال المملوكة وبالتالي يمتد أثره إلى التأثير على تكلفة الأموال.

**الفرضية الثالثة:** يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان لسنة 2023.

برر ذلك الفصل الثالث من الدراسة حيث تم تحليل وتفسير النتائج المتحصل عليها وذلك بواسطة نموذج الانحدار الخطي البسيط بالاعتماد على برنامج SPSS.

**وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى النقاط الآتي ذكرها:**

- تعتبر سياسة التوزيع الأرباح المثلى هي التي تعظم القيمة السوقية للمساهمين لتحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين والنمو في المستقبل.
- يتم صرف التوزيعات اعتمادا على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة.
- توجد العديد من أنواع لسياسة توزيع الأرباح منها: توزيعات منتظمة، على أساس الأرباح المتبقية، سياسة توزيع مقدار نقدي منخفض، وغيرها.
- تعبر سياسة توزيع الأرباح قرار قائم بحد ذاته بدرجة عالية، وقرار تمويلي واستثماري متكاملين.
- معظم الشركات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية توزيعات الأرباح، لكن يمكن لمجلس إدارة الشركة تغيير هذه الكمية، بناء على الزيادة والنقصان في الأرباح التي حققتها الشركة.
- تعتبر المؤسسة خلية اقتصادية، والتي تشكل علاقات، وروابط مع أعوان اقتصادية أخرى، تتداخل معها في مختلف الأسواق.

- أهم خاصية التي تتميز بها المؤسسة الاقتصادية هي أنها مركز تحويل وتوزيع.
- تختلف القيمة والسعر المتمثل في المبلغ الذي يدفع للحصول على أصل معين، بمعنى القيمة موجودة في جوهر الشيء ونتيجة لعملية التبادل التي حدثت يتم ترجمة هذه العملية إلى سعر.
- توجد عدة نظريات تفسر علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة من بينها: نظرية Miller & Modigliani، نظرية VAN HORN، Gordon...  
• يتبع بورصة عمان سياسة توزيعات للأرباح مستقرة نوعا ما (الاستقرار في معدّل التوزيع وليس في القيمة النقدية للتوزيعات) وهذا من أجل الحفاظ على الدخل العادي للمساهمين والشركاء ودعم الأسعار والقيمة السوقية للمؤسسة.

### مقترحات الدراسة:

- في ظل ما تقدم يمكن اقتراح جملة من المقترحات في النقاط التالية:
- ✓ ضرورة قيام البورصات بالإفصاح عن بياناتها ليتسنى للباحثين إجراء بحوثهم الخاصة بها.
  - ✓ أن تعمل الشركات على اعتماد سياسة توزيع التي تحقق التوازن بين كل من رغبة المستثمرين بالحصول على عوائد التوزيعات وقيامها باحتجاز ما تحتاجه من الأرباح كمصدر تمويل داخلي يساعدها في تلبية متطلبات التوسع والنمو.
  - ✓ أن تأخذ الشركة بالاعتبار أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح والتي تلقى اهتماما من قبل المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري ومن أهمها على سبيل المثال: الوضع المالي، الجوانب القانونية للشركة.
  - ✓ ينصح ألا تقدم الشركات على زيادة توزيعاتها إلا إذا كان لديها إمكانية للحفاظ على هذه التوزيعات مستقبلا أخذا بعين الاعتبار التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية.

