



اثر توصية مجلس ادارة الشركة المساهمة العامة بتوزيعات الأرباح ثم قرار الهيئة العامة

للمساهمين بالموافقة على هذه التوصية , على السعر السوقي للسهم

" دراسة اختبارية "

**The Impact of the Board of Director's Recommendation Concerning Stock  
Dividends and the General Assembly of Shareholders Approval For This  
Recommendation on the Stock Market Price.**

**" An Empirical Study "**

إعداد الطالب

مصطفى محمد النمروطي

الرقم الجامعي: 400910456

إشراف

الأستاذ الدكتور محمد عطية مطر

قدمت هذه الخطة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة والتمويل - كلية الأعمال

جامعة الشرق الأوسط

2013/2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قال تعالى :

" يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات والله

بما تعملون خير " سورة المجادلة (11)

التفويض

أنا مصطفى محمد محمود التمروطي :

أفوض جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا بتزويد نسخ من رسائلي ورقياً وإلكترونياً للمكتبات ، أو المنظمات ، أو الهيئات ، أو المؤسسات المعنية بالبحوث والدراسات العلمية عند طلبها .

الإسم : مصطفى محمد محمود التمروطي



التاريخ : ٢٠١٤/١٤/٢٥

### قرار لجنة المناقشة

تولدت هذه الرسالة " توصية مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة بتوزيع الأرباح ثم قرر  
الهيئة العامة للمنافسة بالموافقة على عدم التوصية ، على النحو المبين للسهم " .

وأخذت بتاريخ : 2012/10/23

أعضاء لجنة المناقشة :-

- 1- الأستاذ الدكتور محمد عطية مطر - مترواً ورئيساً 
- 2- الأستاذ الدكتور عبد القادر نور - مترواً 
- 3- الدكتور جمال الترسى  - مترواً خارجياً

## شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ، والشكر لله عز وجل على نعمه وعطاياه علينا ، والصلاة والسلام على نبينا وحبينا محمد وعلى آله وصحبه وسلم ، ومن باب من لا يشكر الناس لا يشكر الله . اتقدم بجزيل الشكر إلى أسرة جامعة الشرق الأوسط بجميع مواقعهم لجهودهم الخيرة والمميزة التي بذلوها في تذليل الصعاب والعقبات ، وبحسن تعاملهم وتواصلهم مع الطلبة .

كما أخص بالشكر والتقدير والعرفان الأستاذ الدكتور الفاضل محمد مطر مدرساً ومشرفاً، والذي ما بذل عليّ أو على زملائي بالمعرفة والتوجيه والنصح ، وقدم الجهد والوقت الذي مكنتني من إتمام مشوار دراستي فجزاه الله خير الجزاء ، وأمد الله في عمره ، ومنحه الصحة والعافية ، والقدرة على المزيد من العطاء .

والشكر الموصول للأستاذ الدكتور عبدالناصر نور عميد كلية الأعمال ، والأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة . ولجميع من كان لهم الفضل في إنجاز هذا العمل المتواضع .

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

الباحث

مصطفى محمد النمروطي

## اهداء

من واجبي أن أقدم لكم جميعاً كلمات شكر .. ولكن أقف حائراً ماذا عساي أن أقول لكم ، أشك اللؤلؤة باللؤلؤة والياقوتة بالياقوتة وأصنع منها عقداً من عبارات الامتتان والعرفان .

إلى من بذل نفسه وأفنى عمره في تربيته وتعليمي ، إلى الإنسان الذي كان لي سنداً وقُدوةً ومعلماً ، لم أجد عبارات تجزيه حقه بالتقدير والاحترام والعرفان فتركت ذلك لله خير الثوابين .

### والدي الحبيب الغالي

إلى صاحبة القلب الدافئ ، النابض بالحياة ، المليء بالحب والحنان ، يا رمز العطاء عهدي لك أن لا أنسى فضلك علي أبداً ، فهي الشموع التي أضاءت درب حياتي ، والله أسأل أن يجزيك خير الجزاء على ما قدمت وأعطيت .

### والدي الحبيبة الغالية

إلى من هم مصدر فخري وسندي واعتزازي ومن تعلمت منهم وسرت في دروب الحياه ، هنا نلتقي في يوم الوفاء أهديهم محبتي وإخلاصي ووفائي .

### إخوتي وأخواتي الأعزاء

إلى الغالية التي شاركتني العناء والجهد ومنحتني الحب وبسمة الحنان بعيون الأمل رفيقة دربي وشريكة حياتي .

### زوجتي الحبيبة

إلى نور حياتي، والشمعة التي تضيئها وتزينها ، إلى ريحانة الحياة الذي أبصر النور قبل شهر قليلة " عبد الرحمن "

### إبني الحبيب

أهدي لهم جميعاً ثمرة جهدي

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	العنوان .....
ب	التفويض .....
ج	قرار لجنة المناقشة .....
د	الشكر والتقدير .....
هـ	الإهداء .....
و	قائمة المحتويات .....
ي	قائمة الجداول .....
ل	قائمة الأشكال والصور .....
م	الملخص باللغة العربية .....
س	الملخص باللغة الإنجليزية .....
1	الفصل الأول - مقدمة عامة للدراسة .....
2	تمهيد .....
3	مشكلة الدراسة .....
4	أهداف الدراسة .....
4	أهمية الدراسة .....

الصفحة	الموضوع
5	فرضيات الدراسة .....
6	حدود الدراسة .....
6	محددات الدراسة .....
6	المصطلحات والتعريفات الإجرائية .....
8	<b>الفصل الثاني - الإطار النظري والدراسات السابقة .....</b>
9	مقدمة .....
9	أهمية توزيع الأرباح ، وأثرها على المركز المالي ، وسعر السهم السوقي ، وحجم تداوله .....
12	أنماط المستثمرين في سوق الأسهم .....
12	الاستراتيجية الملائمة للاستثمار .....
14	أنماط المستثمرين في سوق الأسهم .....
16	أنواع القرارات الاستثمارية في السوق المالي .....
17	طرق إعادة شراء الأسهم.....
19	العوامل المؤثرة في أسعار وأحجام تداول السهم .....
29	العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة .....
33	إجراءات توزيع الأرباح ودفعها .....
34	العلاقة بين سياسة الإدارة في توزيع الأرباح وسياستها في تمويل الشركة.....



الصفحة	الموضوع
36	نظريات توزيع الأرباح .....
38	أنواع توزيعات الأرباح .....
40	تأثير توزيعات الأرباح على أداء الأسهم في السوق .....
41	فوائد توزيع الأرباح .....
44	الدراسات العربية .....
51	الدراسات الأجنبية .....
56	ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة .....
57	<b>الفصل الثالث - منهجية الدراسة ، الطريقة والإجراءات</b> .....
58	المقدمة .....
58	منهج الدراسة .....
58	مجتمع الدراسة .....
58	عينة الدراسة .....
59	أسلوب اختيار العينة .....
60	نموذج الدراسة .....
61	<b>الفصل الرابع - نتائج التحليل واختبار الفرضيات</b> .....
62	المقدمة .....

الصفحة	الموضوع
62	تحليل النتائج واختبار الفرضيات .....
91	الفصل الخامس - النتائج والتوصيات .....
92	المقدمة .....
92	تحليل النتائج .....
95	التوصيات .....
97	المراجع العربية .....
100	المراجع الأجنبية .....
102	المواقع الإلكترونية .....
	الملاحق

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	محتوى الجدول	رقم الفصل - رقم الجدول
59	توزيع الشركات المساهمة العامة على عينة الدراسة ..	1 - 3
64	مقارنة السعر السوقي للسهم قبل وبعد إعلان التوصية بتوزيع الأرباح .....	2 - 4
69	مقارنة السعر السوقي للسهم قبل وبعد إقرار توزيعات الأرباح .....	3 - 4
73	ملخص مقارنة بين أثر التوصية بالتوزيعات وأثر إقرار التوصية على أسعار الأسهم .....	4 - 4
75	مقارنة بين الأثر على سعر السهم الذي حدث بفعل الإعلان ، والأثر على سعر السهم بفعل إقرار التوزيع	5 - 4
79	ملخص المقارنة بين الأثر على سعر السهم الذي حدث بفعل الإعلان والأثر على سعر السهم بفعل إقرار التوزيع .....	6 - 4
81	الفروقات ما بين آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان، وأول سعر تداول للسهم بعد الإعلان .....	7 - 4
83	الفروقات ما بين آخر سعر تداول للسهم ، قبل إقرار التوزيع ، وأول سعر تداول للسهم ، بعد إقرار التوزيع	8 - 4
85	للتعرف على الأثر الذي حدث بفعل الإعلان وبفعل إقرار التوزيع .....	9 - 4
87	نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل إقرار تلك التوزيعات تبعاً لمتغير القطاع.....	10 - 4

رقم الصفحة	محتوى الجدول	رقم الفصل - رقم الجدول
88	لمقارنة نسبة الأثر على نتائج اختبار (Tukey) السعر السوقي للسهم ، بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر ، بفعل إقرار تلك التوزيعات بين القطاعات المختلفة .....	4 - 11

## فهرس الأشكال والصور

رقم الصفحة	المحتوى	رقم الفصل - رقم الشكل
32	إجراءات توزيع الأرباح ودفعتها .....	1 - 2
60	نموذج الدراسة .....	2 - 3

## الملخص باللغة العربية

أثر توصية مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة بتوزيعات الأرباح ، ثم قرار الهيئة العامة للمساهمين بالموافقة على هذه التوصية ، على السعر السوقي للسهم .

" دراسة اختبارية "

إعداد

مصطفى محمد النمروطي

إشراف الأستاذ الدكتور

محمد عطية مطر

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى بيان تأثير إعلان مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة بتوزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم ، ومن ثم تأثير موافقة الهيئة العامة للمساهمين على هذه التوصية على هذا السعر، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الرجوع إلى البيانات المالية لجميع الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في القطاعات الرئيسية الثلاثة ( المالي، الخدمي، الصناعي ) التي أعلنت عن توزيع أرباح على مساهميها للعام 2011 وعددها 69 شركة ، وتم دراسة الأثر الذي حدث على أسعار أسهم تلك الشركات أولاً بفعل إعلان توصية مجلس الإدارة لهذه التوزيعات، ثم بعد ذلك الأثر الذي حدث على أسعار تلك الأسهم بعد إقرار الهيئة العامة لهذه التوزيعات للعام 2011 ،

واعتبارها عينة الدراسة . وبالتحليل الإحصائي لها توصلت الدراسة ، سواء على مستوى العينة جميعها ، أو على مستوى كل قطاع على حده إلى عدة استنتاجات أهمها .

وجود أثر لإعلان توصية مجلس الإدارة بالتوزيعات ، وكذلك لإقرار الهيئة العامة لهذه التوصية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، خلال العام 2011 ، وإن كان أثر إقرار الهيئة العامة للتوصية بالتوزيعات أكثر عمقا عن الأثر الذي ينتج بفعل توصية مجلس الإدارة لهذه التوزيعات .

وقد استخدم في تحليل بيانات الدراسة أساليب الإحصاء الوصفي مثل النسب المئوية، ومعدلات التغير، في حين استخدم في اختبار الفرضيات اختبار ( ت ) للعينات المزدوجة ( Paired Samples T-test ) واختبار التباين الأحادي (One Way ANOVA) ، واختبار (Tukey) للمقارنات البعدية للفروقات بين نسب الأثر الذي يحدث بفعل الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السوقي للسهم والأثر الذي يحدث بفعل إقرار تلك التوزيعات على تلك الأسعار.

وبناءً للنتائج التي كشفت عنها الدراسة قدم الباحث مجموعة من التوصيات أهمها، ضرورة تحسين أساليب الرقابة الكفيلة بتحسين كفاءة السوق المالي مع ضبط عملية تسريب المعلومات الشائعة التي تعمق فيه ظاهرة المضاربة ، وتؤثر بالتالي على صدق المحتوى المعلوماتي للبيانات والتقارير المالية التي تصدرها الشركات المساهمة العامة المدرجة فيه .

**The Impact of the Board of Director's Recommendation Concerning  
Stock Dividends and the General Assembly of Shareholders Approval  
For This Recommendation on the Stock Market Price.**

**" An Empirical Study "**

**Prepared by**

**Mustafa Mohammad Alnamrouti**

**Supervision**

**Prof. Dr. Mohammad Ateyah Matar**

**Abstract**

This study aims at exploring the effects of the declaration of board of directors of public shareholding company on dividends on the share market price, and the approving of shareholder general assembly on such price. To achieve the objectives of this study; it has been referred to the financial data of all Jordanian public shareholding companies of the main three sectors (financial, service and industrial), that have declared about the dividends on their shareholders in 2011 which are 69 companies. As well as, it has been studied the reactions affected the share prices of these companies resulting from the recommendation of board of directors on these dividends, on the first place, and then the approval of the general assembly on such dividends. Since these were the study samples and as making a statistical analysis; the study has come to several conclusions, whether on the sample level wholly or on each sector individually:

There were effects, resulting from the recommendation of board of directors on dividends and the general assembly approving on such recommendation, on the share prices of the Jordanian public shareholding companies registered at Amman Stock Exchange during 2011, although the effects of the approval were deeper than the ones of the recommendation.

For analyzing the study data; it has been used the methods of descriptive statistics, such as: percentage and rate of change. while in the assumptions test; it has been used the T-



Test of the Paired Samples and One Way ANOVA and Tukey test of the Post Hoc Comparisons for the differences between the effects resulting from declaring the dividends and the ones that resulting from approving such dividends on the share market price.

Based on the results revealed by the study; the researcher has advised several recommendations, for example: the importance of development the control methods which guarantee the improvement of the financial market capacity, in addition to, control the widespread information leaking which deepen the speculation and affect the validity of the information content of the data and the financial reports that issued by the public shareholding companies and registered therein.

## الفصل الأول

### مقدمة عامة للدراسة

تمهيد	1
مشكلة الدراسة	2
أهداف الدراسة	3
أهمية الدراسة	4
فرضيات الدراسة	5
حدود الدراسة	6
محددات الدراسة	7
المصطلحات والتعريفات الإجرائية	8

## الفصل الأول

### مقدمة عامة للدراسة

#### 1- تمهيد

يعود أصل كلمة "بورصة" إلى اسم عائلة فان در بورصن (Van der Bursen) البلجيكية التي كانت تعمل في مجال البنوك، واتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج مكاناً لالتقاء التجار المحليين في فترة القرن الخامس عشر، فأصبح بمرور الزمن رمزاً لسوق رأس المال وبورصة للسلع. جاء أول نشر لما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول ، لأول مرة عام 1592 بمدينة انفرز (Anvers) "موسوعة ويكيبيديا". وتعتبر الأسواق المالية ركناً من أركان الاقتصاد الوطني حيث أنها نقطة الاتصال والالتقاء بين المستثمرين والشركات ، وذلك من خلال تحويل المدخرات المالية للمستثمرين إلى استثمارات تسهم وبشكل كبير في النمو الإقتصادي للدولة، وبهذا فهي تعمل على إيجاد قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني. ويعتبر الاستثمار في الأسهم أحد أنواع الاستثمار في الأوراق المالية ، وقد تبلورت مفاهيم الاستثمار بالأوراق المالية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية ( التيمي ، سلام ، 2004 ، ص29 ) .

وتعتبر السياسة التي تتبعها الشركة المساهمة العامة في توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية وذلك نظراً لآثارها المحتملة على مساهميها ، وعلى مركزها المالي ، وكذلك على سعر سهمها السوقي . وبناء عليه وعلى صلته بذلك فإن قرار إدارتها في تحديد النسبة التي ستوزعها من

الأرباح payout ratio من أهم القرارات الإستراتيجية لأنها من خلال هذا القرار سيتحدد ذلك الجزء من الأرباح الذي سيتم احتجازه قبل أن تُوزع ما يتبقى منها بعد ذلك على المساهمين ، إما في شكل توزيعات نقدية ، أو في شكل أسهم ، أو من النوعين معاً .

من هنا وفي قرارها لتحديد نسبة توزيع الأرباح يجدر بالإدارة أن تأخذ في الاعتبار الأثر المزدوج لتلك التوزيعات والذي ينعكس على مركزها المالي من جهة ، وعلى معدل النمو المتوقع في حقوق المساهمين من جهة أخرى . ذلك يفرض عليها مراعاة عنصر التوازن في تحديد النسبة الملائمة للتوزيع التي ترضي مساهميها الحاليين وتكون عامل جذب لمستثمرين محتملين ولكن دون أن تهمل في الوقت نفسه الأثر المحتمل لهذه التوزيعات على ملاءة الشركة وسعر وحجم تداول سهمها السوقي في البورصة .

## 2- مشكلة الدراسة :

يعتبر قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح من القرارات الصعبة والهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة ، لما له من أثر مباشر على المستثمرين والشركات ، حيث أن الهدف الأساسي لأي مستثمر تحقيق الأرباح ، والكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع ، كما أن على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة ، والأرباح المحتجزة وأن توازن بين التوزيعات الفعلية التي تؤثر على سعر السهم .

