

تحليل سياسات المقسوم النقدي للارباح واثره على سعر السهم
دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة
عمان

للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٣

د.عدنان سالم قاسم

Abstract

The research aims to address the important issue and a matter of debate and ongoing debate about the distribution of profits for the companies policies and their impact on the value of the company (share price in the market), studies and research abounded in this area and the results varied from several variables, including pro-theories dividend policies and which shows test including neutral due cause actual results to differ multi is the use of additional variables or markets Malle efficient or inefficient, tested the current study the impact of UL policies profits on the stock prices of the companies research sample in the Amman Stock Exchange, the size of the sample (٢٨) Company of the total (١٤١) companies selected on the basis of the continuation of companies distributing profits during the period of research ٢٠٠٩ - ٢٠١٣, and as a result of the application of multiple regression variables independent of b the number of shares, earnings per share EPS, earnings per share rate, dividend rate and its impact on the adopted variable of the share price in the market by using spss program , the study concluded that it was not for each independent variable effect on the share price in moral isolation from other variables, but there is nothing moral impact of variables combined on the share price, and the most important recommendations of the distribution companies to adopt the policy of a fixed amount shall be reviewed every three years.

المستخلص

يهدف البحث الى تناول موضوع مهم ومثار جدل و نقاش مستمر بخصوص سياسات توزيع الارباح للشركات واثرها على قيمة الشركة (سعر السهم في السوق)، كثرت الدراسات والبحوث في هذا المجال و تعددت النتائج من اختبار عدة متغيرات منها مؤيده لنظريات سياسات توزيع الارباح و منها معارض ومنها محايد ويرجع سبب اختلاف النتائج المتعدد هو استخدام متغيرات اضافيه او اسواق ماليه كفوءه او غير كفوءه، اختبرت الدراسة الحالية اثر سياسات مقسوم الارباح على اسعار الاسهم للشركات عينة البحث في سوق عمان للأوراق الماليه ، حجم العينه (٢٨) شركة من مجموع (١٤١) شركة اختيرت على اساس استمرار الشركات بتوزيع الارباح خلال مدة البحث ٢٠٠٩ - ٢٠١٣ ، ونتيجة لتطبيق الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة المتمثلة بـ عدد الاسهم، ربحية السهم الواحد EPS، معدل عائد السهم ، نسبة توزيع الارباح و اثارها على المتغير المعتمد المتمثل بسعر السهم في السوق باستخدام برنامج spss ، خلصت الدراسة بانه لم يكن لكل متغير مستقل تأثير على سعر السهم بشكل معنوي بمعزل عن المتغيرات الاخرى، وانما هنالك علاقة تأثير معنوية للمتغيرات مجتمعة على سعر السهم، واهم التوصيات اعتماد الشركات سياسة توزيع مبلغ محدد يعاد النظر فيه كل ثلاث سنوات.

مقدمة :

تمثل سياسات مقسوم الارباح أحد القرارات الرئيسية التي تهتم بها إدارة الشركة بضمنها الإدارة المالية ضمن قرارى التمويل والاستثمار، وتعتمد الشركة في قراراتها على بعض من المؤشرات التي تهتم بها وتركز عليها عند اتخاذها قرارات توزيع الارباح (العلي، ٢٠١٢، ٣٧٣) وتقوم الشركات بوضع سياساتها بما يتلائم مع اهدافها واستراتيجيتها.

تعتبر سياسات توزيع الارباح من أهم السياسات التمويلية في الشركة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على سعر السهم في السوق المالي إذ تقرر بعض الشركات دفع توزيعات نقدية للأرباح سنوياً بحسب النسب التي يقررها مجلس الإدارة وذلك بعد تحديد صافي الربح القابل للتوزيع (الربح بعد الفوائد والضرائب)، وتمثل هذه التوزيعات التدفقات النقدية الخارجة flow out cash والتي استحققت للمساهمين، بينما الجزء المتبقي بعد التوزيع يمثل الفائض ويحتجز لأغراض ترسمها سياسة وإستراتيجية الشركة لإعادة استثمارها أو لمواجهة متطلبات زيادة رأس المال ويعد هذا الجزء مصدر تمويل للشركة يمكن ان يحقق من خلاله ارباحاً قد تفوق الأرباح التي يحققها المساهمين فيما لو تم استثماره من قبلهم .

مشكلة البحث:

في ظل الجدل الدائر بين مؤيدين و معارضين ومحايدين لسياسة مقسوم الإرباح و أثرها على قيمة الشركة (سعر سهم في السوق) إذ يرى المؤيدون ان زيادة المقسوم يزيد من قيمة الشركة، بينما يعارض هذا الرأي آخرون و يعتقدون إن زيادة المقسوم لايؤثر على سعر السهم، إما المحايدون فيرون التغير بالمقسوم زيادة أو نقصان ليس له تأثير على سعر السهم وكل من هذه الأطراف له مبرراته ، الأمر الذي تطلب المزيد من البحث و الدراسة و التحليل للوصول إلى مايدعم أي من الآراء المتعارضة اقرب إلى الواقع في ظل بيئة الدراسة الحالية، وفي إطار سياسات مقسوم الإرباح التي تعتمد الشركات عيه البحث بتوزيع إرباحها كلا أو جزا وحسب مايرتئيه مجلس إدارة الشركة بما يعزز موقفها المالي، يمكن تحديد المعضلة الفكرية للبحث من خلال التساؤلات الآتية:

*هل هنالك اثر لسياسات المقسوم النقدي للإرباح على سعر السهم؟
*ما طبيعة علاقة الأثر بين سياسات المقسوم النقدي للإرباح و سعر السهم؟

أهداف البحث

في ضوء مشكلة البحث فان الهدف الأساسي ينصب على تحليل علاقات الاثر بين سياسات المقسوم النقدي للإرباح و سعر السهم فضلا عن تحقيق الأهداف الآتية:
*تقديم اطر نظرية و ميدانية للمدراء وأصحاب المصالح عن سياسات مقسوم الإرباح وأثرها في سعر السهم.
*اختبار علاقات التأثير المعنوي بين سياسات مقسوم الإرباح وسعر السهم مع تحديد معنوياتها.

أهمية البحث:

تنطلق أهمية البحث من أهمية موضوع سياسات مقسوم الإرباح و الآثار التي تعكسها على أنشطة الأسواق المالية من بيع أو شراء و حجم التداول و على المستثمرين في متابعة حركة الأسهم وأسعارها و تقييمها و التي تدفع باتجاه جذبهم للاستثمار مع اختلاف أهدافهم، كما إن لأصحاب المصالح من حملة الأسهم اهتمام بسياسات المقسوم و الذي قد ينعكس على ثرواتهم من خلال التغير في أسعار الأسهم، والأهمية تنسحب إلى إدارة الشركات و تطلعاتها في رسم أفضل السياسات لتحقيق أهدافها.

فرضيات البحث:

*يوجد تأثير معنوي بين سياسات المقسوم النقدي للإرباح وسعر السهم. و تنفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية:
١- يوجد تأثير معنوي بين سياسات المقسوم النقدي للإرباح و سعر السهم على مستوى القطاعات المختارة وعلى مستوى سنوات البحث.
٢- يوجد تباين في التأثير بين سياسات المقسوم النقدي للإرباح و سعر السهم لكل سنة من سنوات عينة البحث.

