

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي المقاوم الشيخ أمود بن مختار - إيليزي (الجزائر)  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



التسيير النقدي وسياسة توزيع الأرباح دراسة حول سوق الأسهم  
( بورصة عمان نموذجاً )

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في علوم الاقتصاد والتجارية وعلوم  
التسيير تخصص

تحت إشراف :  
\*د بن حامد عبد الغني

من إعداد الطالبان :  
▪ حجاج عبد العزيز  
▪ شنين شفيق مروان

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الاسم و اللقب	الدرجة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
د.بن قردي أمين	أستاذ محاضر(ب)	المركز الجامعي إيليزي	رئيسا
د.بن حامد عبد الغاني	أستاذ محاضر(ب)	المركز الجامعي إيليزي	مشرفا
د.محمد الأمين الشريف	أستاذ محاضر(أ)	المركز الجامعي إيليزي	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2023/2022



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي المقاوم الشيخ أمود بن مختار - إيليزي (الجزائر)  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



التسيير النقدي وسياسة توزيع الأرباح دراسة حول سوق الأسهم  
( بورصة عمان نموذجاً )

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في علوم الاقتصادية و التجارية و علوم  
التسيير تخصص

تحت إشراف :  
\*د.بن حامد عبد الغني

من إعداد الطالبان :  
▪ حجاج عبد العزيز  
▪ شنين شفيق مروان

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الاسم و اللقب	الدرجة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
د.بن قردي أمين	أستاذ محاضر (ب)	المركز الجامعي إيليزي	رئيسا
د.بن حامد عبد الغاني	أستاذ محاضر (ب)	المركز الجامعي إيليزي	مشرفا
د.محمد الأمين الشريف	أستاذ محاضر (أ)	المركز الجامعي إيليزي	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2023/2022

## إهداء.....

اهدي ثمرة جهدي إلى قرة عيني  
الوالدين الكريمين

أمي التي سهرت على تربيتي و دراستي  
وكانت سندي طيلة مشواري الدراسي بفضل  
دعواتها لي بالنجاح .

و إلى أبي العزيز الذي أنار شمعة  
مستقبلي.

إلى من قضيت معهم حياة كريمة و أيام  
سعيدة و هنيئة

إخوتي الكرام .

إلى جميع الأصدقاء والأحباء و أساتذتي  
الكرام

حجاج عبد العزيز

## إهداء .....

إلى معلم البشرية وهادي البرية سيد  
الخلق وخاتم الأنبياء

والمرسلين سيدنا محمد

تحية طيبة كطلعة البدر بياض إلى من  
ساندني

في كل لحظة وحين ولم يبخل بالغالي  
والنفيس وكان نعم الناصح .....

وتحية عطرة فاح عبيرها يملا ما بين  
السماء والأرض إلى من عمرتني بحنانها

وشملتني برعايتها إلى مدرسة الأخلاق  
وصاحبة القلب الكبير .....

وإلى من قدم لي يد العون من قريب أو  
من بعيد، إلى كل الأصدقاء وإلى كل من  
هم في ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي

شنين شفيق مروان

## الشكر و العرفان

الحمد والشكر و المنة لله تعالى  
أولا وأخيرا على نعمة التوفيق و  
سداد الخطى في الطريق ثم الشكر  
الجزيل لمن قدم لي يد العون  
بأسلوب و بأخر وأنص بذكر الأستاذ  
عبد الغني بن حامد على اهتمامه  
و توجيهاته متمنيا له النجاح في  
مساره العلمي و العملي وكل من  
امدني يد العون من بعيد و قريب  
لإنجاز هذا البحث المتواضع شكلا و  
مضمونا .

إلى كل عمال وأساتذة المركز  
الجامعي لولاية ايليزي لكم منا  
سادتي فاني التقدير والإحترام و  
جزاكم الله خير



فهرس

المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان	الفهرس
-		إهداءات
-		شكرو عرفان
-		قائمة المحتويات
-		قائمة الجداول
-		قائمة الأشكال
-		قائمة الملاحق
أ-د		المقدمة
7	الفصل الأول : الإطار النظري للدراسة	
8		المبحث الأول : ماهية التسيير النقدي
8		المطلب الأول : مفهوم التسيير النقدي
11		المطلب الثاني : سياسات التسيير النقدي
13		المطلب الثالث : تقييم التسيير النقدي
16		المبحث الثاني : الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
16		المطلب الأول : مفاهيم عامة حول سياسة توزيع الأرباح
26		المطلب الثاني : النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
28		المبحث الثالث : الدراسات التطبيقية السابقة و أوجه الاختلاف و التشابه مع الدراسة الحالية
28		المطلب الأول : الدراسات السابقة
28		المطلب الثاني: أوجه تشابه و الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة
30		خلاصة الفصل
31		الفصل الثاني: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان
32		تمهيد
33		المبحث الأول : نظرة حول تطور أداء بورصة عمان
33		المطلب الأول :لمحة حول بورصة عمان
36		المطلب الثاني :الواقع العملي لبورصة عمان
43		المطلب الثالث : تطور أداء بورصة عمان
60		المطلب الرابع : التقدير و تحليل النتائج
63		خلاصة الفصل
-		الخاتمة
قائمة المراجع		
-		الفهرس
-		الملاحق

قائمة

الجداول و

الأشكال

## قائمة الأشكال و الجداول

### قائمة الجداول :

الصفحة	العنوان	الرقم
38	عمولات التداول في بورصة عمان	1
39	عمولات مؤسسات سوق رأس المال	2
39	عملات الوسيط	3

### قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
44	الإصدارات الأولية من الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013	1
45	زيادة رأس المال في بورصة عمان عن طريق رسملة الأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار والإحتياطات للأعوام 2005-2013	2
46	الإصدارات الأولية من سندات قروض الشركات في بورصة عمان للأعوام 2005 – 2013	3
47	الإصدارات الأولية من سندات قروض الشركات في بورصة عمان لفترة 2005-2013	4
50	القيمة السوقية لبورصة عمان ونسبتها إلى الناتج المحلي خلال الفترة	5
51	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2005	6
51	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2006	7
51	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2007	8
51	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2007	9
52	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2008	10
52	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2009	11
52	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2010	12

قائمة الأشكال و الجداول

52	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2011	13
53	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2012	14
54	نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2013	15
54	حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة 2013-2005	1-15
55	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2005	16
55	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2006	17
55	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2007	18
55	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2008	19
56	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2009	20
56	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2010	21
56	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2011	22
56	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2012	23
57	نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول البورصة عمان سنة 2013	24
59	المعدل اليومي لحجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة 2013 2005	25
59	عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2013-2005	26
60	معدل دوران الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2013-2005	27

# مقدمة

## مقدمة

### توطئة

يعتبر تعظيم الربح الهدف التقليدي للإدارة المالية و المؤسسة، لكن سرعان ما لاقى مفهوم الربح في النظرية النيوكلاسيكية انتقادات واسعة وعلى رأسها عدم الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود والمخاطر، حيث أفرزت هذه الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى إليه المؤسسة إلى ظهور هدف تعظيم قيمة المؤسسة كبديل للهدف السابق، ويتم تحقيق هذا الهدف عن طريق تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، والذي يطرح مشكل كفاءة السوق المالي.

و تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، بحيث يمكن أن ترى هذه السياسة من زاويتين تتمثل الزاوية الأولى في تأثير قرار التوزيع على التمويل الذاتي للمؤسسة و من ثم على تمويل الاستثمارات من مصدر منخفض التكلفة، أما الزاوية الثانية فتتمثل في دراسة قرار توزيع الأرباح من وجهة نظر السوق المالي لما لذلك من إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية و أداء المؤسسة، وهذا ما يجعل سياسة توزيع الأرباح من القرارات التي تحظى بأهمية بالغة ليس عند مالكي المؤسسة و مسيرها فقط بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين.

و يتمتع موضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بالتطور الدائم من خلال الأفكار الجديدة التي تستحدث فيه، وبناء على ما سبق، ونظرا لأهميتها بالنسبة للمؤسسة والمستثمر على حد سواء، كونها تعكس أداء المؤسسة وتعمل على تلبية حاجة المستثمر من السيولة الناتجة عن أمواله المستثمرة في المؤسسة، يمكن صياغة الإشكالية الموالية: كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة المدرجة في البورصة على القيمة السوقية لأسهمها؟

و لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع عملنا على تحليلها إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- 1- هل يعد التسيير قرارا استثماريا أم قرارا تمواليا أم قرارا قائما بحد ذاته؟
- 2- ما هي بدائل سياسة توزيع الأرباح، و هل تؤثر هذه البدائل على القيمة السوقية للأسهم؟
- 3- هل لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان؟

### الفرضيات:

في ضوء العرض السابق ومن أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضيات التالية من أجل مناقشتها واختبار صحتها:

- 1- تؤثر سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة المدرجة في البورصة على القيمة السوقية لأسهمها عن طريق الإستثمار و عن طريق بيع الأسهم.
- 2- تعد سياسة توزيع الأرباح قرارا قائما بحد ذاته، و يتداخل مع قرارات التمويل والاستثمار.

## مقدمة

3- - بالرغم من تعدد بدائل سياسة توزيع الأرباح غير أنه بالإمكان تصنيفها إلى بدائل نقدية و بدائل غير نقدية، وتؤثر هذه البدائل على القيمة السوقية للأسهم .

### أسباب اختيار الموضوع

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع التي أدت إلى اختيار الموضوع، ونذكر منها:

- موضوع البحث يندرج ضمن تخصصنا خاصة وأنه يتناول إحدى القرارات المهمة في الإدارة المالية و المتمثل في سياسة توزيع الأرباح.
- أهمية الأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة، مما يخلق العديد من التساؤلات حول كيفية التعامل معها إما بتوزيعها أو احتجازها، وبالتالي معرفة السياسة الملائمة من أجل تعظيم القيمة السوقية للأسهم المؤسسة.
- معرفة تكلفة الأرباح المحتجزة ومكانتها في الهيكل المالي، وبالتالي العمل على الاستغلال الأمثل لها. النمو الكبير و المتزايد لعملية توزيع الأسهم المجانية و عملية إعادة شراء الأسهم كبديل لسياسة المؤسسة الأرباح
- تعتبر بورصة عمان سوق ناشئة عصرية و تتمتع بمستوى عال من التنظيم سواء من الناحية التشريعية أو التقنية كما أن أدائها يشهد تطورا ملحوظا.

### أهمية الدراسة:

هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية و المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها.
- تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار مهم و يتعلق بكل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، وبالتالي فهذه السياسة تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، تطرح مشكل تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى والتي تؤدي إلى زيادة قيمة الأسهم
- بروز نظرية الإشارة في الآونة الأخيرة على مستوى البورصات و المؤسسات المدرجة في البورصة، و علاقة القيمة السوقية للأسهم و سياسة توزيع الأرباح بهذه النظرية.

### أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف، يمكن حصرها فيما يلي :

- محاولة التحكم في موضوع سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم والربط بينهما
- محاولة طرح وجهات النظر المختلفة حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للأسهم، و تبرير القصور الذي يواجهها .

## مقدمة

• محاولة بناء نموذج قياسي يبين أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2013

حدود الدراسة:

ويهدف التحكم في الموضوع ومعالجة الإشكالية المطروحة، قمنا بوضع حدود للدراسة تمثلت أساسا في:  
الحدود المكانية: شملت الدراسة التطبيقية عينة من البنوك المدرجة في بورصة عمان، وذلك باعتبار هذا البلد من أهم الدول العربية النامية، والذي يعرف سوقه المالي نشاطا معتبرا  
الحدود الزمنية: تغطي الدراسة الحالية الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2013، وقد تم اختيار هذه الفترة على أساس أن بداية نشر المعلومات من قبل بورصة عمان على مستوى شبكة الانترنت كانت في سنة 2005.  
منهج البحث والأدوات المستخدمة:

تستدعي طبيعة الموضوع استخدام العديد من المناهج البحثية، بحيث تفي بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية، وللإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة الفرضيات اعتمدنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي في الجانب النظري للبحث، و جزء من الجانب التطبيقي للبحث و المرتبط بدراسة تطور أداء بورصة عمان. أما في باقية الجانب التطبيقي للبحث فقد اعتمدنا على المنهج التجريبي أو ما يسمى بالمنهج المتكامل في البحوث التطبيقية، وهذا من أجل إسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي، وذلك ببناء نموذج قياسي يبين أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم 14 بنك مدرج في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2013، أخذ بعين الاعتبار البعد المقطعي و الزمني للمعطيات.

تقسيمات البحث:

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين، الفصل الأول خصص للجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع، وإعطاء خلفية جيدة عنه، وخصص الفصل الثاني للدراسة التطبيقية من خلال دراسة تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان.

جاء الفصل الأول كإطار نظري للدراسة تم التطرق فيه إلى التسيير النقدي في المبحث الأول ثم المفاهيم العامة حول سياسة توزيع الأرباح في المبحث الثاني، وهذا من خلال دراسة ماهية سياسة توزيع الأرباح وتحديد طبيعة و عناصر هذه السياسة والعوامل المؤثرة عليها في حين تناول المبحث الثالث لهذا الفصل للدراسات السابقة ولأوجه الاختلاف والتشابه مع الدراسة الحالية.

أما الفصل الثاني الذي جاء بعنوان تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان فقد تناول نظرة حول تطور أداء بورصة عمان في المبحث الأول.

# مقدمة

---

صعوبات البحث :

تلقينا في عملية إنجاز هذا البحث المتواضع جملة من المصاعب نوردها قصد لفت أنظار المسؤولين من أجل تسهيل مهام الباحثين فيما يلي :

- الاختلافات المحاسبية بين الجزائر والأردن.
- قلة المراجع باللغة العربية وصعوبة ترجمة بعض المصطلحات العلمية وإيجاد ما يقابلها باللغة العربية والذي قد يؤدي إلى قصور فهم المعنى لدى القارئ. و صعوبة وجود سنوات جديدة لبورصة عمان.
- حرمان الباحث الجزائري من الكثير من قواعد البيانات على مستوى شبكة الانترنت مقارنة بباقي الباحثين على مستوى العالم العربي .

الفصل الأول :

الإطار النظري للدراسة

تمهيد :

تتخذ المؤسسة خلال دورة حياتها مجموعة من القرارات المالية التي تنعكس إيجابا أو سلبا على استمراريتها وقيمتها ، و من بين القرارات المالية نجد قرار توزيع الأرباح والذي أصبح محل نقاش واهتمام العديد من الدراسات الأكاديمية ، لكونه قرار جد معقد و مصيري، فهو يحدد إتجاهات الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، ولأن التوزيعات النقدية تمثل الركيزة الأساسية للمردودية الفعلية وأداء المؤسسة المالي من جهة ، فهي في ذات الوقت تعد تدفقات نقدية خارجة من الخزينة تخفض من القدرة على التمويل الذاتي من جهة أخرى . أي أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر سلاح ذو حدين يعمل مسير في المؤسسة .

لذلك سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة وهذا بتقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث حيث خصص المبحث الأول لدراسة حول ما هية التسيير النقدي و المبحث الثاني حول الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح و المبحث الثالث خصص لدراسات السابقة و أوجه الإختلاف و التشابه مع الدراسة الحالية.

### المبحث الأول : ماهية التسيير النقدي

يعد التسيير النقدي أحد الجوانب الحيوية في الاقتصاد الحديث. يهدف التسيير النقدي إلى ضبط كمية النقد والسيطرة على سيولة النقد في الاقتصاد لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، مثل الاستقرار النقدي والحد من التضخم وتعزيز النمو الاقتصادي.

### المطلب الأول : مفهوم التسيير النقدي

التسيير النقدي هو عملية التحكم والإدارة في كمية النقد والسيولة المتوفرة في الاقتصاد من قبل البنوك المركزية أو السلطات النقدية. يهدف التسيير النقدي إلى تحقيق أهداف اقتصادية معينة، مثل الحفاظ على استقرار الأسعار ودعم النمو الاقتصادي.

تشمل مهام التسيير النقدي رصد العرض النقدي والتحكم فيه، وضبط سعر الفائدة، وإدارة الاحتياطي النقدي، وتنفيذ العمليات المفتوحة في السوق. تقوم البنوك المركزية بتحليل البيانات الاقتصادية والمالية والتوقعات الاقتصادية لاتخاذ قرارات بشأن السياسة النقدية، مع توجيه الاقتصاد نحو التوازن المطلوب.

أهداف التسيير النقدي تختلف من بلد لآخر وتعتمد على الظروف والتحديات الاقتصادية المحلية. ومن بين الأهداف الرئيسية للتسيير النقدي تحقيق الاستقرار النقدي، والذي يعني الحفاظ على قيمة العملة ومنع التضخم المفرط أو الدينفليشن (تدهور العملة). كما تهدف السياسة النقدية أيضاً إلى تعزيز النمو الاقتصادي وتحفيز الاستثمار والتوظيف.

يتطلب التسيير النقدي دراسة وتحليل مستمر للبيانات الاقتصادية والمالية، والتوقعات الاقتصادية، والعوامل الداخلية والخارجية التي قد تؤثر على الاقتصاد. بناءً على هذه الدراسات والتحليلات، يتم اتخاذ قرارات السياسة النقدية وتنفيذ الإجراءات المناسبة لتحقيق الأهداف المحددة.<sup>1</sup>

كما أن التسيير النقدي يحمل أهمية كبيرة في الاقتصاد لعدة أسباب ، يمكن تلخيصها في :<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>محمد عبد الحميد الحكيم ، سياسة النقد و التمويل العام ، دار النهضة العربية ، الطبعة الاولى ، القاهرة ، مصر 2017 ، ص 213

<sup>2</sup>محمد حسين الجاك « : السياسة النقدية وأثرها على الاستقرار الاقتصادي » ، دار الفكر العربي، الرياض، 2018، ص65

- **استقرار الأسعار:** يعتبر التسيير النقدي أداة رئيسية للحفاظ على استقرار الأسعار في الاقتصاد. من خلال ضبط كمية النقد المتداول والتأثير على سيولة النقد، يمكن للبنوك المركزية تقليل التضخم المفرط والحفاظ على قوة العملة. استقرار الأسعار يوفر بيئة اقتصادية أكثر تنبؤًا وثباتًا للأفراد والشركات ويعزز الثقة والاستثمار.
- **تعزيز النمو الاقتصادي:** يمكن للتسيير النقدي أن يساهم في تحفيز النمو الاقتصادي وتعزيز الاستثمار. من خلال توفير سيولة نقدية مناسبة وتنظيم نسب الفائدة، يمكن للبنوك المركزية تعزيز الاستثمار، وتعزيز الإنتاجية، وتوفير فرص العمل. وبذلك، يساهم التسيير النقدي في تعزيز النشاط الاقتصادي وتحقيق النمو المستدام.
- **توزيع الدخل والثروة:** من خلال التسيير النقدي، يمكن للبنوك المركزية أن تؤثر في توزيع الدخل والثروة في المجتمع. يمكن استخدام أدوات التسيير النقدي لتوجيه النقد والائتمان نحو القطاعات الاقتصادية المرغوبة، وبالتالي تحقيق التوازن في توزيع الثروة وتحقيق العدالة الاجتماعية.
- **تنظيم النظام المالي:** يلعب التسيير النقدي دورًا مهمًا في تنظيم النظام المالي. من خلال وضع القواعد واللوائح المالية يمكن للبنوك المركزية من خلال وضع القواعد واللوائح المالية، تنظيم النظام المالي بشكل فعال، وضمان أن يكون هناك تنافس صحي وشفافية في القطاع المصرفي والمالي. يتم تنظيم البنوك والمؤسسات المالية، وتحديد معايير رأس المال ومتطلبات السيولة والحدود التنظيمية الأخرى، مما يساهم في تقليل المخاطر المالية وضمان استقرار النظام المالي.