و مما تقدم فإنه يمكن حصر عناصر مشكلة الدراسة بإيجاد إجابات للأسئلة التالية :

- 1- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للإعلان عن توصية مجلس الإدارة بتوزيع أرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا الإعلان ؟

2 - هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار الهيئة العامة بالموافقة على توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا القرار ؟

3 - هل يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم ، نتيجة الإعلان عن توزيع الأرباح ، والأثر الذي يحدث على السعر ، نتيجة دفع توزيعات الأرباح ؟

### 3- أهداف الدراسة

إن الهدف الأساسي لهذه الدراسة يتمثل في محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة بين قرار الإعلان عن توزيع الأرباح ، وتوزيعها فعلاً في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية من جهة ، وسعر السهم السوقي لهذه الشركات من جهة أخرى عن طريق :

- 1 - إيجاد أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح، والسعر السوقي للسهم في اليوم التالي لذلك الإعلان
- 2 - إيجاد أثر دفع توزيعات الأرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا القرار.
- 3 - تحليل وتفسير أسباب الفرق الذي يطرأ على السعر السوقي للسهم من جراء الإعلان عن التوزيعات ، ودفع تلك التوزيعات.

### 4- أهمية الدراسة

إن سوق الأوراق المالية في أي دولة يوفر فرصاً استثمارية ممتازة ، وعامل جذب هام لرؤوس الأموال ، والمدخرات المحلية والأجنبية ، وقد شهدت الأعوام الأخيرة جهوداً كبيرة وحثيثة في معظم الدول النامية لتحسين المناخ الاستثماري من خلال تهيئة الأوضاع والظروف الملائمة لجذب الاستثمارات ، وإن عدم وجود مثل تلك الأسواق لا يمكن الدولة من الحصول على الموارد

المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية ، وقد تأثر سوق عمان للأوراق المالية كغيره من الأسواق المالية بالظروف الاقتصادية التي سادت خلال فترة الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008 ، والتي لاتزال آثارها وتداعياتها السلبية قائمة على معظم الدول النامية والمتقدمة على حد سواء .

من هنا تتبع أهمية الدراسة فهي من الدراسات الاختبارية المحلية القليلة التي تناولت عقب هذه الأزمة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح وأثر دفع التوزيعات على أسعار الأسهم المتداولة . لذا ستخدم النتائج المحتملة لها ، بالإضافة إلى المستثمرين المتعاملين في البورصة ، جميع الجهات المختصة بالرقابة والإشراف على سوق عمان المالي ، مثل هيئة الأوراق المالية، ووزارة الصناعة والتجارة وغيرهما .

## 5- فرضيات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وأسئلتها المطروحة وأهدافها تمت صياغة الفرضيات التالية :

HO1 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للإعلان عن توزيعات أرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا الإعلان .

HO2 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند دفع توزيعات أرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا القرار .

HO3 - لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان عن توزيعات الأرباح ، والأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل تلك توزيعات.

## 6- حدود الدراسة

1 - الحدود المكانية: ستشمل الدراسة فقط الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية في

.2011 /12 /31

2 - الحدود الزمانية: ستجرى هذه الدراسة في العام 2012.

3 - الحدود الموضوعية: ستحدد نتائج الدراسة من خلال المعلومات والبيانات ذات الصلة والتي

سيتمكن الباحث من الحصول عليها من الشركات المشمولة في عينة الدراسة ، بالإضافة الى هيئة الأوراق المالية .

## 7- محددات الدراسة :

تم استبعاد الشركات المشمولة في مجتمع الدراسة ، والتي إما أوقف تداولها خلال عام 2011

أو لم تكن قد أعلنت عن توزيع أرباح على مساهميها لذلك العام .

## 8- المصطلحات والتعريفات الإجرائية : ( Ross , et al , 2011, P 661- 667 )

### 1- تاريخ الإعلان عن التوزيعات :

هو التاريخ الذي يتم فيه تبليغ هيئة الأوراق المالية بتوصية مجلس الإدارة بتوزيع أرباح المساهمين

كما يتم تحديد قيمة هذه التوزيعات، وعادة ما تكون في صورة نسبة مئوية (%) من قيمة رأس المال

ومن الطبيعي أن يكون لهذا الإعلان تأثيره على سعر السهم في السوق سلبيًا أو إيجابياً حسب جودة

هذه التوزيعات.

## 2- اليوم التالي لتوصية مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح:

وهو أول يوم يتم فيه تداول السهم في السوق ، بعد الإعلان عن موعد انعقاد الهيئة العامة للشركة للموافقة على التوزيعات ، وعادةً ما يبدأ السوق بالتفاعل مع اقتراب موعد اجتماع الهيئة العامة ، ويلجأ المستثمرون في بعض الأحيان إلى دفع سعر الأسهم إلى مستويات معينة تحقق أهدافهم الاستثمارية .

## 3- تاريخ انعقاد الهيئة العامة للشركة للمصادقة على توصية مجلس الإدارة بالتوزيع:

هو التاريخ الذي تتعقد فيه الهيئة العامة للشركة ، ويتم فيه إقرار أو عدم إقرار توزيعات الأرباح المقترحة من قبل مجلس الإدارة ، ويحمل هذا التاريخ أهمية خاصة ، إذ يعتبر اليوم الذي يسبق هذا اليوم هو الأخير لتداول السهم في السوق ، حيث تجتمع الهيئة العامة المكونة من المساهمين المسجلين في سجل مساهمي الشركة في هذا اليوم ، وهم الذين يستحقون الأرباح المعلن عنها من قبل الشركة ، والموافق عليها من قبل الهيئة العامة.

## 4 - اليوم التالي لإنعقاد الهيئة العامة:

هو أول يوم يتم فيه تداول السهم في السوق ، بعد انعقاد الهيئة العامة للشركة ، ويتم إدراج السهم فيه بسعر جديد ، أي غير محمل بالأرباح ليبدأ السهم دورته الجديدة ، ويبدأ بالتفاعل من جديد مع عوامل العرض والطلب في السوق ، مدفوعاً بالأداء الفعلي للشركة خلال السنة الجديدة.



## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات السابقة

- 1 مقدمة
- 2 أهمية توزيع الأرباح ، وأثرها على المركز المالي ، وسعر السهم السوقي ، وحجم تداوله
- 3 أنماط المستثمرين في سوق الأسهم
- 4 العوامل المؤثرة على أسعار وأحجام تداول السهم
- 5 العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة
- 6 فوائد توزيع الأرباح
- 7 الدراسات العربية والأجنبية
- 8 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات السابقة

#### أولاً: الإطار النظري

##### 1 - المقدمة :

في نهاية السنة المالية يجتمع مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة لبحث موضوع توزيع الأرباح على المساهمين ، وذلك من ناحيتين : الأولى تحديد نوع التوزيعات فيما تكون نقدية Cash Dividends أو أسهم منحة Stock Dividends أو من النوعين معاً .

والثانية تحديد نسبة التوزيع، أي مقدار الأرباح الموزعة منسوبة إلى رأس المال Dividends Ratio وفي ضوء ما تقدم يتخذ المجلس عادة توصية للهيئة العامة للمساهمين يحدد من خلالها نوع ونسبة تلك التوزيعات ، لعرضها على تلك الهيئة ، لإقرارها أو تعديلها أو رفضها في اجتماع الهيئة الذي سيعقد لبحث الأمور الاستراتيجية للشركة بما فيها قرار توزيع الأرباح .

##### 2- أهمية توزيع الأرباح وأثرها على المركز المالي وسعر السهم السوقي وحجم تداوله .

من المعلوم أنه من الحكمة أن يكون لدى المنشأ أو الشركة سياسة مكتوبة وواضحة لتوزيع الأرباح ، تأخذ بعين الاعتبار كافة المتغيرات التي تحيط بعمل الشركة ونظراً لأن قيمة الشركة تتأثر بسياسة توزيع الأرباح ، فإن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في أي شركة هي تلك التي تعمل دائماً على تعظيم قيمة الشركة ، والتي تعمل أيضاً على الموازنة ما بين توزيع الأرباح الحالية والنمو المستقبلي للشركة ، عن طريق تراكم الأرباح غير الموزعة أي الأرباح المحتجزة والذي يعمل على تعظيم سعر سهم الشركة . ( الحناوي ، العبد ، 2005 ص 390 ) .

إن سياسة توزيع الأرباح تعطي المستثمرين إشارات حول تنبؤات الإدارة للإيرادات المستقبلية ، ومن هنا فإن سياسة توزيع واضحة المعالم تحدد نوعية المستثمرين ، وتفرز الذين يفضلون نوعاً معيناً من سياسات توزيع الأرباح عن غيرهم .

إن هناك مجموعة من الاعتبارات التي تحدد وتؤثر على قرار الشركة في توزيع الأرباح ، ومن أهمها التدفقات النقدية المتوقعة والاعتبارات القانونية والتعاقدية ، ومن المتعارف عليه بأن إدارات الشركات تقوم بالإعلان عن توزيعاتها النقدية ، وذلك لجذب الانتباه ، إلى أن الشركة قد حققت أرباحاً تستطيع أن توزع منها على المساهمين ، وبأن لديها من السيولة أيضاً ما يكفي لدفع تلك التوزيعات ( Weston , et al, 1996 ) .

إن الأساس المنطقي لاستقرار توزيعات الأرباح هو على أساس أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم أكثر من سياسات التوزيع البديلة الأخرى ، وإن نسبة الأرباح المستقرة بالنسبة للمساهم تكون ذات مخاطرة منخفضة ، ولذلك فإن معدل العائد على الاستثمار المطلوب منها سيكون أقل من تلك الشركات التي تتذبذب عوائد أسهمها .

إن هناك تفضيلاً بشكل عام لدى العديد من الشركات باستخدام سياسة توزيع الأرباح المستقرة مع علاوة إضافية ، وأن هناك تفضيلاً من قبل المساهمين بمثل هكذا نوع من السياسات ، وهذا ناشئ عن الاعتقاد من أن لهذه السياسة تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية للسهم ، بالإضافة إلى العديد من الأسباب الأخرى لعل أهمها : (الزبيدي 2004 : 872- 875 )

1 - اعتبار المستثمرين أن تيار الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطراً من تيار الأرباح الموزعة المتقلب ، ولذلك فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم عادي

يوزع أرباحاً مستقرة أقل من معدل العائد المطلوب على الإستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحدّة ، حيث أن معدل العائد المنخفض يعني أن معدل الخصم المستخدم لتيار الأرباح سوف يكون منخفضاً أيضاً ، ولذلك فإن سعر السهم الذي يوزع أرباحاً مستقرة ، يكون في الغالب أكبر من سعر السهم الذي يوزع أرباحاً متقلبة .

2- إن الكثير من المستثمرين في الأسهم يأملون الحصول على إيرادات منتظمة ومتنامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري ، للارتقاء أو المحافظة على مستوى معيشي مرغوب به .

3- إن الأسباب الهامة جداً في رغبة المساهمين بالحصول على أرباح موزعة مستقرة هي أن الشركات التي تقرر سياسة توزيع الأرباح ، هي التي تتناسب مع أوضاعها من حيث معدلات نمو هذه الشركات ، وحاجتها التمويلية ، وتستمر بتطبيق هذه السياسة . وعلى ضوء ذلك ستكون هناك شركات تدفع أرباحاً موزعة عالية وشركات تدفع أرباح موزعة معتدلة ، وأخرى تدفع أرباحاً موزعة منخفضة ، وما على المستثمر إلا أن يختار الإستثمار في أسهم شركة ما تتناسب سياستها في توزيع الأرباح مع تفضيلاته . إلا أنه على الرغم من أن الاتجاهات المعاصرة تشير إلى بؤار العمل باستراتيجية تخفيض توزيع الأرباح إلى أن المهام الرئيسة التي تشغل مديري الشركات باستمرار ، هي المقدار المطلوب توزيعه على حملة الأسهم لتحقيق الرضا ، لأن مثل هذه الاستراتيجية تحتاج إلى الكثير من التحسينات في سياقها وعمقها التحليلي لوجود محددات أساسية تحكم التغيير في توزيع الأرباح.

### 3- أنماط المستثمرين في سوق الأسهم

#### 3/1- الاستراتيجية الملائمة للاستثمار

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية ، وتتضمن أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيلة الاستثماري Investor Preference Curve . والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر ، وفق ميله تجاه العناصر الأساسية الثلاثة التالية :

1- الربحية Profitability .

2- السيولة Liquidity .

3- الأمان safety .

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين ( السيولة ، الأمان ) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه ، وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما ، هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة Trade – off بين العائد الذي يتوقعه من جهة ، والمخاطر التي يقبلها من جهة أخرى ( مطر،2013، ص 41 ) .

وتصنف الأسهم العادية في أسواق المال العالمية في ضوء العناصر الثلاثة آنفة الذكر إلى عدة

أنواع من أهم هذه الأنواع : ( التيمي ، سلام ، 2004 ص 33 )

### 3/1/1 الأسهم المتميزة Blue Chips :

هي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة ، تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA ، ميزات هذه الأسهم سمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان والدخل إضافة إلى ارتفاع أسعارها في العادة.

### 3/1/2 أسهم الدخل Income Stocks :

هي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة ) وغالباً ما تكون هذه الأسهم لشركات ممتازة تنتج سلعاً معينة مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة ( مثل شركة مصفاة البترول الأردنية ) . فالمبيعات مستقرة والكلفة مستقرة إلى حدٍ ما أيضاً وبالتالي تحقق ربحاً مستقراً وثابتاً وتوزيعات أرباح مضمونة .

### 3/1/3 أسهم النمو Growth Stocks :

وهي عكس أسهم الدخل ، لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم منها أرباحاً موزعة في نهاية السنة ، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعاً كبيراً في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة ، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالٍ ، وتجري دراسات مستمرة لتطوير انتاجها أو اكتشافات جديدة ، لتحقيق أرباحاً عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق مثل (شركات الأدوية ، أجهزة الحاسوب ) ومقابل هذه المزايا ، فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية خاصة عند عدم الوصول للتطوير المناسب ، أو فشل الاكتشاف أو ظهور منافسين مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم .

### 3/1/4 أسهم المضاربة Speculation Stocks :

وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة ، وهو ما يبحث عنه المضاربون ، رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير ، جراء التذبذب في أسعار الأسهم وعوائدها في الغالب . وتكون هذه الأسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح أو الفشل، كما يمكن للمضاربيين التأثير على سعر سهم معين في السوق بالارتفاع ، من خلال زيادة الطلب على شرائه ، أو بالانخفاض من خلال زيادة المعروض ، أو عدم الإقبال على شرائه ، ويختلف تأثير المضاربيين من سوق لآخر ، حسب نوع وحجم وطبيعة السوق ومن دولة لأخرى ، فالسوق الذي لا يتصف بالعمق والانتساع يمكن التأثير عليه لصغر حجم التداول فيه ومحدوديته ، أما السوق العميق والمنتسح لا يمكن التأثير عليه لكبر حجم التداول فيه . ومن الجدير بالذكر أن هناك قوانين يتم تطبيقها في الأسواق التي لا تتصف بالعمق ، بهدف حماية المستثمرين والحفاظ على قيم الأسهم ، مثل عدم السماح لسعر سهم ما بالارتفاع أو الانخفاض بنسبة تزيد عن 5% من قيمته في اليوم .

### 3/2- أنماط المستثمرين في سوق الأسهم :

تتباين الآثار التي تتعكس على أسعار الأسهم ، وحجم تداولها في البورصة ، بفعل حجم ونوع توزيعات الأرباح ، وحسب نوع ونمط سلوك المستثمرين . وبسبب تباين رغبات المستثمرين وتفضيلاتهم فإنه وبشكل عام يمكن تقسيمهم الى ثلاثة انماط هي: ( مطر، تيم ،2005،ص 21 )

### - النوع الأول : المستثمر المتحفظ أو الرشيد Conservative Investor

وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه ، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساساً جداً اتجاه عنصر المخاطرة ، لذا يهتم بالتوزيعات التي يحصل عليها من الأسهم الموجودة في محفظته الاستثمارية في الأجل الطويل ، وذلك بجانب المكاسب الرأسمالية التي قد يتجنبها من تقلب أسعار تلك الأسهم ، وغالباً ما نجد هذا النمط في كبار السن ، وذوي الدخل المحدود .

### - النوع الثاني : المستثمر المضارب Speculator

وهو مستثمر يعطي كل اهتمامه على الربحية ( المكاسب الرأسمالية ) لذا تكون حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متدنية ، فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار ، ويمكن وجود هذه الفئة المضاربة بين صغار السن أو بين الذين يملكون محافظ استثمارية كبيرة .

### النوع الثالث : المستثمر المتوازن Balanced Investor

وهو المستثمر الحصيف أو الرشيد الذي يوجه اهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن ، وتكون حساسيته اتجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بطريقة تعظم العائد ، وتدني درجة المخاطرة ، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين .



### 3/3- أنواع القرارات الاستثمارية في السوق المالي :

يواجه المستثمر في السوق المالي ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار ، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من جهة أخرى . وضمن هذا الاختيار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع وهي كما يلي : ( مطر، 2013 ، ص 38 ) :

#### 3/3/1 - قرار الشراء :

يتخذ المستثمر هذا القرار عندما يشعر بأن قيمة الأداة الإستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة ، منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الإستثمارية (ق) وذلك كما يراها المستثمر أي (س > ق ) مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلاً .

ويترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة .

#### 3/3/2 - قرار عدم التداول

يترتب على الحالة السابقة والناجئة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي (س) مع القيمة (ق) من وجهة نظر المستثمر ، وهنا يصبح السوق في حالة توازن ، تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء ، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع ايضاً التوقف عن البيع ، فيكون

القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول حيث (س = ق) ، لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه أيضاً ولومؤقتاً المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة ولذا يقرر الاحتفاظ بالأداة الاستثمارية .