أولاً : مفهوم مقسوم الارباح : Dividend

مقسوم الارباح هو توزيع صافي الدخل القابل للتوزيع والظاهر في القوائم المالية للشركات (كلاً أو جزءاً منه) على المساهمين (Bhalla / ٢٠٠٨/٢٧) ويعد من أهم القرارات المالية في الشركة الذي تمس المساهمين بشكل مباشر وأثرها على أسعار الأسهم في الأسواق المالية ومن ثم على قيمة الشركة (الميداني ، ١٩٨٩ ، ٦٣٦) (العامري، ٢٩، ٢٠١٣) .

كما تؤثر سياسة توزيع الارباح على الهيكل المالي والسيولة ومعدل النمو وتكلفة الأموال (زررقون ، ٢٠١٠ ، ٤٠) ويعد ذو علاقة هامة بمعدل النمو المستقبلي للشركة .

ثانياً : علاقة مقسوم الارباح بالسعر المتوقع للسهم

إن قيمة السهم العادي يحددها عدد من العوامل من أهمها توزيعات الارباح المستقبلية وسعر البيع المتوقع .

وعليه تختلف قيمة السهم المتوقع وفق الاساليب أو سياسات التوزيع المتبعة لكل شركة ويمكن حساب قيمة السهم بحساب مجموع القيم الحالية لمقسوم الارباح المتوقع (التدفقات النقدية المستقبلية) خلال فترة الاحتفاظ بالسهم مضافاً إليها القيمة الحالية للسعر المتوقع للسهم عند بيعه بالمستقبل ، لذلك تعد قرارات (سياسات) توزيع الارباح السنوية غاية في الاهمية لما لها من تأثير على سعر السهم وعلى متغيرات أخرى مرتبطة بقرارات الاستثمار والتمويل مما يحمل الإدارة المسؤولية في تحديد واختيار السياسة الملائمة لتوزيع الارباح والتي من شأنها ان تحافظ على سمعة الشركة وأسعار اسهمها في السوق المالي ومنافستها للشركات العاملة في نفس الصناعة ومن ثم بقاءها في السوق واستمراريتها ، وبما أن قيمة السهم المتوقع دالة للتدفقات النقدية المتوقعة (توزيعات الارباح المتوقعة) والسعر المتوقع للسهم فان القرارات التي يتخذها المدير المالي أو إدارة الشركة في صياغة سياسة التوزيع قد لا تحقق نتائج ايجابية بارتفاع توزيعات الارباح أو بارتفاع سعر السهم السوقي حيث هناك مخاطر تكتنف تلك القرارات في عملية الاستثمار بالأوراق المالية عموماً والأسهم العادية تحديداً^(١).

(١) العلي ، ٢٠١٣ ، ٣٠٧-٣١٠ .

(٢) العلي ، ٢٠١٢ ، ٣١٠ .

وبما أن توزيعات الارباح هي الاخرى تعتمد على ربحية السهم الواحد EPS فقد تكون نسب التوزيع المقررة من قبل الإدارة ثابتة وربحية السهم في زيادة فان التوزيعات تنمو بمقدار زيادة الربحية وعلى ذلك فان قيمة السهم ستكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (توزيعات الارباح) يمكن حسابها بنموذج مبسط وفق الاتي:^(٢)

حيث $D_t =$ توزيعات الارباح المتوقعة للسهم نهاية السنة t

$K_t =$ معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر (أدنى معدل مطلوب)

وفي حالة نمو توزيعات الارباح بمعدل ثابت حسب قرارات الإدارة فالمعادلة السابقة تصبح (Bhalla / ٢٠٠٨/٢٧٨) وهو ينعكس على نمو سعر السهم بمعدل ثابت .

حيث $p^{\wedge} =$ سعر السهم المتوقع

$g =$ نسبة النمو المتوقع لتوزيعات الارباح

ثالثاً : البدائل المتاحة أمام إدارة الشركة في مجال توزيع الارباح

أ – سياسة توزيع الارباح المتبقية : Residual Dividend

تتأثر سياسة مقسوم الأرباح بالفرص الاستثمارية المتاحة وبتوفير السيولة اللازمة لتوزيع الارباح وعليه فان على الشركة عند إقرار نسبة التوزيع أن تأخذ بنظر الاعتبار مجموعة متغيرات رئيسية وهي ^(٣) :

- تحديد الموازنة المثلى لرأس المال .
- تحديد حجم الأموال اللازمة لتمويل تلك الموازنة .
- استعمال اموال حق الملكية لتمويل تلك الموازنة قدر المستطاع.
- دفع مقسوم الارباح في حالة وجود فائض من الارباح الصافية بعد الوفاء بمتطلبات موازنة رأس المال ويطلق على الفائض المتبقي بالتدفق النقدي الحر (FCF) . Free cash Flow ويمكن تحديد حجم الفائض (التدفق النقدي الحر FCF) وفق المعادلة

$$DE=NI - (WS)(Bg)$$

حيث $DE =$ حجم الارباح الموزعة

$NI =$ صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية

$WS =$ نسبة رأس راس المال العادي في الهيكل المستهدف لرأس المال

Bg = حجم الموازنة الرأسمالية

وتشير هذه المتغيرات الاربعة اعلاه الى أن الشركة تعتمد الاسبقيات في تعظيم احتياجاتها التمويلية والمعدة مسبقاً وفق موازنة راس المال للشركة ثم تقرير سياسة توزيع الارباح المتبقية ، ومن خلال دراسة البدائل الاربعة يمكن القول لا توجد سياسة توزيع تناسب كافة الشركات ، فبعض الشركات الناجحة المربحة (المستقرة) في العادة توزع نسبة كبيرة من التدفقات النقدية (السيولة) على حملة الاسهم ، وتعمل هذه الاستراتيجية للشركات المذكورة على جذب المستثمرين الذين يفضلون الدخل النقدي المرتفع اي التوزيعات الكبيرة على الارباح الرأسمالية.

بينما هناك شركات تولد تدفقات نقدية ضئيلة في حين تتاح امامها فرص استثمارية متعددة لذلك فهي توزع ارباحاً بنسب ضئيلة أو لا توزع الأرباح وإنما تحتجزها، ويلاحظ ان مثل هذه الشركات انها تستقطب المستثمرين الذين يفضلون المكاسب الرأسمالية.

ويطلق على السياسة المذكورة نظرية الفائض Residual Theory التي تؤكد قيام الشركة بسد احتياجاتها من التمويل عن طريق الارباح الصافية ثم توزيع المتبقي، واستخراج نسبة التوزيع من المبلغ المتبقي من الارباح، وتعتمد على قرار المستثمر في امكانية احتجاز الارباح إذا كانت تحقق معدل عائد على الاستثمار اعلى من معدل العائد المطلوب فيما لو استثمره بنفسه، وبذلك فان النظرية بمثابة وسيلة لتوزيع الفائض من الارباح بعد تغطية متطلبات قرارات الاستثمار المقترحة لدى الشركات^(١).

(١) هندي ، ٢٠٠٤ ،
٦٦٦.