إن التسيير النقدي يلعب دورًا حاسمًا في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، وتعزيز النمو الاقتصادي المستدام وتحقيق التوازن في توزيع الدخل والثروة. وبالتالي، فإن فهم وتحليل وتنفيذ سياسات التسيير النقدي الفعالة يعتبر أمرًا حيويًا للحفاظ على صحة الاقتصاد وتعزيز رفاهية المجتمع

كما أن السياسة النقدية تعد أداة هامة للتحكم في النقد والسيولة المتاحة في الاقتصاد، وتتمثل في مجموعة من القرارات والإجراءات التي تتخذها البنوك المركزية أو السلطات النقدية لتحقيق أهداف اقتصادية معينة. يلعب دورًا حاسمًا في تنظيم السيولة المالية وتأثيرها على الاقتصاد بشكل عام. إليك أهم أدوار السياسة النقدية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>محمد حسين الجاك، نفس المرجع السابق، ص 66

- التحكم في التضخم: يعتبر التحكم في معدل التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار من أهم أدوار السياسة النقدية. تتخذ البنوك المركزية إجراءات مثل تعديل سعر الفائدة ومراقبة العرض النقدي للحد من التضخم المفرط والتقليل من تدهور العملة. ذلك يساهم في توفير بيئة مستقرة للأعمال التجارية والاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام.
  - تحفيز النمو الاقتصادي: تسعى السياسة النقدية أيضًا لتحقيق النمو الاقتصادي من خلال توفير السيولة المالية اللازمة للشركات والأفراد للاستثمار والتوسع. يمكن للبنوك المركزية تنفيذ سياسات تسييرية مثل تخفيض سعر الفائدة أو زيادة التوفر النقدي لتشجيع الاستثمار وتعزيز النشاط الاقتصادي.
  - الاستقرار المالي: يعتبر تحقيق الاستقرار المالي هدفًا مهمًا للسياسة النقدية. يتم ذلك من خلال تنظيم النظام المالي وتطبيق معايير وقواعد للبنوك والمؤسسات المالية، بما في ذلك متطلبات رأس المال والسيولة. يهدف ذلك إلى تقليل المخاطر المالية وضمان استقرار النظام المالي والتقليل من احتمالية حدوث أزمات مالية تؤثر سلبيًا على الاقتصاد. تهدف السياسة النقدية إلى ضبط سلوك البنوك والمؤسسات المالية، وتنظيم السوق المالية، وتعزيز الشفافية و المساءلة، وتعزيز ثقة الجمهور في النظام المالي.
  - التوازن الاقتصادي: تسعى السياسة النقدية أيضًا إلى تحقيق التوازن الاقتصادي بين مختلف القطاعات والفئات في المجتمع. يمكن للسياسة النقدية أن تساهم في تحقيق توازن في توزيع الدخل والثروة، وتقليل الفجوات الاقتصادية والاجتماعية، وتعزيز العدالة والمساواة.
  - التأثير على سعر الصرف: تستخدم السياسة النقدية أدواتها للتأثير على سعر صرف العملة الوطنية. يمكن تعديل سعر الفائدة وتنظيم العرض النقدي للتأثير على قيمة العملة. يتم استخدام هذا الأداء لتحقيق أهداف مثل تعزيز التنافسية الاقتصادية وتحقيق التوازن التجاري
- كما ان البنوك المركزية تستخدم مجموعة متنوعة من الأدوات لتسيير النقد والسيولة في الاقتصاد. تختلف هذه الأدوات من بلد لآخر وتعتمد على الهدف الرئيسي للسياسة النقدية والظروف الاقتصادية المحلية. ومع ذلك، فيما يلي بعض الأدوات الشائعة التي تستخدمها البنوك المركزية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>نور الدين الطاهري: "العوامل الاقتصادية المؤثرة في سياسة البنوك المركزية"، دار النشر الواحة، القاهرة، 2015.ص49

- سعر الفائدة: تعتبر أداة تحديد سعر الفائدة أحد أهم الأدوات المستخدمة في التسيير النقدي. يتم تعديل سعر الفائدة الرئيسي الذي يتعامل به البنوك المركزية مع البنوك التجارية، وذلك للتأثير على التوزيع العام للنقد وتحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي، أو للحد من التضخم عند الحاجة.
- عروض الشراء والبيع المفتوحة: تشمل عروض الشراء والبيع المفتوحة شراء أو بيع الأصول المالية، مثل السندات الحكومية أو الأوراق المالية الأخرى، من البنوك التجارية. تستخدم هذه العملية لضبط كمية السيولة المتاحة في السوق.
- السياسة الاحتياطية للبنوك: تشمل متطلبات رأس المال والسيولة التي يجب على البنوك الالتزام بها وفقًا لتعليمات البنك المركزي. يتم وضع هذه المتطلبات لضمان أن البنوك تحتفظ بمستويات كافية من رأس المال والسيولة لمواجهة المخاطر والتحديات المالية.
- التدخلات في سوق العملات الأجنبية: تتدخل البنوك المركزية في سوق العملات الأجنبية لتأثير سعر صرف العملة الوطنية. يمكنها شراء أو بيع العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية لضبط سعر الصرف وتأثير قيمة العملة الوطنية. يستخدم ذلك لتحقيق أهداف مثل تعزيز التنافسية الاقتصادية وتحقيق التوازن التجاري.
- السيطرة على الائتمان: تتبع البنوك المركزية سياسات وقواعد للسيطرة على الائتمان والقروض التي تمنحها البنوك التجارية. يتم تحديد معايير الاقتراض والحدود القانونية والشروط المطلوبة للقروض، وذلك للحد من المخاطر المالية وتنظيم النشاط الائتماني.
- الإشراف المصرفي: تعمل البنوك المركزية كجهة إشراف على البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى. تتبع وتقيم النشاط المصرفي وتضع معايير وقواعد للتشغيل والمراقبة، وذلك لضمان الاستقرار المالي وحماية حقوق ومصالح المودعين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 50

## المطلب الثاني: سياسات التسيير النقدي

السياسة النقدية تعد أداة هامة للتحكم في النقد والسيولة المتاحة في الاقتصاد، وتمثل في مجموعة من القرارات والإجراءات التي تتخذها البنوك المركزية أو السلطات النقدية لتحقيق أهداف اقتصادية معينة. يلعب دورًا حاسمًا في تنظيم السيولة المالية وتأثيرها على الاقتصاد بشكل عام. إليك أهم أدوار السياسة النقدية:<sup>1</sup>

- **التحكم في التضخم:** يعتبر التحكم في معدل التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار من أهم أدوار السياسة النقدية. تتخذ البنوك المركزية إجراءات مثل تعديل سعر الفائدة ومراقبة العرض النقدي للحد من التضخم المفرط والتقليل من تدهور العملة. ذلك يساهم في توفير بيئة مستقرة للأعمال التجارية والاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام.
- **تحفيز النمو الاقتصادي:** تسعى السياسة النقدية أيضًا لتحقيق النمو الاقتصادي من خلال توفير السيولة المالية اللازمة للشركات والأفراد للاستثمار والتوسع. يمكن للبنوك المركزية تنفيذ سياسات تسييرية مثل تخفيض سعر الفائدة أو زيادة التوفر النقدي لتشجيع الاستثمار وتعزيز النشاط الاقتصادي.
- **الاستقرار المالي:** يعتبر تحقيق الاستقرار المالي هدفًا مهمًا للسياسة النقدية. يتم ذلك من خلال تنظيم النظام المالي وتطبيق معايير وقواعد للبنوك والمؤسسات المالية، بما في ذلك متطلبات رأس المال والسيولة. يهدف ذلك إلى تقليل المخاطر المالية استقرار النظام المالي والتقليل من احتمالية حدوث أزمات مالية تؤثر سلبيًا على الاقتصاد. تهدف السياسة النقدية إلى ضبط سلوك البنوك والمؤسسات المالية، وتنظيم السوق المالية، وتعزيز الشفافية والمساءلة، وتعزيز ثقة الجمهور في النظام المالي.
- **التوازن الاقتصادي:** تسعى السياسة النقدية أيضًا إلى تحقيق التوازن الاقتصادي بين مختلف القطاعات والفئات في المجتمع. يمكن للسياسة النقدية أن تساهم في تحقيق توازن في توزيع الدخل والثروة، وتقليل الفجوات الاقتصادية والاجتماعية، وتعزيز العدالة والمساواة.

<sup>1</sup> عبد الله المرتضى « : العوامل المؤثرة في سياسة البنوك المركزية»، المجلة الاقتصادية العربية، العدد الثاني والعشرون، 2019، ص23

● التأثير على سعر الصرف: تستخدم السياسة النقدية أدواتها للتأثير على سعر صرف العملة الوطنية. يمكن تعديل سعر الفائدة وتنظيم العرض النقدي للتأثير على قيمة العملة. يتم استخدام هذا الأداء لتحقيق أهداف مثل تعزيز التنافسية الاقتصادية وتحقيق التوازن التجاري .

كذلك قرارات السياسة النقدية تعتمد على مجموعة متنوعة من العوامل والمؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على الوضع الاقتصادي والنقدي للبلد. ومن بين العوامل المؤثرة الرئيسية في اتخاذ قرارات السياسة النقدية يمكن ذكر:<sup>1</sup>

● التضخم: يعتبر معدل التضخم من أهم العوامل التي تؤثر على قرارات السياسة النقدية. إذا كانت هناك زيادة كبيرة ومستدامة في معدل التضخم، فقد يتخذ البنك المركزي إجراءات للحد من التضخم عن طريق رفع أسعار الفائدة أو تقليص السيولة المتاحة في الاقتصاد.

● البطالة: يعد معدل البطالة أحد المؤشرات المهمة لاتخاذ قرارات السياسة النقدية. إذا كان هناك مستوى عالٍ من البطالة، فقد يتخذ البنك المركزي إجراءات لتعزيز النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة من خلال تخفيض أسعار الفائدة وزيادة السيولة المتاحة في الاقتصاد.

● نمو الناتج المحلي الإجمالي: يعتبر نمو الناتج المحلي الإجمالي للبلد من العوامل المهمة في اتخاذ قرارات السياسة النقدية. إذا كان هناك تباطؤ في النمو الاقتصادي أو ركود اقتصادي، فقد يتخذ البنك المركزي إجراءات لتعزيز النمو ودعم الاستثمار من خلال سياسات تسهيلية مثل خفض أسعار الفائدة وتوفير سيولة إضافية.

● توقعات السوق والمستثمرين: يلعب توقعات السوق والمستثمرين دورًا هامًا في قرارات السياسة النقدية. إذا كانت هناك توقعات لزيادة التضخم أو تراجع النمو الاقتصادي، فإن البنك المركزي قد يتخذ إجراءات للحد من التضخم واستعادة الثقة في الاقتصاد، مثل رفع أسعار الفائدة.

● السياسات الاقتصادية العامة: تشمل السياسات الحكومية العامة، مثل السياسات المالية والضريبية والتجارية والتنموية الاقتصادية. تتعاون السياسة النقدية والسياسات الأخرى معًا لتحقيق أهداف اقتصادية شاملة، ويمكن أن تؤثر تلك السياسات على قرارات السياسة النقدية.

---

<sup>1</sup>نور الدين الطاهري « : العوامل الاقتصادية المؤثرة في سياسة البنوك المركزية » ، دار النشر الواحة، القاهرة، 2015.

- **العوامل العالمية:** يتأثر الاقتصاد الوطني بالعوامل العالمية، مثل أسعار النفط، والتجارة الدولية، والاضطرابات الاقتصادية العالمية. تلعب هذه العوامل دورًا في تحديد قرارات السياسة النقدية، حيث يتعين على البنوك المركزية التكيف مع التحولات العالمية والتأثيرات النقدية العابرة للحدود.

### المطلب الثالث : تقييم التسيير النقدي

البنوك المركزية تستخدم مجموعة متنوعة من الأدوات لتسيير النقد والسيولة في الاقتصاد. تختلف هذه الأدوات من بلد لآخر وتعتمد على الهدف الرئيسي للسياسة النقدية والظروف الاقتصادية المحلية. ومن بين الأدوات الشائعة المستخدمة من قبل البنوك المركزية، يمكن ذكر ما يلي:<sup>1</sup>

- **تحديد سعر الفائدة:** يعتبر تحديد سعر الفائدة الرئيسي أحد الأدوات الأساسية للتسيير النقدي. يقوم البنك المركزي بتعديل سعر الفائدة للبنوك التجارية، وذلك للتأثير على التوزيع العام للنقد وتحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي، أو للحد من التضخم في حالة الحاجة.
- **عروض الشراء والبيع المفتوحة:** تشمل عروض الشراء والبيع المفتوحة شراء أو بيع الأصول المالية مثل السندات الحكومية أو الأوراق المالية الأخرى من البنوك التجارية. يتم استخدام هذه العروض لتعديل كمية السيولة المتاحة في السوق.
- **سياسات الاحتياطي الإلزامي:** تتطلب البنوك المركزية من البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة محددة من الودائع القابلة للسحب في حسابات الاحتياطي الإلزامي لديها. يتم استخدام هذه السياسات للتحكم في كمية السيولة المتاحة في النظام المصرفي وللحفاظ على الاستقرار المالي.
- **التدخل في سوق الصرف الأجنبي:** يتدخل البنك المركزي في سوق العملات الأجنبية لتحقيق استقرار سعر الصرف للعملة الوطنية. يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي، بهدف تأمين استقرار العملة وتعزيز التوازن في السوق.
- **سياسات الاحتياطي الأجنبي:** تشمل امتلاك البنوك المركزية لاحتياطي من العملات الأجنبية، مثل الدولار الأمريكي، لضمان توفر السيولة الأجنبية اللازمة للبلد. تستخدم هذه الاحتياطات لدعم العملة الوطنية في حالات الأزمات المالية أو تقلبات السوق.

<sup>1</sup>حاتم بن عوض العامري: "عوامل اتخاذ القرار في السياسة النقدية"، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد الرابع والعشرون، 2020 ص 35

- سياسات الرقابة والإشراف المصرفي: تعمل البنوك المركزية على وضع وتنفيذ سياسات وقواعد للرقابة والإشراف على البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى. تهدف هذه السياسات إلى ضمان الاستقرار المالي وحماية المستهلكين وضمان الامتثال للمعايير المصرفية والتشريعات المالية.
- السياسات التسهيلية والتحفيزية: قد تستخدم البنوك المركزية سياسات تسهيلية وتحفيزية، مثل تخفيض أسعار الفائدة أو زيادة التمويل المتاح، بهدف تعزيز النمو الاقتصادي وتعزيز الاستثمار وخلق فرص العمل كما أن قرارات السياسة النقدية تعتمد على مجموعة متنوعة من العوامل والمؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على الوضع الاقتصادي والنقدي للبلد. ومن بين العوامل المؤثرة الرئيسية في اتخاذ قرارات السياسة النقدية يمكن ذكر:<sup>1</sup>
  - التضخم: يعتبر معدل التضخم من أهم العوامل التي تؤثر على قرارات السياسة النقدية. إذا كانت هناك زيادة كبيرة ومستدامة في معدل التضخم، فقد يتخذ البنك المركزي إجراءات للحد من التضخم عن طريق رفع أسعار الفائدة أو تقليص السيولة المتاحة في الاقتصاد.
  - البطالة: يعد معدل البطالة أحد المؤشرات المهمة لاتخاذ قرارات السياسة النقدية. إذا كان هناك مستوى عالٍ من البطالة، فقد يتخذ البنك المركزي إجراءات لتعزيز النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة من خلال تخفيض أسعار الفائدة وزيادة السيولة المتاحة في الاقتصاد.
  - نمو الناتج المحلي الإجمالي: يعتبر نمو الناتج المحلي الإجمالي للبلد من العوامل المهمة في اتخاذ قرارات السياسة النقدية. إذا كان هناك تباطؤ في النمو الاقتصادي أو ركود اقتصادي، فقد يتخذ البنك المركزي إجراءات لتعزيز النمو ودعم الاستثمار من خلال سياسات تسهيلية مثل خفض أسعار الفائدة وتوفير سيولة إضافية.
  - توقعات السوق والمستثمرين: يلعب توقعات السوق والمستثمرين دورًا هامًا في قرارات السياسة النقدية. إذا كانت هناك توقعات لزيادة التضخم أو تراجع النمو الاقتصادي، فإن البنك المركزي قد يتخذ إجراءات للحد من التضخم واستعادة الثقة في الاقتصاد، مثل رفع أسعار الفائدة.
  - السياسات الاقتصادية العامة: تشمل السياسات الحكومية العامة، مثل السياسات المالية والضريبية والتجارية والتنمية الاقتصادية. تتعاون السياسة النقدية والسياسات الأخرى معًا لتحقيق أهداف اقتصادية شاملة، ويمكن أن تؤثر تلك السياسات على قرارات السياسة النقدية.

<sup>1</sup>محمد الجمالي: "العوامل المؤثرة في اتخاذ قرارات السياسة النقدية"، مجلة البنك المركزي العربي، العدد العاشر، 2018، ص 11

■ **العوامل العالمية:** يتأثر الاقتصاد الوطني بالعوامل العالمية، مثل أسعار النفط، والتجارة الدولية، والاضطرابات الاقتصادية العالمية. تلعب هذه العوامل دورًا في تحديد قرارات السياسة النقدية، حيث يتعين على البنوك المركزية التكيف مع التحولات العالمية والتأثيرات النقدية العابرة للحدود.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني : الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تتخذ المؤسسة خلال دورة حياتها مجموعة من القرارات المالية التي تنعكس إيجابا أو سلبا على استمراريته وقيمتها ، و من بين القرارات المالية نجد قرار توزيع الأرباح والذي أصبح محل نقاش واهتمام العديد من الدراسات الأكاديمية ، لكونه قرار جد معقد و مصيري، فهو يحدد إتجاهات الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، و بالتالي يحدد الطريقة التي تكافئ بها المؤسسة مساهمها و الهيكل المالي للمؤسسة ، و من هنا تكون المؤسسة أمام حتمية الموازنة بين إرضاء مساهمها من جهة و تدعيم مركزها المالي وقيمة أسهمها من جهة أخرى .<sup>2</sup>

### المطلب الأول : مفاهيم عامة حول سياسة توزيع الأرباح

إن أحد الأهداف الرئيسية لمعظم المؤسسات هو تحقيق الربح لذلك عندما تتكون المؤسسة و تقومينشاطها بنجاح فمن المتوقع أن تحقق أرباح، و هذه الأرباح يمكن الإحتفاظ بها في المؤسسة أو توزيعها على مساهمي المؤسسة و من هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح نظرا لأنها تحدد مصير الأرباح التي تحقها المؤسسة، فتحدد مقدار التوزيعات على المساهمين و بالتالي مقدار الأرباح التي سيتم إحتجازها داخل المؤسسة و التي تعتبر أحد مصادر التمويل الداخلي . و من هنا يهدف هذا المطلب إلى دراسة ماهية سياسة توزيع الأرباح ، و نقسمه إلى فروع.

### الفرع الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

سنحاول في هذا الفرع دراسة ماهية سياسة توزيع الأرباح من خلال النقاط الموالية :

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص12

<sup>2</sup> رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية، عدد02، ص40

### أولاً : تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من السياسات المالية الهامة في المؤسسة التي أخذت قسطاً وافراً من الدراسات في مجال الإدارة المالية للمؤسسات. حيث لا تقل أهميتها عن كل من سياسي الإستثمار والتمويل، ذلك أن لهذه السياسة تأثير على عدة جوانب في المؤسسة، ويمكن تبين مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال التعاريف الآتي ذكرها :

هي التوزيعات ومعدل النمو ، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات ، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها إختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي وتعني هذه السياسة نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين.<sup>1</sup>

تتضمن سياسة توزيع الأرباح ثلاثة قضايا والمتمثلة في النسبة من الأرباح الواجب توزيعها، وشكل هذه التوزيعات ومدى ثبات معدل النمو واستقراره<sup>2</sup>

سياسة التوزيع تتعلق بالقرار ما بين إحتجاز الأرباح، وتوزيعها وإصدار أسهم جديدة لتغطية حاجات المؤسسة من الأموال، بمعنى تقسيم الأرباح التي تحققها المؤسسة إلى أرباح موزعة بشكل نقدي، و أرباح تحتجز الأعراض الإستثمار والتشغيل، بالتالي تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً رئيسياً للتمويل الداخلي. وتتضمن مجموعة قرارات التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية.<sup>3</sup>

### ثانياً : إجراءات توزيع الأرباح

الربح الممكن توزيعه يتمثل في الربح الصافي المحقق خلال السنة مخصصاً منه الخسائر من السنوات السابقة إن وجدت، مخصصاً منه ما تم تجنبه من إحتياطات سواء القانونية أو النظامية أو أخرى، ويجوز أن يضاف إلى الربح

---

<sup>1</sup> زرقون محمد : أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية السعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد الثامن ، 2010 ، ص ص 84-85 .