### 3/3/3 - قرار البيع

بعد حالة التوازن التي يمر فيها السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلف رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن (س) في تلك اللحظة ما تزال أقل من (ق) مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة يزيد عن (ق) وهكذا يرتفع السعر عن القيمة (س < ق) مولداً بالتالي حافزاً لدى غيره للبيع ، فيكون قرار المستثمر حينئذٍ هو قرار بيع .

ذلك يخلق ظرفاً جديداً ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها ، فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

### 3/4 - طرق إعادة شراء الأسهم Shares Repurchase

إن عملية إعادة الشراء مهمة جداً للمستثمر أو للشركة على حد سواء ، حيث تقوم الشركة بشراء الأسهم بثلاثة طرق وهي: ( Ross , et al , 2011, P 668- 673 )

### 3/4/1 - إعادة الشراء من السوق المفتوح Open- Market Repurchase

بهذه الطريقة يستطيع الأفراد وبشكل بسيط شراء الأسهم من السوق ، وهي طريقة مناسبة لإعادة شراء الأسهم على أسس متطورة نامية . وقد تقوم الشركة باستخدام إعادة شراء الأسهم لتوزيع بعض أرباحها بدلاً من دفعها وتوزيعها على المستثمرين ، وعندما تمتلك الشركة مبلغاً كبيراً من الأرباح فإن عملية إعادة الشراء تصبح أمراً مرهقاً في السوق المفتوح ، لأنه قد يكون هنالك قيود على عدد الأسهم التي يمكن شراؤها خلال الفترة الزمنية ، وهذه القيود تهدف لتقييد هذه الشركات لتؤثر على أسعار أسهمها خلال فترة النشاط التجاري ، مما يعني أنها قد تستغرق أشهراً لتوزيع قدر كبير من الأموال .

### 3/4/2 - إعادة شراء عرض العطاء ( المناقصة ) Tender Offer

هي عملية شراء للأسهم حيث تعلن الشركة عن رغبتها في إعادة شراء أسهمها ، وتقوم بإشعار المساهمين الذين يرغبون ببيع أسهمهم بسعر تداول السهم في الوقت الحالي كحد أعلى . إن الأسعار البديلة التي يتم تحديدها أعلى من سعر السوق لتجعل العرض جذاباً أكثر للمساهمين ، وبعد جمع الأسعار تحدد الإدارة السعر الذي سيسمح لهم بإعادة شراء أعداد الأسهم التي يريدون شراؤها . إن عرض العطاء ( المناقصة ) عرض مفتوح من قبل الشركة لشراء الأسهم وهنالك نوعيين من عرض العطاء ، السعر الثابت والمزاد العلني . ومن خلال عرض عطاء السعر الثابت تقوم إدارة الشركة بإعلان السعر الذي سيتم دفعه مقابل السهم الواحد ، والحد الأعلى للأسهم التي سيعاد شراؤها ، وإذا تجاوز عدد أسهم إعادة الشراء الحد الأعلى المعلن عنه ، يتم إرجاع أسهم لكل مساهم قدم أسهماً لعملية إعادة الشراء بما يتناسب مع إجمالي الأسهم التي قدمها .

### 3/4/3 - المفاوضات المباشرة Targeted Share Repurchase

تستخدم هذه الطريقة لشراء كتلة أسهم من كبار المساهمين ، ويمكن أن يستفيد من هذه العملية المساهمون الذين لا يرغبون ببيع أسهمهم ، ذلك لأن المدراء قد يستطيعون التفاوض على سعر الأسمه سواء أقل أو أعلى من سعر السوق ، من الممكن أن يحصل هذا ، ذلك لأن المساهم الذي يملك عدداً كبيراً من الأسهم يمكن أن يعرض هذه الأسهم بسعر أقل من سعر السوق ، بهدف بيع جميع الأسهم التي يمتلكها .

إن عملية إعادة الشراء المستهدفة يمكن أن تكون جذابةً ( مغرية ) للإدارة بشكل ملحوظ ، حيث إن إعادة الشراء لشريحة كبيرة من الأسهم يضعف فرصة أن تسقط الأسهم بأيدي مساهمين آخرين .

#### 4 - العوامل المؤثرة في أسعار وأحجام تداول السهم :

يعتبر تقلب أسعار الأسهم وحجم تداولها من المؤشرات المفيدة لدراسة ، وتقييم أداء الأسواق المالية، ويلقى ذلك اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين في تلك الأسواق ، وذلك لأن تقلب سعر السهم وحجم تداوله صعوداً أو هبوطاً ، من المؤشرات الهامة في إتخاذ قراراتهم إما لشراء أو بيع الأسهم أو الاحتفاظ بها ، وتوجد عوامل عديدة يمكنها التأثير على سعر السهم ، وحجم تداوله في السوق المالي منها ما يلي : ( جرجاوي ، 2008 ، ص 51 )

#### 4/1 - الأرباح المحققة :

من المحددات الأساسية لسعر السهم وحجم تداوله ربحية الشركة ، لذلك ينصح المحللون الماليون بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها ، كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض ، على الرغم من ذلك قد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط أو علاقة مباشرة

بين سعر السهم وحجم تداوله وربحية الشركة ، فقد تتجه الأسعار وحجوم التداول في اتجاه عكسي للريح ، أو قد تتزايد بنسبة ضئيلة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح .

ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة ، حيث يتضح أن سعر السهم وحجم تداوله يتوقفان على درجة ثقة المستثمر في الأوراق المالية ، أكثر من الاعتماد على الربحية . أي أن درجة الثقة ، أو عدم الثقة في السهم ، تدفع السعر وحجم التداول إلى الزيادة أو النقص ، بغض النظر عن الربح المحقق (حنفي ، 2005 ، ص 234 ) .

#### 4/2- توزيعات الأرباح :

تعتبر الزيادة في الأرباح النقدية الموزعة على السهم من فتره إلى أخرى سارة للمستثمر ، على العكس من ذلك ، يعتبر الانخفاض في الأرباح النقدية أنباء سيئة بالنسبة له ، وهناك دلائل تشير إلى أنه كلما ارتفعت نسبة الأرباح المدفوعة كلما أدى ذلك إلى زيادة العوائد المتوقعة من السهم ، وقد يرجع السبب في ذلك إلى أنه إذا أعلنت الشركة عن نسب مرتفعة للأرباح النقدية الموزعة كلما أشار ذلك إلى توقعات مستقبلية عن قدرة الشركة على الحفاظ على هذه النسبة المرتفعة ، وتتبع ذلك زيادة في سعر السهم وحجم تداوله ، وعلى النقيض من ذلك فإن العوائد المنخفضة ترتبط بنسب توزيع أرباح نقدية منخفضة ( المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ، 2001 ص 268 ) .

#### 4/3 - التوقعات المرتبطة بمستقبل الشركة وقوة مركزها المالي :

تعتبر التوقعات بخصوص مستقبل الشركة وقوة مركزها المالي من العوامل المهمة في تحديد سعر السهم وحجم تداوله ، لذلك إذا كانت التوقعات متفائلة بخصوص المنشأة استناداً إلى قوة مركزها المالي ، ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر في المستقبل ، أدى ذلك إلى زيادة سعر وحجم

تداول أسهمها ، وعلى العكس من ذلك في حالة ضعف المركز المالي للشركة ، وتعثر نشاطها وضعف قدرتها على تحقيق أرباح أكبر يؤدي إلى إنخفاض سعر وحجم تداول أسهمها في السوق (خلف ، 2006 ، ص 207).

#### 4/4 - الأوضاع الاقتصادية العامة للدولة :

للحالة الاقتصادية العامة في الدولة والتي تمثل حالة النشاطات الاقتصادية الذي يصاحب النمو في الاقتصاد، يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على السهم ويزداد سعره وحجم تداوله في السوق نتيجة لذلك في حين أن الركود أو الانكماش الاقتصادي يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية والذي بدوره يقود إلى انخفاض الطلب على السهم ، وبالتالي ينخفض سعره وحجم تداوله في السوق (خلف ، 2006 ، ص 208).

#### 4/5 - سعر الفائدة :

إن ارتفاع سعر الفائدة من شأنه أن يخفض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية ، وبالتالي يؤدي الانخفاض في الطلب إلى تخفيض حجم المبيعات والأرباح ، وفي جو يسوده التشاؤم تزداد المصاعب المالية التي تواجه الشركات وخاصة في مجال التمويل ، فمع استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة تزداد تكاليف خدمة الديون المترتبة على الشركات المقترضة ، الأمر الذي يكون على حساب الأرباح الموزعة على حاملي الأسهم ، ومن الطبيعي سيكون لانخفاض الأرباح الموزعة آثار سلبية على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها وحجم تداولها في السوق المالي .(حيدر ، 2002 ، ص 123) .

#### 4/6 - مستوى كفاءة السوق المالي :

مما لا شك فيه أن لعنصر كفاءة السوق المالي أثر هام ، ومباشر على أسعار وحجوم تداول أسهم الشركات المتداولة فيه ، ذلك على أساس أن مستوى الكفاءة التي يتسم بها السوق يعتبر دالة لخاصية الشفافية التي يتمتع بها ومن ثم لدقة وعدالة أسعار الأسهم . هذا على اعتبار أنه كلما ارتفع مستوى كفاءة السوق تنتفي الفرص لتفشي ظاهرة الشائعات ولتسريب المعلومات الخاصة التي تؤدي بالتالي الى نشوء ظاهرة المضاربات الضارة .

ويقوم عنصر الكفاءة للسوق المالي على عدة ركائز أهمها ما يلي : " موسوعة ويكيبيديا "

أ. كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

ب. كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات .

ج. عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

د. الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف .

هـ. عمق السوق: ويقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء على كل ورقة مالية ، بحيث إنه كلما كان هناك عرض كلما كان هناك طلب يقابله.

و. استمرارية السوق: أي عدم وجود تقلبات سعرية ، أو اختلافات سعرية في أثناء جلسة التداول للورقة المالية.

ز. تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية : وذلك على أساس من المعرفة الكافية ، ودرجة عالية من العدالة ، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايمة (المزاد العلني) ، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة ، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية ، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبايع (أعلى سعر طلب Highest Bid) وللمشتري (أدنى سعر عرض Lowest Offer) ، إن سوق الأوراق المالية يعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات . حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل ، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها المالي.

ح. تحويل المخاطر: حيث يستطيع المستثمر أن يتخلص من الأوراق المالية التي لا يقدر على تحمل مخاطرها أو لا يستطيع أن يتحمل الانتظار فيها لحين تاريخ استحقاقها ويقوم بتحويلها إلى طرف آخر .

ط. أن تتوفر فيه الآلية التي تحكم السوق: وهي مجموعة من الشروط التي تعكس في أسعار الأسهم الجارية جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه بالكامل .

ي. إن أي تغيير في تلك الأسعار لن يحدث إلا بتوفر معلومات إضافية تبرر هذا التغيير ، وإن أي معلومة مفيدة ذات قيمة للمتعاملين في أسواق المال فقط إذا ما أدى توفرها في السوق إلى



حدوث استجابة لها على أسعار الأسهم ، وحينئذٍ يصبح لهذه المعلومة قيمة أو محتوى إعلامي. وإن عامل الشائعات في سوق الأوراق المالية على علاقة وطيدة بما يعرف بفرضية السوق المالي الكفو . ( مطر ، 2013 ، 168 : 173 ) .

وتلقى الركيزة المذكورة أخيراً اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين وتباينت بشأنها عدة جهات نظر ، فمن وجهة نظر خبراء أسواق المال والمحللين الماليين أنه ليس بمقدور كل المستثمرين فهم وإستيعاب البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق المالي ، وإنما توجد فئة بعينها قادرة على دراسة وتحليل وفهم هذه المعلومات بدرجة تفوق غيرهم ، وبذلك تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية عن طريق الإستفادة من تقلبات السعر السوقي للسهم ، أما من وجهة النظر الأخرى فيتبناها المحاسبون وذلك بالإستناد إلى ما يعرف لديهم بنظرية الوكالة Agency Theory ، ومفادها هو أن رقم الربح يظهر في البيانات المالية المنشورة للشركة بالقيمة التي ترغب إدارتها بأن تظهر بها ، وبالقدر الذي يتلاءم مع مصلحتها ، ذلك على أساس أن المكافأة التي تتقاضاها الإدارة يتم عادة تحديدها كنسبة من الربح ، وعليه تعمد إلى تبني أساليب وإجراءات ما يعرف بالمحاسبة الخلاقة أو الإبداعية Creative Accounting . والتي تقع في سياق ما يعرف بمنهج تحسين الصورة ، أي إظهار الوضع المالي للشركة بأحسن مما هو عليه حقيقةً Window Dressing ، ولذلك فإن عليه اختيار بدائل محاسبية بعينها من تلك المتعارف عليها في مجالات عدة منها مجالات تقويم المخزون ، أو في مجالات استهلاك الأصول الثابتة أو في مجالات الرسملة وغيرها . وهكذا يترتب على هذا التحسين الصوري للوضع المالي للشركة أن تصبح البيانات المالية للشركة مضللة Misleading ، مما يترتب عليه أيضاً آثار على أسعار أسهمها المتداولة ، فتصبح لاتعكس قيمتها الحقيقية أو العادلة .

وفي تصنيف أسواق المال وفقاً لمستوى كفاءتها يتم ذلك حسب ما يعرف بفرضية السوق المالي الكفو Efficient Market Hypothesis حيث تصنف في ثلاثة مستويات رئيسة هي :

### 1 - المستوى الضعيف Weak Form

عند هذا المستوى من الكفاءة ، فإن أسعار الأسهم الحالية أو الجارية في السوق تعكس فقط المعلومات الموفرة للمستثمر عن اتجاه الأسعار التاريخية للأسهم نفسها ، وهو متوفر في السوق المالية في الدول النامية .

### 2 - المستوى شبه القوي Semi Strong Form

عند هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم الحالية أو الجارية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية ، المعلومات الجارية أيضاً ، بشرط أن تكون المعلومات متاحة وعمامة لجميع المتعاملين .

### 3 - المستوى القوي Strong Form

في هذا المستوى من الكفاءة ستعكس الأسعار الحالية أو الجارية للأسهم المعلومات التاريخية والجارية بنوعها العمامة والخاصة أيضاً ، والمعلومات الخاصة هي التي توفر استثناءً لبعض المتعاملين في السوق ضمن ما يعرف بظاهرة المعلومات الداخلية Insider Information وهذه الأسواق متوفرة في الدول المتقدمة .

ولكن في الواقع العملي فإن أكثر هذه المستويات ارتباطاً بالمعلومات المحاسبية والإفصاح المتوفر فيها هو المستوى الثاني (شبه القوي Semi Strong Form ) ، وذلك باعتبار أن المعلومات العمامة ، (والتي تكون عادة متاحة لجميع المتعاملين فيه) ، هي البيانات المحاسبية المنشورة .

هذا وبموجب البناء النظري الذي تقوم عليه فرضية السوق المالي الكفو ، وكذلك نموذج تسعير رأس المال / الأصول ( CAPM ) فإن مدخل أو منهج التنبؤ في نظرية المحاسبة يفترض وجود علاقة بين الأرقام المحاسبية التي تعرض في التقارير المالية ، وتقلبات أسعار الأسهم وحجوم تداولها التي تحدث في الأسواق المالية . إذ كشفت العديد من الدراسات ( شراب ، 2006 ) ( عبيدات ، 2010 ) التي أجريت في هذا المجال عن مجموعة من النتائج المؤيدة لهذا الافتراض كان من أبرزها .

1 - إن المعلومات المحاسبية خاصة ما يتعلق منها بالأرباح تحمل في ثناياها معلومات تتعكس على أسعار الأسهم في السوق المالي ، وقد كشفت هذه الدراسات عن ثلاث نتائج رئيسية هي :

أ - إن أسعار الأسهم تستجيب وبشكل عاجل للإعلان عن الأرباح .

ب - في تاريخ الإعلان عن الأرباح فإن أية تغيرات غير متوقعة في هذه الأرباح وسواء كانت تلك الأرباح سنوية أم نصف سنوية أم ربع سنوية ، لابد وأن يرافقها تغيرات غير متوقعة وفي الاتجاه نفسه في أسعار الأسهم .

ج - اما بالنسبة للتغيرات المتوقعة في الأرباح فإنها تعكس أيضاً وفي نفس الإتجاه على أسعار الأسهم ، لكن مقدار هذا التغير في الأسعار لا يكون كبيراً .

2 - توجد نتائج مختلفة فيما يخص المحتوى الإعلامي للتقرير المالي السنوي الرسمي الذي تصدره الشركات المساهمة العامة .

3 - كما كشفت تلك الدراسات أيضاً عن أن المعلومات المستخلصة من الأرقام المحاسبية تخدم كثيراً مستخدميها في مجال توقع المخاطر المنتظمة للأسهم Systematic Risks .

4 - إن التغييرات التي تحدث في السياسات المحاسبية والإفصاح عنها ليس لها أثر كبير على أسعار الأسهم ، ذلك على أساس أن المستثمرين بخبرتهم الطويلة يكونون قادرين على إدراك تلك التغييرات بأنفسهم ، من خلال قراءة تلك الأرقام ، وذلك دون الحاجة إلى من يفسرها لهم .

#### 4/7 - استراتيجية الشركة المعتمدة من قبل الإدارة .

- أنواع المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة .

- طرق الإنتاج المتبعة .

- عمليات البحث والتطوير .

- نسبة الديون المستخدمة في التمويل .

- سياسة توزيع الأرباح .