ب- مقسوم الأرباح الثابت أو المتزايدة باستمرار
تتبع بعض الشركات سياسية توزيع مبلغ مقطوع وثابت كمقسوم أرباح وهناك شركات تعمل على زيادة المبلغ المقطوع والثابت بنسب سنوية تماثل نسبة التضخم السنوي مما يتطلب نمو الارباح السنوية بنفس نسبة الزيادة على أقل تقدير حتى وأن انخفضت الأرباح في بعض السنوات إلا أن المبلغ الثابت يبقى كما هو كمقسوم أرباح أما بنسبة الزيادة تحددتها الشركة تبعاً لأهدافها واستراتيجيتها وتوفر السيولة لديها والشكل يبين العلاقة بين أرباح السهم الواحد Earning per EPS share ومقسوم الأرباح Dividend(D) .

ولهذا البديل مزايا يمكن تحقيقها من قبل الشركة وأهمها :
أولاً : المحافظة على سعر مستقر للسهم في إطار نظرية (أثر محتوى المعلومات فيه)

ثانياً : تمكين المستثمرين من الوفاء بمتطلبات استهلاكهم الاعتيادي الذي يمول جزئياً بمقسوم الأرباح.

ثالثاً : هناك بديل عن شحة السيولة وهي تأجيل تنفيذ المشاريع الجديدة والتخلي مؤقتاً عن الهيكل الأمثل لرأس المال وإصدار أسهم جديدة.

ح - توزيع نسبة ثابتة من الأرباح (٢) (٣):

تعتمد بعض الشركات على تحديد نسبة ثانية من ارباح السهم الواحد يدفع كمقسوم وكان تكون النسبة ٢٥% سنويا وبما أن الأرباح الصافية للشركة بشكل عام متقلبة ارتفاعاً وانخفاضاً حسب نشاط الشركة وسوق المنافسة وظروف السوق والاقتصاد فان مبلغ التوزيعات هو الآخر يتقلب باتجاه تقلبات الأرباح السنوية وان هذا البديل او هذه السياسة لا يحتمل أن تؤدي الى تعظيم قيمة الشركة ، وكما حدث لإحدى الشركات الأمريكية قبل إفلاسها penn central Rail road حيث كانت تدفع ٥٠% من أرباحها كمقسوم وتحسب النسبة الثابتة للتوزيع بقسمة مقدار مقسوم الارباح للسهم الواحد (DPS) على ربحية السهم الواحد EPS (DPS/).

د- مقسوم الأرباح المنخفض أو المنتظم ، مضافا إليه زيادات حسب ظروف الشركة

تعتبر بعض الشركات هذا البديل مناسب وملائم والتي يكون صافي الربح فيها خاضع لتقلبات كبيرة حيث تحدد الشركة مبلغ معين مقسوم أرباح بمستوى منخفض مع إمكانية زيادة المبلغ حسب وضع الشركة في كل سنة أي بعد الأخذ بنظر الاعتبار متطلبات التوسع والاستبدال والسياسات الأخرى كاحتياطات الشركة المستقبلية وهذا البديل طبقته شركة GM لإنتاج السيارات إذ تتبع سياسة توزيع حصة نقدية منخفضة مضافا إليها علاوات طارئة وهي بذلك متأكدة من قدرتها على تحقيق الأرباح (١) وتمتاز هذه الطريقة بالاتي:

(١) برغام ، ٢٠١٠ ، ٦٥٠.

أولا : المرونة المتاحة للشركة في مقدار الزيادة من عدمها (ليس حتمية)

ثانيا: درجة التأكد التي توفرها للمستثمر لحصوله على الحد الأدنى من مقسوم سنوي .

رابعا : الأطر العامة للمدراء في رسم سياسة توزيع الأرباح

١ تعتمد سياسة رسم توزيع الحصص النقدية (الأرباح) على الاجتهادات الشخصية للمدراء أو مجلس الإدارة
٢ يتم اتخاذ القرارات الخاصة بتوزيع الأرباح النقدية جنبا إلى جنب مع القرارات المتعلقة بكل من هيكل رأس المال أو التخصيص الرأسمالي وتعتمد في ذلك على :

أولا : لا يحبذ المدراء في العموم إصدار أسهم جديدة كونها تحمل مصاريف إصدار وعمولات تزيد من تكلفة رأس المال .

ثانيا: يتلقى المستثمرون عمليات إصدار الأسهم الجديدة كإشارات سلبية عن مستقبل الشركة ، ويترتب على هذا الإجراء انخفاض أسعار الأسهم بمجرد نية الشركة الإعلان عن إصدار الأسهم .

ثالثاً: تغيرات سياسة توزيع الأرباح للسهم ويؤثر على سعر السهم بالانخفاض وعلى مستقبل الشركة ، لذلك يتوجه المدراء إلى تحديد مقسوم الأرباح للسهم بحددها الأدنى بالشكل الذي يقلل من احتمال الحاجة إلى تخفيضها مستقبلاً .

يستنتج مما سبق إن على المدراء تجنب اتخاذ قرارات إصدار أسهم جديدة أو تخفيض مقسوم الأرباح للسهم الواحد في حالة حاجة الشركة إلى تمويل لاستثماراتها واستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة لما لذلك من تأثير على سعر السهم، مما يتوجب على المدراء عند رسم سياسة توزيع الأرباح دراسة الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة وتحديد حجم الأموال المطلوبة ومقارنتها مع أرباح الشركة لغرض تحديد نسبة الاحتجاز والذي يعد مصدر داخلي للتمويل وأسلوب لخفض كلفة رأس المال .

إن إقرار سياسة توزيع لأرباح بنسب ثابتة أو متزايدة يشعر المستثمرين بأن الوضع المالي للشركة تحت السيطرة ويخفض درجة عدم التأكد من وجهة نظر المستثمرين وبالنتيجة يقلل اثر الدلالات السلبية التي تكون لديهم بخصوص مستقبل الشركة .

خامساً : العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح : هناك عدة عوامل على الشركة أن تأخذها بنظر الاعتبار عند إقرار سياسة توزيع الأرباح وتتلخص أهمها في (١) (٢) (٣) (٤) .

(١) الميداني ، ١٩٨٩ ،
٦٤٤ .

١ - التشريعات القانونية : تلزم قوانين بعض الدول الشركات بتوزيع أو احتجاز الأرباح في الحالات التالية :

(٢) العلي ، ٢٠١٣ .

أ - عند تحقيق الشركة الأرباح السنوية أو التوزيع من الأرباح المحتجزة .

(٣) برغام ، ١٩٩٣ ،
٣٧٩ .

ب - احتجاز الأرباح السنوية بالكامل للشركات المشرفة على الإفلاس وتدهور ملائتها المالية (الإعسار)

(٤) محمد، ٢٠١٣ ،
٧٣٧

ج- احتجاز الأرباح للشركات التي تعاني من ضعف رأس المال وذلك لحماية المقرضين.

د- حماية المالكين من دفع الضرائب للتوزيعات النقدية .

وتعطي هذه القواعد القانونية والاعتبارات إطاراً يتم بموجبه صياغة سياسات توزيع الأرباح ، حيث إن العوامل المالية والاقتصادية لها تأثيراً كبيراً على سياسة توزيع الأرباح . كما تلزم قوانين بعض الدول الشركات بالاحتفاظ باحتياط الزامي بحدود (١٠%) من الأرباح الصافية وأحياناً تصل النسبة إلى ٢٥% من الأرباح الصافية .