<sup>2</sup> هيثم محمد عقل إسماعيل أبو غين، نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC) وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. مذكرة ماجيستر غير منشورة ، تخصص محاسبة قسم علوم الاقتصاد والعلوم الادارية ، جامعة الأزهر بغزة 2013 ، ص :

الممكن توزيعه بموجب قرار من الجمعية العامة ، وذلك فقط بالنسبة للإحتياجات التي تملك الجمعية ملكية التصرف فيها، كما يشترط أن يتضمن قرار الجمعية العامة بيانا بأوضاع المال الإحتياطي الذي يتم التوزيع منه <sup>1</sup>.

كما يقترح مجلس الإدارة على الجمعية العامة للمساهمين توزيع نسبة من الأرباح على المساهمين، فإذا صادقت الجمعية العامة على هذا المقترح فإنها تحدد مقدار التوزيعات على أساس المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة، وإضافة إلى الطموحات التي تهدف لتحقيقها مستقبلا، ، وبذلك تتحدد في ضلها أليا الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد إستثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمرا ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر.

### ثالثا : خصائص سياسة توزيع الأرباح

تتصف سياسة توزيعات الأرباح بمجموعة من الخصائص والتي تظهر في معظم المؤسسات ومنها <sup>2</sup>:

- ✓ التوزيعات لها نفس ميل الأرباح
- ✓ التوزيعات مستقر
- ✓ التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة
- ✓ تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة
- ✓ اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول

### رابعا: دوافع توزيع الأرباح

تعتبر النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال الدورات المالية جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الإحتفاظ به لتمويل إحتياجاتها بل تلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح وذلك للأسباب التالية <sup>3</sup>:

- 1- تحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهمهم و عدم بيعها .

<sup>1</sup>Alain Burlaud et autres , DSCG2 Finance–Manuel., Foucher, Paris .2007–2008. P 201

<sup>2</sup>AswathDamodaran, Pratique de la finance d'entreprise Op–Cit, PP :454–459.

<sup>3</sup>زرزقون محمد ، مرجع سبق ذكره ص ص :85–86 .

- 2- زيادة ثقة المستثمرين، ففي بتوزيع الأرباح تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة .
- 3- كما لا يمكن للمؤسسة توزيع الأرباح إذا كانت في وضعية صعبة من حيث المردودية او تعرضت لخسائر.

#### خامسا : خطط إعادة إستثمار التوزيعات DividendReinvestment Plans

خلال السبعينيات من القرن الماضي معظم المؤسسات الكبيرة قامت بإنشاء خطط لإعادة إستثمار التوزيعات، وقد تمثل في نوعين من الخطط وذلك إما بضم الأسهم القديمة أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويكون للمستثمر الخيار بين الإستمرار في تلقي التوزيعات أو العمل على رفع ملكيته في المؤسسة.<sup>1</sup>

وتقوم العديد من المؤسسات بمحاولة جذب التوزيعات من خلال تقديم عروض مختلفة عن المؤسسات الأخرى لإعادة إستثمارها ، وذلك من خلال إتاحة فرص شراء أسهم إضافية للمؤسسة ، هذا من جهة كما تسمح بعض المؤسسات بشراء أسهمها من قبل المستثمرين دون الحاجة إلى اللجوء إلى الوسطاء الماليين ، وتعمل المؤسسة من خلال هذه الخطط على تفعيل تداول أسهمها في وتعزيز قيمتها فيالسوق المالي.

#### سادسا : العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة

كما نعرف أن هناك ضريبة دخل على الأرباح النقدية التي يستلمها المساهمون، ورغم معرفة المؤسسة بأن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من الضريبة على التوزيعات النقدية إلا أن هناك بعض المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح كبيرة للأسباب نذكرها كالتالي :<sup>2</sup>

- 1- الرغبة بدخل جاري
- 2- التمويل السلوكي
- 3- تكاليف الوكالة
- 4- المحتوى المعلوماتي للتوزيعات

---

<sup>1</sup> اسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية، ط1، دار وائل للنشر، عمان 2010، ص ص 383-386

<sup>2</sup>Michael C.EHRHARDT & Eugene F.BRIGHAM CORPORATE FINANCE :AfocusedApproach – 2<sup>nd</sup> Edition Thomson South-Western, USA 2006 pp :519-520.

## الفرع الثاني : طبيعة سياسة توزيع الأرباح

### أولاً : محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح

كثيراً ما تتساءل عن طبيعة سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة هل تعد قراراً استثمارياً أم قراراً تموالياً أم قراراً قائماً بحد ذاته، ولماذا؟ فكما نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار، ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة يحمل في مضمونه تناقض، 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 :

تهتم القرارات الإستثمارية في المؤسسة في اختيار المشاريع التي لا بد من إنجازها ونجاحها لضمان الإستمرارية والبقاء، و يجب أن يكون قرار الإستثمار له تأثير فعلي على المدخلات المستقبلية للأموال، ومن وجهة نظر المالية يعني قرار الإستثمار التضحية بالسيولة الحالية في سبيل الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأس مال المشروع الإستثماري<sup>1</sup>.

كما أن سياسة توزيع الأرباح تشير إلى كونها قراراً استثمارياً إذا اعتمدت القرارات الخاصة بها على السيولة النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية، وقد تكمن آثار هذه القرارات على فرص الإستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار توزيع الأرباح هذا قد يجلب مشكلة إستثمارية يلزم على المؤسسة إتخاذ قرار حاسم لمواجهتها وبالتالي فإن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمسكلة إستثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الإستثمارية المتاحة<sup>2</sup>.

### 2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي :

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الإعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب حدوث المشكلة الإستثمارية الناتجة عن إستخدام السيولة النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف، قد

<sup>1</sup> حورية بديدة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، مذكرة ماجستير قسم علوم مالية التسيير. تخصص: أسواق غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2011، ص 31

<sup>2</sup> محمد إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في: مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص ص: 339 - 338

يجلب قرار توزيع الأرباح بإستخدام الأموال الخارجية كالقروض أو الأسهم الجديدة مشكلة تمويلية. وهذا يعنى بالدرجة الأولى أن الإتجاه نحو إستخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح ، لابد وأن يتم تخطيطه من خلال محددات الهيكل المناسب للتمويل ، أي بما لا يضر بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن.<sup>1</sup>

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

تتأثر قيمة المؤسسة بثلاث أنواع من القرارات المالية و هي قرارات الإستثمار وقرارات التمويل و قرارات 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 .

ف نجد أن الهدف الأساسي من إتخاذ هذه القرارات هو تحقيق أقصى ثروة للمساهم من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة وتوفير ربح.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث : العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

توجد العديد من العوامل التي تضغط و تكون حاكمة ولها أهمية عند إتخاذ الجمعية العامة للمساهمين لقرار توزيع الأرباح ، وهذا على إعتباره أنه قرارا ذو صلة مباشرة بالقرارات المالية الأخرى وعلى قيمة المؤسسة وأسعار أسهمها، و لكن مع ذلك فمن الصعب وضع أسس عامة يمكن إستخدامها لإختيار سياسة توزيع معينة، و تتمثل هذه العوامل فيما يلي :

#### 1- عوامل خارجية :

تأثر العوامل الخارجية على السياسة التوزيعات ، وبالتالي قد تعمل على تغيير معالمها، ويمكن إختصار هذه العوامل في :

➤ **القيود القانونية :** نعلم أنكل المؤسسات تخضع لقوانين وأنظمة الدولة التي تعمل فيها، مثل القانون التجاري ، قانون الشركات وقانون هيئة سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها و غيرها من القوانين ، و تختلف هذه

<sup>1</sup>المرجع أعلاه ص339 :

<sup>2</sup>عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات «تموي و الإدارة المالية الدار الجامعية ، مصر ، الإسكندرية ، 2008ص. 389 :

القوانين أو القيود القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر ومن زمن إلى آخر و نذكر هذه القيود بإختصار :<sup>1</sup>

- قيد صافي الأرباح
- قيد تكوين إحتياطات
- قيد إضعاف رأس المال
- قيد العقوبة الضريبية
- قيد الإعسار المالي
- **القيود التعاقدية:** يقصد بالقيود التعاقدية أن الإتفاقيات و العقود المبرمة بين المؤسسة و الدائنين أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة قد تتضمن بعض الشروط او المحددات التي تحد من حرية تصرف المؤسسة لحماية الدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة.<sup>2</sup>
- **الضرائب:** يكون للمؤسسات معدل ضريبة عند إثباتها لسياسة توزيع الأرباح ، ونميز هنا بين ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي :<sup>3</sup>
  - الضرائب على أرباح المؤسسات
  - الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح
  - الضرائب الشخصية
- **الفرص الإستثمارية المتاحة :** يكمن تأثير الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح إذ كانت المؤسسة لم ترغب في إستثمار أرباحها أو أنها لا ترغب في إستهلاك ديونها فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا ، أما إذا حصلت على فرصة استثمارية مربحة ، فإنه يمكن إستخدام هذه الأرباح في تمويلها.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل: 3 قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين، ط1، البيان للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص 214 هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره. ص : 218.

<sup>2</sup> عبد الغفار خلفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، الإسكندرية ، 2004 ، ص : 405

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره ص ص 335-336

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره ، ص: 328

➤ **الوضع الإقتصادي العام :** تعمل المؤسسة كعضو إقتصادي ضمن محيط إقتصادي تؤثر فيه و تتأثر به، فإذا كانت الظروف الإقتصادية العامة التي تمر بها البلد تتسم بالاستقرار و التقلبات السريعة و المفاجئة فإن كل ذلك من شأنه أن يدفع المؤسسة إلى الإحتفاظ بجزء كبير من الأرباح لمواجهة أي مشكل يعترض تطورها مستقبلاً.<sup>1</sup>

➤ **إستطاعة المؤسسة الدخول إلى الأسواق المالية :** تعاني المؤسسات الصغيرة و الجديدة من إستطاعة محدودة أو إفتراض نفسها و على التمويل بإصدار أسهم، والسبب في ذلك أن هذه المؤسسات لا تكون معروفة من قبل البنوك أو من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، مما يؤدي إلى صعوبة في تداول سنداتهما و أسهمها، لذلك تعتمد مثل هذه المؤسسات على الأرباح المحتجزة كمصدر أساسي للتمويل.<sup>2</sup>

## 2- عوامل داخلية:

قد يكون واحد أو مجموعة من العوامل الداخلية هي المحدد الرئيسي لسياسة التوزيعات، ومنها :

➤ **حجم الأرباح :** يؤثر حجم الربح في المؤسسات التي تعاني من صعوبة الدخول في الأسواق المالية أو عدم الإستقرار في الأرباح ، عادة ما تلجأ إلى سياسة توزيع غير سخية ، ويرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي تعكسها سياسة التوزيعات ، وذلك عندما تلجأ الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في حالة إنخفاض أرباحها.<sup>3</sup>

**توفر السيولة :** إن توفر السيولة و عدمها يؤثر على التوزيعات لأنها تتطلب النقدية الكافية ، أي عند عدم وجود سيولة نقدية كافية لا يتم إجراء هذه السياسة لأن إجراء التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين، و البديل عن ذلك هو الإقتراضات لتعويض العجز في الرصيد النقدي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> بوراس أحمد . مصادر التمويل و قيمة المنشأة : دراسة الأثر سياسة توزيع أرباح الأسهم، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري بقسنطينة ، 2001، ص ص : 132-134

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص: 646

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره ، ص:334

<sup>4</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص : 457.

➤ بدائل التمويل المتاحة : وتشمل هذه البدائل ما يلي:<sup>1</sup>

- ❖ الهيكل المالي للمؤسسة وتوفير طاقة للإستدانة
- ❖ تكلفة الإصدار والمعاملات
- ❖ درجة الرغبة في السيطرة والرقابة على المؤسسة
- ❖ تأثير سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد المطلوب

الفرع الرابع : بدائل سياسة توزيع الأرباح

يمكن القول بصورة عامة أن من أهداف المؤسسة العمل على إرضاء مساهميها و ذلك من خلال تعظيم قيمتها السوقية و من أجل الوصول إلى ذلك فإن المؤسسة تجد نفسها أمام عدة بدائل، تتعلق بمجموعة من السياسات التي يمكن أن تنتهجها كنموذج في مجال توزيع الأرباح، و بحيث أنا لكل بديل مزاياه و عيوبه و متطلباته، فإن إختيار البديل الملائم لسياسة توزيع الأرباح ليس بالقرار الهين على إدارة المؤسسة.

اولا: البدائل النقدية لسياسة توزيع الأرباح

تعد البدائل النقدية لسياسة توزيع الأرباح من البدائل الطبيعية الأكثر إنتهاجا من قبل المؤسسات الإقتصادية، وتتمثل هذه البدائل فيما يلي:

1: سياسة توزيع مجمل الأرباح

إقترح(1966) Runber توزيع مجمل الأرباح، حيث أن المساهمين يفضلون إستلام أكبر قدر من التوزيعات، لكن عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية، لأنها غير مشجعة لا جبايا ولا من طرف المساهمين، كونها تؤثر بشكل سلبي على التمويل الذاتي من جهة و من جهة ثانية كون الضرائب المفروضة على الأرباح الموزعة للأسهم غالبا ما تكون أكبر من تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية للأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره ، ص : 335 .

<sup>2</sup>MondherBellalah, Réflexion sur la politique Optimale de dividende en présence de couts d'information, Cahiers de recherche N° 200009, Université Paris IX Dauphine, P : 4.

## 2: سياسة غياب التوزيعات

تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى، حيث توصل كل من Clarkson et Elliot (1966) إلى أن التوزيعات تعتبر ترف (Luxe) بالنسبة لكل من المسيرين و المساهمين، فلا داعي لإجراء التوزيعات.<sup>1</sup>

## 3 : سياسة التوزيعات المتبقية

تلجأ المؤسسة إلى مثل هذه السياسة إذا توافرت أمامها المشاريع الإستثمارية المربحة و التي تحقق صافي قيمة عالية صافية موجبة (VAN (0) ، و في هذه الحالة فإن الأرباح التي توزع على المساهمين هي المتبقية بعد تغطية جميع الإحتياجات المالية للمؤسسة. وهو ما يعني في هذه الحالة أن قرار توزيع الأرباح هو قرار تابع للإستثمار.<sup>2</sup>

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة، شرط أن يعاد إستثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال إستثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، وهذا ممكن جدا لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة و كذلك عمولات و سطاء، مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على إستثمارات بديلة<sup>3</sup>

## 4 : سياسة التوزيعات المستقرة

أظهرت العديد من الدراسات الإختبارية و في مقدمتها دراسة (1956) (inter أن المؤسسات تميل في الواقع نحو إتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة، بحيث وفقا لهذه السياسة فإن توزيعات السنة الحالية تتأثر بالدرجة الأولى بتوزيعات السنة الماضية.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص: 307

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي و آخرون ، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 460

<sup>4</sup>MondherBellalh, Finance d'entreprise, Op.Cit, P :124.

إن إستقرار التوزيعات لا يقتصر وصفه على التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة لأخرى، فالتوزيعات التي تزداد أو تنخفض من عام لأخر بانتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة بعبارة أخرى يقصد بإستقرار التوزيعات إستقرار نمط تلك التوزيعات<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

أثار موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة جدل كبير بين الباحثين فيما يتعلق بتأثير هذه الأخيرة على قيمة السوقية للمؤسسة أو عدم تأثيرها لذلك قام بعض الباحثين بمحاولة تفسير هاته الأخيرة من خلال جملة من النظريات أهمها:<sup>2</sup>

- نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح: يعود الفضل في إكتشاف هذه النظرية إلى إقتصاديان Miller and Modigliani 1961 حيث بموجب هذه النظرية فإن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على سعر السهم في -السوق القيمة السوقية للمؤسسة-، وإنما تتأثر قيمة المؤسسة فقط بالأرباح التي تحققها ومخاطر أصولها أو استثماراتها، 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، لهذا نجد أن المستثمرين لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية وبين إعادة استثمار المؤسسة لأرباحها المحققة لتحقيق النمو، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية لهم عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، وتقوم فكرة (M&M) على أن ثروة الملاك قبيل إجراء التوزيعات تتمثل في قيمة الأسهم العادية في السوق مضافا إليها قيمة التوزيعات التي أعلن عنها، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقررت توزيع جزء منها فإن القيمة السوقية للسهم ستتنخفض بمقدار التوزيعات، وأما إذا تقرر احتجاز الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم سترتفع بمقدار الأرباح المتاجرة، وللإشارة فإن الافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية عن واقعية، بحيث جادل (M&M) بأن صلاحية النظرية لا تعتمد على أرض الواقع يقدر ما تتحدد بالاختبارات العلمية .

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص : 328

<sup>2</sup> رشيد حفصي، دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسة المدرجة في السوق المالي، المجلة الجزائرية لدراسات المحاسبية و المالية، العدد02، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص ص42 43

- **نظرية العصفور في اليد:** تنسب هذه النظرية إلى كل من (Myron Gordon & John Litter)، وجاءت كانتقاد لنظرية (M&M)، التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، وتشير هذه النظرية إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على قيمة الـ للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي وهذا من خلال أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الأرباح، 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 المستقبلية.
- **نظرية التفضيل الضريبي:** طبقاً لهذه النظرية إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة الأسهم لا تخضع للضريبة، أو أنسبة الضرائب على هذه الأرباح أقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة فإن المستثمرين يفضلون المؤسسة التي لا توزع أرباحاً نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة، ارتفعت ثروة المساهمين هذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به في المؤسسات التي لا توزع أرباحاً نقدية، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباحهم النقدية.<sup>1</sup>
- **نظرية الإشارة:** تنص هذه النظرية على أن المسيرين يستخدمون التغير 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 المستقبلية يكون إيجابياً، 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 المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، في حين أن المؤسسة دفعت نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المال.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 43

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة وأوجه اختلافها وتشابها مع الدراسة الحالية

بعد الإطلاع على جملة من المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بالموضوع لاحظنا أن هناك مجموعة من الدراسات تناولت إشكاليات قريبة من الإشكالية المطروحة في بحثنا ، على غرار وجود أوجه اختلاف وتشابه فيما

#### المطلب الأول: الدراسات السابقة

وتتمثل هذه الدراسات فيما يلي :

دراسة عبد الناصر إبراهيم نور بعنوان : العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، السعودية ، المجلد 17 ، العدد 1 ، 2003 . شملت الدراسة ثلاثة قطاعات هي القطاع الصناعي والزراعي والخدمي لشركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية و أظهرت نتائجها أن هناك علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم، وقد كانت هذه العلاقة أقوى في السوق العراقية.

دراسة حميدي زعرب وصباح شراب بعنوان : أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005 مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد 15، العدد 2، 2007، خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية : نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق. ما يعاب على هذه الدراسة أن المعطيات كانت على شكل متوسطات .

دراسة عبد الوهاب دادان و حورية بديدة بعنوان : تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة 2007 2009 مجلة الباحث العدد 10 ، 2012، وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة؛ هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 .