# قائمة المراجع

#### الكتب:

- 1- أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016.
- 2- أحمد محمد غنيم، "الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء"، المكتبة العصرية، 2008.
- 3- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004.
- 4- إسماعيل عرباجي، "اقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- 5- الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 6- حمدي حسن، "دليلك إلى البورصة والاستثمار"، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، سوريا، 2006.
- 7- دريد كامل الشبيب، "إدارة مالية الشركات المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 8- رفيقة حروش، "اقتصاد وتسيير المؤسسة"، شركة دار الأمة للنشر، الجزائر، 2013.
- 9- سمير محمد عبد العزيز، "السياسات الاقتصادية للمستقبل مدخل اتخاذ القرارات"، مركز الإسكندرية للكتاب، 2004، مصر (الإسكندرية).
- 10- سهيل مقابلة، "كيف تستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان"، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، الأردن (عمان)، 2013.
- 11- طارق حماد عبد العال، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية للنشر، 2008.
- 12- عاطف جابر طه عبد الرحيم، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2008.
- 13- عبد العزيز سمير محمد، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر (الإسكندرية)، 1997.
- 14- عبد الغفار حنفي، "أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى"، الدار الجامعية للنشر، مصر (الإسكندرية)، 2004.
- 15- عبد الله بن سليمان الجريش، "تداول الأسهم في السوق المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، السعودية، 2018.
- 16- عزيزة بن سمينة، "اقتصاد المؤسسة الجزء الأول"، الطبعة الأولى، دار الأيام، عمان (الأردن)، 2017.
- 17- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان (الأردن)، 2008.
- 18- عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة"، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 19- فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، "مبادئ المالية -2"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 20- فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، جامعة الأردن، 2010.
- 21- فتحى إبراهيم محمد أحمد، "مبادئ التمويل والإدارة المالية"، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007.
- 22- فرحات غول، "الوجيز في اقتصاد المؤسسة"، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2008.
- 23- فرد ويستون، يوجينبرجام، "التمويل الإداري"، دار المريح للنشر، المملكة العربية السعودية (الرياض)، 2003.
- 24- فوزي محيريق بن الجبلاني، "مدخل لاقتصاد المؤسسة"، مطبعة الرمال، الجزائر (الوادي)، 2020.
- 25- فيصل محمود الشاوره، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
- 26- مؤيد عبد الرحمان الدوري، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار الإثراء للنشر، 2010، عمان (الأردن)، 2010.
- 27- محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، الطبعة 01، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، السعودية (الظهران).
- 28- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر (القاهرة).

- 29- محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن (عمان)، 2009.
- 30- محمد مطر، "المحافظ الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان (الأردن)، 2016.
- 31- وليد الصافي وأنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار البداية لناشرون والموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- الرسائل والأطروحات:**
- 1- أمين صالح، "أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جبجل، 2018/2019.
- 2- بدر الدين قدوح، "تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة"، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية مؤسسة، جامعة محمد البشير ابراهيمي، الجزائر (برج بوعريج)، 2020/2021.
- 3- بلخير بكاري، "أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمة الآبار (ENSP)-"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009/2010.
- 4- عبد الحفيظ خزان، "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على نمو الإقتصادي"، دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002-2013، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.
- 5- عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2007.
- 6- علي بن الضب، "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة"، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، 2008/2009.
- 7- فائزة عدمان، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السوقية للأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2017.
- 8- نايف عبد العزيز حمد العنزي، "الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني"، دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012.
- 9- هلال درحمون، "المحاسبة التحليلية نظام معلومات لتسيير ومساعدة اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2005.
- 10- هوارى سويبي، "تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008.

## الدوريات والمجلات:

- 1- أحمد البدوي محمد، "محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية"، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 12، أبريل 2008، السودان.
- 2- أحمد لمين بوغانمة، يوسف رفيق، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40-"، مجلة دراسات في الاقتصاد ودراسات الأعمال، المجلد 05، العدد 02، 2022.
- 3- السيد متولي عطية متولي، "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على قيمة السوقية للمصاريف السعودية"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 02، 2021.