إن هذه القوانين والتشريعات تعطي حرية لمجلس الإدارة في تقرير حجم الأرباح الموزعة للمساهمين وتكون القرارات ملزمة وتعد هذه التشريعات قيود تؤثر على سعر السهم في السوق المالي وبالتالي على عوائد السهم ومستقبل الشركة لذلك على الشركات التكيف لتلك القوانين والتشريعات

٢ - توفر السيولة : من الطبيعي إذا واجهت الشركات ضائقة مالية فإن ذلك يحد من قدرتها على دفع الأرباح أو توزيع أرباح نقدية

للمساهمين، ولا تعكس ظاهرة عدم توفر السيولة تراجع الشركة في أدائها إنما قد يكون ذلك هو احد سياساتها التي بموجبها تحتجز كامل الأرباح خلال السنوات الأولى من عمرها لغرض استثمارها في التوسع وزيادة عمر الشركة المتسارع إلى حد بلوغ مستوى الشركة مرحلة النضج.

٣ - تقييدات اتفاقيات القروض : قد تلزم اتفاقيات القرض مع المؤسسات المالية الشركة المساهمة بعدم توزيع كامل الأرباح (تحديد نسبة معينة) على المساهمين خلال فترة معينة أو تحديد نسبة أو مبلغ معين للتوزيع ويحتجز الباقي لضمان توفر السيولة لتسديد الأقساط المستحقة على القرض فضلا عن شروط أخرى قد تضعها المؤسسات المقرضة لضمان حق التسديد .

٤ - معدلات نمو الشركة : الشركة التي تنمو بمعدلات عالية بحاجة إلى تمويل إضافي لمواجهة احتياجات التوسع مما يجعل قرارات مجلس الإدارة نتيجة احتجاز الأرباح الصافية بالكامل ولا تقر بتوزيع أرباح على المساهمين أو يكون التوزيع بنسبة متدنية جدا حيث إن التمويل بالملكية يكون اقل كلفة .

٥ - استقرار أرباح الشركة: حينما تكون أرباح الشركة متقلبة ومتغيرة بشكل كبير من سنة إلى أخرى فإن مجلس الإدارة يتجه نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح في الشركة تحسبا للمستقبل لتكون مصدر لتوزيع الأرباح في السنوات التي تتخفف فيها الأرباح في حين استقرار الأرباح سنويا يعطي مؤشر لتوزيع أرباح على المساهمين بشكل دوري .

٦ - تفضيلات المساهمين : لدى الكثير من الشركات التي تكون ملكيتها في حدود مجموعة صغيرة من الأفراد هناك توجه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح والسبب يكمن في :

أ -تفضيل المساهمين الكبار تامين احتياجات الشركة من الأموال عن طريق التمويل بالملكية عوضا عن إصدار أسهم جديدة للحفاظ على سيطرتهم على الشركة والحد من دخول مساهمين جدد فضلا عن انخفاض ربحية السهم الواحد EPS حيث تتخفف ربحية السهم الواحد بازدياد عدد الأسهم المصدرة والإضافية في حال استقرار الأرباح .

ب -يفضل المساهمين احتجاز الأرباح تجنباً من دفع الضرائب على الأرباح الموزعة خصوصا عندما تصل معدلات الضريبة على دخل بعض المساهمين حدها الأعلى، وعند هذه النقطة يظهر تعارض مصالح المساهمين الذين يرغبون باحتجاز الأرباح الكبيرة بين الذين يرغبون بتوزيع أرباح كبيرة وعليه فإن سياسة الشركة تركز على التوفيق بين رغبات المصالح المتعارضة للمساهمين تجنباً من قيام المعارضين لاحتجاز نسبة كبيرة من الأرباح إلى بيع الأسهم بمرور الزمن والتحول إلى أسهم شركات أخرى تدر عليهم بعوائد مرتفعة.

من كل ذلك يتضح إن سياسة الشركة في توزيع الأرباح تحدد نوع المساهمين فيها كما إن توجهات بعض المساهمين تؤثر في سياسة الشركة ويطلق على هذه الممارسات بتأثير الزبون على سياسة توزيع الأرباح Client influence.

٧- التعامل مع سوق الأوراق المالية

إن الشركات الكبيرة التي تحقق استقرارا في أرباحها يكون من السهل عليها التعامل مع أسواق رأس المال ومع الأشكال الأخرى لمصادر التمويل والحصول على الأموال بمبالغ اكبر وبشكل أسرع لذلك فإنها توزع نسبة كبيرة من الأرباح أما الشركات الجديدة والصغيرة والمغامرة تكون مخاطرها أكثر على المستثمرين المحتملين وتكون قدرة هذه الشركات للحصول على الأموال محددة بسبب الحاجة إلى مصادر تمويل داخلية الأمر الذي يؤثر على حجم المبالغ المخصصة للتوزيع على حملة الأسهم وبذلك تكون التوزيعات قليلة .

٨- معدل الربح: إن معدل العائد على الموجودات (ROA) يحدد درجة الجاذبية النسبية لدفع الأرباح على شكل توزيع أرباح على المساهمين (الذين يستثمرون في أماكن أخرى) أو استخدام هذه الأرباح في الشركة.

سادسا : نظريات سياسات توزيع الارباح^(١):

(١) brigham,
٢٠١١, ٥٦٥-٥٦٦.

بالنظر لاهمية قرارات توزيع الارباح ومدى اثرها على سعر السهم في السوق ومعدل العائد على الاستثمار ظهرت ثلاث نظريات متناقضة تفسر العلاقة بين مقسوم الارباح وقيمة الشركة وهي:

١ نظرية الحياد Irrelevance theory: دعاة وانصار هذه النظرية هم mm (Modigliani , miller) الذين يؤكدون عدم وجود علاقة بين مقدار العائد الموزع (المقسوم) وبين سعر السهم او معدل العائد المطلوب (كلفة رأس المال)، ويرون ان قيمة الشركة (سعر السهم) تتوقف على مقدار الارباح التي تحققها الشركة (القوة الايرادية) نتيجة استخدام موجوداتها والمخاطرة المالية المصاحبة لها.

٢ نظرية تفضيل المقسوم (عصفور باليد Bird in the hand theory): مؤيدي هذه النظرية كل من Lintner and Gordan ويرون ان المستثمرين يفضلون توزيع الارباح على المكاسب الرأسمالية حيث ان المخاطرة تكون في التوزيع اقل من المخاطر للمكاسب الرأسمالية.

٣ نظرية الاثر الضريبي Tax Effect theory (المكاسب الرأسمالية): يفضل المستثمرون وفق هذه النظرية الاستثمار في الشركات التي تقوم بتوزيع ارباح بنسب منخفضة وفسح المجال للشركات الى اعادة استثمار الارباح المحتجرة ، فضلا عن استفادة المستثمرين من عدم دفع الضرائب على الارباح الموزعة الامر الذي يؤدي الى ارتفاع سعر السهم.

الجانب التطبيقي

تضمن الجانب التطبيقي اختبار علاقات الأثر بين متغيرات الدراسة التي اعتمدها الباحث والتي تمثل المتغيرات المفسرة (عدد الاسهم ، ربحية السهم الواحد، حصة السهم من التوزيعات ، نسبة توزيع الأرباح، عائد السهم) وبين سعر السهم في السوق كمتغير معتمد مستجيب، للوقوف على قدرة تفسير المتغيرات كاملة في التغير في سعر السهم، ودرجة التأثير لكل متغير بشكل مستقل على سعر السهم.