#### المطلب الثاني: أوجه الاختلاف و التشابه بين الدراسة الحالية و الدراسات السابقة

لا يوجد تشابه كبير بين كل واحدة من الدراسات السابقة و دراستنا الحالية ، اذ كل الدراسات السابقة تعمقت في ماهية الأسهم ، عكس دراستنا التي تطرقت الى عنوان جديد الا و هو التسيير النقدي و الذي اهمل و همش من طرف الكثير من الدراسات السابقة ، كما كانت لنا الفرصة للتطرق إلى الأرباح ، و نلاحظ كذلك ان الدراسات السابقة كان فيها بعض الإهمال من طرف الباحثين اذ لم يتطرقوا إلى أهم العناوين في دراساتهم ، فمثلا دراسة عبد الناصر إبراهيم ، أهمل القطاع المالي في دراسته ، أما بالنسبة لدراسة حميدي زعرب فقد أهمل البعد

الزمي للمعطيات على عكس دراستنا ، و اما عبد الوعاب دادان و حورية بديدة الملاحظ في هذه الدراسة أن الباحثين أهملوا تأثير عملية توزيع الأسهم المجانية على القيمة السوقية للأسهم

## الخلاصة :

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في المؤسسة نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولإنعكاساتها على سعر السهم في السوق، حيث تمثل كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما بإحتجازها ومن ثمة إعادة إستثمارها ، أو بتوزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة ( شكل نقدي ، شكل أسهم ..... إلخ) و قد اختلفت الآراء حول طبيعة هذه السياسة فهناك من يصنفها كقرار إستثماري أو تمويلي وهنالك من يصنفها كقرار قائم بحد ذاته.

و تعد سياسة توزيع الأرباح بمثابة سلاح ذو حدين يستعمله المسير كمطية للنجاة بالمؤسسة من ضغوطات المساهمين المطالبة بتوزيع أرباح نقدية أو دعم إستراتيجية المؤسسة في ظل تهديدات السوق الخارجية ، حيث تفضل المؤسسة في بعض الأحيان تكبيل القدرة على التمويل الذاتي وفرص النمو ، من أجل كسب ثقة المساهمين الذين يعتبرون كنقطة قوة داخلية بالنسبة من يصنفها كقرار قائم بحد ذاته.

# الفصل الثاني :

تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح

على القيمة السوقية لأسهم

البنوك المدرجة في

بورصة عمان

## الفصل الثاني ——— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

تمهيد :

تم من خلال الجزء النظري التطرق لأهم الجوانب النظرية الخاصة بسياسة توزيع الأرباح، والتي من الممكن إعتبارها كأحد أهم العوامل المفسرة للحالة الجارية للمؤسسة ، كما تم التطرق أيضا إلى القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة و أهم النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح عليها ، و نظرا للأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع كان من الضروري ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، و تماشيا مع الهدف الأساسي المطروح في إشكالية البحث المتمثل في محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة بين سعر السهم في السوق وسياسة توزيع الأرباح ، سيتم في هذا الفصل تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة عن طريق دراسة قياسية على عينة من البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2013 ، و ذلك على إعتبار أن بورصة عمان سوق ناشئة عصرية تتمتع بمستوى عال من التنظيم سواء من الناحية التشريعية أو التقنية. و سيتم معالجة هذا الفصل من خلال مبحثين أساسيين كالتالي :

- المبحث الأول: نظرة حول تطور أداء بورصة عمان.

المبحث الأول : نظرة حول تطور أداء بورصة عمان

المطلب الأول :لمحة حول بورصة عمان للأوراق المالية :

عرفت الأردن تطورات اقتصادية اقتضت ضرورة تنظيم تداول الأوراق المالية وتسهيل تمويل المؤسسات وكذلك استهداف استقطاب المؤسسات والاستثمارات المحلية والأجنبية، بحيث ساعد التوجه الحكومي الذي نشأ حديثاً في المملكة الهاشمية في تشكيل سوق أوراق مالية، ذات سمعة جيدة ومقدرة عالية وإمكانيات متقدمة من خلال الدعم الحكومي لهذه السوق، مما أدى إلى بروز سوق عمان المالي كسوق عربي حديث متقدم له الأثر الأكبر في الاقتصاديات العربية.<sup>1</sup>

حققت بورصة عمان تطوراً ملحوظاً منذ تأسيسها سواءً أكان ذلك من الناحية التشريعية والتنظيمية أو من الناحية الكمية وذلك بغية جذب الاستثمار المحلي والأجنبي وتمكينها من تحقيق دورها في التنمية الاقتصادية ولهذا سنحاول في هذا المبحث إلقاء نظرة حول تطور أدائها من خلال دراسة آلية عملها و تطور المؤشرات الكمية فيها.

أولاً: نشأة بورصة عمان للأوراق المالية: تم تأسيس بورصة عمان في 11/03/1999، بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصحح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية المكملة وقد قامت بورصة عمان منذ نشأتها بخطوات مهمة هدفت إلى زيادة الشفافية والكفاءة في هذا السوق، وكذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين فيه . وتخضع بورصة الأوراق المالية لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 فقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية عام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة سوق المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليوكب الأسواق المالية الدولية.

وتتكون البورصة من ثلاثة قطاعات وهي: القطاع المالي قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها ومقدار حجم التداول أيضاً لكلمتها، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر كل قطاع.

<sup>1</sup> عطية حليمة ، مجلة آفاق للبحوث و الدراسات ، المجلة 03 العدد 02(2020)، 15/08/2020 ، ص ص 57 58

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

ثانيا: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية:

يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة في:<sup>1</sup>

أ- الأسهم العادية: وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات وتأخذ أرقاما تسلسلية: أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجها الشركة بملكية الثاني لهذه الأسهم

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

1- الإسناد الاسمية: وتكون باسم المالك وتنتقل الملكية حسب قانون السوق وتوثق في سجلاتالشركات.

2- الإسناد لحاملها : وتكون الحقوق المترتبة عليها للشخص الذي يحوز عليها وتنتقل ملكيتها من شخص إلى آخر بالإستلام و التسليم مباشرة .

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

• أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته ويطلق عليها حين ذاك سنداتالمقارضة المشاركة.

<sup>1</sup>نفس المرجع السابق، ص ص58 59

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

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

ث أدوات الدين العام: وهي عبارة عن أذونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة التي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما السندات الخزينة فهي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : الواقع العملي لبورصة عمان

يتمثل النشاط الرئيسي للبورصة في تداول الأوراق المالية ، و على هذا الأساس سنحاول من خلال هذا المطلب الإلمام بمختلف الجوانب المرتبطة بهذه العملية .

### أولاً : قطاعات بورصة عمان

يتم تصنيف الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى ثلاثة قطاعات رئيسية ، بحيث يندرج ضمنها 23 قطاع فرعي و هذا حسب التصنيف القطاعي الجديد المعتمد منذ مطلع 2006 ، ويتماشى هذا التصنيف مع المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال كما يتميز بأنه يعمل على إظهار طبيعة و غايات عمل الشركة بصورة أوضح و أدق للمستثمرين مما يسهل سرعة وصول المعلومات للمستثمر لغايات التحليل المالي للشركة ،<sup>2</sup> كما يؤدي إلى إبراز الأهمية النسبية لكل قطاع و بالتالي يعطي مقياس الأداء الشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من نفس القطاع وتتمثل هذه القطاعات في :<sup>3</sup>

- القطاع المالي: و يضم 4 قطاعات فرعية و هي : البنوك والتأمين و الخدمات المالية المتنوعة والعقارات

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق ، ص 60

<sup>2</sup> بورصة عمان، نشرة تعريفية البورصة عمان ، ص 10 [http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic\\_profile.pdf](http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic_profile.pdf) . تاريخ النسخ : 2023/05/01

<sup>3</sup> بورصة عمان، الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة والتوزيع القطاعي للشركات المدرجة في بورصة عمان ، ص ص : 5-7 [http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Free\\_Float\\_Index\\_&\\_New\\_Sectoral\\_Specification.pdf](http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Free_Float_Index_&_New_Sectoral_Specification.pdf) ، تاريخ النسخ : 2023/05/01

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

- قطاع الخدمات : ويضم 7 قطاعات فرعية وهي : قطاع الطاقة و المنافع وقطاع التعليم وقطاع التكنولوجيا و الإتصالات وقطاع الصحة و قطاع الخدمات التجارية وقطاع الإعلام وقطاع السياحة والفنادق.
- قطاع الصناعة : ويضم 11 قطاعا فرعيا وهي : قطاع الصناعات الدوائية وقطاع الصناعات الكيماوية وقطاع الورق و الكرتون وقطاع الطباعة و التغليف و قطاع الأغذية و المشروبات وقطاع التبغ و السجائر وقطاع التعدين و الصناعات الاستخراجية وقطاع الصناعات الهندسية والإنشائية وقطاع الصناعات الكهربائية وقطاع الصناعات الزجاجية و الفخرية وقطاع الأنسجة و الجلود .

### ثانيا : الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

تشمل الأوراق المالية التي عرفها قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 كل من <sup>1</sup>:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات
- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار. إسناد خيار المساهمة.
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- حقوق الإكتتاب.
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم إعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

<sup>1</sup>بورصة عمان : الأوراق المالية المتداولة في البورصة تاريخ التصفح 01/05/2023 :

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

ثالثا : بنية بورصة عمان

تتألف بورصة عمان من سوق أولي وسوق ثانوي.

### 1- السوق الأولي :

هو سوق الإصدارات الذي يتم في نطاقه التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالإكتتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض، وبذلك فإن هذا السوق يساهم في زيادة التكوين الرأسمالي للمؤسسة.<sup>1</sup>

يعتمد هذا السوق في نشاطه على السوق الثانوي لكون هذا الأخير يوفر عنصر السيولة إذ يعكس ارتفاع الإصدارات الأولية نضج السوق وزيادة ثقة الجمهور.<sup>2</sup>

من خلال السوق الأولي تحصل المؤسسة على الموارد اللازمة لتمويل استثماراتها و لذلك فهو يمثل سوق استثمار حقيقي.

### 2- السوق الثانوي :

هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بيعا و شراء بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي و تم الإكتتاب بها وذلك و وفقا لأحكام القوانين واللائحة و التعليمات المعمول بها. و يندرج ضمن هذا السوق سوق الأسهم و سوق السندات و سوق حقوق الإكتتاب و سوق صناديق الإستثمار و سوق العمليات المستثناة من التداول<sup>3</sup> تنبع أهمية هذا السوق من خلال توفيره للسيولة الموجهة للإصدارات الأولية و هي بذلك تشجع الإكتتاب في إصدارات السوق الأولي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> زينب عوض الله و اسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2003، ص 191 :

<sup>2</sup> فيصل محمود الشاورة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية : الأسس النظرية والعلمية، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان، 2008، ص 147 :

<sup>3</sup> بورصة عمان ، دليل الإستثمار في بورصة عمان ، ص. 2:

<sup>4</sup> وليد احمد الصافي ، سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة الجزائر ، 1997-1998 ، ص : 185

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

### رابعاً : أوقات التداول

في بورصة عمان يتم التداول في بورصة عمان من خلال آلية التسعير المستمر يوميا من الأحد إلى الخميس و تقسم جلسة التداول إلى مراحل حسب كل سوق كما يلي :

مراحل وأوقات جلسة التداول للسوقين الأول والثاني وسوق حقوق الإكتتاب وسوق السندات :

10:00- 8:30	مرحلة الإستعلام
+ 10:30 - 10:00	مرحلة ما قبل الافتتاح
+10:30	مرحلة الإفتتاح
12:30 - 10:30	مرحلة التداول المستمر
12:45 – 12:30	مرحلة الصفقات

مراحل وأوقات جلسة التداول للسوق الثالث:

09:45 - 08:30	مرحلة الإستعلام
09:50+ 09:45	مرحلة ما قبل الإفتتاح
09:50+	مرحلة الإفتتاح
10:15 – 09:50	مرحلة التداول المستمر
12:45- 12:30	مرحلة الصفقات

خامساً: عمولات التداول في بورصة عمان

يستوفي الوسيط عمولة تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعمليتي الشراء والبيع حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (1) : عمولات التداول في بورصة عمان

الحد الأعلى للعمولة	الحد الأدنى للعمولة	الورقة المالية
7.4 دينار لكل ألف دينار	5.4 دينار لكل ألف دينار	الأسهم و حقوق الإكتتاب
0.95 دينار لكل ألف دينار	0.45 دينار لكل ألف دينار	السندات
2.2 دينار لكل ألف دينار	2.0 دينار لكل ألف دينار	وحدات الإستثمار

المصدر: دليل الاستثمار في بورصة عمان ، ص : 13.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

وتتوزع هذه العملات حسب ما يلي<sup>1</sup>:

### 1. عملات مؤسسات سوق رأس المال :

الجدول رقم (2) : عملات مؤسسات سوق رأس المال

المؤسسة	عملات التداول	السندات
	الأسهم وحقوق الإكتتاب وحدات الإستثمار	
الهيئة	0.0005	
البورصة	0.0005	0.0001
المركز	0.0004	0.00005
المجموع	0.0014	0.00015

<http://www.ase.com.jo/ar/node/862> consulté le 02/05/2023 : Source

### 2. عملات الوسيط :

تضاف إلى عملات مؤسسات سوق رأس المال الحدود الدنيا والعليا لعملات شركات الوساطة المالية المتمثلة فيما يلي :

الجدول رقم (3) : عملات الوسيط

الحد الأدنى	الحد الأعلى	
0.004	0.006	الأسهم وحقوق الإكتتاب
0.0003	0.0008	السندات
0.0006	0.0008	وحدات الاستثمار

<http://www.ase.com.jo/ar/node/862> consulté le 02/05/2023 :Source

### سادسا : إجراءات التداول في بورصة عمان

قامت بورصة عمان بتحديث وتطوير بيئة التداول فيها و إستبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولا به لسنوات طويلة بحيث أصبح الوسطاء الماليين يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء من خلال نظام

<sup>1</sup>بورصة عمان، عملات التداول ، ، تاريخ التصفح 02/05/2023 :

## الفصل الثاني ————— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

إلكتروني على درجة عالية من التطور والكفاءة، وضمن آلية تمتاز بالسهولة والمرونة والأمان<sup>1</sup>. كما يوفر النظام إمكانية إدخال الأوامر بشكل غير معلن ( الأوامر المخفية) حتى لا تؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على استقرار الأسعار بشكل غير مبرر ، ويوفر النظام أدوات لمراقبة وإدارة جميع عمليات التداول الخاصة بالمستخدم<sup>2</sup>. وبغرض تسهيل التداول ورفع كفاءة الوسطاء العاملين في البورصة بالإضافة إلى إعطاء شركات الوساطة والمتعاملين بالأوراق المالية المزيد من المرونة والسهولة قامت بورصة عمان بتطبيق نظام التداول عن بعد RemoteTrading وإلغاء قاعة التداول التقليدية والتي أصبح يقتصر استخدامها على حالات الأعطال الفنية وفي حالة عدم تمكن شركات الوساطة من الإتصال بنظام التداول الإلكتروني حيث أصبح التداول يتم من خلال مكاتب شركات الوساطة المالية المرخصة والتي تم ربطها مع نظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة LeasedLinks وبواسطة خطوط الألياف الضوئية FiberOptics<sup>3</sup>.

يبدأ السوق نشاطه على الساعة 8:30 بمرحلة الإستعلام يتم فيها إدخال الأوامر، في مرحلة ما قبل الإفتتاح تظهر الأوامر المدخلة على سجل الأوامر<sup>4</sup> دون إحداث أي تداول حيث يقوم نظام التداول في حال إلتقاء العرض والطلب بإحتساب سعر التوازن التأسيري بعد كل عملية إدخال أو تعديل أو إلغاء للأوامر. يتم تنفيذ الأوامر المدخلة إلى نظام التداول حسب أفضلية الأسعار ثم أولوية وقت الإدخال<sup>5</sup>. في مرحلة الإفتتاح يقوم نظام التداول بمقابلة أوامر الشراء والبيع المدخلة، ويتم تنفيذ الكميات القابلة للتنفيذ في أوامر الشراء والبيع لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأسيري عند تلك اللحظة<sup>6</sup> إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغير الأسعار المسموح بها عند إنتهاء مرحلة الإفتتاح يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية مرحلة التداول المستمر<sup>7</sup>.

<sup>1</sup>بورصة عمان نشرة تعريفية لبورصة عمان ، ص . [http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic\\_profile.pdf](http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic_profile.pdf) 12 تاريخ التصفح

02/05/2023

<sup>2</sup> المرجع أعلاه ، نفس الصفحة

<sup>3</sup>المرجع اعلاه ، نفس الصفحة

<sup>4</sup>المادة 6من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان.

<sup>5</sup>المادة 11من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان.

<sup>6</sup>المادة 7من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان.

<sup>7</sup>المادة 8من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

للإشارة يمكن إجراء تعديل أو إلغاء الأوامر المدخلة وغير المنفذة في جميع مراحل جلسة التداول ما عدا مرحلة الافتتاح ، وذلك بعد مرور فترة زمنية معينة على إدخال الأمر أو تعديله يحددها مجلس الإدارة<sup>1</sup> ، ويتم تنفيذ الصفقات في المرحلة المخصصة لها من قبل الوسيط، لينتهي السوق نشاطه على الساعة الواحدة إلا الربع 12:45. وتنقسم الأوامر في بورصة عمان من حيث السعر إلى:<sup>2</sup>

- سعر محدد و يمثل سعر الأمر المدخل بسعر معين لا يزيد عنه في حالة الشراء ولا يقل عنه في حالة البيع.
- سعر السوق المحدد (Markettolimit) و يمثل الأمر المرسل لشراء أو بيع الورقة المالية على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل للورقة المالية بحيث يكون أفضل سعر معروض في حالة إرسال أمر شراء أو أفضل سعر مطلوب في حالة إرسال أمر بيع.

يتم إدخال الأمر بسعر السوق المحدد في مرحلة التداول المستمر فقط ويتم تنفيذ هذا الأمر جزئياً أو كلياً على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل لحظة إدخاله وفي حالة التنفيذ الجزئي فإن الكمية المتبقية تظهر على سجل الأوامر بالسعر الذي تم التنفيذ عليه، ويرفض الأمر المدخل بسعر السوق المحدد في حالة عدم وجود أي أمر على الطرف المقابل<sup>3</sup>

يسمح بإدخال الأمر ( Fillandill ) ( fak ) خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح ويعني تنفيذ أكبر كمية ممكنة على السعر المحدد في الأمر خلال مرحلة الإفتتاح وإلغاء الكمية المتبقية وغير المنفذة كما يسمح بإدخال الأمر خلال مرحلة التداول المستمر ويعني تنفيذ أكبر كمية ممكنة على السعر المحدد في الأمر مباشرة وإلغاء الكمية المتبقية وغير المنفذة.<sup>4</sup> تقوم البورصة بإلغاء أوامر البيع وأوامر الشراء المدخلة إلى نظام التداول والتي لم تنته مدة سريانها على أية ورقة مالية في اليوم التالي لتوزيع الأرباح النقدية وفي جميع الحالات التي تحتسب بها البورصة سعراً مرجعياً جديداً وفي أي حالات أخرى تقتضيها الضرورة<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المادة 22 من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان ..