## قائمة المراجع

- 4- جمال قدام وآخرون، "محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJI"، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد 02، 2022.
- 5- حسين بن العاربية، عبد السلام بلبالي، قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 02، 2017.
- 6- رشيد حفصي، "دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي"، مجلة الجزائرية للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 02، 2016.
- 7- زينب غزالي، "أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح -دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة-"، مجلة الاقتصاد الصناعي، عدد 13، 2017.
- 8- صورية بن عزيزة، "العلاقة بين تمهيد الدخل وقرار توزيع الأرباح -دراسة حالة شركة حجر السود للفترة 2010-2021-"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 11، العدد 02، 2023.
- 9- عبد الله سايب، أبو بكر سلال، "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر"، المجلد الثامن، العدد 01، 2022.
- 10- عبد الناصر حمريط، محمد سليمان، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح: دراسة قياسية لمؤسسة صبدال المدرجة في بورصة الجزائر لفترة 2002-2021"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 08، العدد 01، 2023.
- 11- عمار خير، "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد السادس، العدد 02، 2022.
- 12- عيسى حجاب وهدي حافي، "مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح"، مجلة البديل الاقتصادي، العدد الخامس.
- 13- هاشم حسن حسين، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد 17، 2008.
- 14- يسمينه ربحاني، "بورصة القيم المنقولة لتمويل المؤسسة الاقتصادية"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية والاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، الجزائر، المجلد 57، العدد 02.

### التقارير والارشادات:

- 1- إبراهيم الكراسنة، "ارشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.
- 2- بورصة عمان، التقرير السنوي 2023.

### المحاضرات والمنشورات:

- 1- احسان بوبريمة، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -1، 2021/2020.
- 2- زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 191.

### الجرائد:

- 1- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، 25 مارس 2009.

### المواقع:

- 1- الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 2024/05/06، الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/76>
- 2- الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع: 2024/05/06، الموقع [.http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/4](http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/4)
- 3- الموقع الرسمي لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع 2024/04/26، الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/4>
- 4- موقع بورصة عمان الرسمي، تاريخ الاطلاع 2024/04/27، الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/98>
- 5- موقع أداء بورصة عمان سنة 2023، تاريخ الاطلاع 2024/04/28، الموقع [. https://www.ase.com.jo/ar/faqs](https://www.ase.com.jo/ar/faqs)
- 6- موقع لبورصة عمان، تاريخ الاطلاع 2024/04/26، الموقع [.https://exchange.jo/ar/print/pdf/node/13146](https://exchange.jo/ar/print/pdf/node/13146)
- 7- موقع لنشرة بورصة عمان، تاريخ الاطلاع 2024/04/26، الموقع <https://www.ase.com.jo/ar/news/ada-bwrst-man-khlal-alam-2023>
- 8- الهيئة المغربية لسوق الرساميل، دليل المستثمر - فهم عمليات الادراج في البورصة، تاريخ التحميل: 2024/04/19  
الموقع: <https://www.ammc.ma/sites/default/files/>

### مراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Avner Kalay, " The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Reexamination of the Clientele Effect", The Journal of finance, Vol 37 September 1982.
- 2- Christian Hoarau, maitriser le diagnostic financier, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2001.
- 3- Ebenezer Agyemang Badu, "**Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana**", Journal of Finance and Accounting, Vol 04, No 07, 2013,
- 4- Hossam Hassan Mohamoud Sharawi, "**How Does Capital Structure Moderate the Relationship Between Dividend Policy and Firm Performance in Egypt**", Alexandria journal of Accounting Research, vol 7, n 3, 2023.
- 5- Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, "**Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan**", Journal of Asian Finance Economics and Business, Vol 03, No 04, 2016.
- 6- Rico EkaWahyuHudiwijono, SitiAisjah, KusumaRatnawati, "**Influence of Fundamental Factors on Dividend Payout Policy: Study on Construction Companies Listed on Indonesian Stock Exchange**", Master Program of Management, Faculty of Economics and Business, Brawijaya University, Vol 21, No 01.