سادساً: تحليل سياسات توزيع الارباح للشركات عينة البحث :

أ - تم حساب نسب توزيع الارباح النقدية للشركات عينة البحث للسنوات (٢٠٠٩- ٢٠١٣) كما مبين في الجدول الاتي:

جدول (١)
نسبة توزيع الأرباح

1	اسم الشركة	2009	2010	2011	2012	2013	معدل نسب التوزيع
2	بنك إسلامي	0.344	0.431	0.515	0.532	0.515	0.4674
3	بنك لارمني كويتي	0.215	0.342	0.385	0.501	0.429	0.3744
4	بنك الإسكان	0.657	0.843	0.798	0.718	2.68	1.1392
5	بنك الاستثمار العربي	0.869	0.762	0.862	0.854	0.876	0.8446
6	بنك الاتحاد	0.608	0.613	0.563	0.582	0.402	0.5536
7	بنك الأردن	0.457	0.561	0.47	0.646	0.641	0.555
8	بنك العربي	0.371	0.427	0.738	0.508	0.613	0.5314
9	التسويق العربي	0.471	0.675	0.751	0.986	0.965	0.7696
10	القامين الإرمية	0.434	1.3	1.116	1.168	0.571	0.9178
11	الأمل للاستثمارات	0.561	2.272	1.739	1.428	1.333	1.4666
12	المصارف	1	0.869	1.044	0.808	1	0.9442
13	العربية للتعليم	0.695	0.491	0.612	0.662	0.59	0.61
14	الإسراء للتعليم	0.789	0.574	0.388	0.569	0.63	0.59
15	البثراء للتعليم	0.857	0.881	0.733	0.712	0.822	0.801
16	فيلادلفيا	0.845	0.888	0.886	0.884	0.876	0.8658
17	العربية للفنادق	0.93	0.869	1.043	1.702	1.025	1.1138
18	البحر المتوسط	0.869	0.916	0.882	0.888	0.882	0.8874
19	الشرق الأوسط	1.016	0.833	0.884	0.816	0.849	0.8796
20	الدولية للفنادق	0.901	0.952	0.014	1.129	0.986	0.9964
21	الخطوط الجوية	0.416	0.616	0.571	1.538	0.6	0.7482
22	التقنيات السياحية	1.041	0.854	0.469	0.806	0.781	0.7902
23	اتصالات	0.997	1.009	1.026	1.002	0.994	1.0056
24	أسواق هرة	0.885	0.534	0.422	0.8882	0.584	0.6614
25	المبيدات	0.606	0.391	0.714	0.71	0.432	0.5628
26	الإقبال	0.806	1.012	0.626	0.94	0.954	0.8676
27	الفوسفات	0.157	0.161	0.187	0.231	0.141	0.1754
28	البوتاسيوم	0.187	0.442	0.64	0.834	1.047	0.63
29	هديد	0.252	0.857	0.976	0.736	6.875	1.9392
30		0.651286	0.763393	0.751929	0.847607	1.039036	0.81065

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية

يلاحظ من الجدول (١) أن معظم الشركات لا تعتمد نسبة ثابتة لتوزيع الارباح وتستخدم بدائل مختلفة ومن الشركات التي وزعت مقسوم ارباح بنسب ثابتة تقريباً خلال مدة البحث (٢٠٠٩ – ٢٠١٣) هي بنك

الاستثمار العربي، إذ تراوحت نسب التوزيع بين ٠،٨٨ و ٠،٨٧ ضمن القطاع المالي وفيلادلفيا لقطاع التعليم إذ تراوحت النسبة بين ٠،٨٤ و ٠،٨٨ والبحر المتوسط للخدمات الفندقية تراوحت النسبة بين ٠،٧٦ و ٠،٩٢ وأخيراً الاتصالات ضمن قطاع الاتصالات تراوحت نسب التوزيع بين ٠،٩٩ و ١،٠٢ وهي نسب مرتفعة مقارنة بنسبة التوزيع في اسواق العالم (٥٦٤، ٢٠١١، Brigham and Eugene) بمعنى أن نسب الارباح المحتجزة لهذه الشركات محدودة وغالباً ما تكون الشركات من هذا النوع أو التي تتبع سياسة توزيع ثابتة أو نسب كبيرة هي شركات كبيرة وعريقة وذلك يعزى الى قدرة تلك الشركات الى الحصول على التمويل اللازم لاستثماراتها من مصادر خارجية ناتجة عن السمعة والشهرة (العلي، ٢٠١٢، ٣٧٤) وإمكانية تحقيق ارباح سنوية متزايدة وتتفق هذه السياسة مع نظرية تفضيل الحصص النقدية (نظرية عصفور باليد) والتي يؤيدها المستثمرون الذين يفضلون الدخل النقدي (توزيع مقسوم ارباح بنسب كبيرة) كما في الشركات المذكورة آنفاً والذين لا تخضع دخولهم الى فرض ضرائب أو لا تقع مدخولاتهم ضمن الشرائح المشمولين بضرائب الدخل والجدول (٢) يوضح نمط هذه السياسة.

جدول (٢)

انماط سياسات توزيع الارباح لبعض الشركات عينة البحث (المقسوم بنسب ثابتة)

الشركة	2009			2010			2011			2012			2013		
	صافي الربح	السعر	نسبة	صافي الربح	السعر	نسبة	صافي الربح	السعر	نسبة	صافي الربح	السعر	نسبة	صافي الربح	السعر	نسبة
	دينار	دينار	مقسوم	دينار	دينار	مقسوم	دينار	دينار	مقسوم	دينار	دينار	مقسوم	دينار	دينار	مقسوم
	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح	الارباح
بنك الاستثمار العربي	11577	1.29	% 87	10500	1.42	% 76	11683	1.31	0.86	11763	1.4	0.85	13723	1.35	0.87
فيلادلفيا	32.2	2.70	% 85	3386	3.7	% 89	2381	3.46	0.88	2726	3.303	0.88	2919	3.0	0.88
البحر المتوسط	3104	2.70	% 87	2724	1.96	% 91	3062	2.07	0.88	2045	2.04	0.88	2335	1.97	0.88
الاتصالات	1002.98	5.17	% 99	104029	5.38	1.00	95082	5.53	1.02	89799	5.30	1.02	83096	4.38	0.99

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية

ب - سياسة توزيع مبلغ ثابت مع اضافة كلما دعت الحاجة لزيادة المبلغ للتوزيع استنادا الى سياسة الشركة ووفقاً لمعطيات حجم الارباح المتحققة أو حاجة الشركة الى الاحتجاز والتوزيع، ويلاحظ كما في الجدول (٣) ان الشركات التي اتبعت هذه السياسة كانت ارباحها السنوية متقلبة بالزيادة والنقصان غير أنها اعتمدت المبلغ الثابت خلال فترة معينة ثم انتهجت سياسة مبلغ ثابت مضافاً اليه مبلغ معين ومن هذه الشركات (البنك الاردني الكويتي، بنك الاسكان، بنك الاردن، النسر العربي، الاسراء للتعليم) حيث أن شركة البنك الاردني الكويتي انتهجت سياسة توزيع مبلغ ثابت (٢٠) مليون دينار أردني بالرغم من تقلبات حجم الارباح السنوية في السنوات الثلاثة الاخيرة من مدة البحث