<sup>2</sup> المادة 23 من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان

<sup>3</sup> المادة 26 من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان

<sup>4</sup> المادة 29 من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان

<sup>5</sup> التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، ص32:

## الفصل الثاني ——— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

كما أطلقت بورصة عمان خدمة التداول عبر الإنترنت خلال عام 2010 والتي هي خدمة تقدمها شركة الوساطة لعملائها، بحيث تمكنهم من التداول بالأوراق المالية عن طريق إدخال أوامر الشراء والبيع إلى نظام التداول الإلكتروني بأنفسهم من خلال إستخدام شبكة الإنترنت، هذا وقد أتت هذه الخدمة ضمن جهود بورصة عمان الرامية لتحقيق أهدافها في مجال تطوير أساليب التداول وتوسيع قاعدة المتعاملين بالأوراق. وتوفر هذه الخدمة الفرصة لأكبر عدد من المستثمرين والمهتمين للتداول بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي، مما يساهم في زيادة أعداد المتعاملين في بورصة عمان وزيادة إقبالهم على التداول بالأوراق المالية كما أن الوسيط المالي سيتمكن من القيام بدوره الأساسي المتمثل بتحليل الأوراق المالية<sup>1</sup> ودراسة حركة الأسعار لتقديم النصح والمشورة لعملائه بدلاً من الإنشغال في إدخال أوامر الشراء والبيع للعملاء

### المطلب الثالث: تطور أداء بورصة عمان

بعد التطرق إلى الواقع العملي لبورصة عمان في المطلب السابق يبقى التساؤل مطروحاً حول تطور أداء هذه البورصة، ولذلك سنحاول في هذا المطلب دراسة تطور أداء بورصة عمان من خلال دراسة تطور أداء السوق الأولي والثانوي والإستثمار الأجنبي .

### أولاً : تطور أداء السوق الأولي

نستهل تطور السوق الأولي بالإصدارات الأولية من الأسهم

<sup>1</sup>بورصة عمان، التداول عبر الإنترنت

[-http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9%88%D9%84](http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9%88%D9%84)

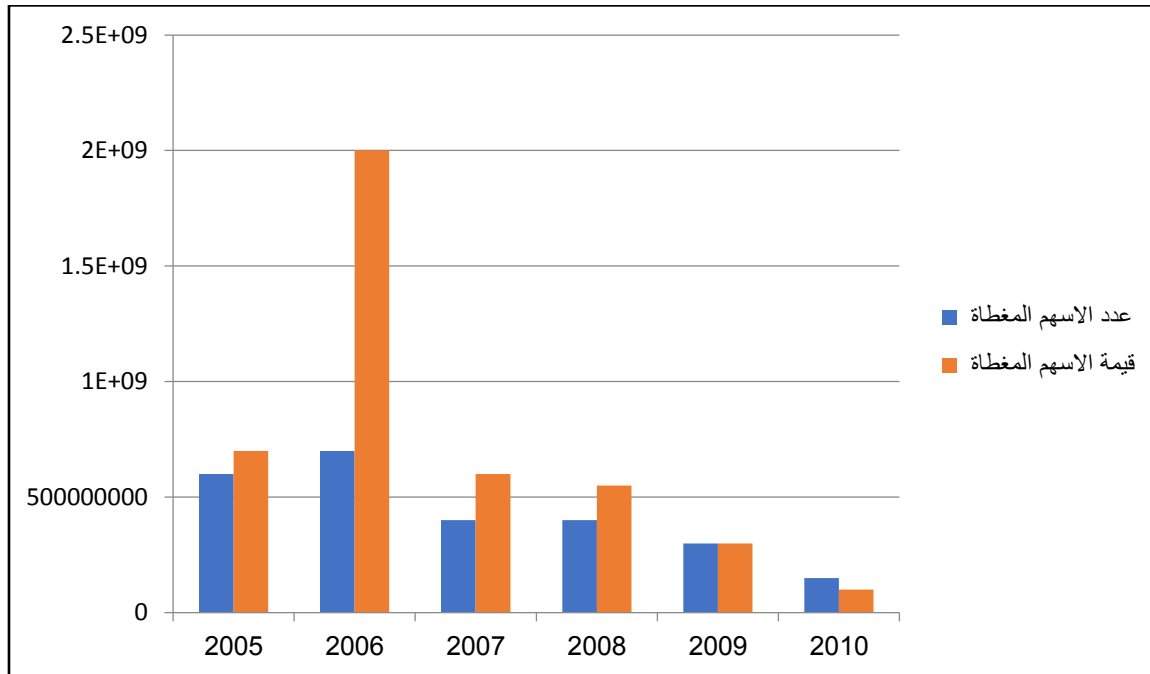
[-http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A7%D9%84%D8%A5%D9%86%D8%AA%D8%B1%D9%86%D8%AA%D8%B9%D8%A8%D8%B1](http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A7%D9%84%D8%A5%D9%86%D8%AA%D8%B1%D9%86%D8%AA%D8%B9%D8%A8%D8%B1) ، تاريخ

التصفح 2023/05/02

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

### 1. الإصدارات الأولية من الأسهم

الشكل رقم (1) : الإصدارات الأولية من الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على البرنامج MicrosoftOfficeExcel والملحق رقم (1)

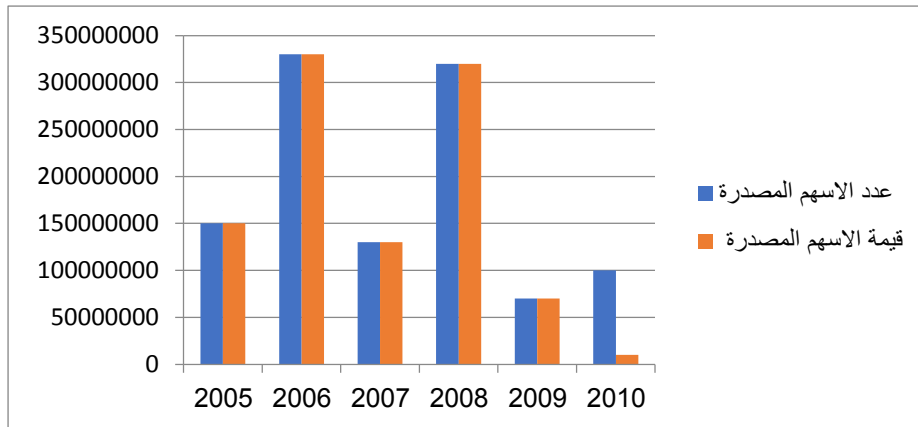
يمثل المنحنى الموالي للإصدارات الأولية من الأسهم في بورصة عمان خلال سنة 2005 إلى 2013، ومنه نلاحظ انه في سنة 2005 كانت سوق الإصدارات منخفضة نوعا ما بالنسبة لسنة 2006 فشهدت سوق الإصدارات الأولية في هذه السنة نشاطا كبيرا من الأسهم حيث بلغت قيمة الأسهم المصدرة و المغطات 2047101323 دينار أردني وهذا نتج عنه ربح أي كلما زادت القيمة زاد الإكتساب، وبعدها في السنوات الموالية شهدت انخفاض في قيمة الأسهم و عددها ففي سنتي 2007 و 2008 كانت قيمة الأسهم متساوية و عدد الأسهم مرتفع قليلا عن سنة 2008، ثم إنخفضت الإصدارات أكثر من السابق و كانت قيمة الأسهم و عدد الأسهم متساوية في سنة 2009، أما في سنة 2010 فشهدت سوق الإصدارات انخفاض أكثر من السابق أي قل الاستثمار على الأسهم و قلت الزبائن أيضا.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

2. إصدارات الأسهم الناتجة عن رسملة الأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار والإحتياطات:

الشكل رقم (2) زيادة رأس المال في بورصة عمان عن طريق رسملة الأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار

والإحتياطات للأعوام 2013-2005



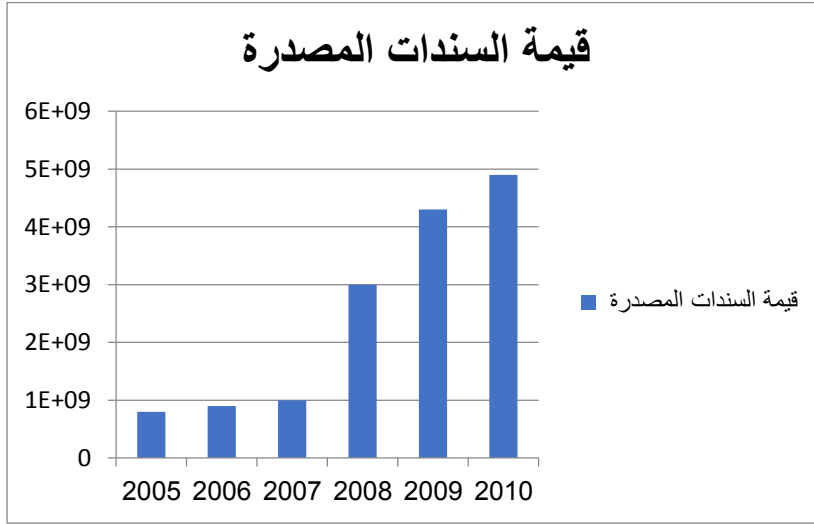
المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج MicrosoftOfficeExcel والملحق رقم (2)

نلاحظ في الشكل الموالي إرتفاع عدد وقيمة الأسهم الناتجة عن رسملة الأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار والإحتياطات خلال سنتي 2006 و 2008 وهذا ناتج عن إرتفاع أسعار الأسهم اي زيادة في رأس المال ، و خلال سنتي 2005 و 2007 كان منخفض نوعا ما عن السنوات التي ذكرناها حيث أن الشركات تسعى إلى الإحتفاض بالسيولة و إرضاء مساهمها ، أما في سنة 2009 فقد أنخفض عدد الأسهم وقيمتها معا ، أما بالنسبة لسنة 2010 فقد شهدت إرتفاع في عدد الأسهم المصدرة و إنخفاض قيمتها كثيرا .

الفصل الثاني ——— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك  
المدرجة في بورصة عمان

3. السندات الصادرة عن الحكومة أو بكفالتها

الشكل رقم (3) السندات الصادرة عن الحكومة أو بكفالتها خلال الفترة 2005-2013



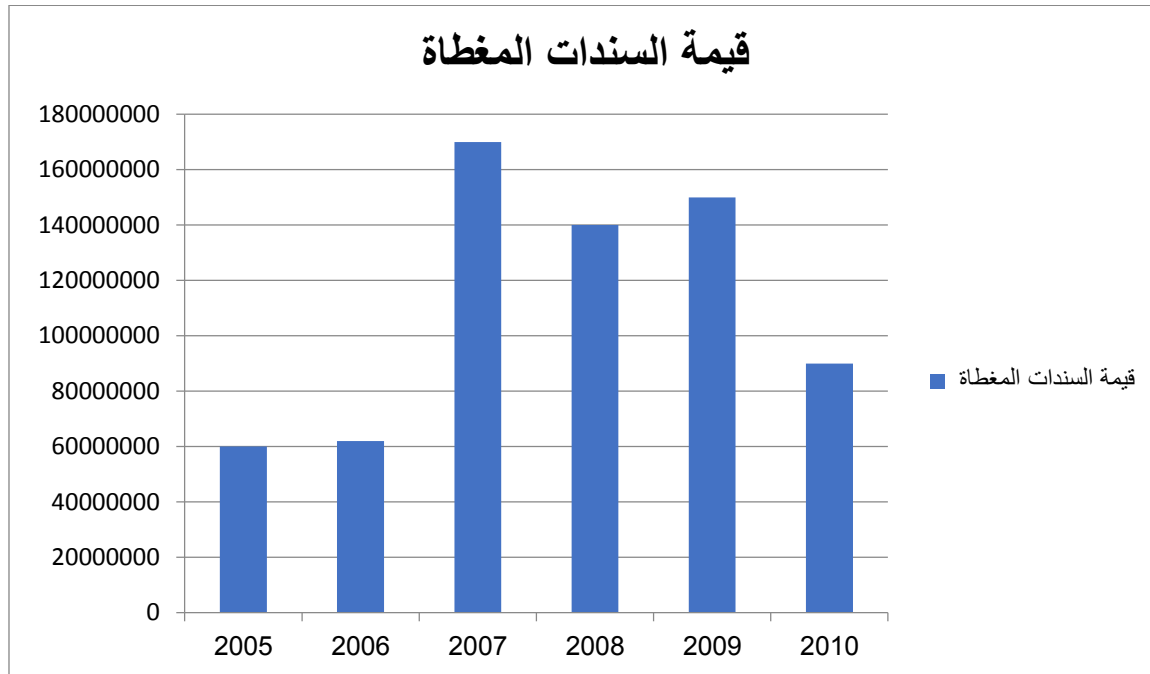
المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج MicrosoftOfficeExcel و الملحق رقم (3)

نلاحظ في الشكل الموالي قيمة السندات الصادرة عن الحكومة أو بكفالتها خلال الفترة 2005 إلى 2013 فقد شاهدنا أن قيمة السندات في إرتفاع مستمر من سنة 2005 إلى سنة 2010 أي أن الحكومة الأردنية غطت العجز في ميزانية الدولة .

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

### 4. الإصدارات الأولية مستندات قروض الشركات :

الشكل رقم (4): الإصدارات الأولية من سندات قروض الشركات في بورصة عمان للأعوام 2005 – 2013



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج MicrosoftOfficeExcel والملحق رقم (4)

نلاحظ في الشكل الموالي الإصدارات الأولية من قروض الشركات في بورصة عمان للأعوام 2005 إلى 2013، فقد كانت في سنتين 2005 و 2006 منخفضة ومتساوية ثم شهدت إرتفاع كبير في السندات سنة 2007 بعدها إنخفض قليلا في سنة 2008 و في سنة 2009 إرتفع بعدها إنخفض في السنة الموالية ، أي نستنتج أن قيمة الصدارات الأولية في القروض غير منضبط في السنوات الستة التي درسناها .

ثانيا : تطور أداء السوق الثانوي

فيما يلي إستعراض لتطور أداء السوق الثانوي:

1. سوق الأسهم :

ستحاول دراسة تطور أداء سوق الأسهم من خلال المؤشرات التالية :

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

### 1-1 عدد الشركات المدرجة:

يقيس مؤشر عند الشركات المدرجة مدى إتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة في حين أن إنخفاض عدد الشركات المدرجة ، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة ، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

شهد هذا المؤشر ارتفاعا ملحوظا خلال فترة الدراسة حيث بلغ عدد الشركات المدرجة 277 في نهاية سنة 2010 مقارنة مع 201 شركة في سنة 2005 ، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالية في الأردن، ويعزى هذا الإرتفاع إلى عدة عوامل أبرزها خصوصية الشركات العمومية ، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصة سواء للشركات المحلية أو الشركات الأجنبية بالإضافة إلى تحسن البيئة الإستثمارية للدولة مما أدى إلى رفع فرص الربح فيها .

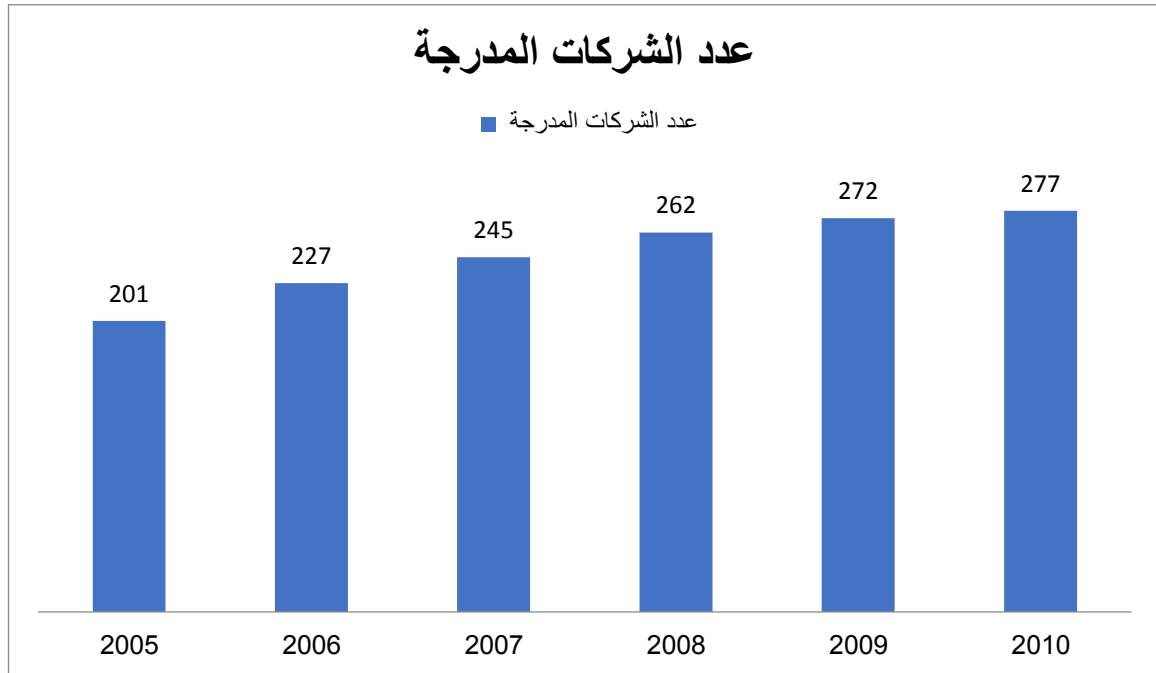
أما سنة 2011 فقد عرف السوق إنخفاضا في عدد الشركات إلى 247 شركة. وجاء هذا الانخفاض بشكل رئيسي نتيجة إلغاء إدراج 32 شركة وذلك بعد تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان و التي نصت على إلغاء إدراج أسهم الشركات التي تحال بقرار من المحكمة إلى التصفية الإجبارية، وتلك التي تقرر هيئاتها العامة غير العادية الموافقة على التصفية الإختيارية، بالإضافة إلى الشركات التي تبقى موقوفة عن التداول لمدة تزيد عن العامين و الشركات التي تغير صفتها القانونية.<sup>1</sup>

ويمكن عرض التطور التاريخي لعدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لفترة الدراسة من خلال الشكل التالي :

<sup>1</sup>التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية لسنة 2011 ، ص:24.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

الشكل رقم: (1-4) تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج Microsoft Office Excel و الملحق رقم (5)

نلاحظ في الشكل الموالي تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2005 إلى 2010 ، فقد كان في زيادة مستمر وتدرجيا من سنة 2005 إلى سنة 2010 .

### 1-2 القيمة السوقية للبورصة ، نسبتها الى الناتج المحلي الأجمالي

يطلق على القيمة السوقية للبورصة برسمة السوق المالية و هي عبارة عن العدد الكلي للأسهم المدرجة في البورصة مضروبا بالقيمة السوقية أي سعر السهم في السوق و بعد هذا المؤشر المرأة العاكسة لمستوى نشاط السوق إذ كلما ارتفع هذا المؤشر دل على إرتفاع حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم الشركات المدرجة فيه، أو إرتفاع الأسعار الذي قد يكون إنعكاسا لإتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا.

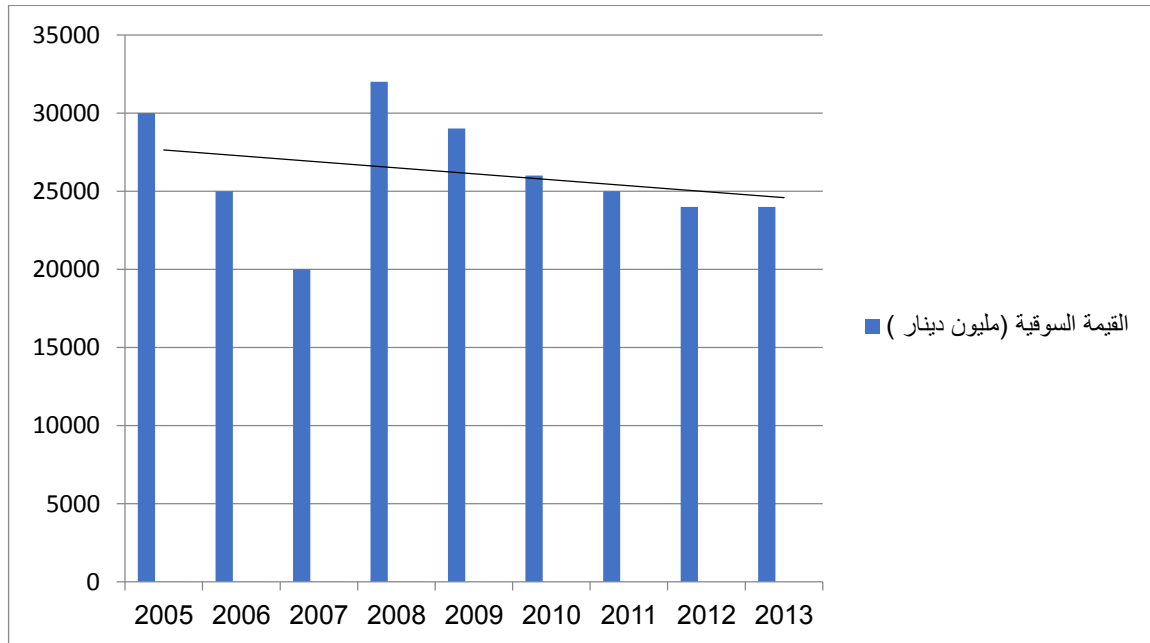
وتدل نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي على أهمية السوق في الحياة الإقتصادية العامة والتي تعطي دلالة على تصرفات المستثمرين إتجاه الأصول المالية<sup>1</sup>، بحيث تقيس ذلك الجزء من الناتج المحلي المستثمر في الشركات

<sup>1</sup> محمد براق بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 1999ص: 125.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

المدرجة في السوق، وعليه فارتفاع هذه النسبة يعني زيادة قدرة الشركات على إستقطاب وجذب المستثمرين. يمكن عرض التطور التاريخي للقيمة السوقية لبورصة عمان ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي لفترة الدراسة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(5): القيمة السوقية لبورصة عمان ونسبتها إلى الناتج المحلي خلال الفترة 2005-2013.