إن استراتيجية الشركة تؤثر على ثلاثة عوامل ، لها تأثير مباشر على السعر السوقي للسهم وحجم

تداوله وهي : ( Bamber،1986،1987 )

أ - التدفق النقدي المتوقع وأيضاً مستوى النشاط الاقتصادي والضرائب تؤثران في التدفق النقدي

ب - توقيت التدفق النقدي .

ج - المخاطر المتعلقة بالتدفق النقدي .

نلاحظ مما سبق أن هناك جملة من العوامل تتحكم بسعر السهم السوقي ، بالرغم من أن التوجه

الحديث في التمويل الاعتماد على التدفق النقدي كمعيار لقياس الأداء المالي للشركة إلا أن أدوات

القياس المحاسبية التقليدية لاتزال تستخدم مثل ربحية السهم الواحد Earnings Per Share

(EPS) ومقدار الربح Net Income

يتم احتساب EPS على النحو الآتي :

ربحية السهم الواحد ( Eps ) = صافي الربح / عدد الأسهم المتداولة يوجد معامل ارتباط قوي بين ربحية السهم الواحد ( Eps ) والتدفق النقدي المستقبلي وسعر السهم ، إذ جميعها تزداد قيمتهم إذا زادت مبيعات الشركة ، إذ أن سعر السهم لايعتمد فقط على أرباح اليوم أو التدفق النقدي الحالي بل أيضاً على التدفق النقدي المستقبلي ، Future Cash Flow وعلى المخاطر المرتبطة بأرباح المستقبل .

كما أن الإجراءات التي تتخذها الشركة ليس بالضرورة أن تؤدي لزيادة الأرباح ، وسعر الأسهم بنفس الوقت ، إذ أن بعض الإجراءات ربما تزيد الأرباح لكنها تخفض سعر السهم وإجراءات ربما تزيد سعر السهم لكنها تخفض الأرباح .

##### 5- العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة :

عندما تتبنى الشركة أي سياسة من سياسات التوزيع ، فإن عليها الأخذ بعين الاعتبار ردة فعل السوق ، المتمثلة بتأثر سعر الأسهم وحجم تداولها ، فمثلاً عندما تتبنى الشركة زيادة التوزيعات النقدية للأرباح ، فإن التوزيعات المستقبلية من قبل المستثمرين سترتفع ، مما يؤدي في الغالب إلى زيادة سعر الأسهم للشركة حيث أن معلومات الإعلان عن التوزيعات يشير إلى العلاقة بين المعلومات الجديدة المعلنة ، والتغير غير المتوقع في عوائد الأسهم ، وحركة هذه الأسهم ، فيحتوي الإعلان عن التوزيعات النقدية للشركة على معلومات إذا أدت إلى تغير في تقديرات المستثمرين

للتوزيعات المحتملة على العائد على الأسهم في المستقبل ، أي التغير في سعر توازن السهم في السوق ، ويستعمل عادة كلا من سعر السهم ، وحجم التداول كمقياسين لاختبار المحتوى المعلوماتي لأي حدث ، أو لأي إعلان ، مثل الإعلان عن الأرباح السنوية ، والإعلان عن التوزيعات ، والإعلان عن الأرباح ، والتغيير في السياسات المحاسبية . وكلا المقياسين يأخذ العوامل الاقتصادية ذاتها بعين الاعتبار إلا أن كل مقياس منهما يترجم نواح مختلفة من ردود فعل المستثمرين في السوق المالية . فحجم التداول مثلاً يعكس سلوك المستثمرين ، وذلك بتجميع عمليات البيع والشراء للأسهم في السوق المالية معاً مما يبقي على اختلاف معتقدات وتفضيلات المستثمرين ، إلا أن أسعار الأسهم تعكس متوسط توقعات ومعتقدات المستثمرين .

فمثلاً إذا اختلف المستثمرون في تفسيرهم للمعلومات المعلنة سوف يشتري المستثمرون المتفائلون الأسهم من المستثمرين المتشائمين ، فيزداد حجم التداول بعدد الأسهم المباعة والمشتراه ، بينما لا يتغير سعر توازن الأسهم عندما تكون توقعات المستثمرين متضادة تماماً، لذلك فإن حجم التداول هو إستجابة للتغير في سعر السهم ، مع اختلاف بين الأفراد في تفسيرهم للمعلومات المعلنة .  
( الزبيدي ، 2004 ص 878 )

وأشارت بعض الدراسات المحلية أنّ الشركات في الأردن تتبع سياسات توزيع متشابهة للأرباح ، حيث أن الشركات في الأردن قد حاولت المحافظة على عائد مستقر للسهم في حدود معينة .  
( ابو الهيجاء ، 2004 ص 46 )

وهذا يعني أنّ هنالك ثلاثة عوامل أساسية تحدد سياسة الشركة لتوزيع الأرباح ، وهي : وجود أرباح متحققة ، سواء في السنة الحالية ، أو أرباح محتفظ بها من سنوات سابقة . والعامل الثاني هو وجود سيولة نقدية كافية ليس فقط للتوزيعات إنما أيضاً بما يسمح للشركة من تسيير أعمالها دون

أي تأثير أما العامل الثالث فهو نمط السياسة التي تتبعها الشركة في تمويل أنشطتها التشغيلية ومدى اعتمادها في هذا المجال على مصادر التمويل الداخلي ، أي من حقوق الملاك المحملة بالأرباح المحتجزة أو بالاحتياطيات الاختيارية . وفي جميع الأحوال فإن توزيعات الأرباح هي عامل محفز لاستمرار تمسك المساهمين بما لديهم من أسهم والاستثمار في هذه الشركة أو تلك. وهو عامل جذب للمستثمرين الجدد المحتملين للإقدام على شراء أسهم هذه الشركة لأنها تقدم لهم عائداً مناسباً ومعقولاً ، وربما أعلى من أي عائد آخر، ومن هنا فإن التوزيعات النقدية تعمل على تقوية مكانة الشركة ، وتزيد الطلب على أسهمها ، مما يرفع بالنهاية من قيمة أسهمها في السوق .

وقد عُرِفَت سياسات توزيع الأرباح ، على أنها الطريقة التي يتم بموجبها تقسيم الأرباح الصافية بعد الضرائب ، إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين ، أو فائض محتجز يعاد استثماره في الشركة مستقبلاً . ( Weston ، et al ، 1996 )

كما تتأثر سياسة توزيع الأرباح بعدة عوامل منها ، الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة ، والمصادر البديلة للتمويل ، وتفضيل المساهمين بالنسبة للدخل الحالي مقابل الدخل المستقبلي وغيرها من الأمور . فعندما تتبنى الشركة أي سياسة من سياسات توزيع الأرباح ، فإن عليها أن تأخذ بعين الاعتبار ردة فعل السوق المتمثلة بتأثير سعر الأسهم وحركة التداول فيها تجاه هذه السياسة ، مثلاً ، عندما تتبنى الشركة سياسة زيادة التوزيعات النقدية للأرباح ، فإن التوزيعات المستقبلية المتوقعة من قبل المستثمرين سترتفع ، مما يؤدي إلى زيادة السعر السوقي لسهم الشركة (البداينة ، 2000 ص 63 ) .

كما أن المستثمر الحالي يهتم بتحليل المعلومات التي تتضمنها التوزيعات النقدية للأرباح ، فيعتمد المساهم على مضمون المعلومات للتوزيعات لاتخاذ القرار بشأن احتفاظهم بأسهمهم، أو بيعها ، أو

زيادتها ، أو محاسبة الإدارة على أدائها خلال العام المنصرم . وقد قام العديد من الباحثين بدراسة أثر التدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة على سلوك المستثمرين، من خلال دراسة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ، التي تمثل تقديراً للواقع الاقتصادي للشركة. (الدبعي وأبو نصار، 2001 ) .

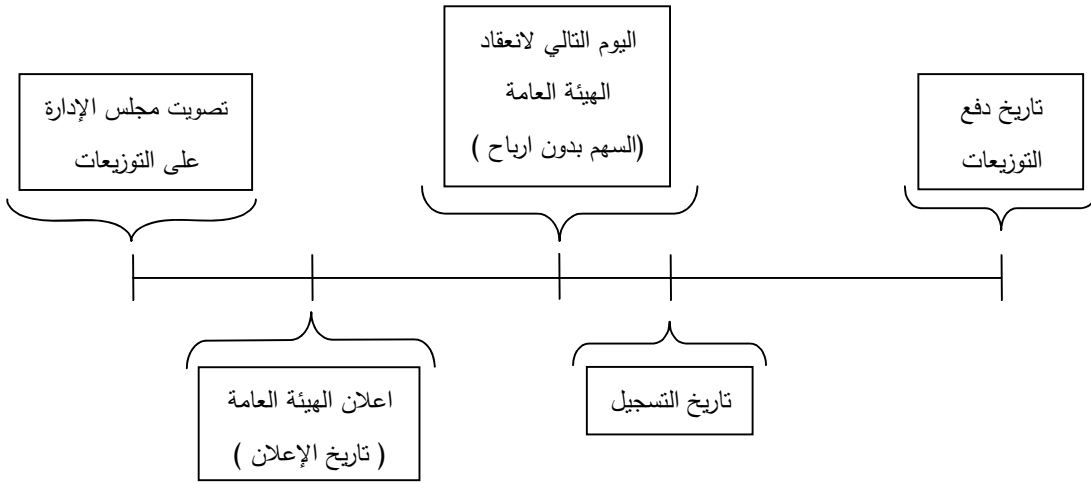
ومن هذا المنطلق نجد أن الأسواق المالية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات المالية ، ممثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ، (بورصة الأوراق المالية ) حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمر في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم ( ابوحشيش ، 2003 ، ص 151 )

وتمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يحملونها، إن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين. لذلك فإن مقدار الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على السعر السوقي للسهم . (هندي، 1999) .



## 5/1- إجراءات توزيع الأرباح ودفعها : ( Ross , et al , 2011, P 661- 667 )

تمر عملية توزيع الأرباح بعدة مراحل وكل مرحلة تحمل معها معلومة مهمة تتحدد من خلالها ملامح المرحلة المقبلة والشكل التالي يوضح مراحل عملية توزيع الأرباح ودفعها .



الشكل رقم ( 1 )

### 1- تاريخ الإعلان عن التوزيعات :

هو التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الإدارة بالإعلان للمساهمين والسوق ككل عن توصيته بتوزيع أرباح المساهمين ، كما يتم تحديد قيمة هذه التوزيعات ، والتي تكون عادة في شكل نسبة مئوية من رأس المال، ومن الطبيعي أن يكون لهذا الإعلان تأثيره على سعر وحركة تداول السهم في السوق سلباً أو إيجاباً ، وذلك حسب جودة هذه التوزيعات. كما تقوم بالإعلان عن موعد انعقاد الهيئة العامة للشركة وذلك للتصويت على قرار مجلس الإدارة ، وعادةً ما يبدأ السوق بالتفاعل مع اقتراب موعد الهيئة ويلجأ المستثمرون في بعض الأحيان إلى دفع سعر السهم إلى مستويات معينة ، تحقق أهدافهم الاستثمارية آخذين بعين الاعتبار السعر الذي سيكون عليه السهم بعد انعقاد الهيئة العامة.

## 2- تاريخ انعقاد الهيئة العامة للشركة :

هو التاريخ الذي تتعقد فيه الهيئة العامة للشركة ، ويتم فيه عادة إقرار توصية مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح المقترحة من قبل مجلس الإدارة، ويحمل هذا التاريخ أهمية خاصة إذ يعتبر اليوم الذي يسبق هذا اليوم ، هو الأخير لتداول السهم في السوق محملاً بالأرباح عن السنة المالية المنقضية، والتي تجتمع الهيئة العامة لأجلها، أي أن المساهمين المسجلين في سجل مساهمي الشركة في هذا اليوم هم الذين يستحقون الأرباح المعلن عنها من قبل الشركة والموافق عليها من قبل الهيئة العامة.

## 3 - اليوم التالي لانعقاد الهيئة العامة :

هو أول يوم يتم فيه تداول السهم في السوق بعد انعقاد الهيئة العامة للشركة ويتم إدراج السهم في سوق الأوراق المالية كسهم جديد ، أي غير محمل بالأرباح ، ليبدأ السهم دورته الجديدة ، ويبدأ بالتفاعل من جديد مع عوامل العرض والطلب في السوق ، مدفوعاً بالأداء الفعلي للشركة ، خلال السنة الجديدة

## 4- تاريخ التسجيل :

وهو التاريخ الذي يجب على المستثمر أن يكون فيه مسجلاً في سجل المساهمين من أجل الحصول على توزيعات الأرباح .

## 5 - تاريخ دفع الأرباح :

وهو التاريخ الذي يتم فيه بالفعل البدء في توزيع الأرباح على المساهمين المسجلين في سجلات الشركة ، بتاريخ إنعقاد الهيئة العامة. وهنا يتساءل العديد من المستثمرين عن الآلية المتبعة لاحتساب سعر السهم الجديد ، بعد توزيع الأرباح في أول يوم تداول ، بعد إنعقاد الهيئة العامة ، وكذلك تأثير توزيعات الأرباح على سعر السهم.

## 5/2- العلاقة بين سياسة الإدارة في توزيع الأرباح وسياستها في تمويل الشركة :

تعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصدري التمويل بالملكية ، وهي أقل تكلفه من إصدار الأسهم العادية وأيضاً قد تكون مصدر التمويل الوحيد بالملكية إذا كانت الشركة تعمل في اقتصادٍ لا توجد فيه أسواق مالية ، أو أن الشركة مملوكة من عدد قليل من الأفراد ، ولاتوجد لديهم رغبة بإدخال مساهمين جدد معهم ، أو أن الشركة صغيرة وجديدة ، وأن إمكانيات دخولها للأسواق المالية للتمويل مازالت محددة .

إن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة وأن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل الأمر الذي ينعكس إيجاباً على سعر السهم في السوق . ويمكن احتساب كلفة الأرباح المحتجزة بالنسبة للشركة بأحد الطرق التالية: (هندي، 1999)

### 5/2/1 - نموذج القيمة الحالية للمكاسب

بافتراض أن التوزيعات المتوقعة لإحدى الشركات هي 10 دنانير للسهم الواحد وهو 6% وكانت القيمة السوقية للسهم الواحد = 50 ديناراً فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = 10 \div 0,60 \times 50 = 12\%$$

### 5/2/2 - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية : CAPM

$$r_i = r_f + b_i (r_m - r_f)$$

حيث إن :

$r_i$  : معدل العائد المطلوب على السهم .

$r_f$  : معدل العائد الحالي من المخاطرة.

$b_i$  : معامل بيتا للسهم .

$r_m$  : معدل العائد على محفظة السوق للأوراق المالية .

(  $r_m - r_f$  ) : علاوة مخاطرة السوق .

5/2/3 - نموذج جوردين ذو نمو ثابت في التوزيعات

ووفقاً لهذا النموذج وهو ذو صيغة مبسطة يفترض نمواً بمعدل ثابت سنوياً .

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

$D_1$  : التوزيعات المتوقعة الحصول عليها خلال العام .

$K_s$  : السعر الجاري للسهم في السوق .

$g$  : معدل النمو الثابت في التوزيعات .

5/2/4 - مدخل علاوة المخاطرة العام :

تركز هذه الطريقة على أن معدل العائد المطلوب يساوي عائداً أساسياً خالياً من المخاطر ، مضافاً إليه بدل المخاطرة ، والعائد الخالي من المخاطرة غالباً ما يكون أقل من العائد المدفوع على السندات التي تملكها الشركة .

وعادة ماتلجأ الشركة إلى الأرباح المحتجزة كأحد مصادر التمويل ، حيث إنه أقل كلفه لأنه لايتطلب نفقات إصدار ولايترتب عليه دخول مالكين جدد قد لاترغب الشركة بدخولهم .

### 5/3 - نظريات توزيع الأرباح :

توجد عدة نظريات لسياسة توزيع الأرباح ، تتناول كل منها العلاقة بين مقدار العائد الموزع من جهة وبين سعر السهم ، ومعدل العائد على الاستثمار من جهة أخرى :

#### 5/3/1 - نظرية عدم أهمية العائد

تقوم هذه النظرية على افتراض عدم وجود أية علاقة ، بين مقدار العائد الموزع ، وبين سعر السهم أو معدل العائد المطلوب على الإستثمار في ذلك السهم ، ومن أهم أنصار هذه النظرية كل من Modigliani & Miller اللذان أوضحا أن قيمة الشركة ( سعر السهم ) تتحدد على ضوء القدرة الإيرادية للشركة من جهة ، و درجة المخاطر التشغيلية للشركة من جهة أخرى ، ويعني ذلك أن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة نتيجة استخدام مواردها المختلفة ، هي التي تؤثر على سعر السهم وليست الكيفية التي يتم تقسيم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة .

#### 5/3/2 - نظرية تفضيل العائد

إن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها في شكل عائد نقدي ، مما يؤدي إلى إرتفاع أسعار أسهمها ، وعزوف المستثمرين عن شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها ، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية .

ومن أشهر مؤيدي هذه النظرية Wethersfield & Jordan ، وطبقاً لأرائهما التي وردت في هذا الشأن ، فإن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم ينخفض كلما انخفضت درجة عدم التأكد بشأن العوائد التي يحصل عليها المستثمرون .

### 5/3/3 - نظرية التفضيل الضريبي :

وفقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها في شكل توزيعات نقدية ، ويعود هذا التفضيل إلى انخفاض معدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية عن معدل الضرائب على الدخل ، مما يدفع الكثير من المستثمرين إلى تفضيل تلك الشركات التي تقوم باحتجاز مقدار أكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين، نظراً إلى أن هذه السياسة سوف تؤدي إلى إعادة استثمار تلك الأرباح في أنشطة الشركة ، مما يؤدي إلى ارتفاع معدل النمو وبالتالي ارتفاع سعر السهم .