بعد أن كان مبلغ المقسوم (١٠) ملايين دينار في سنة ٢٠٠٩ و (١٥) مليون دينار في سنة ٢٠١٠ وبنك الاسكان حدد مبلغ (٦٣) مليون دينار كمقسوم ارباح سنوية ابتداءً من سنة ٢٠٠٩ - ٢٠١٣ باستثناء سنة ٢٠١٠ اذ بلغ (٥٠) مليون دينار، وبنك الاردن قرر تخصيص مبلغ (١٥) مليون كمقسوم ارباح ابتداءً من سنة ٢٠٠٩ - ٢٠١١ ثم رفع هذا المبلغ الى (٢٣،٢٦٥) مليون دينار في السنتين الاخيرتين من مدة البحث، وشركة النسر العربي وزعت مبلغ (١) مليون دينار للسنوات الثلاث الاولى من مدة البحث وفي السنتين الاخيرتين خفضت المبلغ الى (٠،٧٥٠) مليون دينار ثم ارتفع الى (١،١٠٠) مليون دينار ، ومؤسسة الإسراء للتعليم أتبعَت سياسة مقسوم مبلغ ثابت للسنوات الثلاث الاولى (٢،٢٥٠) مليون دينار اردني ثم ارتفع الى (٣١) مليون سنة ٢٠١٢ و (٤،٥٠٠) مليون دينار اردني سنة ٢٠١٣ بالرغم من الزيادة المتتالية لحجم الأرباح الصافية خلال مدة البحث.

جدول (٣)

أنماط سياسات توزيع الأرباح لبعض شركات عينة البحث

الشركة	2009		2010		2011		2012		2013	
	صافي الربح	السعر	مقسوم الأرباح	صافي الربح	السعر	مقسوم الأرباح	صافي الربح	السعر	مقسوم الأرباح	صافي الربح
بنك اردني كويتي	46440	3.8	10000	43850	4.32	15000	51941	3.62	20000	3.17
بنك الاسكان	95950	7.15	63000	59896	8.10	50400	78976	8.0	63000	8.45
بنك الاردن	32842	2.15	15000	26733	2.96	15000	31692	2.05	15000	2.31
النسر العربي	2125	3.0	1000	1481	2.62	1000	1329	2.75	1000	3.0
الاسراء للتعليم	2855	2.10	2250	3916	2.30	2250	5797	2.6	2250	3.81

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية .

ج - سياسة توزيع مقسوم الأرباح بنسب متدنية:
يبين الجدول (٤) ان شركة الفوسفات الصناعية ضمن عينة البحث التي اتخذت سياسة توزيع مقسوم الأرباح بنسب متدنية رغم تحقيق ارباح عالية ، (لكنها متقلبة بالزيادة والنقصان) مقارنة بالشركات ذات نسب التوزيع الكبيرة.

جدول (٤)

أنماط سياسات توزيع الأرباح لبعض شركات عينة البحث

2013		2012		2011		2010		2009		اسم الشركة
مقسوم	صافي	مقسوم	صافي	مقسوم	صافي	مقسوم	صافي	مقسوم	صافي	
الأرباح	الربح	الأرباح	الربح	الأرباح	الربح	الأرباح	الربح	الأرباح	الربح	
18750	13219	33750	145831	15000	80232	15000	92878	37500	238261	الفوسفات
	0.141		0.231		0.178		0.161		0.157	نسبة
										التوزيع
	10		9		12.74		16.9		18	سعر السهم

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية .

كما يلاحظ من الجدول الأخير(٤) والجداول السابقة أن زيادة نسبة المقسوم أو انخفاضه لا يؤثر بشكل ملموس على أسعار الأسهم مما يعني هناك عوامل أخرى تتحكم بالتأثير على أسعار الأسهم وقيمة الشركة الخاصة بسوق عمان المالي ، حيث ان شركة الفوسفات من الشركات الصناعية الكبيرة وأرباحها عالية رغم تقلبها مقارنة بالشركات الأخرى عينة البحث وبما ان الشركة اختارت سياسة توزيع أرباح بنسب متدنية كما يوضحه الجدول (٤) ولكنها في حالة تزايد لغاية سنة ٢٠١٢ ولم يتأثر سعر السهم بالزيادة وإنما يلاحظ إن سعر السهم اخذا بالانخفاض (١٨ دينار - ٩ دينار) خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٢ اي انخفض بمقدار ٥٠% خلال سنوات البحث وكذلك الحال بالنسبة للشركات ذات نسب التوزيع العالية حيث يلاحظ ان مع زيادة أو استقرار نسب التوزيع لمقسوم الأرباح أن أسعار الأسهم سجلت في معظمها انخفاضاً في الأسعار كما في شركة البحر المتوسط ، إذا انخفض سعر السهم من (٢٠٧٠ الى ١٠٩٦) مع إن نسبة التوزيع زادت من (٠٨٧ - ٠٩١) وكذلك انخفاض أسعار الاسهم مع استقرار نسب التوزيع لنفس الشركة للفترة من (٢٠١١ - ٢٠١٣) إذ بلغت (٢٠٧-٩٧) ولا تخلو عينة البحث من حالات تغير الأسهم مع تغير نسب التوزيع وكما في الشركات (فيلادلفيا للتعليم وشركة الاتصالات، للسنوات الأولى من عينة البحث إذ ارتفعت الاسعار من (٥١٧ - ٥٠٣) دينار ، كل ذلك يشير إلى إن نظرية الحياض لـ MM) ونظرية عصفور باليد هي المؤثرة في هذا السوق أما ما يخص نظرية التفضيل الضريبي التي تركز على العوائد الرأسمالية التي يفضلها بعض المستثمرين للتخلص من الأعباء الضريبية وان كانت الضرائب على العوائد الرأسمالية مساوية لمقدار الضرائب على التوزيعات النقدية للأرباح ، فان مسألة التفضيل تتمحور حول القيمة الزمنية للنقود بمعنى إن الضرائب المدفوعة على التوزيعات النقدية سنوياً تكون قيمتها الزمنية اكبر مما لو تم تأجيل دفع الضرائب لحين بيع الأسهم في الأمد البعيد (بعد سنوات) لذلك يفضل انصار هذه النظرية أن تكون نسب توزيع الأرباح النقدية عند حدودها الدنيا بما يجعلهم دفع أسعار أعلى لأسهم الشركات التي تنتهج هذه السياسة .

وبين الجدول (٥) إن العائد الرأسمالي للشركات عينة البحث لم يكن مستقرا خلال مدة البحث زيادة ونقصان متأثرا بمستوى أسعار الأسهم وتقلباتها ، ويلاحظ إن معدل العائد الرأسمالي للأسهم سنة ٢٠١٣ سجل معدل عائد موجب ل(١٢) سهم فقط من مجموع اسهم العينة (٢٨) سهم لارتفاع أسعار الأسهم مقارنة بسنة الاساس (٢٠٠٩) لكن لم تحقق معدل عائد رأسمالي موجب كما في شركة بنك الاستثمار العربي والعربية للتعليم والشرق الأوسط للمشاريع وغيرها من الشركات ضمن عينة البحث ، ونتيجة لما توصل إليه العالمان Miller and Modigliam بان سياسة التوزيع النقدي للأرباح لم تكن المؤثرة على سعر السهم في السوق وإنما المعيار الأهم هو ربحية السهم الواحد EPS— أي حجم الأرباح السنوية التي تحققها الشركات بالشكل الذي ينعكس على حصة السهم الواحد من الأرباح ارتفاعا وانخفاضا (الشيخ،٢٠٠٢، ٨٠).