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج Microsoft Office Excel والملحق رقم (5)

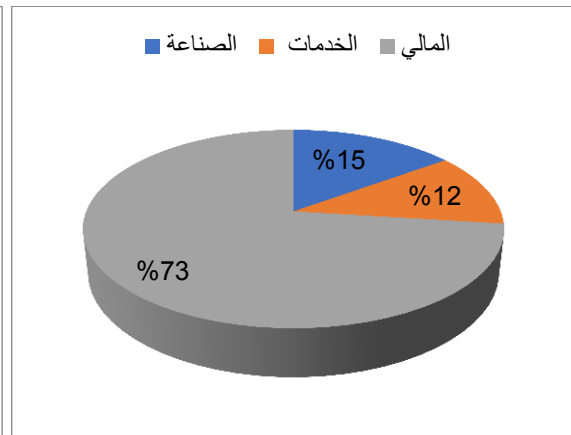
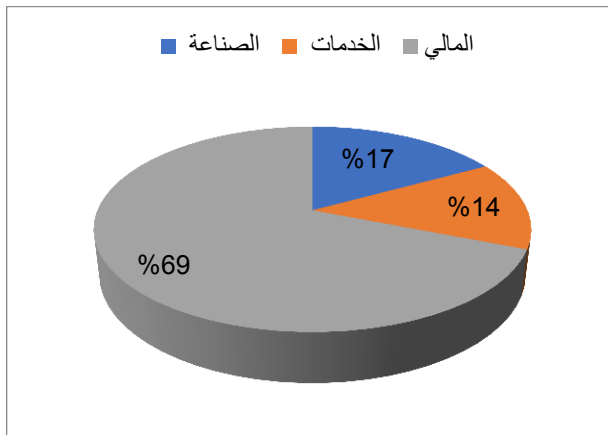
يمثل الرسم البياني القيمة السوقية بالمليون دينار بدلالة السنوات حيث انه في سنة 2005 كان مرتفع ليصل الى 30000 دينار ثم انخفض في السنتين 2006 و 2007 ثم ارتفع سنة 2008 ليبلغ قيمته العظمى ثم بدا في الانخفاض خلال السنوات 2009 و 2011 و 2012 و بقي في نفس المستوى في السنة الاخيرة.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي للقيمة السوقية خلال فترة الدراسة فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه القطاع الصناعي ثم قطاع الخدمات وهذا ما تبينه الأشكال التالية :

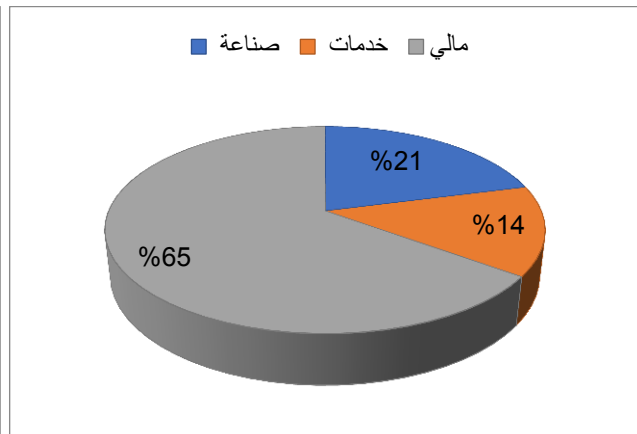
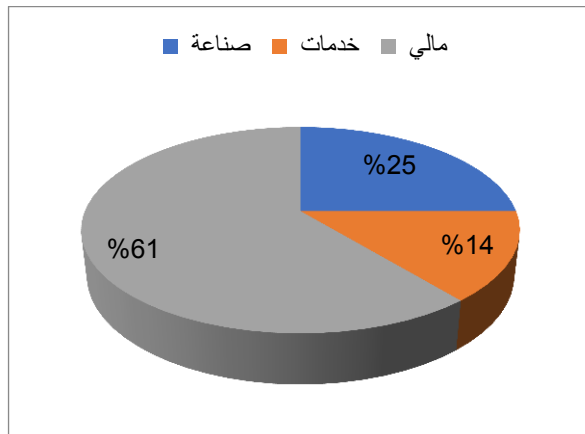
الشكل رقم (6) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2005

الشكل رقم (7) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2006

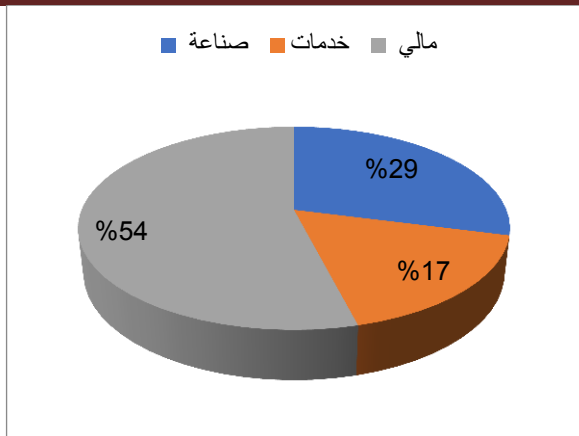


الشكل رقم (9) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2008

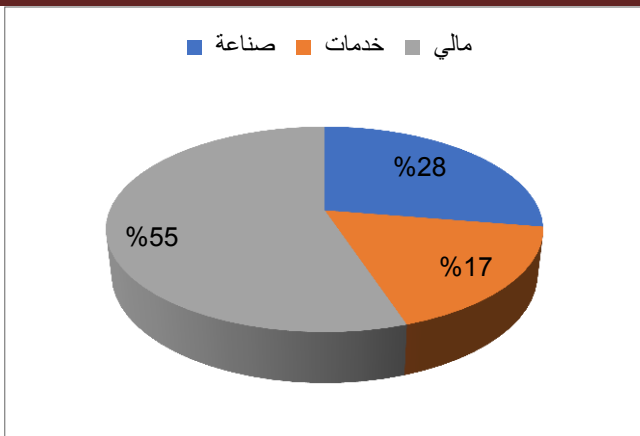
الشكل رقم (8) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2007



الفصل الثاني ————— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

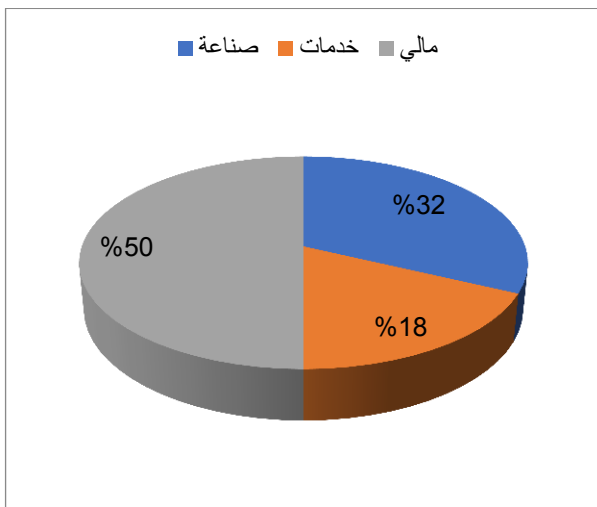


الشكل رقم (11) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2010

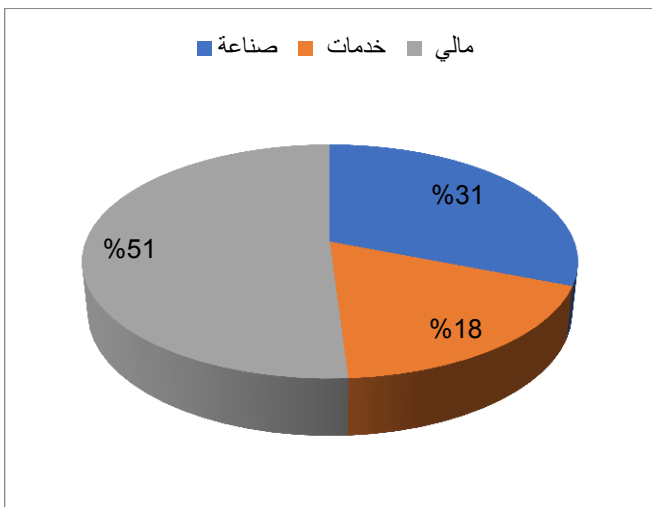


الشكل رقم (10) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2009

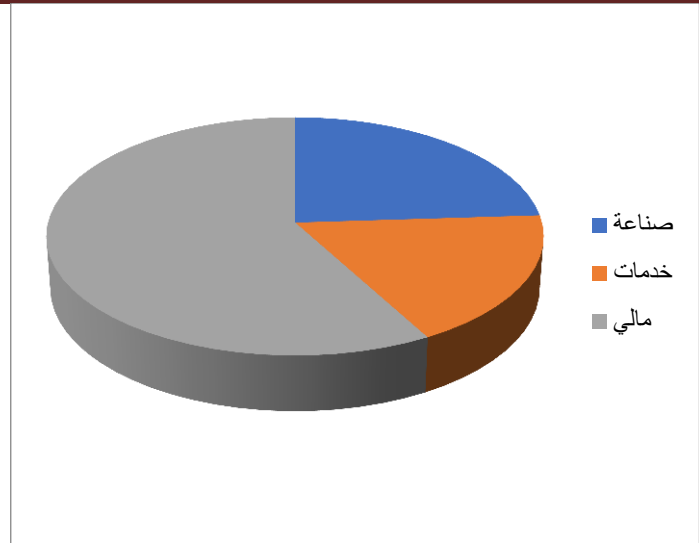
الشكل رقم (13) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2012



الشكل رقم (12) : نسبة المساهمة القطاعية في القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2011



## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان



الشكل رقم (14) : نسبة المساهمة القطاعية في

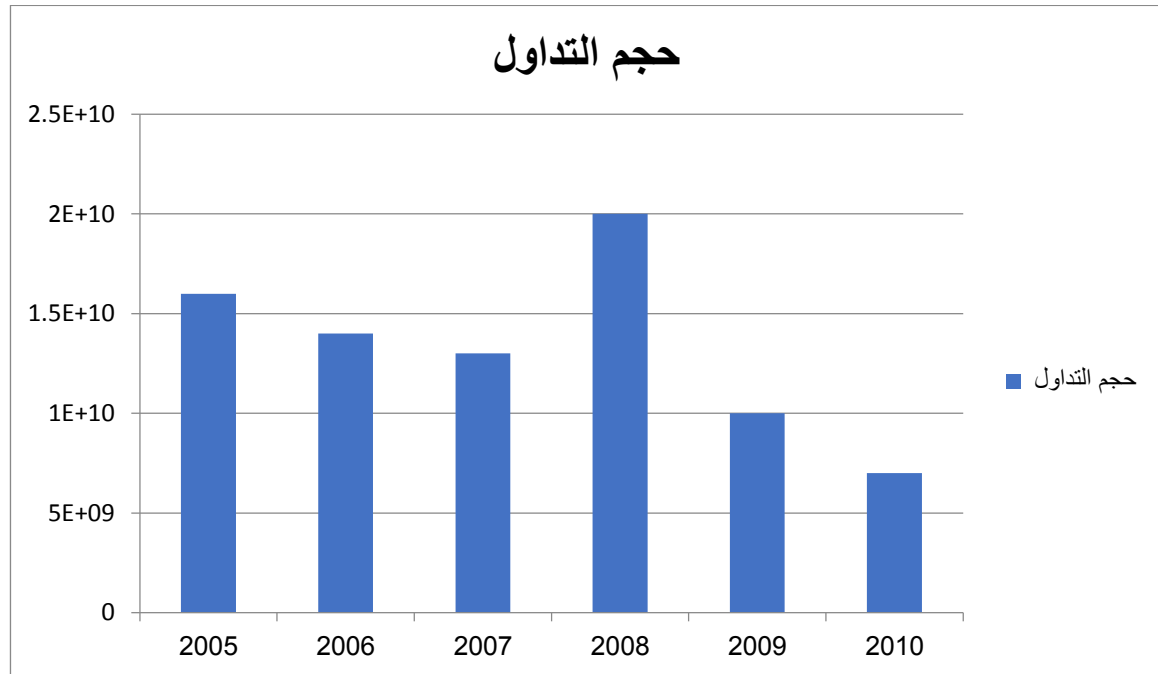
القيمة السوقية لبورصة عمان لسنة 2013

المصدر: من إعداد الطالبان اعتماداً على الملحق 06

### 3-1 حجم التداول

يكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة، إذ يعبر حجم التداول عن القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية عادة تكون سنة، فهو يعكس سيولة الأصول المتداولة في السوق حيث يدل على قدرة السوق على توفير سيولة نقدية للمستثمرين. ويمكن عرض التطور التاريخي لحجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية لفترة الدراسة من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (15) حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013



المصدر : من إعداد الطالبان بالإعتماد على الملحق رقم (5)

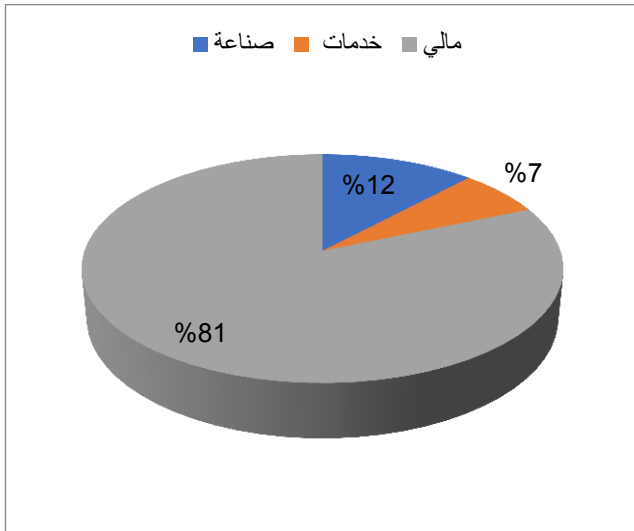
نلاحظ من الشكل البياني حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013، فكانت مرتفعة سنة وهذا الإرتفاع راجع إلى إرتفاع الأرباح المحققة من قبل الشركات المدرجة ، وفي سنة 2005 انخفضت سنتين متتاليتين 2006-2007 بعدها ارتفعت أكثر من السابق ثم انخفضت في السنتين 2009-2010 .

وفيما يخص المساهمة القطاعية في حجم التداول في بورصة عمان خلال فترة الدراسة فقد احتل القطاع المالي

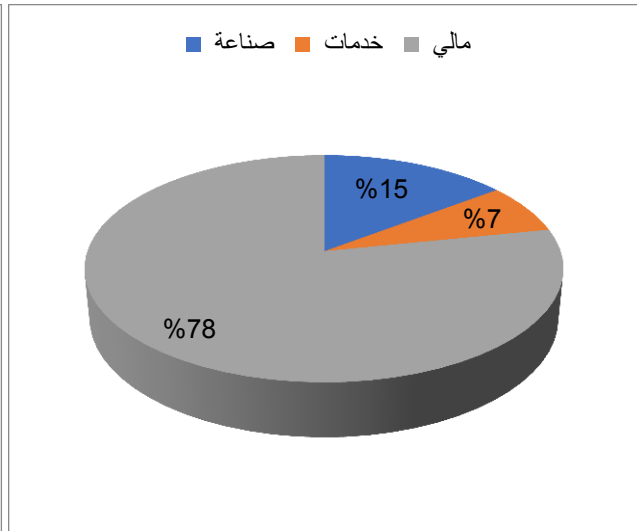
المرتبة الأولى وهذا ما تبينه الأشكال التالية :

الفصل الثاني ————— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

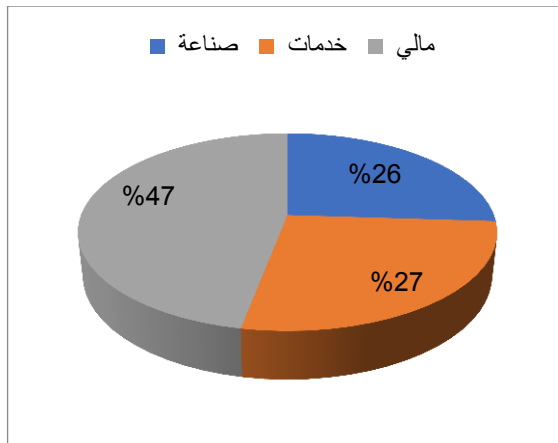
الشكل (17) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2006



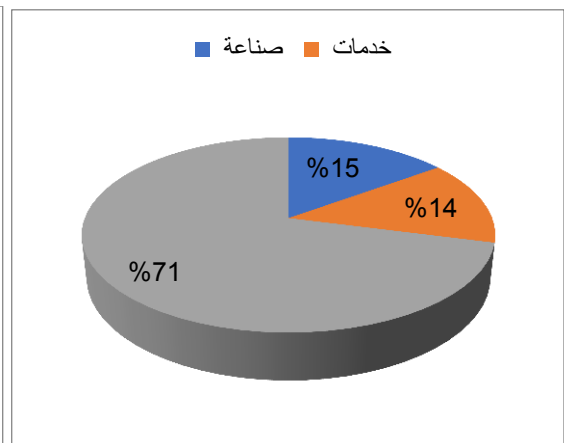
الشكل (16) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2005



الشكل (19) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2008



الشكل (18) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2007

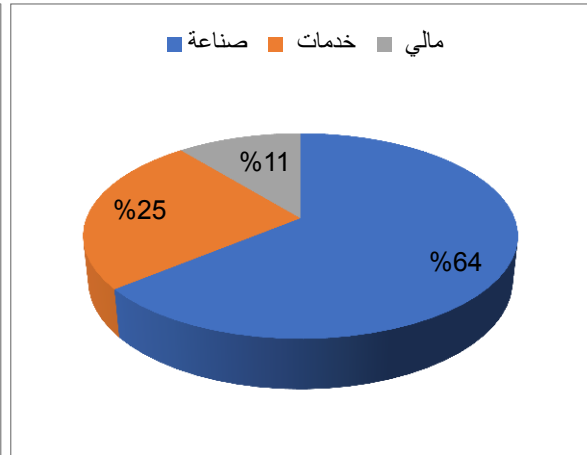


الفصل الثاني ——— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

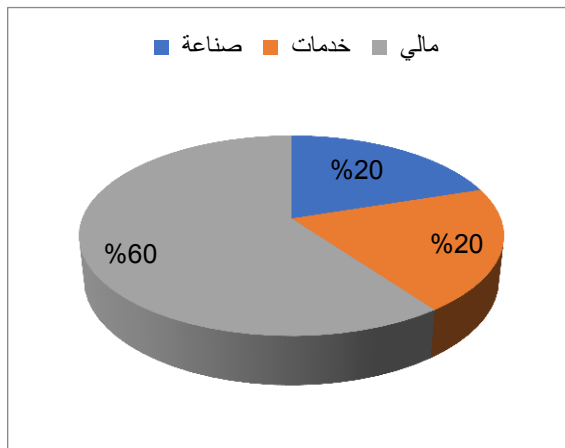
الشكل (21) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2010