الملاحق

القطاع	إسم الشركة	رمز الشركة	متوسط سعر السهم	سعر الإغلاق	عدد الأسهم	الأرباح الموزعة	صافي الأرباح بعد الضرائب	التوزيعات النقدية للسهم	نسبة توزيع الأرباح
البنوك	بنك العربي	ARBK	4,54	4,56	640800000	160200000	466926000	0,25	0,34
	بنك الاسكان	THBK	3,46	3,73	315000000	78750000	145248719	0,25	0,54
	بنك المال	CAPL	2,24	2,04	263037122	44716311	89806793	0,17	0,5
	بنك الاهلي	AHLI	1,06	1,08	200655000	16052400	15691979	0,08	1,02
	بنك الأردن	BOJX	2,21	2,3	200000000	36000000	48462940	0,18	0,74
	بنك الاسلامي الأردني	JOIB	4,03	4,08	200000000	50000000	59332900	0,03	0,84
	بنك الاتحاد	UBSI	1,89	1,83	200000000	16000000	44268707	0,8	0,36
	بنك القاهرة عمان	CABK	1,36	1,36	190000000	19000000	36692815	0,1	0,52
	بنك الأردني الكويتي	JOKB	2,25	2,57	150000000	12000000	79535961	0,08	0,15
	بنك الاستثمار العربي	AJIB	1,29	1,3	150000000	15000000	18793607	0,1	0,8
	بنك التجاري الأردني	JCBK	0,9	1,01	120000000	6000000	11497840	0,05	0,52
	بنك المؤسسة العربية	ABCO	0,75	0,73	110000000	4400000	7856830	0,04	0,56
	بنك الاستثماري	INVB	1,51	1,54	100000000	10000000	23824312	0,01	0,42
بنك صفوة الاسلامي	SIBK	1,92	1,94	100000000	0	15805108	0	0	
التأمين	التأمين الأردني	JOIN	1,18	1,1	30000000	0	1456592	0	0
	الأولى للتأمين	FINS	0,69	0,76	28000000	1120000	2665873	0,04	0,42
	مجموعة الخليج للتأمين - الأردن	GIGJ	1,85	1,78	26000000	3900000	9495783	0,15	0,41
	الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	1,03	1,17	22050000	3307500	1435975	0,15	2,3
	التأمين الإسلامي	TIIC	1,41	1,4	15000000	1200000	1577198	0,08	0,76
	النسر العربي للتأمين	AAIN	3,11	3,15	10000000	2500000	2539858	0,25	0,98
	التأمين الوطنية	NAAI	1,06	1,24	8000000	800000	1533550	0,1	0,52
	دلتا للتأمين	DICL	1,01	0,86	8000000	640000	337963	0,08	1,89

	القدس للتأمين	JERY	1,87	1,87	8000000	960000	992868	0,12	0,97
	المتحدة للتأمين	UNIN	1,81	1,85	8000000	800000	1255358	0,1	0,64
الخدمات المالية المتنوعة	الاردنية لاعادة تمويل الرهن العقاري	WOOL	9,71	9,3	12500000	1875000	4676737	0,15	0,4
	الأردنية للإدارة والاستشارات	JOMC	1,5	1,58	2500000	250000	523164	0,1	0,48
	حدائق بابل المعلقة للاستثمارات	SALM	2,57	2,36	2000000	100000	138893	0,05	0,72
	دارات الأردنية القابضة	DARA	0,52	0,51	10250000	410000	346105	0,04	1,18
	الشرق الأوسط القابضة	MEHC	1,52	1,52	17038971	851949	7705646	0,05	0,11
	العقارات	مجمع الضليل الصناعي العقاري	IDMC	0,67	0,73	22278900	891156	1171950	0,04
عمون الدولية للاستثمارات المتعددة		AMON	0,65	0,68	6180371	185411	255625	0,03	0,73
المهنية للاستثمارات العقارية والإسكان		PROF	0,52	0,68	27367296	882816	899151	0,03	0,98
نور كابيتال ماركيتس للاستثمارات المتعددة		NCMD	1,78	1,86	1000000	200000	109161	0,2	1,83
عمد للاستثمار والتنمية العقارية		AMAD	0,72	0,66	6000000	300000	-270461	0,05	-1,11
المحفظة العقارية الاستثمارية		AQAR	0,74	0,64	6000000	480000	39896	0,08	12,03
الفنادق والسياحة	العربية الدولية للفنادق	AIHO	0,83	0,79	32728881	654578	1859704	0,02	0,35
	الشرق للمشاريع الاستثمارية	AIPC	1,82	2,15	16000000	640000	1274041	0,04	0,5
الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	JOEP	2,18	1,92	91761444	8823216	15061869	0,1	0,59
	كهرباء محافظة اربد	IREL	11,32	9,8	14000000	7500000	15641337	0,54	0,48
	آفاق للطاقة	MANE	2,34	1,88	110000000	27500000	24987626	0,25	1,1
	مصفاة البترول الأردنية /جوبترول	JOPT	5,73	4,7	100000000	50000000	66055480	0,5	0,76
النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	SHIP	2,32	0,67	15000000	2700000	3170551	0,18	0,85
	السلام الدولية للنقل والتجارة	SITT	1,1	1,05	18000000	900000	1801014	0,05	0,5
	النقلات السياحية الاردنية /جت	JETT	2,11	1,89	10800000	1080000	2472653	0,1	0,44
	مسافات للنقل المتخصص	MSFT	0,61	0,67	18500000	740000	1361392	0,04	0,54
الخدمات	الاسواق الحرة الاردنية	JDFS	8,27	8,26	22500000	13500000	9682905	0,6	1,39