وتتمثل أهم الانتقادات التي توجه إلى هذه النظرية ، وجود بعض الجهات التي لاتخضع استثماراتها لأي نوع من الضرائب ، كما هو الحال بالنسبة لصناديق المعاشات ، وهيئات الأوقاف والجهات غير الربحية مما يعني اللامساواة التي تقوم عليها نظرية التفضيل الضريبي .

### 5/4 - أنواع توزيعات الأرباح :

وفقاً لـ ( Ross .et al 2011:483 -488 ) تنتوع توزيعات الأرباح على النحو التالي :

#### 5/4/1 - التوزيعات النقدية Cash Dividends :

وهي من أكثر الأنواع شيوعاً ، حيث تقوم الشركات بدفع توزيعات نقدية ، وعندما يتم الإعلان عن التوزيعات النقدية يعتبر ذلك التزاماً يؤدي إلى تخفيض الأرباح النقدية والمدورة ، ويتم الإعلان عن

هذه التوزيعات إما كنسبة مئوية مثل توزيع 10 % من القيمة الإسمية ، أو كـمبلغ لكل سهم مثل 1 دينار لكل سهم .

وكما جاء في قانون الشركات الأردني في المادة ( 191 ) لسنة 2002 والمعدل في عام 2011 ينشأ حق المساهم في الأرباح السنوية للشركة المساهمة العامة بصدور قرار الهيئة العامة بتوزيعها وتلتزم الشركة بدفع الأرباح المقررة توزيعها على المساهمين خلال خمس وأربعين يوماً من تاريخ اجتماع الهيئة العامة .

إن ارتفاع حجم التوزيعات النقدية عادة ما يلاقي تأييداً واسعاً من قبل الهيئة العامة ، أو في أوساط المتداولين ، ويتم قياس التوزيعات في أسواق الأوراق المالية كنسبة من القيمة الإسمية لرأس مال الشركة ، وربطها بالقيمة السوقية للسهم من خلال ما يسمى ببيع التوزيعات النقدية Dividend yield دون الاعتبار للمؤشرات المالية الأكفأ لمعرفة تبعات قرار الشركة بتوزيع أرباح نقدية ، وخاصة فيما يتعلق بنسبة التوزيعات النقدية من صافي الأرباح ، ونسبتها من التدفقات النقدية الحرة المتولدة من الأنشطة التشغيلية .

إن قيام الشركة بتوزيع أرباح نقدية قد يشير إلى سلامة المركز المالي ، ولكن ليس بالضرورة دائماً ، وخاصة عندما ترتفع قيمة التوزيعات النقدية إلى الأرباح المحققة للفترة المالية مما يدل على توقع الشركة إحصائية تباطؤ الأنشطة التشغيلية ، أو عند وجود توجه للشركة نحو التمويل الخارجي من أجل التوسع بأنشطتها ، ومن ناحية أخرى يظهر الاستياء على المتداولين في الأسواق (حملة الأسهم) عند إحجام بعض الشركات عن توزيع أرباح نقدية ، علماً بأن عدداً كبيراً من الشركات العملاقة لم تقدم توزيعات نقدية لسنوات عديدة .

### 5/4/2 - توزيعات الأصول Asset Dividends :

هي تلك التوزيعات التي تتم في أحيان نادرة ، والتي تدفع باستخدام أصول غير النقد ، وتسمى توزيعات نوعية ، وقد تكون هذه التوزيعات على شكل بضاعة ، أو عقارات ، أو استثمارات ، أو أي شكل يقرره مجلس الإدارة .

### 5/4/3 - توزيعات الأسهم Stock Dividends :

في حال وجود رغبة لدى الإدارة برسملة جزء من الأرباح ، وذلك بحجز جزء من الأرباح بدلاً من توزيعها، ويمكن أن تصدر توزيعاً للأسهم ويحتفظ كل مساهم بنفس نسبة مساهمته في الشركة بعد توزيع الأسهم الجديدة كما كانت قبل الإعلان عن التوزيع ، ولكن تصبح القيمة الدفترية لكل سهم أقل لأن عدد الأسهم الموجود يصبح أكبر من العدد الموجود قبل الإعلان . وتقوم الشركات بتوزيع الأسهم المجانية ( اسهم مجانية ) ، وذلك عوضاً عن عملية توزيع الأرباح النقدية ، بحيث يحصل المستثمر على سهم إضافي أو جزء منه لكل مجموعة يمتلكها ، كأن يحصل على سهم واحد مجاني لكل أربعة اسهم يمتلكها مثلاً ، ويسمى ذلك توزيع أسهم بنسبة (25%) ، ومن الناحية

المالية فإن توزيع الأسهم المجانية لا يعني أكثر من تحويل في السجلات المحاسبية من الأرباح المدورة أو علاوة الإصدار أو الاحتياطي الاختياري إلى أسهم ، ونتيجة لذلك تبقى قيمة إجمالي حقوق المساهمين ثابتة دون تغير، وهي طريقة لإعادة هيكلة رأس المال وتلجأ الشركات غالباً إلى توزيع الأرباح في صورة أسهم في الظروف التي لا تتوفر لديها السيولة النقدية لتوزيع الأرباح . ومع أن توزيع الأرباح على شكل أسهم لا يحدث أي تغير على ثروة المساهم في الأجل القصير، ولكن بعض المديرين يعتقدون بأن له أثراً إيجابياً على ثروة المساهم في الأجل الطويل . وتعتبر



هذه الطريقة وسيلة تمويل ذاتية لزيادة رأس المال من أرباح الشركة ، بدلاً من الاعتماد على مصادر خارجية أكثر كلفة ، وكما تعتبر طريقة لاستثمار أموال المساهمين في الشركة بدلاً من توزيعها . ( حنفي ، 2005 ، ص242 )

#### 5/5 - تأثير توزيعات الأرباح على أداء الأسهم في السوق ( مجلة ICN المالية 2012 ) .

في الحقيقة إن تأثير توزيعات الأرباح على أداء الأسهم في السوق المالي ليس له معيار معين يمكن أن ينسحب بشكل متساوٍ على كافة الأسهم، وذلك لأن توجهات وطبيعة نفوس المستثمرين ليست واحدة ، كما أن استراتيجيات الشركات مصدرة الأسهم مختلفة أيضاً، فتارة نجد أن شركة ما لا تقوم بتوزيع أرباح على المساهمين، ونجد أن أداء السهم في السوق قوي، وتارة يحدث العكس، وتارة أخرى تقوم شركة بتوزيع أرباح ونجد أن أداء السهم في السوق يشهد ضعفاً كبيراً، وجانب آخر لا نجد تأثيراً لهذه التوزيعات على أداء السهم في السوق ، وذلك لأن الشركات توزع الأرباح على أساس سعر الاكتتاب الذي يقل كثيراً عن السعر السوقي لمعظم الشركات ، خصوصاً الشركات الكبيرة ، إلى جانب أنه في حالة عدم توزيع الشركة لأرباح نقدية لا يمكن اعتبار ذلك مؤشراً بأن أداءها كان ضعيفاً ، وبالتالي سوف يتأثر السهم في السوق ، وذلك لأن بعض الشركات تعتمد في بعض الأحيان حجز توزيعات الأرباح ، لاستخدامها في التوسعات الاستثمارية الجديدة وهو ما يؤثر بشكل جيد على قيمة السهم وبالتالي يشكل ذلك عائداً أكبر للمستثمر .

ومن جانب آخر يشير الباحث إلى أن من أسباب ضعف تأثير توزيعات الأرباح على أداء السهم في السوق المالي هو أن تعاملات السوق في كثير من الأحوال تقع تحت سيطرة قلة من كبار المتداولين أصحاب السيولة النقدية العالية الذين يملكون كميات كبيرة من أسهم الشركات، مبيناً أن

هذه القلة هي التي تفقد تعاملات السوق نحو الارتفاع أو الانخفاض بعيدا عن المؤثرات الإيجابية ونمو أرباح الشركات.

والدليل على ذلك هو أنه على الرغم من سخاء التوزيعات خلال العام الماضي والعام الذي سبقه إلا أن أداء السهم في سوق عمان المالي يشهد تراجعاً كبيراً ، وذلك لأن الأسهم تتحرك تحت تأثير عوامل أخرى يرتبط معظمها بغياب عنصر السيولة ، وانعدام حالة التيقن المحبطة بمستقبل الاقتصاد الوطني ، هذا بالإضافة الى حركة الأسواق العالمية التي ما زالت تعاني من آثار وتداعيات الأزمة المالية العالمية .

#### 6 - فوائد توزيع الأرباح (Benefit of dividends) (Moles, et al, 2011 P 540-546)

يجب على الشركات قبل توزيع الأرباح على المساهمين الموازنة بين فوائد توزيع الأرباح والكلفة المرتبطة بدفع الأرباح . هنالك فائدة رئيسة من توزيع الأرباح ألا وهي جذب المستثمرين الذين يفضلون أن يستثمروا في الأسهم التي تدفع الأرباح .

والعديد من المستثمرين لديه فكرة بأن وجود كمية كبيرة من الأرباح يشير بأن الشركة قوية مادياً ، والقوة هنا افتراض أن الشركة قادرة على أن توزع أرباحاً نقدية عالية بدلاً من حجز الأموال من أجل استثمارها في المستقبل ، وبمعنى آخر هي الشركة التي تبلي جيداً بحيث أنها تمتلك أموالاً نقدية أكثر مما تحتاج لتمويل استثماراتها .

يجب على الشركة قبل الإعلان عن نيتها توزيع أرباح على المساهمين أن توازن بين الفوائد المتوقعة من هذا الإعلان والتكلفة المرتبطة بدفع تلك التوزيعات ، فمن أهم الفوائد المستهدفة من ذلك هي إرضاء المساهمين الحاليين بالاحتفاظ بأسهمهم مع جذب مستثمرين جدد لشراء الأسهم

المباعة، ذلك لأن العديد من المستثمرين في أسواق المال يعتقدون بأن إعلان الشركة عن توزيع الأرباح مؤشر إلى قوة مركزها المالي الذي يجعلها قادرة على توزيع أرباح نقدية بدلا من حجزها ، لكن هذا الاعتقاد لا يكون دائما في محله ، إذ يمكن أن تكون بالمقابل مؤشراً لعجز إدارة الشركة عن استثمار تلك الأرباح في مشروعات مجدية اقتصاديا .

ولإعلان عن توزيع الأرباح على المساهمين محتوى معلوماتي ينعكس على السعر السوقي لسهم الشركة في السوق المالي ، إذ يشكل إشارة Signal للمستثمرين تمكنهم من بناء توقعاتهم المستقبلية حول أرباح الشركة ، وتدفقاتها النقدية ، ومن ثم اتخاذ القرار بشراء الأسهم أو بيعها مما سينعكس على سعر السهم صعوداً أو هبوطاً .

وذلك وفقا لمضمون نظرية الإشارة Signal Theory والتي هي من النظريات الحديثة المنقرعة عن النظرية المحاسبية الإيجابية Positive Theory ( مطر ، السويطي ، 2012، ص 121 ) ومع أن الإعلان عن توزيعات أرباح مرتفعة يؤدي في أغلب الأحيان إلى ارتفاع سعر سهم الشركة ليعود وينخفض بعد دفع تلك الأرباح ، إلا أن ذلك لا يحدث بالضرورة دائما ، وإنما يتوقف مسار سعر السهم على طبيعة توقعات المستثمرين ، أو بمعنى آخر للمحتوى المعلوماتي لهذا الإعلان، فإذا ما توقعوا بأن لدى الشركة القدرة على الاستمرار في توفير تدفقات نقدية تمكنها من توزيع الأرباح فإن سعر السهم سيستمر في الارتفاع حتى بعد دفعها ، أما إذا كانت توقعاتهم عكس ذلك فإن سعر السهم غالبا ما ينخفض بعد دفعها .

إن الشركات في الواقع تحدد نسبة توزيع الأرباح وذلك نسبة للأهداف التي ستقوم بإنجازها فإذا كانت الأهداف طويلة الأجل فمن الأفضل ان تكون نسبة توزيع الأرباح منخفضة إذا كان لديها

فائض نقدي ولديها العديد من المشاريع الإيجابية المستقبلية ، ونسبة عالية إذا كان لديها عدد قليل من المشاريع الإيجابية المستقبلية .

## ثانياً: الدراسات السابقة :

قام الباحث بالاطلاع على عدد من الأدبيات والدراسات السابقة المحلية والأجنبية التي

ناقشت موضوع الدراسة الحالية ومن هذه الدراسات ما يلي:

### 1- الدراسات العربية:

خضعت العلاقة بين توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة العامة وأسعار أسهمها السوقية للعديد

من الدراسات مثل :

- دراسة (حداد ، 2003 ) بعنوان: " العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح المحاسبية المستقبلية:

دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية "

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية العالية ، وعوائد الأسهم ، بوجود

الأرباح المحاسبية المستقبلية لشركات الصناعة المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق

المالية ، وتم فحص هذه العلاقة باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد . حيث تكونت عينة الدراسة

من 25 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 1985 -

1999 وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية الحالية ، وبين الأرباح

المحاسبية المستقبلية وبالتالي وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية الحالية ، وبين الأرباح

المستقبلية .

- دراسة (ابو الهيجاء ، 2004 ) بعنوان: "سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم "

هدفت الدراسة إلى معرفة أهم السياسات التمويلية التي تعتمد عليها الشركات المساهمة العامة الأردنية في توفير السيولة اللازمة لعمليات التوسع والنمو . تبرز أهمية هذه الرسالة من أن الأرباح المحتجزة هي من أهم السياسات التمويلية في الشركات ، بحيث أنها يجب أن تشتغل بشكل أمثل ، فقد قام الباحث بدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي ، ثم أخذ شركة من كل قطاع وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية ، وأن الشركات في الأردن تتبع سياسات توزيع متشابهة للأرباح ، حيث أن الشركات في الأردن قد حاولت المحافظة على عائد مستقر للسهم ، وفي حدود معينة .

- دراسة (باشيخ ، 2005 ) بعنوان: " العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم "

هدفت الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم ، والربح الموزع ، ونصيب السهم من الأرباح والعائد على حقوق المساهمين تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (1999 . 2003 ) ، لكل من القطاعات التالية (البنوك والخدمات والأسمت والصناعة ) واستخدام أسلوب الانحدار المتدرج Stepwise regression وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية قوية بين تلك المتغيرات وأسعار الأسهم . حيث بلغ معامل الانحدار 56 % والقدرة التفسيرية للنموذج ( R . Square ) 31% كما أن هناك تفاوتاً بين أسعار الاسهم لتلك القطاعات ، ومتغيرات الدراسة .

- دراسة (شراب ، 2006) بعنوان: "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح ، والأرباح النقدية الموزعة ، والأرباح المحتجزة ، والأسهم العينية ، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في الأسهم في سوق فلسطين ، على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحاً ، وشملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 28 شركة خلال الفترة ( 1997 - 2005 ) ، ولقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، وشمل النموذج عدداً من المتغيرات المستقلة : هي تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح ، نصيب السهم من الأرباح العينية ، والمتغيرات التابعة هي سعر السهم السوقي، وحجم تداول الأسهم في السوق ، وقيم تداول الأسهم في السوق ، وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر السهم وقيم تداول السهم في السوق ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له .

- دراسة (باشيخ ، 2007 ) بعنوان: "أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق

الأسهم السعودي "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم المعلومات المحاسبية المؤثرة على أسعار الأسهم في السوق السعودي (مستخدماً سعر الإغلاق للسهم في نهاية السنة )، واعتمدت الدراسة على بيانات الشركات السعودية المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة (2003 - 2005) . واستخدام نموذج الانحدار المتدرج لاختبار فرضيات الدراسة ، وأوضحت

نتائج التحليل أن العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم مرتبة حسب أهميتها ، والتي يمكن أن تساعد صغار المستثمرين على التنبؤ بالأسعار هي (العائد على السهم الواحد ، مكرر الأرباح ، مكرر السعر ، القيمة الدفترية ، الربح الموزع للسهم الواحد ، معدل العائد على حقوق المساهمين ، معدل مردود الربح الموزع ).

- دراسة ( الجرجاوي ، 2008 ) بعنوان: " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أبعاد التحليل المالي ، ومزاياه ، ومدى الإستفادة منه في التنبؤ بأسعار الأسهم ، من خلال اختبار مجموعة من النسب المالية ، وإيجاد نموذج كمي يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بسعر السهم لكل قطاع من قطاعات سوق فلسطين للأوراق المالية ، وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات رشيدة عند قيامهم بعملية الاستثمار، ولتحقيق هذا الفرض تم اختبار 13 نسبة مالية لعينة من 15 شركة مدرجة أسهمها في السوق المالي للفترة ما بين عام 1997 . 2006 ، حيث تم الاعتماد على بيانات قائمتي الميزانية العمومية ، والأرباح والخسائر قائمة الدخل ، وتم تحليل هذه النسب باستخدام الأسلوب الإحصائي المعروف الانحدار المتعدد ، للتوصل إلى أفضل نموذج لكل قطاع من قطاعات السوق ، حيث يضم مجموعة من النسب (المتغيرات ) المالية التي يمكن من خلالها التنبؤ بسعر السهم في المنشآت المدرجة في سوق فلسطين المالية، وخلصت الدراسة إلى أنه يمكن الاعتماد على مجموعة من النسب المالية لكل قطاع (حسب تصنيف سوق فلسطين للأوراق المالية ) للتنبؤ بسعر السهم ، كما أوصت الدراسة بزيادة الاهتمام بالقوائم المالية والشفافية في إعدادها والإفصاح عن بياناتها وإعدادها حسب معايير



المحاسبية الدولية ، وأنه بإمكان المستثمر الاعتماد على التحليل المالي للقوائم المالية عند اتخاذ قرارته الاستثمارية .