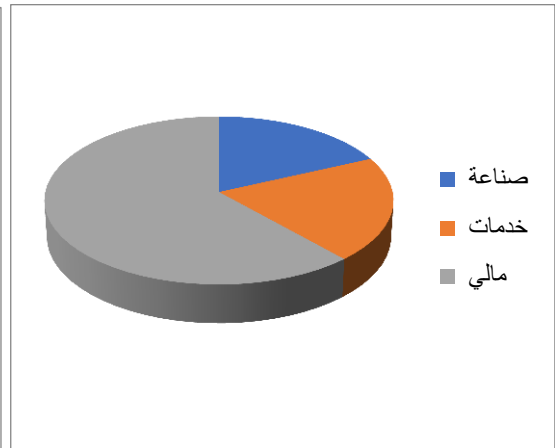
الشكل (20) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2009



الشكل (23) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2012

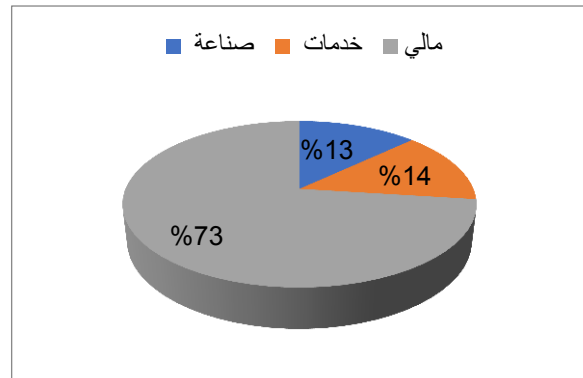


الشكل (22) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2011



## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

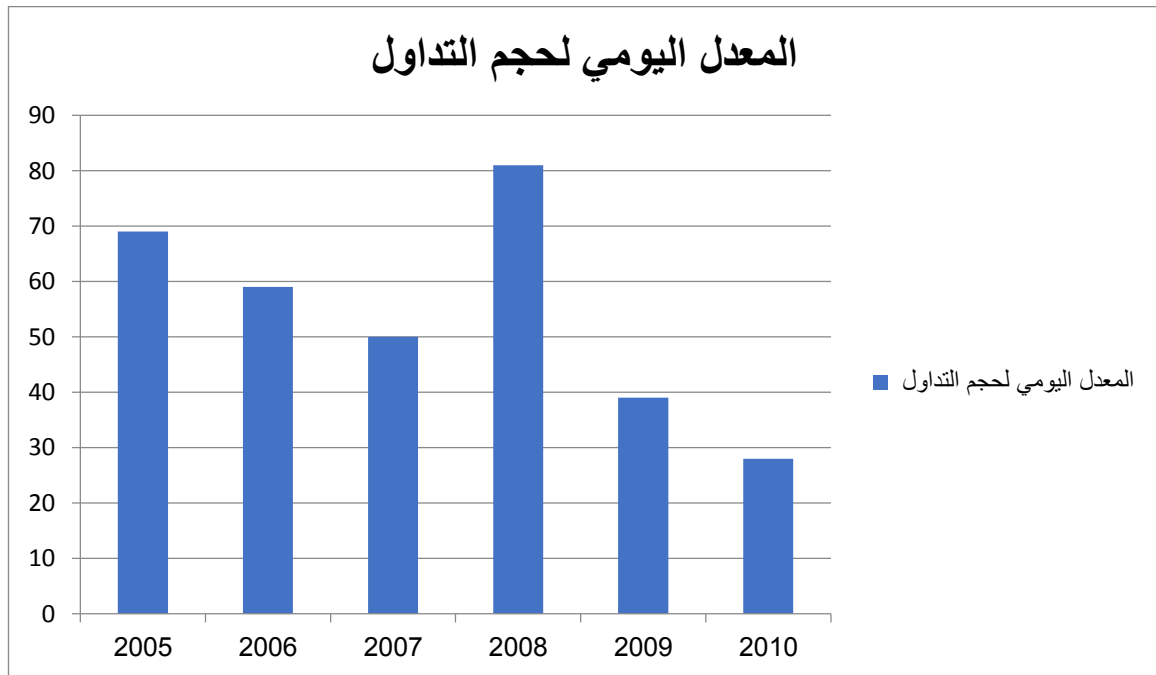
الشكل (24) : نسبة مساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2013



المصدر: من اعداد الطالبان اعتمادا على الملحق 07

#### 1-4 المعدل اليومي لحجم التداول :

الشكل رقم (25) المعدل اليومي لحجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على البرنامج والملحق رقم (5)

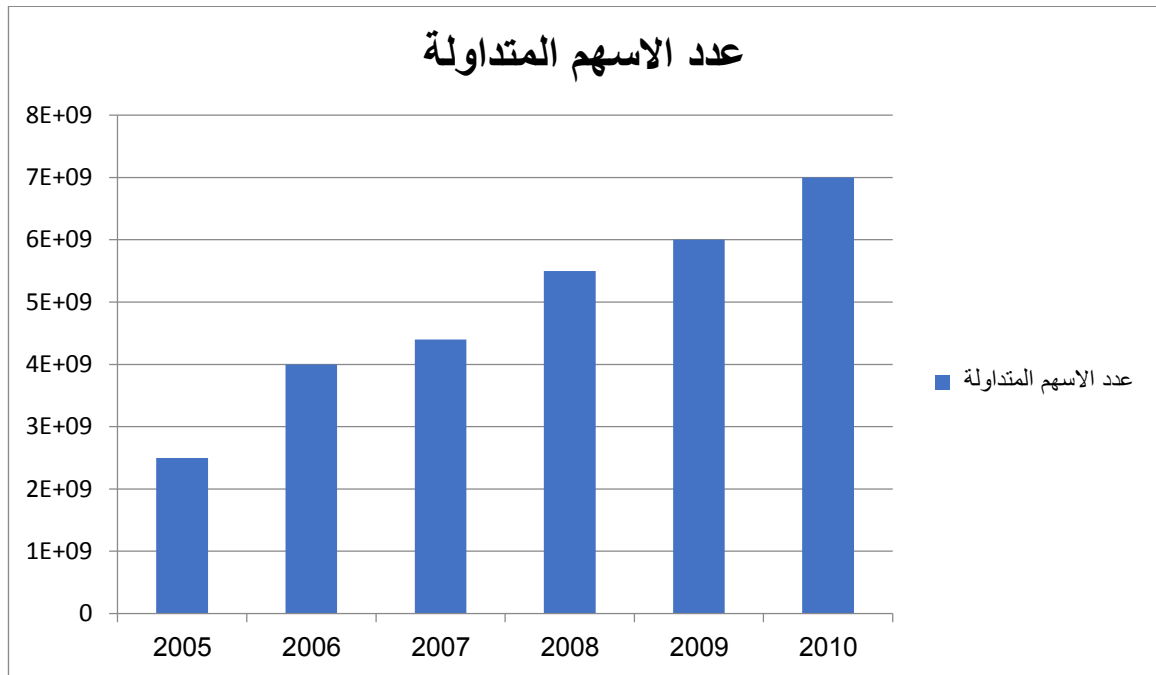
نلاحظ من خلال الشكل الموالي ارتفاع في المعدل اليومي لحجم التداول سنة 2005 وبعدها لاحظنا انخاف في سنتين متتاليتين 2006 و 2007 ثم شهد ارتفاعا خياليا سنة 2008 بعدها انخفض سنة 2009 وايضا سنة 2010.

#### 1-5 عدد الأسهم المتداولة :

إن عدد الأسهم المتداولة يعطي فكرة عامة على سيولة السوق بصفة أكبر من حجم التداول فكلما ارتفع عدد الأسهم المتداولة كلما كانت السوق أكثر سيولة، عكس حجم التداول الذي لا يعبر عن السيولة بشكل واضح فقد يكون حجم التداول كبير لكنه متركز في عدد قليل من الأسهم فقط.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

الشكل رقم (26) عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013



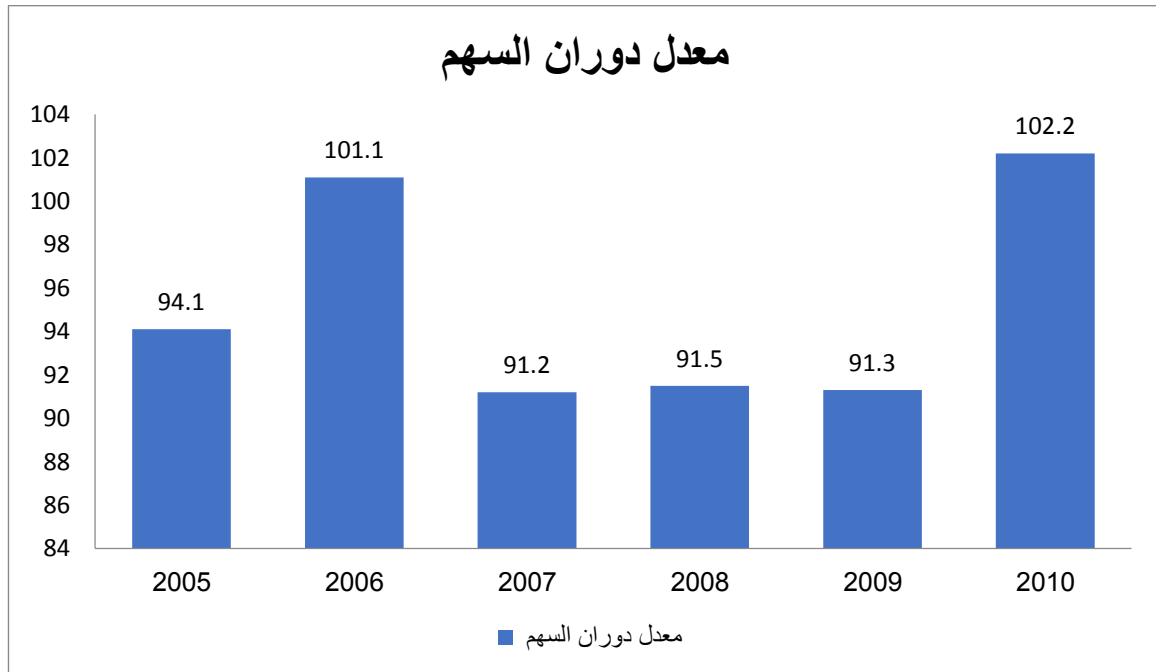
المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج Microsoft Office Excel والملحق رقم (5)

يمثل المنحنى البياني التالي عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان ، حيث لاحظنا إرتفاع مستمر في عدد الأسهم المتداولة مما يدل على سيولة هذا السوق.

### 1-6 معدل دوران السهم:

يقيس هذا المؤشر قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة خلال مدة زمنية معينة". فهو يدل على سيولة السوق، هذه الأخيرة تعبر عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراء، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. كما يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر على كثافة التداول في سوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف إتمام الصفقات منخفضة . والجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة فمن الممكن أن تكون البورصة ذات قيمة سوقية مرتفعة غير أنها غير نشيطة و تتميز بالركود ، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما إرتفع معدل دوران السهم كلما دل على إرتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية.

الشكل رقم : (27) معدل دوران الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013



المصدر: بالإعتماد على البرنامج Microsoft Office Excel و الملحق رقم (5)

يمثل الرسم البياني معدل دوران الاسهم في بورصة عمان، حيث لاحظنا انخفاض في معدل دوران السهم سنة 2005 و بعدها شهد ارتفاع سنة 2006 قدر ب 101.1، و بعدها انخفض سنة 2007 ثم ارتفع ارتفاع طفيف سنة 2008 و بعدها انخفض سنة 2009 ثم شهد ارتفاع سنة 2010 و قدر ب 102.2 أي ان بورصة عمان تمتاز بالسيولة

#### المطلب الرابع: التقدير وتحليل النتائج

مما لا شك فيه أن الجانب التطبيقي لأي دراسة يعتبر هو الجانب الأكثر أهمية في الدراسة لأنه يختبر صحة فرضيات الدراسة ويمدنا بالنتائج حول مشكلة الدراسة وأهدافها وأهميتها، وفي الدراسات المالية فإن الجانب التطبيقي القياسي يلعب دورا هاما في اختبار صحة النظريات المالية ودراسة تأثير المتغيرات بعضها على بعض، حيث أنه من خلال استخدام الأساليب الإحصائية يتم بناء النماذج القياسية المطلوبة، ومما لا شك فيه أيضا أن نوع البيانات المستخدمة في الدراسة يلعب دورا كبيرا في الأسلوب الإحصائي المستخدم في هذه الدراسة خرجت الباحثة عن المؤلف استخدام في البحوث المالية التي تستخدم السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في تقدير العلاقات بين

## الفصل الثاني ————— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

المتغيرات ولجأت لإستخدام أسلوب آخر وهو أسلوب نماذج بيانات بائل، وذلك بغرض دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان.

تعكس ثروة حملة الأسهم فقط بل تعكس أيضا تقييم البورصة للمؤسسة. ولقد تم إختيار القطاع المصرفي الإجراء هذه الدراسة بسبب سيطرة القطاع المصرفي على نشاط بورصة عمان من حيث القيمة السوقية و حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة ورأسمالالأرباح المحتجزة.....<sup>1</sup> إلخ، وذلك بهدف معرفة إن كان السياسة توزيع الأرباح اثرعلى القيمة السوقية لأسهم هذا القطاع .

أما المتغيرات المستقلة التي تعبر عن سياسة توزيع الأرباح فتمثلت في المتغيرات الستة التالية :

- ربحية السهم التي تعكس القاعدة التي يتم من خلالها تحديد قيمة الأرباح الموزعة. الأرباح الموزعة للسهم بإعتبارها تعكس قيمة الأرباح التي توزعها المؤسسة ، وأهم متغير في سياسة توزيع الأرباح.
- الأرباح المحتجزة للسهم بإعتبارها تعكس قيمة الأرباح المستبقاة في المؤسسة والتي تمثل أحد أهم مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة.
- نسبة توزيع الأرباح التي توضح السياسة التي تنتهجها المؤسسة إتجاه أرباحها المحققة ، وإنطلاقا من هذه النسبة يمكن معرفة إن كانت المؤسسة من النوع الذي يحتفظ بالأرباح أو يوزعها.
- الأسهم المجانية و أسهم الخزينة على إعتبار أنهما من أهم أنواع سياسات توزيع الأرباح و اللتان شهدتا تطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة.

توصلنا من خلال الدراسة الحالية إلى النتائج التالية :

- إن المستثمر يفضل أن يقوم البنك بنفسه بإستثمار أرباحه لتحقيق نتائج ايجابية (أرباح) و بالتالي تعظيم ثروته بدل أن يستثمر هو بنفسه الأرباح ، و هذا ما تؤكد العلاقة الموجبة بين ربحية السهم و القيمة السوقية للسهم و العلاقة الموجبة بين الأرباح المحتجزة للسهم و القيمة السوقية للسهم.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم و هذا راجع لكون المستثمر لا يعير إهتماما لهذه النسبة.

## الفصل الثاني — تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

- توجد علاقة موجبة بين عدد أسهم الخزينة و القيمة السوقية للسهم ولكن لم تكن ذو دلالة إحصائية و هذا راجع لكون عملية إعادة شراء الأسهم في البنوك لم تكن بالحجم الكافي الذي يؤدي إلى التأثير على القيمة السوقية للسهم.
- إن النتائج المتوصل إليها تدعم نظرية التمييز الضريبي و نظرية الإشارة و نظرية الفائض في التوزيعات.

## الفصل الثاني ————— تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان

خلاصة :

يعتبر سوق عمان المالي من الأسواق التي فرضت نفسها على الساحة الدولية بصفة عامة و الساحة العربية بصفة خاصة، وهذا بفضل التطورات الكبيرة التي شهدتها خلال السنوات الأخيرة، حيث تم تحديث التشريعات التي تحكم هذا السوق في مختلف النواحي ، وتم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ، كما تم تحديث وتطوير عمل بورصة عمان وآلية التداول بشكل خاص، حيث تم تطبيق نظام تداول إلكتروني حديث يتم التداول فيه عن بعد و يحقق الكفاءة والعدالة و الشفافية والسرعة في إنجاز وتنفيذ الصفقات، ويساهم في توفير بيئة آمنة للتداول وتوفير العدالة و الكفاءة بين المتعاملين و السيولة في السوق، كذلك قامت بورصة عمان بإطلاق مؤشرات تتماشى و المعايير الدولية و تعكس أداء البورصة ، كما قامت بتطوير طرق نشر معلومات التداول المباشرة من خلال كافة الوسائل المتاحة بحيث تصل المعلومات إلى المهتمين في داخل الأردن و في العالم ككل، وكل هذا بهدف جذب المستثمرين المحليين والأجانب و إستعادة الأموال العربية المهاجرة من الخارج إلى الداخل و بالتالي المساهمة في بناء الإقتصاد القومي الأردني.

تؤكد النتائج المتوصل إليها من خلال النموذج القياسي على أهمية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للبنوك المدرجة في بورصة عمان، لذا يستوجب عليها عند إتخاذها لقرار توزيع الأرباح دراسة أثر هذا القرار على قيمتها السوقية في البورصة.

خاتمة

### الخاتمة:

تعد سياسة توزيع الأرباح من السياسات المالية الهامة في المؤسسة التي أخذت قسطا وافرا من الدراسات في مجال الإدارة المالية للمؤسسات، حيث لا تقل أهميتها عن كل من سياستي الاستثمار و التمويل، ذلك أن لهذه السياسة تأثير على عدة جوانب في المؤسسة، حيث تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون الحاجة للجوء إلى أطراف خارجية، فبذلك تحقق المؤسسة استقلالية من القيود التي تفرضها الأطراف المانحة للتمويل، كما تحقق نمو في قيمتها عن طريق استعمال هذا المصدر التمويلي الذاتي، وتعتبر كذلك سياسة توزيع الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، في الاعتماد عليها يكون العمل منصبا على إبراز المؤسسة في أحسن حالاتها والذي تعكسه قيمة أسهمها، لذا فالمؤسسة تسعى جاهدة للاستفادة قدر المستطاع من المزايا الناتجة عن سياسة التوزيعات وهذا بإرضاء مساهمها وتحقيق التمويل الكافي لاستثماراتها.

و على اعتبار سياسة توزيع الأرباح قرارا ذو صلة مباشرة بالقرارات المالية الأخرى وعلى أهمية بقيمة المؤسسة وأسعار أسهمها فإن المؤسسة تسعى إلى استغلال التوزيعات كوسيلة في متناولها من أجل التحكم في قيمة أسهمها. ويجب التنويه هنا إلى أن البورصة تلعب دورا بالغ الأهمية في تمكين المؤسسة من تحقيق التوازن بين رغبات مساهمها واحتياجاتها التمويلية، وهذا من خلال خلق السهولة في تحويل ملكية الأسهم وتحقيق السيولة اللازمة التي تحتاجها وتوفير المعلومات اللازمة.

### نتائج إختبار الفرضيات :

من خلال بحثنا هذا توصلنا إلى :

- صحة الفرضية الأولى : حيث تتداخل القرارات المالية للمؤسسة فيما بينها فالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة تحدد الأرباح المستقبلية وبالتالي حجم توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، كما أن هيكل التمويل في المؤسسة يؤثر في تكلفة التمويل فيها التي تعتبر بدورها من ضمن العوامل المساعدة في تحديد الفرص الاستثمارية التي تقبلها المؤسسة، بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في مقدار الأموال المملوكة في هيكل تمويل المؤسسة (من خلال حساب الأرباح المحتجزة) وهذا يمتد أثره إلى التأثير على تكلفة الأموال.
- صحة الفرضية الثانية : حيث أن سياسة التوزيعات المستقرة تعد الأفضل من بين البدائل النقدية لسياسة توزيع الأرباح ، و هذا لكونها مؤشر إيجابي يعكس محتوى معلومات جيد عن أرباح المؤسسة المستقبلية مما ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية للأسهم. أما فيما يخص البدائل غير النقدية فلقد تبين أن عملية إعادة شراء الأسهم ينتج عنها تدفق نقدي خارجي .
- صحة الفرضية الثالثة : فنظرا لكون البورصة الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأسهم وفقا لقانون العرض والطلب، فإن هذه القيمة تتأثر بالدرجة الأولى بمدى سرعة انعكاس المعلومات ( و التي من بينها

معلومات عن توزيع أرباح نقدية توزيع أسهم مجانية - إعادة شراء الأسهم .... الخ ) على العرض و الطلب و من ثم على القيمة السوقية للأسهم وهذا ما يعرف بكفاءة البورصة.