	المركز الاردني للتجارة الدولية	JITC	1,05	1	3400000	238000	169595	0,07	1,4
	المتخصصة للتجارة والاستثمارات	SPTI	1,18	1,53	1000000	45000	6149	0,05	7,32
	مجموعة أوفتك القابضة	OFTC	0,35	0,4	34850000	1219750	2125667	0,04	0,57
	المتكاملة للتأجير التمويلي	LEAS	3	3,1	15000000	2100000	3331815	0,14	0,63
الخدمات التعليمية	الزرقاء للتعليم والاستثمار	ZEIC	2,49	2,5	16500000	1650000	947785	0,1	1,74
	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	AIEI	2,5	2,48	40500000	4050000	3107662	0,1	1,3
	الإسراء للتعليم والاستثمار	AIFE	3,75	3,75	15000000	3750000	3501717	0,25	1,07
	البتراء للتعليم	PEDC	3,12	3,43	20000000	2400000	2136429	0,12	1,12
التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	JTEL	2,48	2,54	187500000	39375000	44727481	0,21	0,88
	الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	CEBC	0,68	0,72	16000000	0	251070	0	0
الهندسية والإنشائية	العربية لصناعة المواسير المعدنية	ASPMM	1,08	1,13	9000000	540000	988524	0,06	0,55
	أساس للصناعات الخرسانية	ASAS	0,59	0,67	7120000	178000	284197	0,03	0,63
الأغذية والمشروبات	الآلبان الأردنية	JODA	2,03	2,57	4000000	200000	-38604	0,05	-5,18
	الاستثمارات العامة	GENI	2,74	3	10000000	1200000	2137253	0,12	0,56
	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	UMIC	2,12	2	6000000	900000	468323	0,15	1,92
	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	JVOI	2,97	3,19	4000000	1000000	1352884	0,25	0,74
	سنيورة للصناعات الغذائية	SNRA	4,88	5,55	28000000	4200000	4537649	0,15	0,93
الصناعات والتعديلية	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	AALU	2,7	2,98	6750000	472500	-46244	0,07	-10,22
	مناجم الفوسفات الاردنية	JOPH	21,1	10,69	247500000	247500000	440440000	1	0,56
	البوتاس العربية	APOT	34,95	26,13	83317500	149972400	363434000	1,8	0,41
	الوطنية لصناعات الالمنيوم	NATA	1,16	0,9	9000000	630000	-283505	0,07	-2,22
	اسمنت الشمالية	NCCO	2,59	2,58	55000000	5472500	4827865	0,1	1,13
الصناعات الكيماوية	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	ICAG	0,76	0,7	14956389	747819	305120	0,05	2,45
	الموارد الصناعية الأردنية	JOIR	0,23	0,23	6285649	0	-348816	0	0

الأدوية والصناعات	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	MBED	2,08	2,17	16500000	1500000	4536123	0,09	0,33
	دار الدواء للتنمية والاستثمار	DADI	1,23	1,32	35000000	1750000	3002595	0,05	0,58
	الحياة للصناعات الدوائية	HPIC	3,06	2,4	9500000	2375000	1631354	0,25	1,46
	فيلاذلفيا لصناعة الأدوية	PHIL	1,36	1,43	7500000	450000	792998	0,06	0,57
صناعات الملايس والجلود والنسيج	مصانع الأجواخ الاردنية	JOWM	2,17	2,16	15000000	2100000	1899677	0,14	1,11

DESCRIPTIVES VARIABLES=Div ShP  
 /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX.