- دراسة ( يوسف ، 2008 ) بعنوان: " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في

### سوق عمان المالي "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد السهم المسببة لهذا التذبذب الحاد ، وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم (العوامل الداخلية أم الخارجية ) . تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2000 - 2006 أما عينة الدراسة فهي طبقية عشوائية وتشكل (30 %) من المجتمع الأصلي حيث بلغ عدد شركاتها (60) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات ، أبرزها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من العوامل التالية وعوائد الأسهم عند مستوى  $(a < 0,05)$  :

- 1 . معدل التضخم .
- 2 . عجز أو فائض ميزان المدفوعات .
- 3 . أسعار الفائدة .
- 4 . عجز الموازنة العامة .
- 5 . عجز حجم الناتج المحلي الإجمالي .
- 6 . حجم عدد العاملين .
- 7 . حجم رأس مال الشركة .

- دراسة ( عبد القادر، معاذ ؛ الدبعي، مأمون ؛ غرابية، فوزي ، 2008 ) بعنوان : " العلاقة بين

### الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل "

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر طول نافذة قياس علاقة كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم على كل من القوة التفسيرية لنموذج تلك العلاقة ومعامل استجابة الأرباح ، بالإضافة إلى تقديم تفسير لقيمة وسلوك معامل استجابة الأرباح لمشاهدات متعددة . للفترة من ( 1992 - 2004 ) ، وقد اشتمل مجتمع الدراسة على الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية . والبالغ عددها 63 شركة ، وتشير نتائج الدراسة أن توسيع نافذة القياس يحسن من القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية ، فيما يتعلق بالتذبذبات في الأسعار السوقية للأسهم ، كما لوحظ ازدياد في قيمة معامل استجابة الأرباح ، يعزى إلى التزايد في قيمة التغير بين الأرباح والشهرة الاقتصادية.

- دراسة (عليان ، 2009) بعنوان: " أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم

### وحركة تداولها "

هدفت الدراسة إلى بيان مدى تأثير استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان للفترة (2004 - 2008) ، وقد اشتمل مجتمع الدراسة على كافة الشركات المسموح بتمويل التعامل بأسهمها على الهامش ، والبالغ عددها (54) شركة في سنة 2006 ، تم معالجة البيانات إحصائياً باستخدام أسلوب الإحصاء الاستدلالي وبموجب أساليب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية تحليل الانحدار البسيط واختبار ( t . test ) وقد خلصت الدراسة إلى أن لهذا الأسلوب أثراً واضحاً على كل من أحجام وأعداد العقود المتداولة إلا

أنه ليس هناك أي تأثير له على أسعار الأسهم المتداولة ، أو على كفاءة السوق ومقاومته .

- دراسة (عبيدات ، 2010 ) بعنوان : "تحليل محددات أسعار الأسهم البنوك التجارية دراسة تطبيقية في بورصة عمان"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة لأسعار الأسهم ، ذلك بالتطبيق على البنوك التجارية الأردنية المساهمة في بورصة عمان خلال فترة (1992- 2009 ) ، وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول ، والسيولة النقدية ، والقيمة الدفترية ، والرافعة المالية من جهة وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى ، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع وعائد السهم من جهة ، وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى .

- دراسة (الصعدي ، 2011 )

بعنوان : "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي فلسطين للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على معدل العائد السوقي لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين خلال الفترة (2006 . 2009) ، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات السنوية لعائدات الأسهم والقوائم المالية ، كما تم استخدام الأساليب الإحصائية (الارتباط والانحدار) ، بالإضافة لأسلوب بناء المحافظ الإستثمارية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات ، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات / السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم ، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل العائد السوقي للسهم ، وإن المحافظ

الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات التالية كل على حده (معدل النجاح ، التوزيعات / السعر جودة الأرباح ، القيمة الدفترية للسهم) .

ويوجد عوامل عديدة تؤثر على معدل العائد السوقي للسهم ، وليست عاملاً واحداً وهذه النتيجة تعتبر دليلاً يعارض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ( CAPM ) . ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها الدراسة ضرورة قيام الشركات التي لاتقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح ، العمل على زيادة نسبة التوزيع ، كما توصي الدراسة المستثمرين في البورصة الفلسطينية ببناء محافظهم الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة .

#### ثانياً: دراسات أجنبية

– دراسة ( Pettit. R , 1992 ) بعنوان : " **Dividend announcements, security performance and capital market efficiency** "

هدفت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين التغير في مستويات الأرباح الموزعة وأسعار الأسهم ، حيث أثبتت الدراسة أن هناك علاقة قوية بين تخفيض أو زيادة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم وبين أسعار تداول الأسهم ، وأن أكبر أثر لهذا التغيير يكون في السهم الذي يتم فيه الإعلان عن توزيعات الأرباح .

– دراسة (sben, 2000) بعنوان : " **The P E Ratio and Stock Market** "

#### "Performance

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة التاريخية بين معدل سعر السهم / دخل السهم

(متوسط سعر السهم السوقي / متوسط الدخل السنوي لجميع الأسهم ) والأداء اللاحق لأسعار الأسهم السوقية (عائدات الاسهم ) للشركات المدرجة بسوق (S&P 500 Index) ، خلال بداية فترة 1970 إلى منتصف 2000 باستخدام أسلوب خط الانحدار الخطي ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ضعيفة بين P/ E والأداء اللاحق لأسعار الأسهم السوقية .

- دراسة ( Pastor, stambaugh, 2001 ) بعنوان: " **Liquidity Risk and Expected Stock Returns** "

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى أهمية عامل سيولة السهم ، مقارنة بسيولة السوق في سوق نيويورك و أمكس ( NYSE , AMEX ) للأوراق المالية لفترة 1962 – 2000 ، حيث قام الباحث باستخدام طريقة المربعات الصغرى لقياس معامل بيتا ، بين متوسط السيولة النقدية الشهرية للسهم ، مع متوسط السيولة النقدية الشهرية للسوق ، و توصلت الدراسة إلى أن السهم الذي يملك معامل بيتا للسيولة مرتفع يكون له عائد متوقع أعلى بالمقارنة للأسهم التي تمتلك معامل بيتا أقل .

-دراسة ( Setzu & Marchesi، 2004 )

بعنوان: " **The Effects of Short Selling and Margin Trading** "

هدفت الدراسة لتوضيح أثر كل من المتاجرة بالهامش ، والبيع المكشوف على تذبذب أسعار الأسهم، سواء كانت في الأسواق المحددة بسقوف عليا وحدود دنيا ، والأسواق المفتوحة (غير المقيدة )، والأرباح المحققة للمستثمرين في حالة سوق الازدهار (حالة ارتفاع أسعار الأسهم) سواء للمتعاملين بالهامش أو لغيرهم ، مع الأخذ بعين الاعتبار ارتفاع حجم تلك الأرباح ، وتعظيم الثروة أكثر لأولئك المتعاملين بالهامش ، كما بينت أيضاً الخسائر الفادحة التي تكبدها أولئك

المتعاملين بالهامش في حالة سوق الانكماش (حالة انخفاض أسعار الأسهم) مع ازدياد إعلان حالات الإفلاس بين المتعاملين في الأسواق المفتوحة أكثر منها في المقيدة .

- دراسة ( Copper, et al , 2006 )

بعنوان: " What Best Explains The Cross – Section of Stock Returns

Exploring the Assets Growth Effect " .

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير مستوى الاستثمار في أصول الشركات على عائدات الأسهم وذلك من خلال فحص تأثير إضافة معدل نمو أصول الشركات ( نسبة التغيير في إجمالي الأصول الرأسمالية من سنة إلى أخرى ) لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عائدات الأسهم اللاحقة في أسواق المال الأمريكية التالية ( NYSE , AMEX and NASDAQ ) لفترة تمتد من ( 1963 – 2003 ) حيث استخدم معادلة الانحدار المتعدد لقياس المعاملات ، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية مهمة بين معدل نمو الأصول وبين العائد ، حيث أن عائد الشركات ذات معدل النمو المنخفض تجاوز عائد الشركات ذات معدل النمو المرتفع بنسبة 19.5 لكل سنة ، وأنه عند تطبيق نموذج CAPM لوحدة بلغت قيمة معامل الفا 1,65 ، وهذا يعني أن نموذج CAPM لا يأخذ بعين الإعتبار تأثير معدل النمو .

- دراسة ( Michailidis , et al, 2007 )

**بعنوان: " The Cross – Section of Expected Stock Returns for The  
Actions Stock Exchange "**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة ما بين ( معامل بيتا السوقي للسهم ، والقيمة السوقية لحقوق الملكية ، والدخل ، / السعر ، والقيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية ) ومتوسط عائد أسهم الشركات غير المالية في سوق أثينا للأوراق المالية ، حيث بلغت فترة الدراسة من ( 1997 - 2003 ) وتوصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد علاقة ما بين معامل بيتا ، والحجم ، والدخل / السعر من جهة وبين متوسط العائد من جهة أخرى ، ويوجد علاقة موجبة مهمة ما بين القيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية ، ومتوسط العائد في بعض الفترات ولكن أكثر الفترات لا توجد علاقة .

-دراسة (Chang ,et al,2008)

**بعنوان: " The Relationship Between Stock Price and Eps: Evidence "  
Based on Taiwan pane Data "**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين أسعار الأسهم ونصيب السهم الواحد من الأرباح ، والتعرف على العلاقة بين معدل النمو في الدخل التشغيلي ودرجة تأثير Eps على أسعار الأسهم المدرجة في سوق تايوان للأوراق المالية خلال الفترة من 1996 - 2006 استخدم البيانات الربع سنوية ، حيث قام بتصنيف الشركات حسب معدل النمو في الدخل التشغيلي الى أربع مجموعات : ( منخفضة ، ومتوسطة ، ومرتفعة ، وكل المجموعات ) وتوصلت الدراسة إلى

أن أسعار الأسهم تكون لها علاقة تكامل مشترك مع نصيب السهم الواحد من الدخل ، وفقاً للمجموعات الأربعة ، بينما لا توجد علاقة التكامل المشترك لأسعار الأسهم الفردية ، ونصيب السهم الواحد من الأرباح ، حيث استنتجت الدراسة أن أسعار الأسهم تتحرك مع نصيب السهم الواحد من الأرباح في المدى الطويل ولكن ليس بالضرورة بنفس النسبة .

- دراسة ( Mansor , Syuada, 2009 )

بعنوان: " **Multivariate Causal Estimates of Dividend yields , Price**

**Erning Ratio and Expected Stock Returns** "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على نوع العلاقة ، على المدى الطويل والقصير ما بين ( معدل التوزيعات النقدية / السعر ، ومعدل السعر / دخل السهم ) وبين عائدات الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية ، حيث بلغت فترة الدراسة ( 1989 - 2005 ) استخدم البيانات الشهرية لعائدات الأسهم والعديد من الأساليب الإحصائية .

وذلك بهدف التعرف على قوة وصحة الارتباط بين متغيرات الدراسة ، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة قوية إيجابية بين تلك المتغيرات وبين عائدات الأسهم على المدى الطويل ، وأن هناك علاقة إيجابية مهمة ما بين معدل التوزيعات النقدية / السعر وعائدات الأسهم على المدى القصير



### ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

تميزت هذه الدراسة عن جميع الدراسات المحلية السابقة في أن نطاقها لم ينحصر في دراسة أثر توزيعات الأرباح ، وبشكل عام ، على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية ، وإنما تجاوزت ذلك إلى دراسة التقلب الحادث في أسعار تلك الأسهم ، بفعل عنصر التوقيت عن واقعيتين أساسيتين هما تاريخ توصية مجلس الإدارة بخصوص تلك التوزيعات ، ثم بعد ذلك تاريخ اعتماد تلك التوصية من قبل الهيئة العامة للمساهمين ، وذلك بقصد تقييم المحتوى أو المضمون المعلوماتي لها بين الواقعتين من وجهة نظر المستثمر في سوق عمان للأوراق المالية ومن ثم انعكاس ذلك على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق ، وهذا ما لم تنطرق إليه أي من الدراسات السابقة ولتكون هذه الدراسة بذلك مكملة للنقص في تلك الدراسات .

## الفصل الثالث

### منهجية الدراسة

### الطريقة والإجراءات

المقدمة	1
منهجية الدراسة	2
مجتمع الدراسة	3
عينة الدراسة	4
أسلوب جمع البيانات	5
نموذج الدراسة	6

## الفصل الثالث

### الطريقة والإجراءات

#### المقدمة :

تناول الباحث في هذا الفصل المنهجية المطبقة في إجراء الدراسة ، حيث بين مجتمع الدراسة وعينة الدراسة ، وأدوات الدراسة وإجراءاتها والأساليب الإحصائية المستخدمة في إيجاد العلاقات .

#### منهج الدراسة :

استخدم الباحث المنهج النوعي ، من خلال دراسة اختبارية للبيانات المالية المعلنة ، والمنشورة وتحليل النشرات الإحصائية الصادرة للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية .

#### مجتمع الدراسة :

تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية في 2011/12/31 ، والتي بلغ عددها ( 233 ) شركة موزعة على القطاعات التالية : ( القطاع المالي ، القطاع الخدمي ، القطاع الصناعي ) .

#### عينة الدراسة:

تشمل عينة الدراسة جميع الشركات التي أعلنت عن توزيعات ارباح للعام 2011 ، في كافة القطاعات ، وتشكل 30% من المجتمع الأصلي ، حيث بلغ عدد شركاتها ( 69 ) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وفق النشرة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية .

ويبين الجدول رقم ( 1 ) العينة التي أخذت منها كل قطاع :

### جدول رقم ( 1 )

توزيع الشركات المساهمة العامة على عينة الدراسة

النسبة المئوية	عينة الدراسة	عدد الشركات	القطاع
%46	19	41	المالي
%25	30	122	الخدمات
%29	20	70	الصناعة
<b>%100</b>	<b>69</b>	<b>233</b>	<b>المجموع</b>

اسلوب جمع البيانات :

لغايات تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها ، تم جمع البيانات بالطرق الآتية :

#### المصادر الأولية

اعتمد الباحث على جميع البيانات الأولية من خلال تحليل البيانات المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة ضمن النشرات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ( بورصة عمان ) للعام 2011، بالإضافة إلى التقارير الإقتصادية وبعض المقابلات التي سيجريها مع بعض المستثمرين ، وبعض العاملين في هيئة الأوراق المالية .

#### المصادر الثانوية:

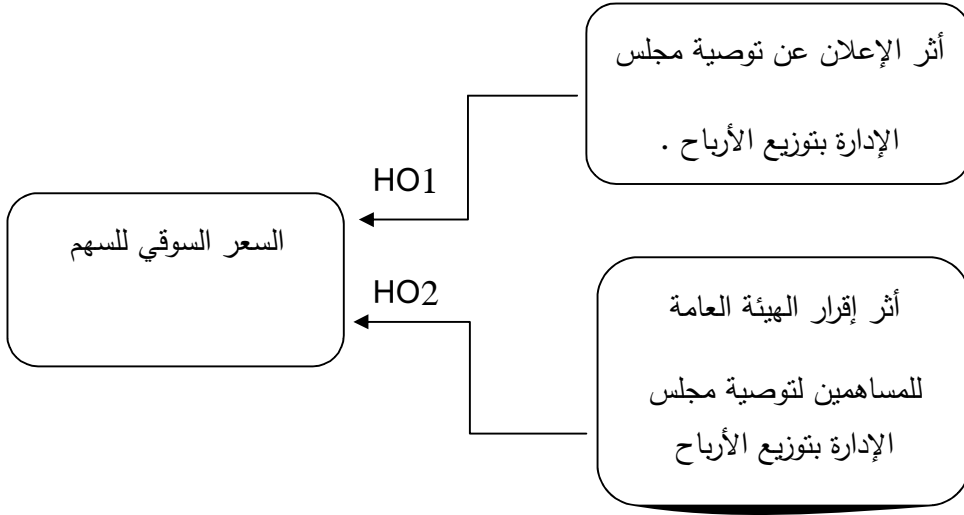
اتجه الباحث في معالجة الإطار النظري للدراسة إلى مصادر البيانات الثانوية التي تتمثل في الكتب والمراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة ، والدوريات والمقالات والتقارير والأبحاث والدراسات

السابقة التي تناولت موضوع الدراسة ، والبحث والمطالعة في مواقع الإنترنت المختلفة.

نموذج الدراسة :

أثر توصية مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة بتوزيعات الأرباح ثم قرار الهيئة العامة

للمساهمين بالموافقة على هذه التوصية ، على سعر السوقى للسهم .



شكل رقم ( 2 ) نموذج الدراسة

### الطرق الإحصائية المستخدمة :

\* تم استخدام اختبار T للعينات المزدوجة ( Paired Sample T-test ) .

\* تم استخدام تحليل التباين الأحادي (One Way ANOVA) بمستوى دلالة 0.05

\* تم استخدام اختبار (Tukey) للمقارنات البعدية للفروقات بين نسب الأثر الذي يحدث بفعل الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السوقي للسهم و نسب الأثر الذي يحدث بفعل إقرار تلك التوزيعات على تلك الأسعار بين القطاعات الثلاثة المشمولة بالدراسة .