### النتائج العامة للدراسة :

توصلنا من خلال بحثنا إلى مجموعة من النتائج أهمها :

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في المؤسسة نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق حيث تمثل كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة.
- تبدو أهمية سياسة التوزيع من خلال تأثيرها على اتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في المؤسسة، بالإضافة إلى تأثيرها على هيكل التمويل ، و على التدفقات النقدية و السيولة و معدل النمو و تكلفة التمويل، و تهدف المؤسسة من وراء اختيار سياسة توزيع أرباح معينة إلى تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين.
- تتأثر قيمة المؤسسة المعبر عنها بقيمة سهمها العادي في البورصة بعوامل العرض والطلب عليه، وهذه العوامل متعددة .
- تولي الشركات المدرجة في بورصة عمان أهمية لسياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال توزيعها لأرباح معتبرة طوال فترة الدراسة وذلك بالرغم من كل الظروف الصعبة التي عرفتتها بورصة عمان.

### التوصيات و الاقتراحات :

في ظل ما تقدم، يمكن أن نلخص إلى جملة من التوصيات يمكن إيجازها فيما يلي:

- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة بالسوق، والمتمثلة في التقارير المالية من ميزانية وجدول حسابات النتائج وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة... إلخ.
- على كل مؤسسة مدرجة في البورصة القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهمها، خاصة فيما يتعلق بسياسة توزيعات الأرباح وهذا للوصول إلى سياسة توزيعات مثلى تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها
- استغلال سياسة توزيع الأرباح في إحداث لأثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دونما اعتبارها إجراء روتيني يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح و هذا باستغلالها كإشارات مالية ترسلها المؤسسة إلى المستثمرين تعكس الأداء الجيد للمؤسسة.

### آفاق الدراسة :

يعد موضوع سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة من المواضيع المتشعبة الأفاق و التي تتطلب الكثير من البحث حيث بإمكان الباحث دراسة المجالات الآتية:

1. إسقاط الدراسة على بورصة الجزائر.
2. اختبار كفاءة البورصة و علاقتها بسياسة توزيع الأرباح.
3. دراسة سياسة توزيع الأرباح من منظور إسلامي.

قائمة

المصادر و

المراجع

## قائمة المصادر و المراجع

قائمة المصادر والمراجع:

أولا : قائمة المراجع باللغة العربية

■ الكتب :

- 1- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية و التطبيقية، ط1، دار وائل للنشر، عمان 2010
- 2- عاطف جابر طه عبد الرحيم ، أساسيات التمويل والإدارة المالية الدار الجامعية ، مصر ، الإسكندرية ، 2008.
- 3- عبد الغفار خلفي ، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية مصر، الإسكندرية ، 2004
- 4- عدنان تايه النعيمي و سعدون مهديون الساقى و أسامة عزمي سلامة وشقيري نوري موسى الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، 2008 .
- 5- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي الإدارة المالية المتقدمة دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع الأردن، 2009.
- 6- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط 1 ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ،السعودية الظهران، 1993
- 7- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 8- محمد صالح حناوي و جلال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002
- 9- محمد عبد الحميد الحكيم، سياسة النقد و التمويل العام ،دار النهضة العربية ،القاهرة مصر .2017.
- 10- محمد حسين الجاك، السياسة النقدية و أثرها على الاستقرار الاقتصادي ،دار الفكر العربي ،الرياض 2018.
- 11- محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل: 3 قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين، ط1، البيان للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000
- 12- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال منشأة توزيع المعارف، مصر، 1997 .
- 13- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002 . 70

## قائمة المصادر و المراجع

14- نور الدين الطاهري ،العوامل الاقتصادية المؤثرة في سياسة البنوك المركزية ،دار النشر الواحة ،القاهرة 2015.

### ■ المذكرات والأطروحات :

- 1- أمجد إبراهيم البراجنة، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشور تخصص محاسبة و تمويل، قسم التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2009 .
- 2- هيثم محمد عقل إسماعيل أبو غبن ، نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت ( TDABC) وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. مذكرة ماجستير غير منشورة ، تخصص محاسبة ، قسم علوم الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة الأزهر بغزة 2013 .
- 3- حورية بديدة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي ،مذكرة ماجستير قسم علوم مالية التسيير،تخصص أسواق ،جامعة قاصدي مرباح ورقلة

### ■ مجلات :

- 1- أرشد فؤاد مجيد التميمي، إستجابة الأسعار السوقية للإعلان عن أسهم المنحة: دراسة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة العربية للإدارة، عمان، مجلد 29 ، العدد 2 يونيو 2009.
- 2- حازميس و سامي عبد الباقي و محمد الصياد، دليل المستثمر، توزيعات الأسهم المجانية مجلة الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، يوليو 2010.
- 3- حاتم بن عوض العامري ، عوامل اتخاذ القرار في السياسة النقدية ،مجلة البحوث الاقتصادية
- 4- رشيد حفصي ،دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي ، المجلة الجزائرية للدراسات و المباحث.
- 5- محمد الجمالي ، العوامل المؤثرة في إتخاذقرارات السياسة النقدية، مجلة البنك المركزي العربي .
- 6- عطية حليلة ،مجلة آفاق للبحوث و الدراسات .

### ■ التقارير :

1- بورصة عمان ، التقارير السنوية : 2005 ، 2006 ، 2007 ، 2008 ، 2009 ، 2010 ، 2011

، 2012 ، 2013 ، 2014

## قائمة المصادر و المراجع

2- مركز إيداع الأوراق المالية الأردني ، التقارير السنوية : 2005 ، 2006 ، 2007 ، 2008 ، 2009،2010.

3- هيئة الأوراق المالية الأردنية .التقارير السنوية : 2005 ، 2006 ، 2007 ، 2008 ، 2009 ، 2010 2013, 2012, 2011.

### ■ مواقع الانترنت :

1- موقع بورصة عمان : <http://www.exchange.jo> و <http://www.ase.com.jo> ,

2- موقع مركز إيداع الأوراق المالية الأردن : <http://www.sdc.com.jo>

3- موقع هيئة الاوراق المالية – الاردن : <http://www.jsc.gov.io>

4- موقع المفوضية السامية للأمم المتحدة لشؤون اللاجئين <http://www.unhcr-arabic.org>

### ثانيا : قائمة المراجع باللغة اللاتينية

#### ■ Les livres :

1- Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, AnnaïckGuivarc’h, DSCG2 Finance- Manuel, Foucher, Paris 2007-2008.

2- Aswath DAMODARAN Finance D’entreprise : théorie et pratique 2eme Edition de boeck Bruxelles 2006.

3- AswathDamodaran, Pratique de la finance d’entreprise, 1<sup>ère</sup> édition, Boeck, Bruxelles, 2010.

4- H Kent Baker, Gary Powell, Understanding Financial Managment, Black WellPublishing, USA, 2005

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
-	إهداءات
-	شكر
-	قائمة المحتويات
-	قائمة الجداول
-	قائمة الأشكال
-	قائمة الملاحق
أ-د	المقدمة
7	الفصل الأول : الإطار النظري للدراسة
8	المبحث الأول : ماهية التسيير النقدي
8	المطلب الأول : مفهوم التسيير النقدي
11	المطلب الثاني : سياسات التسيير النقدي
13	المطلب الثالث : تقييم التسيير النقدي
16	المبحث الثاني : الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
16	المطلب الأول : مفاهيم عامة حول سياسة توزيع الأرباح
26	المطلب الثاني : النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
28	المبحث الثالث : الدراسات السابقة ووجه الاختلاف و التشابه مع الدراسة الحالية
28	المطلب الأول : الدراسات السابقة
28	المطلب الثاني : اوجه تشابه و اختلاف الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة
30	خلاصة الفصل
31	الفصل الثاني : تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان
32	تمهيد
33	المبحث الأول : نظرة حول تطور أداء بورصة عمان
33	المطلب الأول : لمحة حول بورصة عمان
36	المطلب الثاني : الواقع العملي لبورصة عمان
43	المطلب الثالث : تطور أداء بورصة عمان
60	المطلب الرابع : التقدير و تحليل النتائج
63	خلاصة الفصل
-	الخاتمة
-	قائمة المراجع
-	الفهرس
-	الملاحق

## فهرس المحتويات

ملخص

الملاحق

## الملاحق

ملحق (01) : الإصدارات الأولية من الاسهم في بورصة عمان خلال فترة 2005-2013

السنة	قيمة الاسهم المرجحة	عدد الاسهم المرجحة
2005	710497065	576632308
2006	2047101323	640230047
2007	576565160	463364995
2008	554024027	429168848
2009	318086395	264572766
2010	96066849	119775591
2011	86678103	69820036
2012	149905896	159017113
2013	45979161	51932255

التقرير السنوي لهيئة الاوراق المالية لفترة 2005 - 2013

## الملاحق

الملحق (02): زيادة رأس المال في بورصة عمان عن طريق رسملة الارباح المحتجزة و

علاوة الإصدار و الاحتياطات للأعوام 2013-2005

السنة	قيمة الاسهم	عدد الاسهم المصدرة
2005	159307027	159307027
2006	331323007	331323007
2007	135389842	135389842
2008	323807785	323807785
2009	88707860	88707860
2010	104063896	104063896
2011	130245360	130245360
2012	37210718	37210718
2013	65950750	65950750

التقرير السنوي لهيئة الاوراق المالية لفترة 2013-2005

## الملاحق

الملحق رقم (3) : السندات الصادرة عن الحكومة أو بكفالتها خلال الفترة 2005-2013

السنة	قيمة السندات المصدرة
2005	614 000 000
2006	843 000 000
2007	1 188 500 000
2008	3 109 200 000
2009	4 307 500 000
2010	4 909 800 000
2011	4 912 280 000
2012	5 991 500 000
2013	5 673 395 000

المصدر : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية للفترة 2005-2013.

الملحق رقم (5) : المؤشرات الإحصائية الرئيسية لسوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الشركات المدرجة	201	227	245	262	272	277	247	243	240
القيمة السوقية (مليون دينار)	26 667	21 079	29 215	25 407	22 527	21 858	19 273	19 142	18 233
القيمة السوقية إلى الناتج المحلي (%)	326,60	233,90	289,00	216,70	149,60	122,70	102,70	93,50	83,01
حجم التداول (دينار)	16 871 051 948	14 209 870 592	12 348 101 910	20 318 014 551	9 665 312 327	6 689 987 155	2 850 252 629	1 978 813 879	3 027 255 186
المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)	69,10	58,70	50,00	82,90	38,80	26,75	11,50	7,90	12,36
عدد الاسهم المتداولة	2 581 744 423	4 104 285 135	4 479 369 609	5 442 267 689	6 022 471 335	6 988 858 431	4 072 337 760	2 384 058 415	2 705 796 950
معدل دوران السهم (%)	94,10	101,10	91,20	91,50	91,30	102,20	58,20	33,90	38,00

المصدر : التقرير السنوي لبورصة عمان للفترة 2005-2013.

## الملاحق

الملحق رقم (4) : الإصدارات الأولية من سندات قروض الشركات في بورصة عمان للأعوام 2005-

2013

السنة	قيمة السندات المغطاة
2005	60 600 000
2006	65 750 000
2007	168 700 000
2008	141 750 000
2009	151 750 000
2010	93 768 170
2011	38 000 000
2012	101 200 000
2013	81 500 000

المصدر : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية للفترة 2005-2013.

الملحق رقم (6) : التوزيع القطاعي للقيمة السوقية لبورصة عمان خلال فترة الدراسة (مليون دينار)

السنة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2005	19 346	3 300	4 021	26 667
2006	14 670	2 883	3 526	21 079
2007	18 922	4 091	6 202	29 215
2008	15 501	3 630	6 276	25 407
2009	12 559	3 877	6 091	22 527
2010	11 742	3 735	6 381	21 858
2011	9 847	3 481	5 944	19 273
2012	9 584	3 398	6 159	19 142
2013	10 562	3 276	4 395	18 233

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان للفترة 2005-2013.

## الملاحق

الملحق رقم (7) : المساهمة القطاعية في حجم التداول في بورصة عمان خلال فترة الدراسة

السنة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2005	13 200 688 924	1 195 920 637	2 474 442 386	16 871 051 948
2006	11 570 201 564	942 189 854	1 697 479 173	14 209 870 592
2007	8 779 234 370	1 657 992 661	1 910 874 879	12 348 101 910
2008	9 638 936 814	5 422 241 866	5 256 835 871	20 318 014 551
2009	6 363 773 746	2 030 846 061	1 270 692 520	9 665 312 327
2010	4 174 112 697	1 744 663 490	771 210 968	6 689 987 155
2011	1 757 351 376	576 006 319	516 894 934	2 850 252 629
2012	1 189 542 872	403 893 684	385 377 323	1 978 813 879
2013	2 221 449 153	408 120 453	397 685 580	3 027 255 186

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013 ، ص:76.

الملحق رقم (8) : الأرباح المحققة و الموزعة من قبل الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة

2013-2005

السنة	صافي الربح بعد الضريبة (دينار أردني)	الأرباح الموزعة (دينار أردني)
2005	1 188 745 976	443 537 476
2006	954 625 862	506 413 639
2007	1 224 369 157	609 409 310
2008	1 470 900 200	616 480 402
2009	750 132 245	576 881 469
2010	811 847 384	588 922 976
2011	1 086 936 096	842 732 877
2012	1 057 613 228	793 691 224
2013	1 035 032 751	711 757 101

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2014 ، ص:89.

## الملاحق

الملحق رقم (9) : نشاط سوق الاككتاب في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013

السنوات	عدد حقوق الاككتاب المتداولة	قيمة حقوق الاككتاب المتداولة (دينار)
2006	4 724 915	5 390 617,32
2007	4 442 286	3 340 499,57
2008	17 238 604	21 579 416,31
2009	3 868 106	241 754,67
2010	114 541	39 584,36
2011	1 695 179	534 273,36
2012	814 241	63 942,31
2013	0	0,00

المصدر: التقرير السنوي لمركز إيداع الأوراق المالية للفترة 2005-2013.

الملحق رقم (10) : عمليات نقل الأسهم المستثناة من التداول خلال الفترة 2005-2013

السنة	عدد الأسهم المستثناة من التداول	قيمة الأسهم المستثناة من التداول
2005	60 960 824	938 104 805,46
2006	149 221 973	835 861 048,59
2007	213 322 509	790 950 767,35
2008	135 076 418	618 039 845,46
2009	73 169 714	218 010 354,46
2010	45 430 676	142 065 666,65
2011	128 220 550	321 302 832,52
2012	25 708 941	43 254 756,04
2013	68 027 589	108 894 024,57

المصدر: التقرير السنوي لمركز إيداع الأوراق المالية للفترة 2005-2013.

## الملاحق

الملحق رقم (11) : نشاط الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال فترة الدراسة

السنة	شراء الأردنيين (مليون دينار)	نسبة شراء غير الأردنيين من حجم التداول الكلي (%)	بيع غير الأردنيين (مليون دينار)	صافي استثمار غير الأردنيين (مليون دينار)	نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية (%)
2005	2 152,20	12,8	1 739,20	413	45
2006	1 995,10	14	1 814,50	180,6	45,5
2007	2 825,30	22,9	2 359,10	466,2	48,9
2008	4 219,80	20,8	3 910,00	309,8	49,2
2009	2 135,50	22,1	2 139,30	-3,8	48,9
2010	1036,6	15,5	1051,2	-14,6	49,6
2011	555,8	19,5	477,2	78,6	51,3
2012	322,9	16,3	285,3	37,6	51,7
2013	939,5	31	792,6	146,9	49,9

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان للفترة 2005-2013.

الملحق رقم (12) : القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية %

السنة	عرب	أجانب	أردنيين
2005	35,9	9,1	55
2006	34,3	11,2	54,5
2007	35,7	13,2	51,1
2008	35,9	13,3	50,8
2009	33,4	15,5	51,1
2010	32,6	17	50,4
2011	33,7	17,6	48,7
2012	33,8	17,9	48,3
2013	35,5	14,4	50,1

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان للفترة 2005-2013.

## الملاحق

الملحق رقم (13) : الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح لبورصة عمان خلال الفترة 2005-2013

السنة	Banks البنوك	Insurance التأمين	Services الخدمات	Industry الصناعة	General العام
2005	5584,4	5145,5	4383,2	862,2	2181,3
2006	4088,8	3478,8	2967,1	708,0	1608,1
2007	4887,6	4004,7	3374,0	749,8	1798,1
2008	3896,3	2859,8	2168,8	548,8	1235,5
2009	3328,7	2795,5	1804,8	495,3	1056,1
2010	3660,1	1276,7	1345,6	442,0	834,4
2011	3251,7	930,9	913,7	341,0	606,8
2012	3119,5	640,8	838,2	299,6	552,3
2013	3516,2	634,9	890,1	307,4	585,1

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013 ، ص:82.

الملحق رقم (14) : الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة  
2013-2005

السنة	Banks البنوك	Insurance التأمين	Services الخدمات	Industry الصناعة	General العام
2005	16892	7382,4	3332,5	2903,4	8191,5
2006	10704,7	4156,3	2286,6	2507,6	5518,1
2007	13886,7	4900,4	2740,3	4565,5	7519,3
2008	11380,1	3821,3	1865,6	4560,1	6243,1
2009	9368	3943,6	1700,6	4563,2	5520,1
2010	8848,3	2103,5	1506,4	4841,7	5318
2011	7542,3	1703,7	1302,1	4427,4	4648,4
2012	7 297,40	1 251,00	1 240,40	4 606,40	4 593,90
2013	8 035,19	1 214,13	1 255,08	3 210,42	4 336,71

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013 ، ص:81.

### الملخص :

تستكشف هذه الدراسة العلاقة بين التسيير النقدي وسياسة توزيع الأرباح في سوق الأسهم، مع التركيز على بورصة عمان كنموذج للتحليل. يعتبر التسيير النقدي سياسة نقدية تتمثل في زيادة كمية النقد المتداول في الاقتصاد من خلال تخفيض أسعار الفائدة أو زيادة المعروض النقدي. من جانبها، تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرارات الشركات المدرجة في البورصة بشأن توزيع الأرباح على المساهمين.

تشير الدراسات السابقة إلى وجود علاقة بين التسيير النقدي وأداء سوق الأسهم. وتفترض هذه الدراسة أن زيادة التسيير النقدي يمكن أن تؤدي إلى زيادة توزيع الأرباح من قبل الشركات المدرجة في بورصة عمان. يتم تحليل البيانات المالية والاقتصادية المتاحة للشركات المدرجة في بورصة عمان لفترة زمنية محددة، وذلك لتقييم العلاقة بين التسيير النقدي وسياسة توزيع الأرباح.

الكلمات المفتاحية : الاسهم / الارباح / التسيير النقدي / أداء السوق .

### Abstract :

This study explores the relationship between monetary easing and dividend policy in the stock market with a focus on the Amman Stock Exchange as a case study. Monetary easing refers to a policy that involves increasing the circulating money supply in the economy through reducing interest rates or increasing the money supply. On the other hand, dividend policy pertains to the decisions made by listed companies on distributing profits to shareholders.

Previous studies indicate a relationship between monetary easing and stock market performance. This study assumes that an increase in monetary easing can lead to an increase in dividend distribution by companies listed on the Amman Stock Exchange. Financial and economic data of listed companies on the Amman Stock Exchange will be analyzed for a specific time period to evaluate the relationship between monetary easing and dividend policy.

**Keywords :** Stocks, Profits, Monetary Management, Market Performance.