## Descriptives

Remarques		
Résultat obtenu		13-MAY-2024 19:02:42
Commentaires		
	Données	C:\Users\A. Kader\Desktop\ben kassis.sav
Entrée	Ensemble de données actif	Ensemble_de_données0
	Filtrer	<aucune>
	Poids	<aucune>
	Scinder fichier	<aucune>
	N de lignes dans le fichier de travail	75
Gestion des valeurs manquantes	Définition des valeurs manquantes	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme manquantes.
	Observations prises en compte	Toutes les données non manquantes sont utilisées.
Syntaxe		DESCRIPTIVES VARIABLES=Div ShP /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX.
Ressources	Temps de processeur	00:00:00.00
	Temps écoulé	00:00:00.00

### Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
Div	75	.00	1.80	.1603	.25641
ShP	75	.23	26.13	2.5707	3.44003
N valide (listwise)	75				

GRAPH

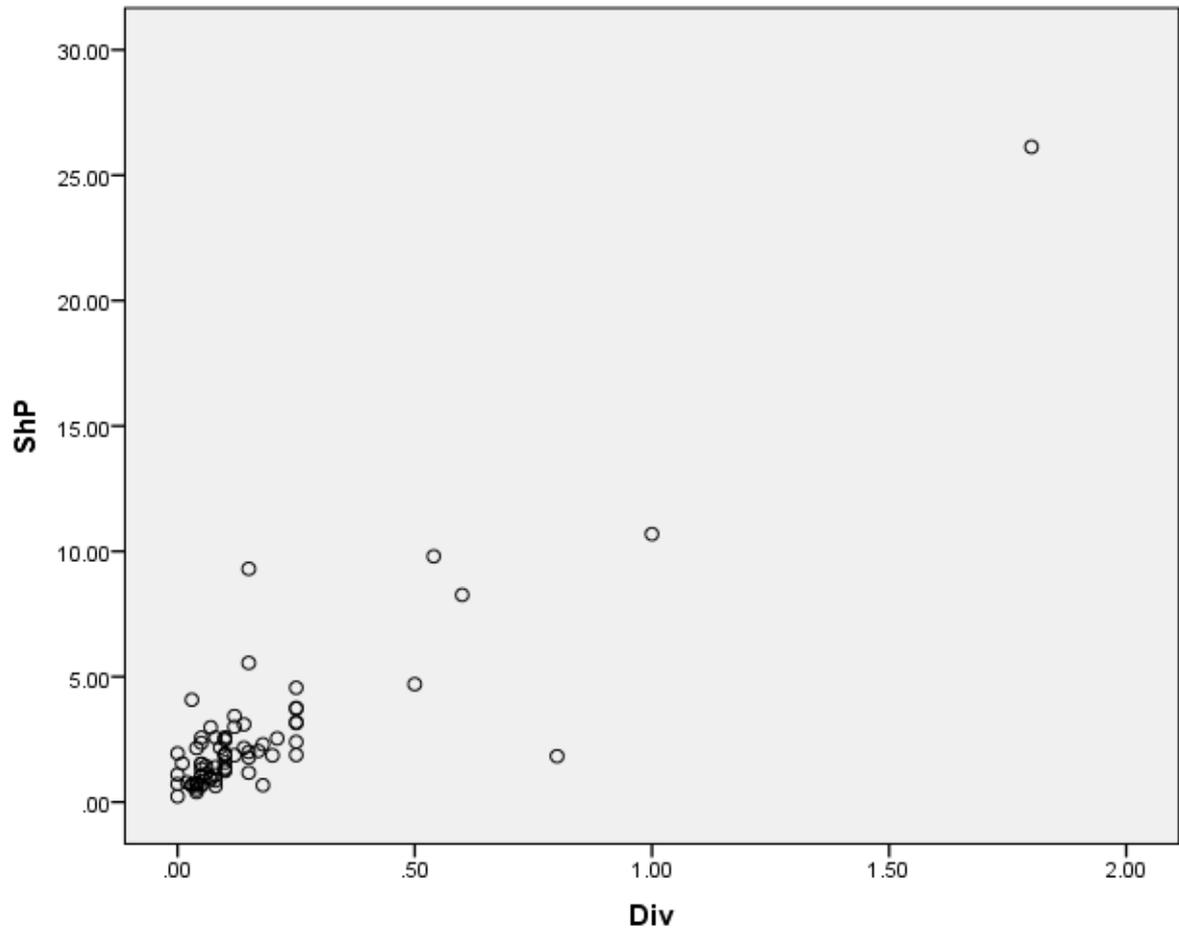
```

/SCATTERPLOT(BIVAR)=Div WITH ShP
/MISSING=LISTWISE.