جدول (٥)

العائد الرأسمالي

اسم الشركة	2009	2010	2011	2012	2013	معدل العائد الرأسمالي		
بنك إسلامي	3.17	3	2.75	2.34	2.97	-0.054	0.083	-0.149
بنك أردني كويتي	3.8	4.32	3.62	3.03	3.17	0.1368	0.162	-0.163
بنك الإسكان	7.15	8.1	8	8.25	8.45	0.1329	0.012	0.0313
بنك الاستثمار العربي	1.29	1.42	1.31	1.4	1.35	0.1008	0.077	0.0687
بنك الاتحاد	1.8	2.01	1.44	1.37	1.4	0.1167	0.284	-0.049
بنك الأردن	2.15	2.96	2.05	2.3	2.31	0.03767	0.307	0.122
بنك العربي	12.15	9.98	7.85	7.25	6.64	-0.179	0.213	-0.076
النصر العربي	3	2.62	2.75	2.9	3	-0.127	0.0496	0.0545
التامين الأردنية	2.79	2.24	2.19	2.3	1.98	-0.133	0.095	0.0502
الأميل للاستثمارات	1.26	1.21	1	0.99	0.88	-0.04	0.174	-0.01
المعايير	1.14	1.21	1.22	1.63	1.49	0.0614	0.0083	0.3361
العربية للتصميم	2.72	2.51	2.4	2.91	3.11	-0.077	0.044	0.2125
الإسراء للتصميم	2.1	2.3	2.6	3.83	3.81	0.0925	0.1304	0.4731
البشرى للتصميم	4.35	4.6	4.63	5.71	5.76	0.0575	0.0056	0.2333
فيضان	3.5	3.7	3.46	3.03	3	0.0571	0.065	-0.124
العربية للفنادق	1.85	1.93	1.9	1.83	1.65	0.0432	0.16	-0.037
البحر المتوسط	1.85	1.96	2.07	2.04	1.97	0.095	0.0561	-0.014
الشرقي الأوسط	2.15	1.8	2.43	1.77	1.74	0.163	0.35	-0.272
المشاريع								
الدولية للفنادق	1.08	1.15	0.86	1.02	0.96	0.0648	0.252	0.186
الخطوط الجوية	2.13	2.37	2.02	1.84	1.54	0.1127	0.148	-0.089
التقنيات السياحية	1.96	2.69	2.1	1.87	1.85	0.3724	0.219	-0.11
تجارات	5.17	5.38	5.53	5.3	4.83	0.0406	0.0279	-0.042
أسواق حرة	9.55	17.5	11.74	10.98	11.11	0.8325	0.329	0.065
المبيلات	1.7	1.7	1.52	1.64	1.55	0	0.106	0.0789
الإقبال	3.14	5.08	6.7	9.45	10.12	0.6178	0.3189	0.4104
الفوسفات	18	16.9	12.74	9	10	-0.061	0.246	-0.294
البيوتاسيوم	36.2	43.49	44.1	46.5	43.5	0.2014	0.014	0.0544
حديد	2.39	2.18	2.19	1.32	1.5	-0.88	0.0046	-0.397
	4.9836	5.5889	5.1132	5.1357	5.0425	0.0914	-0.067	0.015

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية

د - سياسة التوزيع وربحية السهم الواحد :

من الجدول (٦) يبين إن ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث كانت جميعها موجبة باستثناء الشركة الصناعية للحديد حققت خسارة قدرها (٩,٧) مليون دينار سنة ٢٠٠٩، وترواحت ربحية السهم الواحد للشركات بين أعلى قيمة (٣,٧٣٨) دينار لشركة البوتاسيوم لسنة ٢٠٠٩ وأقل قيمة سالبة (-٠,٢٧٧) دينار لشركة حديد وفي سنة ٢٠١٠ حققت شركة الأسواق الحرة أعلى قيمة ربحية سهم اذ بلغت (١,٨٧١) دينار وأقل قيمة لسنة لسهم العربية للتعليم (٠,٠٥٩)، بينما حققت شركة الفوسفات أعلى ربحية سهم (٥,٣٤٨) دينار لسنة ٢٠١١ وكانت أقل قيمة ربحية أسهم الأمل لاستثمارات (٠,٠٢٣) دينار وكذلك في سنة ٢٠١٢ أعلى قيمة ربحية لسهم البوتاسيوم (٣,٥٩٧) دينار وأقل قيمة في نفس السنة لسهم الأمل للاستثمارات (٠,٠١٤) دينار وأخيرا سنة ٢٠١٣ شركة البوتاسيوم أعلى قيمة (٢,٣٨٦) دينار وأقل قيمة ربحية السهم شركة حديد (٠,٠٠٨)، وبالتالي فان سعر السهم في السوق يتأثر بمقدار حجم الارباح التي تحققها الشركة، ويتفق هذا الاستنتاج مع فرضية البحث (٢).

الجدول (٦)

ربحية السهم الواحد EPS للشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	2009	2010	2011	2012	2013	معدل ربحية السهم
بنك اسلامي	0.351	0.278	0.291	0.188	0.291	0.2798
بنك ارمي كويتي	0.464	0.438	0.519	0.399	0.466	0.4572
بنك الإسكان	0.38	0.237	0.313	0.348	0.373	0.3302
بنك الاستثمار العربي	0.115	0.105	0.116	0.117	0.137	0.118
بنك الاتحاد	0.156	0.163	0.213	0.103	0.134	0.1538
بنك الأردن	0.328	0.267	0.204	0.232	0.234	0.253
النسر العربي	0.212	0.148	0.133	0.076	0.114	0.1366
القائمين الأرمنية	0.288	0.1	0.103	0.077	0.14	0.1416
الأمل للاستثمارات	0.178	0.066	0.023	0.014	0.015	0.0592
المهاجرين	0.055	0.069	0.067	0.099	0.1	0.078
العربية للتعليم	0.115	0.059	0.245	0.302	0.339	0.212
الإسراء للتعليم	0.19	0.261	0.386	0.351	0.476	0.3328
الشراء للتعليم	0.175	0.227	0.3	0.351	0.365	0.2836
فيلا دلفيا	0.213	0.225	0.158	0.181	0.194	0.1942
العربية للفنادق	0.1	0.115	0.115	0.047	0.078	0.091
البحر المتوسط	0.069	0.06	0.068	0.045	0.051	0.0586
الشرق الأوسط للفنادق	0.118	0.108	0.113	0.098	0.106	0.1086
الدولية للفنادق	0.061	0.063	0.069	0.062	0.071	0.0652
الخطوط الجوية	0.24	0.245	0.352	0.065	0.16	0.2124
التقنيات السياحية	0.144	0.117	0.213	0.124	0.128	0.1452
اتصالات	0.401	0.416	0.38	0.359	0.332	0.3776
أسواق حرة	1.129	1.871	1.576	1.133	1.071	1.356
المبيدات	0.165	0.143	0.14	0.149	0.141	0.1476
الإقبال	0.372	0.494	0.798	0.163	0.838	0.8264
الفوسفات	3.181	1.238	5.348	1.944	1.762	2.6946
البوتاسيوم	3.738	1.581	2.168	3.597	2.386	0.0224
حديد	-0.277	0.175	0.043	0.163	0.008	0.0224