### وذلك بموجب قاعدة القرار التالية :

\* ترفض الفرضية الصفرية ( العدمية )  $H_0$  ، وتقبل الفرضية البديلة  $H_a$  إذا كانت قيمة T المحسوبة < قيمتها الجدولية ( الحرجة ) أو إذا كان مستوى الدلالة  $0.05 \leq \text{Sig}$  .

\* تقبل الفرضية الصفرية ( العدمية )  $H_0$  ، وترفض الفرضية البديلة  $H_a$  إذا كانت قيمة T المحسوبة > قيمتها الجدولية ( الحرجة ) أو إذا كان مستوى الدلالة  $0.05 \leq \text{Sig}$  .

## الفصل الرابع

### تحليل النتائج واختبار الفرضيات

المقدمة	1
تحليل النتائج	2
اختبار الفرضيات	3

## الفصل الرابع

### التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

#### 1- المقدمة :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير إعلان توصية مجلس الإدارة في الشركات المساهمة العامة الأردنية ، بتوزيعات الأرباح على السعر السوقي للسهم ، وأيضا مدى تأثير موافقة أو إقرار الهيئة العامة لهذه التوزيعات على ذلك السعر ، وإيجاد فيما إذا كانت هنالك علاقة ما بين أثر إعلان التوصية وقرار الموافقة على التوزيعات ، على سعر السهم .

وقد أثارت هذه الدراسة جملة من التساؤلات ، تم تضمينها في مشكلة الدراسة ، بنيت على مجموعة من الفرضيات توضح العلاقة بين متغيرات الدراسة ، وفي هذا الفصل سنتناول الدراسة أهم النتائج التي تم التوصل إليها ، كما سيعرض الباحث في نهاية الفصل توصيات مقترحة في ضوء ما توصل اليه.

#### 2- تحليل النتائج :

من أجل الإجابة عن الأسئلة الثلاثة المتفرعة عن مشكلة الدراسة والفرضيات المناظرة لها ، قام الباحث باستخلاص البيانات المناسبة لذلك من نشرة سوق عمان المالي وذلك فيما يخص الشركات المساهمة العامة المشمولة في عينة الدراسة والتي أعلنت عن توزيع أرباح عن السنة المالية 2011 وعددها 69 شركة تعمل في القطاعات الاقتصادية الثلاثة ( المالي والخدمي والصناعي ) وقد شملت البيانات المستخلصة ما يلي :



أولاً : أسعار الأسهم في اليوم السابق لإعلان توصية مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح مقارنة بأسعارها في اليوم الأول الذي يتم فيه تداول السهم بعد الإعلان .

ثانياً : أسعار الأسهم في اليوم السابق لقرار الهيئة العامة للمساهمين بالموافقة على توصية مجلس الإدارة ، بتوزيع الأرباح مقارنة بأسعارها في اليوم الأول الذي يتم فيه تداول السهم بعد هذا الإقرار .

ثالثاً : قيمة التغير الحادث على سعر السهم بفعل التوصية بتوزيع الأرباح مقارنةً بالتغير الحادث على سعر السهم بفعل الموافقة على هذا التوزيع .

ومن خلال ما تقدم تم حصر التغيرات التي طالت أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً فكانت النتائج الموضحة في الجداول التالية :

## جدول رقم ( 2 )

مقارنة السعر السوقي للسهم قبل وبعد التوصية بتوزيع الأرباح :

الرقم	إسم الشركة	تاريخ الإعلان عن توصية الإدارة بتوزيع ارباح	آخر سعر متداول للسهم قبل اعلان التوصية	اول سعر تداول للسهم بعد اعلان التوصية	الفرق بين السعرين	اتجاه التغيير
1	البنك الإسلامي الأردني	15/03/2012	3.02	3.04	0.02	ارتفاع
2	البنك الأردني الكويتي	20/03/2012	3.48	3.48	0	لا تأثير
3	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	14/03/2012	8.3	8.3	0	لا تأثير
4	بنك الاستثمار العربي الاردني	27/03/2012	1.43	1.44	0.01	ارتفاع
5	بنك الاتحاد	15/04/2012	1.63	1.65	0.02	ارتفاع
6	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الاردن	21/02/2012	1.05	1.06	0.01	ارتفاع
7	البنك الاستثماري	22/04/2012	1.33	1.33	0	لا تأثير
8	بنك القاهرة عمان	12/03/2012	2.8	2.8	0	لا تأثير
9	بنك الأردن	16/02/2012	2.1	2.13	0.03	ارتفاع
10	البنك الأهلي الأردني	04/03/2012	1.38	1.41	0.03	ارتفاع
11	البنك العربي	06/03/2012	7.5	7.6	0.1	ارتفاع
12	الشرق الأوسط للتأمين	27/03/2012	1.62	1.54	-0.08	انخفاض
13	النسر العربي للتأمين	05/03/2012	2.8	2.75	-0.05	انخفاض
14	التأمين الأردنية	04/03/2012	2.8	2.28	-0.52	انخفاض
15	القدس للتأمين	22/03/2012	1.8	1.8	0	لا تأثير
16	الشرق العربي للتأمين	14/03/2012	1.8	1.72	-0.08	انخفاض
17	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	19/04/2012	1.52	1.51	-0.01	انخفاض
18	التأمين الإسلامية	19/04/2012	1.32	1.33	0.01	ارتفاع
19	الأولى للتأمين	15/04/2012	0.99	0.98	-0.01	انخفاض
	المتوسط الحسابي للقطاع المالي		2.5616	2.5342	(0.0274)	انخفاض
20	العربية للاستثمارات المالية	05/03/2012	1.63	1.68	0.05	ارتفاع
21	الأمين للاستثمار	26/02/2012	1.04	1.03	-0.01	انخفاض
22	المتحدة للاستثمارات المالية	20/03/2012	1.56	1.71	0.15	ارتفاع
23	الأردنية لإعادة الرهن العقاري	20/03/2012	0.35	0.35	0	لا تأثير
24	الأمل للاستثمارات المالية	08/03/2012	1.02	1.01	-0.01	انخفاض
25	الأردنية للإدارة والاستشارات	08/04/2012	1.25	1.25	0	لا تأثير

الرقم	اسم الشركة	تاريخ الإعلان عن توصية الادارة بتوزيع ارباح	آخر سعر متداول للسهم قبل اعلان التوصية	اول سعر تداول للسهم بعد اعلان التوصية	الفرق بين السعرين	اتجاه التغيير
26	المعاصرون للمشاريع الاسكانية	04/03/2012	1.4	1.43	0.03	ارتفاع
27	الزرقاء للتعليم والاستثمار	28/02/2012	2.37	2.26	-0.11	انخفاض
28	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	14/03/2012	2.6	2.64	0.04	ارتفاع
29	الإسراء للتعليم والاستثمار	26/02/2012	2.93	2.79	-0.14	انخفاض
30	البراءة للتعليم	12/02/2012	4.63	4.41	-0.22	انخفاض
31	فيلاذلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	16/02/2012	3.45	3.28	-0.17	انخفاض
32	الفنادق والسياحة الاردنية	21/03/2012	3.8	3.99	0.19	ارتفاع
33	العربية الدولية للفنادق	23/02/2012	0.96	0.97	0.01	ارتفاع
34	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	25/03/2012	1.88	1.85	-0.03	انخفاض
35	الشرق للمشاريع الاستثمارية	07/03/2012	1.68	1.65	-0.03	انخفاض
36	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	11/02/2012	0.89	0.91	0.02	ارتفاع
37	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	26/03/2012	1.87	1.88	0.01	ارتفاع
38	النقلات السياحية الأردنية /جت	30/04/2012	2.5	2.06	-0.44	انخفاض
39	الاتصالات الأردنية	29/01/2012	5.53	5.54	0.01	ارتفاع
40	المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي	04/04/2012	5.8	5.8	0	لا تأثير
41	الكهرباء الأردنية	05/03/2012	3.44	3.45	0.01	ارتفاع
42	كهرباء محافظة اربد	13/03/2012	12	12	0	لا تأثير
43	البتروال الوطنية	16/02/2012	5.7	5.7	0	لا تأثير
44	الأسواق الحرة الاردنية	04/03/2012	11.95	11.94	-0.01	انخفاض
45	التسهيلات التجارية الاردنية	05/03/2012	1.04	1.06	0.02	ارتفاع
46	بندار للتجارة والإستثمار	05/04/2012	0.74	0.76	0.02	ارتفاع
47	مجموعة أوفتك القابضة	12/04/2012	0.44	0.45	0.01	ارتفاع
48	المتكاملة للتأجير التمويلي	19/01/2012	2	2.06	0.06	ارتفاع
49	آفاق للطاقة	29/03/2012	1.21	1.23	0.02	ارتفاع
	المتوسط الحسابي للقطاع الخدمي		2.9220	2.9047	(0.0173)	انخفاض
50	الحياة للصناعات الدوائية	11/04/2012	1.27	1.27	0	لا تأثير
51	الوطنية لصناعة الكلورين	22/04/2012	0.87	0.88	0.01	ارتفاع
52	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	03/04/2012	1.56	1.55	-0.01	انخفاض
53	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة	05/04/2012	0.41	0.43	0.02	ارتفاع
54	الألبان الأردنية	04/03/2012	1.8	1.8	0	لا تأثير

الرقم	إسم الشركة	تاريخ الإعلان عن توصية الإدارة بتوزيع ارباح	آخر سعر متداول للسهم قبل اعلان التوصية	اول سعر تداول للسهم بعد اعلان التوصية	الفرق بين السعرين	اتجاه التغيير
55	الاستثمارات العامة	29/03/2012	2.89	2.89	0	لا تأثير
56	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	02/02/2012	0.84	0.83	-0.01	انخفاض
57	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	02/02/2012	2.63	2.63	0	لا تأثير
58	الإقبال للاستثمار	20/02/2012	6.68	6.68	0	لا تأثير
59	العامة للتعددين	21/02/2012	4.54	4.54	0	لا تأثير
60	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	08/04/2012	1.31	1.3	-0.01	انخفاض
61	مناجم الفوسفات الأردنية	12/04/2012	13.32	14.11	0.79	ارتفاع
62	البوتاس العربية	27/03/2012	43	43	0	لا تأثير
63	حديد الأردن	14/02/2012	2.22	2.22	0	لا تأثير
64	الدولية لصناعات السيليكا	26/04/2012	2.74	2.74	0	لا تأثير
65	المتحدة لصناعة الحديد والصلب	18/03/2012	2.28	2.28	0	لا تأثير
66	اسمنت الشمالية	19/04/2012	3.15	3.14	-0.01	انخفاض
67	الأردنية لصناعة الأنابيب	01/04/2012	1.04	1.08	0.04	ارتفاع
68	مجموعة العصر للاستثمار	23/02/2012	0.46	0.47	0.01	ارتفاع
69	مصانع الأجواخ الأردنية	14/02/2012	4.25	4.35	0.1	ارتفاع
	المتوسط الحسابي للقطاع الصناعي		4.863	4.9095	0.0465	ارتفاع
	المتوسط الحسابي الإجمالي للعينة كوحدة واحدة		3.3854	3.3838	(0.0016)	انخفاض

بتحليل بيانات الجدول رقم ( 2 ) أعلاه يتضح ما يلي:

أولاً : على مستوى العينة كوحدة واحدة

كشفت الدراسة عن وجود أثر ملموس للإعلان عن توصية مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح

ولكن مع وجود تباين في اتجاه هذا الأثر ، أي فيما إذا كان الأثر إيجابياً أدى إلى ارتفاع سعر

السهم أو سلبياً أدى إلى انخفاض هذا السعر ، أو محايداً إذا لم يحدث تغييراً في سعر السهم .

إذ من بين الشركات المشمولة بالدراسة وعددها 69 شركة بلغ عدد الشركات التي تأثرت أسعار أسهمها ( صعوداً أو هبوطاً ) بفضل الإعلان 49 شركة بنسبة 71% فيما بقيت أسهم 20 شركة منها وبنسبة 29% بدون تغيير ، ولكن بالمجمل غلب الأثر الإيجابي على الأثر السلبي إذ ارتفعت أسعار أسهم 29 شركة وبنسبة 42% فيما انخفضت أسعار أسهم 20 شركة وبنسبة 29%. من جانب آخر ويقصد تقييم الأثر المالي لهذا الإعلان تم مقارنة المتوسط الحسابي الإجمالي لأسعار أسهم تلك الشركات في اليوم الذي سبق إعلان التوصية ، وهو 3.3854 بنظيره بعد الإعلان ، وهو 3.3838 وكانت المحصلة النهائية لأثر هذا الإعلان انخفاضاً قدره (0.0016) .

#### ثانياً : على مستوى القطاعات الثلاثة فرادى

لدى دراسة حركة الأسعار على مستوى كل قطاع من القطاعات الثلاثة على حده ، تأثرت أسعار أسهم الشركات العاملة في كل قطاع منها صعوداً ، أو هبوطاً ، فيما بقي البعض منها بدون تغيير ، وتحليل هذا الأثر على قطاع الخدمات كانت الشركات العاملة فيه وعددها 30 شركة انعكس أثر هذا الإعلان على أسعار أسهم 25 شركة بنسبة 83% فيما بقيت أسعار أسهم 5 شركات بدون تغيير وبنسبة 17% كما أن اتجاه هذا الأثر إيجابياً على 50% منها وسلبياً على 33% . يلي ذلك الشركات العاملة في القطاع المالي ، وعددها 19 شركة ، إذ أثر الإعلان على سعر السهم لـ 14 منها وبنسبة 74% فيما بقي بدون تغيير لـ 5 شركات وبنسبة 26% وقد غلب هنا الأثر الإيجابي على السلبي فارتفعت أسعار أسهم 8 شركات بنسبة 42% فيما انخفضت لـ 6 شركات وبنسبة 32% وبقي بدون تغيير بالنسبة لـ 5 شركات بنسبة 26% .

أما بالنسبة للشركات العاملة في القطاع الصناعي فقد كانت أسعار أسهمها الأقل مرونة في الاستجابة لأثر الإعلان .

إذ من بين تلك الشركات وعددها 20 شركة لم يتغير سعر السهم لـ 10 شركات ، وبنسبة 50% ،  
فيما كان الأثر إيجابياً لـ 6 شركات منها وبنسبة 30% ، وسلباً لـ 4 شركات بنسبة 20% .

### الجدول رقم ( 3 )

مقارنة السعر السوقي للسهم قبل وبعد الموافقة على توزيع الأرباح :

الرقم	اسم الشركة	اليوم التالي لإقرار توزيع الأرباح	آخر سعرتداول للسهم قبل تاريخ إقرار توزيع الأرباح	أول سعرتداول للسهم بعد تاريخ إقرار توزيع الأرباح	الفرق بين السعرين	اتجاه التغيير
1	البنك الإسلامي الأردني	26/04/2012	3.32	3.17	-0.15	انخفاض
2	البنك الأردني الكويتي	28/03/2012	3.4	3.33	-0.07	انخفاض
3	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	29/03/2012	8.3	8.1	-0.2	انخفاض
4	بنك الاستثمار العربي الأردني	29/03/2012	1.42	1.38	-0.04	انخفاض
5	بنك الاتحاد	29/04/2012	1.64	1.61	-0.03	انخفاض
6	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	01/05/2012	1.16	1.06	-0.1	انخفاض
7	البنك الاستثماري	26/04/2012	1.36	1.34	-0.02	انخفاض
8	بنك القاهرة عمان	26/03/2012	2.89	2.77	-0.12	انخفاض
9	بنك الأردن	02/03/2012	2.18	2.08	-0.1	انخفاض
10	البنك الأهلي الأردني	15/03/2012	1.45	1.38	-0.07	انخفاض
11	البنك العربي	29/03/2012	8.1	8.15	0.05	ارتفاع
12	الشرق الأوسط للتأمين	19/04/2012	1.68	1.7	0.02	ارتفاع
13	النسر العربي للتأمين	20/04/2012	2.98	2.9	-0.08	انخفاض
14	التأمين الأردنية	23/03/2012	2.27	2.27	0	لا تأثير
15	القدس للتأمين	06/04/2012	1.8	1.8	0	لا تأثير
16	الشرق العربي للتأمين	30/03/2012	1.64	1.64	0	لا تأثير
17	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	09/05/2012	1.51	1.52	0.01	ارتفاع
18	التأمين الإسلامية	22/04/2012	1.32	1.33	0.01	ارتفاع
19	الأولى للتأمين	30/04/2012	0.88	0.92	0.04	ارتفاع
	المتوسط الحسابي للقطاع المالي		2.5947	2.5500	(0.0447)	انخفاض
20	العربية للاستثمارات المالية	21/03/2012	1.65	1.57	-0.08	انخفاض
21	الأمين للاستثمار	19/03/2012	1.01	1.02	0.01	ارتفاع
22	المتحدة للاستثمارات المالية	13/04/2012	2.36	2.25	-0.11	انخفاض
23	الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري	26/03/2012	0.39	0.39	0	لا تأثير
24	الأمل للاستثمارات المالية	01/04/2012	1.03	1.02	-0.01	انخفاض
25	الأردنية للإدارة والاستشارات	24/04/2012	1.24	1.18	-0.06	انخفاض
26	المعاصرون للمشاريع الاسكانية	21/03/2012	1.35	1.29	-0.06	انخفاض