```

## Diagramme

		Remarques
Résultat obtenu		13-MAY-2024 19:03:04
Commentaires		
	Données	C:\Users\A. Kader\Desktop\ben kassis.sav
	Ensemble de données actif	Ensemble_de_données0
Entrée	Filtrer	<aucune>
	Poids	<aucune>
	Scinder fichier	<aucune>
	N de lignes dans le fichier de travail	75
		GRAPH
Syntaxe		/SCATTERPLOT(BIVAR)=Di v WITH ShP /MISSING=LISTWISE.
Ressources	Temps de processeur	00:00:00.23
	Temps écoulé	00:00:00.35



```
CORRELATIONS  
  /VARIABLES=Div ShP  
  /PRINT=TWOTAIL NOSIG  
  /MISSING=PAIRWISE.
```

## Corrélations

Remarques		
Résultat obtenu		13-MAY-2024 19:03:19
Commentaires		
	Données	C:\Users\A. Kader\Desktop\ben kassis.sav
Entrée	Ensemble de données actif	Ensemble_de_données0
	Filtrer	<aucune>
	Poids	<aucune>
	Scinder fichier	<aucune>
	N de lignes dans le fichier de travail	75
	Définition de manquante	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme manquantes.
Traitement valeurs manquantes	Observations utilisées	Les statistiques pour chaque paire de variables sont basées sur toutes les observations comportant des données valides pour cette paire.
Syntaxe		CORRELATIONS /VARIABLES=Div ShP /PRINT=TWOTAIL NOSIG /MISSING=PAIRWISE.
Ressources	Temps de processeur	00:00:00.00
	Temps écoulé	00:00:00.00

### Corrélations

		Div	ShP
	Corrélation de Pearson	1	.877**
Div	Sig. (bilatérale)		.000
	N	75	75
	Corrélation de Pearson	.877**	1
ShP	Sig. (bilatérale)	.000	
	N	75	75

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT ShP
  /METHOD=ENTER Div
  /RESIDUALS DURBIN.
    
```

### Variables introduites/supprimées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	Div <sup>b</sup>	.	Entrée

a. Variable dépendante : ShP

b. Toutes variables requises saisies.

### Récapitulatif des modèles<sup>b</sup>

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	.877 <sup>a</sup>	.768	.765	1.66708	2.274

a. Valeurs prédites : (constantes), Div

b. Variable dépendante : ShP

### ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	672.824	1	672.824	242.098	.000 <sup>b</sup>
	Résidu	202.877	73	2.779		
	Total	875.701	74			

a. Variable dépendante : ShP

b. Valeurs prédites : (constantes), Div

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

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	.686	.227		3.016	.004
	Div	11.760	.756	.877	15.559	.000

a. Variable dépendante : ShP

**Statistiques des résidus<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type	N
Prévision	.6860	21.8536	2.5707	3.01533	75
Résidu	-8.26381	6.85007	.00000	1.65577	75
Erreur Prévision	-.625	6.395	.000	1.000	75
Erreur Résidu	-4.957	4.109	.000	.993	75

a. Variable dépendante : ShP