سابعا : علاقة الأثر بين متغيرات سياسات توزيع الأرباح وسعر السهم

لغرض اختبار علاقة الأثر بين متغيرات سياسات مقسوم الأرباح (عدد الأسهم N ، ربحية السهم الواحد EPS ، مقسوم الأرباح D ، عائد التوزيع D/P ، نسبة المقسوم D/EPS) كمتغيرات مستقلة ، وبين سعر السهم كمتغير معتمد ، باستخدام نموذج الانحدار المتعدد ضمن برنامج SPSS اظهرت نتائج التحليل ان متغيرات مقسوم الارباح تؤثر على سعر السهم على المستوى الكلي ، بدلالة قيمة F المحسوبة البالغة (٨٠,٣٧٦) وهي اكبر من القيمة الجدولية البالغة (٢,٢١) عند درجتي حرية (٥,١٣٤) وبمستوى معنوية (٠,٠٥) وكما في الجدول (٧)

متغيرات سياسات توزيع الأرباح									متغير مستقل
قيمة F		R2	B5 D/EP5	B4 D/P	B3 D	B2 EP5	B1 N	bo	متغير معتمد
المحسوبة	الجدولي		ة						
80.3	2.2	.75	.027 .04	4.431 1.42	11.714 9.203	3.683 5.472	.009 2.73	.205	سعر السهم

$$Df=(٥,١٣٤) \quad p< .٠٥ \quad N= ١٣٩$$

ويبين الجدول ان معامل التحديد (R²) بلغ ٧٥. وهذه النسبة تبين تفسير المتغيرات في تأثيرها على سعر السهم ، بينما النسبة المتبقية ٢٥. تشير الى وجود متغيرات اخرى لم تدرج في النموذج لها تأثير على سعر السهم او لايمكن السيطرة عليها ، اما قيمة T المحسوبة لكل متغير تبين معنوية التأثير لكل متغير على سعر السهم مقارنة بالقيمة الجدولية (١,٧٠١) ، وتتفق هذه النتيجة مع فرضية البحث (١).

الاستنتاجات :

- ١ - الأساس الذي تستند عليه الشركات الصناعية في قرارات مقسوم الارباح يرتبط بالاقترحات الاستثمارية التي يفوق معدل العائد فيها على معدل العائد المطلوب .
- ٢ - تهتم الشركات متمثلة بالادارة المالية فيها بقرارات مقسوم الارباح لعلاقتها بالتمويل ومدى اعتمادها على المصادر الداخلية لتمويل استثماراتها وتأثير ذلك على نمو الشركة وتوفير السيولة .
- ٣ - تبني توقعات اسعار الاسهم للشركات على نسب توزيع الارباح ونسب الاحتجاز التي تعلنها حيث يتقلب سعر السهم في تبعاً لذلك فضلاً عن العوامل الاخرى ذات التأثير المباشر او غير المباشر في سعر السهم .

- ٤ - سيضل الجدول قائما بخصوص سياسات توزيع الارباح واثرها على قيمة الشركة (سعر السهم) مع اختلاف خصائص الاسهم وطبيعة السوق المالي والعوامل الخارجية الاخرى.
 - ٥ - تتفاوت سياسات توزيع الارباح للشركات عينة البحث في اعتمادها على نظريات توزيع الارباح ، منها اتجه نحو نظرية تفضيل المقسوم واخرى اتجهت نحو نظرية الاثر الضريبي
 - ٦ - يشير عدم استقرار معدل العائد الرسمالي للاسهم عينة البحث الى تقلبات اسعارها بالزيادة والنقصان ، مما يعني ان هناك بعض المتغيرات المستخدمة في التحليل لها تاثير على السعر .
 - ربحية السهم الواحد الموجب مؤشر على ان اجمالي الربح المتحقق للشركات يؤثر في سعر السهم في السوق ارتفاعا وانخفاضا ، وان مدى التأثير يقع احيانا في السنوات التالية للاعلان عن الارباح .
- المقترحات :**

استكمالا لمتطلبات منهجية البحث واستنادا الى ما توصل اليه الباحث من استنتاجات ندرج بعض المقترحات وهي :

- ١ - اهتمام ادارات الشركات باستراتيجية مقسوم الارباح وسعر السهم يسهم في تعزيز ونمو الشركات في بيئة الاعمال والتصدي للمنافسة الحادة .
- ٢ - اختيار ادارة الشركات لسياسة مقسوم الارباح والثبات عليها يمنح المستثمرين الشعور بالثقة النسبية باستقرار وانتظام الارباح .
- ٣ - اعتماد الشركات توزيع مبلغ ثابت كمقسوم من صافي الربح على ان يعاد النظر في سياسة التوزيع كل ثلاث سنوات.

المصادر

- ١ - العلي ، اسعد حميد ، ٢٠١٢ ، الإدارة المالية ، الأسس العلمية والتطبيقية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، ط٢ ، عمان الأردن .
- ٢ - الميداني ، محمد أمين عزت ، ١٩٨٩ ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران ، المملكة العربية السعودية .
- ٣ - الشماخ ، خليل محمد حسن ، ١٩٩٢ ، الإدارة المالية ، جامعة بغداد ، ط٤
- ٤ - العامري ، محمد علي إبراهيم ، ٢٠١٣ ، الإدارة المالية الحديثة ، دار وائل للنشر ، عمان الأردن ، ط١ .
- ٥ - برغام ، اجين ، ٢٠١٠ ، الإدارة المالية ، ترجمة محمود فتوح وعمر عبد الكريم ، شعاع لنشر والعلوم ، ط١ ، سورية حلب .
- ٦ - برجام ، يوجين وويستون ، فريد ، ١٩٩٣ ، التمويل الإداري ، ترجمة د. عبد الرحمن دعاللة وعبد الفتاح السيد سعد النعمان ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، السعودية .
- ٧ - هندي ، منير إبراهيم ، ٢٠٠٤ ، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث ، إسكندرية ، جمهورية مصر العربية ، ط٦ .
- ٨ - محمد ، نور توفيق ، ٢٠١٣ ، العلاقة بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح ، تطبيق في عينة من الشركات المسجلة في سوق عمان للأوراق ، مجلة تنمية الرافدين ، المجلد (٣٥) العدد (١١١) / جامعة الموصل / العراق .
- ٩ - BHalla .V.K., ٢٠٠٨, Investment Management Security analysis and port folio management S.chand ad company LTD.
- ١٠ - Brigham , Eugene F . Ehrhardt ,Michael C . ٢٠١١ , Financial management theory and practice , ١٣ed ,USA

الملاحق

ت	اسم الشركة	عدد الاسهم (مليون)
1	بنك إسلامي	100
2	بنك أردني كويتي	100
3	بنك الإسكان	252
4	بنك الاستثمار العربي	100
5	بنك الاتحاد	100
6	بنك الأردن	100
7	بنك العربي	534
8	النصر العربي	10
9	التأمين الأردني	30
10	الأهل للاستثمارات	15
11	العاصرون	6
12	العربية للتعليم	40,5
13	الإسراء للتعليم	15
14	البتراء للتعليم	16
15	فيلادلفيا	15
16	العربية للفنادق	32
17	البحر المتوسط	45
18	الشرق للمشاريع	16
19	الدولية للفنادق	43,2
20	الخطوط الجوية	12
21	التقنيات السيلاحية	10,8
22	اتصالات	250
23	أسواق حرة	5
24	يندار للتجارة	20
25	الهيئات	10
26	الأقبال	20
27	القوسفات	75
28	البوتاسيوم	83,3
29	حديد	35
30	الأجواغ	15