الرقم	اسم الشركة	اليوم التالي لقرار توزيع الارباح	اخر سعرتداول للمسهم قبل تاريخ اقرار توزيع الأرباح	اول سعرتداول للمسهم بعد تاريخ اقرار توزيع الأرباح	الفرق بين السعيرين	اتجاه التغيير
27	الزرقاء للتعليم والاستثمار	25/03/2012	2.33	2.37	0.04	ارتفاع
28	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	01/04/2012	2.64	2.51	-0.13	انخفاض
29	الإسراء للتعليم والإستثمار	23/04/2012	2.94	2.8	-0.14	انخفاض
30	البتراء للتعليم	18/03/2012	4.41	4.63	0.22	ارتفاع
31	فيلاذلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	11/03/2012	3.28	3.35	0.07	ارتفاع
32	الفنادق والسياحة الاردنية	25/04/2012	4.29	4.1	-0.19	انخفاض
33	العربية الدولية للفنادق	30/03/2012	1.85	1.83	-0.02	انخفاض
34	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	30/03/2012	1.85	1.94	0.09	ارتفاع
35	الشرق للمشاريع الاستثمارية	01/04/2012	1.65	1.65	0	لا تأثير
36	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	29/03/2012	0.95	0.91	-0.04	انخفاض
37	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	16/04/2012	1.95	1.75	-0.2	انخفاض
38	النقلات السياحة الأردنية /جت	29/04/2012	2.05	2.06	0.01	ارتفاع
39	الاتصالات الأردنية	27/04/2012	5.7	5.42	-0.28	انخفاض
40	المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي	20/04/2012	5.59	5.32	-0.27	انخفاض
41	الكهرباء الأردنية	13/04/2012	3.5	3.39	-0.11	انخفاض
42	كهرباء محافظة اربد	20/03/2012	12.24	11.71	-0.53	انخفاض
43	البتروال الوطنية	09/03/2012	5.63	5.6	-0.03	انخفاض
44	الأسواق الحرة الأردنية	23/03/2012	12.24	11.63	-0.61	انخفاض
45	التسهيلات التجارية الأردنية	20/04/2012	1.06	1.06	0.00	لا تأثير
46	بندار للتجارة والاستثمار	20/04/2012	0.82	0.78	-0.04	انخفاض
47	مجموعة أوفتك القابضة	30/04/2012	0.41	0.42	0.01	ارتفاع
48	المتكاملة للتأجير التمويلي	06/02/2012	2.05	1.95	-0.10	انخفاض
49	آفاق للطاقة	23/04/2012	1.2	1.14	-0.06	انخفاض
	المتوسط الحسابي للقطاع الخدمي		2.9887	2.9013	(0.0874)	انخفاض
50	الحياة للصناعات الدوائية	27/04/2012	1.38	1.42	0.04	ارتفاع
51	الوطنية لصناعة الكلورين	30/04/2012	0.85	0.81	-0.04	انخفاض
52	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	29/04/2012	1.61	1.53	-0.08	انخفاض
53	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة	22/04/2012	0.51	0.47	-0.04	انخفاض
54	الألبان الأردنية	25/03/2012	1.8	1.76	-0.04	انخفاض
55	الاستثمارات العامة	25/04/2012	2.89	3.03	0.14	ارتفاع
56	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	17/02/2012	0.82	0.78	-0.04	انخفاض



الرقم	اسم الشركة	اليوم التالي لقرار توزيع الأرباح	آخر سعر تداول للسهم قبل تاريخ اقرار توزيع الأرباح	أول سعر تداول للسهم بعد تاريخ اقرار توزيع الأرباح	الفرق بين السعيرين	اتجاه التغيير
57	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	02/04/2012	1.32	1.26	-0.06	انخفاض
58	الإقبال للاستثمار	16/03/2012	6.84	6.5	-0.34	انخفاض
59	العامة للتعيين	25/03/2012	4.54	4.32	-0.22	انخفاض
60	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	26/04/2012	1.39	1.27	-0.12	انخفاض
61	مناجم الفوسفات الأردنية	29/04/2012	14.01	13.79	-0.22	انخفاض
62	البوتاس العربية	13/04/2012	44.2	41.99	-2.21	انخفاض
63	حديد الأردن	06/04/2012	2.28	2.17	-0.11	انخفاض
64	الدولية لصناعات السيليكا	30/04/2012	2.74	2.61	-0.13	انخفاض
65	المتحدة لصناعة الحديد والصلب	09/04/2012	2.28	2.62	0.34	ارتفاع
66	اسمنت الشمالية	26/04/2012	3.2	3.15	-0.05	انخفاض
67	الأردنية لصناعة الأنابيب	23/04/2012	1.06	0.96	-0.1	انخفاض
68	مجموعة العصر للاستثمار	15/03/2012	0.45	0.39	-0.06	انخفاض
69	مصانع الأجواخ الأردنية	28/03/2012	4.27	4.1	-0.17	انخفاض
	المتوسط الحسابي للقطاع الصناعي		4.9220	4.7465	(0.1755)	انخفاض
	المتوسط الحسابي الإجمالي للعينة كوحدة واحدة		3.4406	3.3994	(0.0412)	انخفاض

بتحليل بيانات الجدول رقم ( 3 ) أعلاه يتضح ما يلي:

أولاً : على مستوى العينة كوحدة واحدة

كشفت الدراسة عن وجود أثر ملموس لإعلان قرار موافقة الهيئة العامة عن توزيعات الأرباح ، ولكن مع وجود تباين في اتجاه هذا الأثر ، أي فيما إذا كان الأثر إيجابياً أدى إلى ارتفاع سعر السهم أو سلباً أدى إلى انخفاض هذا السعر ، أو محايداً إذا لم يحدث تغييراً في سعر السهم. إذ من بين الشركات المشمولة بالدراسة وعددها 69 شركة بلغ عدد الشركات التي تأثرت أسعار أسهمها ( صعوداً أو هبوطاً ) بفضل إقرار الموافقة 63 شركة بنسبة 91% فيما بقيت ، اسهم 6 شركات منها وبنسبة 9% بدون تغيير ، ولكن بالمجمل غلب الأثر السلبي على الأثر الإيجابي إذ

انخفضت أسعار الأسهم لـ 49 شركة وبنسبة 71% فيما ارتفعت أسعار الأسهم لـ 14 شركة ، وبنسبة 20% ، من جانب آخر ، ويقصد تقييم الأثر المالي لقرار الهيئة العامة بالموافقة على توزيعات الأرباح ثم مقارنة المتوسط الحسابي الإجمالي لأسعار أسهم تلك الشركات في اليوم الذي سبق إقرار التوزيعات ، وهو 3.4406 بنظيره بعد إقرار التوزيعات ، وهو 3.3394 وكانت المحصلة النهائية لأثر هذا الإقرار إنخفاضاً قدره ( 0.0412 ) .

### ثانياً : على مستوى القطاعات الثلاثة فرادى

لدى دراسة حركة الأسعار على مستوى كل قطاع من القطاعات الثلاثة على حده ، تأثرت أسعار أسهم الشركات العاملة في كل قطاع منها صعوداً أو هبوطاً فيما بقي البعض منها بدون تغيير ، وتحليل هذا الأثر تصدر القطاع الصناعي أثر التغييرات ، حيث انعكس أثر إقرار التوزيعات على جميع الشركات العاملة فيه ، وعددها 20 ، شركة وبنسبة 100% فيما لم يبقى أي سعر بدون تغيير، وقد غلب الأثر السلبي على الأثر الإيجابي فانخفضت أسعار الأسهم لـ 17 شركة بنسبة 85% فيما ارتفعت لـ 3 شركات وبنسبة 15% .

يلي ذلك الشركات العاملة في قطاع الخدمات وعدد الشركات العاملة فيه 30 شركة، إذ انعكس أثر إقرار التوزيعات على أسعار أسهم 27 شركة بنسبة 90% فيما بقيت أسعار أسهم 3 شركات بدون تغيير وبنسبة 10% ، كما أن اتجاه هذا الأثر كان إيجابياً على 14% منها ، وسلبياً على 76% .

أما بالنسبة للشركات العاملة في القطاع المالي فقد كانت أسعار أسهمها الأقل مرونة في الاستجابة لأثر إقرار التوزيعات .

إذ من بين تلك الشركات ، وعددها 19 شركة لم يتغير سعر السهم لـ 3 شركات ، وبنسبة 16% فيما تغير أسعار أسهم 16 شركة ، بنسبة 84% كان الأثر إيجابياً لـ 5 شركات منها ، وبنسبة 26% ، بينما أثرت سلبياً لـ 11 شركة وبنسبة 58% .

#### جدول رقم ( 4 )

ملخص مقارنة بين أثر التوصية بالتوزيعات وأثر إقرار التوصية على أسعار الأسهم

القطاع	عدد الشركات	أثر التوصية			أثر إقرار التوصية		
		% +	% -	المجموع	% +	% -	المجموع
المالي	19	42	32	74	26	58	84
الخدمي	30	50	33	83	26	74	90
الصناعي	20	30	20	50	15	85	100
العينة جميعها كوحدة	69	42	29	71	20	71	91

بمطالعة بيانات الجدول أعلاه يتضح مايلي :

1- على مستوى العينة جميعها كوحدة واحدة وبمقارنة النسب المئوية وهي 71% للشركات التي تأثرت أسعار أسهمها ( صعوداً أو هبوطاً ) ، بفعل التوصية بالتوزيعات بالنسبة المناظرة لها وهي 91% للشركات التي تأثرت أسعار أسهمها بفعل إقرار التوصية، يلاحظ بأن تأثير إقرار التوصية على تلك الأسعار كان أقوى من تأثير قرار التوصية نفسها .

2- كما تؤكد النتيجة السابقة نفسها لدى مطالعة النسب المئوية على مستوى القطاعات فرادى وهي : 74% ، 83% ، 50% مقارنةً بالنسب 84% ، 90% ، 100% على التوالي .

ومن جهته يعلل الباحث النتيجة المشار إليها أعلاه بأن المحتوى المعلوماتي الذي يحدثه إقرار التوصية من قبل الهيئة العامة يجعل واقعة التوزيعات مؤكدة ،بعد أن كانت محتملة، من هنا يتدعم الأثر المتوقع لتلك التوزيعات على حقوق المساهمين بالنقص مؤكداً أيضاً بعد أن كان محتملاً، ذلك ما سينعكس بالطبع على قرارات المستثمرين والتي ستكون في الغالب بالبيع أكثر منها للشراء .

**3-** كذلك ومن جانب آخر يرى الباحث بأن تكرار تأثير أسعار الأسهم بواقعة إقرار الهيئة العامة للمساهمين للتوزيعات واللاحق لتأثيرها بفعل الإعلان عن توصية مجلس الإدارة بتلك التوزيعات يضع علامة استفهام على مستوى الكفاءة Market Efficiency لسوق عمان المالي . إذ يفترض من الناحية النظرية ونظراً للتقارب الشديد بين تاريخ الإعلان عن التوصية من جهة ، وتاريخ إقرارها من جهة أخرى بأنه لو كان هذا السوق مرتفع الكفاءة ( Strong ) أن يعكس المحتوى المعلوماتي لإعلان التوزيعات ، بشكل كامل ، ومما يؤدي إلى استيعاب هذا المحتوى ليؤثر على قراراتهم إلى مدة أطول تتجاوز تاريخ إقرار التوزيعات من قبل الهيئة العامة ومما يجعل التقلب الذي يحدث في أسعار تلك الأسهم محدوداً وليس بشكل أعمق كما كشفت عنه نتائج الدراسة في الجدول رقم ( 4 ) .

ذلك يؤشر إلى وجود عوامل أخرى جديدة أثرت على قرارات المتعاملين في السوق ، ومن ثم على أسعار الأسهم تقع خارج نطاق المحتوى المعلوماتي للإعلان عن التوزيعات ، وغالباً ما تنشأ تلك العوامل عن ظاهرة تسريب المعلومات الخاصة Private Information التي تتجاوز حدود المعلومات العامة Public Information التي تستخلص من البيانات المالية المنشورة للشركات التي أعلنت عن التوزيعات ، وهذا ما يدني مستوى كفاءة سوق عمان المالي ، ويحفز وجود المضاربات التي تغلب حالياً على سلوك المتعاملين فيه .

### الجدول رقم ( 5 )

مقارنة بين قيمة الأثر على سعر السهم الذي حدث بفعل الإعلان ، وقيمة الأثر على سعر السهم الذي حدث بفعل إقرار التوزيعات :

الرقم	إسم الشركة	التغير الحادث في السعر بفعل الإعلان	التغير الحادث في السعر بفعل إقرار التوزيع	مقدار التغيير بالزيادة أو النقص	اتجاه التغيير
1	البنك الإسلامي الأردني	0.02	-0.15	0.17	انخفاض
2	البنك الأردني الكويتي	0	-0.07	0.07	انخفاض
3	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	0	-0.2	0.2	انخفاض
4	بنك الاستثمار العربي الأردني	0.01	-0.04	0.05	انخفاض
5	بنك الإتحاد	0.02	-0.03	0.05	انخفاض
6	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	0.01	-0.1	0.11	انخفاض
7	البنك الاستثماري	0	-0.02	0.02	انخفاض
8	بنك القاهرة عمان	0	-0.12	0.12	انخفاض
9	بنك الأردن	0.03	-0.1	0.13	انخفاض
10	البنك الأهلي الأردني	0.03	-0.07	0.1	انخفاض
11	البنك العربي	0.1	0.05	0.05	انخفاض
12	الشرق الأوسط للتأمين	-0.08	0.02	0.1	ارتفاع
13	النسر العربي للتأمين	-0.05	-0.08	0.03	انخفاض
14	التأمين الأردنية	-0.52	0	0.52	ارتفاع
15	القدس للتأمين	0	0	0	لا تأثير
16	الشرق العربي للتأمين	-0.08	0	0.08	ارتفاع
17	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	-0.01	0.01	0.02	ارتفاع
18	التأمين الإسلامية	0.01	0.01	0	لا تأثير
19	الأولى للتأمين	-0.01	0.04	0.05	ارتفاع
	المتوسط الحسابي للقطاع المالي	-0.0274	-0.0447	0.0173	انخفاض
20	العربية للاستثمارات المالية	0.05	-0.08	0.13	انخفاض
21	الأمين للاستثمار	-0.01	0.01	0.02	ارتفاع
22	المتحدة للاستثمارات المالية	0.15	-0.11	0.26	انخفاض
23	الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري	0	0	0	لا تأثير
24	الأمل للاستثمارات المالية	-0.01	-0.01	0	لا تأثير

الرقم	إسم الشركة	التغير الحادث في السعر بفعل الإعلان	التغير الحادث في السعر بفعل إقرار التوزيع	مقدار التغيير بالزيادة أو النقص	اتجاه التغيير
25	الأردنية للإدارة والاستشارات	0	-0.06	0.06	انخفاض
26	المعاصرون للمشاريع الإسكانية	0.03	-0.06	0.09	انخفاض
27	الزرقاء للتعليم والاستثمار	-0.11	0.04	0.15	ارتفاع
28	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	0.04	-0.13	0.17	انخفاض
29	الإسراء للتعليم والاستثمار	-0.14	-0.14	0	لا تأثير
30	البتراء للتعليم	-0.22	0.22	0.44	ارتفاع
31	فيلادلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	-0.17	0.07	0.24	ارتفاع
32	الفنادق والسياحة الأردنية	0.19	-0.19	0.38	انخفاض
33	العربية الدولية للفنادق	0.01	-0.02	0.03	انخفاض
34	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	-0.03	0.09	0.12	ارتفاع
35	الشرق للمشاريع الاستثمارية	-0.03	0	0.03	ارتفاع
36	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	0.02	-0.04	0.06	انخفاض
37	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	0.01	-0.2	0.21	انخفاض
38	النقلات السياحة الأردنية /جت	-0.44	0.01	0.45	ارتفاع
39	الاتصالات الأردنية	0.01	-0.28	0.29	انخفاض
40	المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي	0	-0.27	0.27	انخفاض
41	الكهرباء الأردنية	0.01	-0.11	0.12	انخفاض
42	كهرباء محافظة اربد	0	-0.53	0.53	انخفاض
43	البتروال الوطنية	0	-0.03	0.03	انخفاض
44	الأسواق الحرة الأردنية	-0.01	-0.61	0.6	انخفاض
45	التسهيلات التجارية الأردنية	0.02	0	0.02	انخفاض
46	بندار للتجارة والاستثمار	0.02	-0.04	0.06	انخفاض
47	مجموعة أوفتك القابضة	0.01	0.01	0	لا تأثير
48	المتكاملة للتأجير التمويلي	0.06	-0.1	0.16	انخفاض
49	آفاق للطاقة	0.02	-0.06	0.08	انخفاض
	المتوسط الحسابي للقطاع الخدمي	-0.0173	-0.0874	0.0701	انخفاض
50	الحياة للصناعات الدوائية	0	0.04	0.04	ارتفاع
51	الوطنية لصناعة الكلورين	0.01	-0.04	0.05	انخفاض
52	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	-0.01	-0.08	0.07	انخفاض

الرقم	إسم الشركة	التغير الحادث في السعر بفعل الإعلان	التغير الحادث في السعر بفعل إقرار التوزيع	مقدار التغيير بالزيادة أو النقص	اتجاه التغيير
53	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة	0.02	-0.04	0.06	انخفاض
54	الألبان الأردنية	0	-0.04	0.04	انخفاض
55	الاستثمارات العامة	0	0.14	0.14	ارتفاع
56	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	-0.01	-0.04	0.03	انخفاض
57	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	0	-0.06	0.06	انخفاض
58	الإقبال للاستثمار	0	-0.34	0.34	انخفاض
59	العامة للتعددين	0	-0.22	0.22	انخفاض
60	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	-0.01	-0.12	0.11	انخفاض
61	مناجم الفوسفات الأردنية	0.79	-0.22	1.01	انخفاض
62	البوتاس العربية	0	-2.21	2.21	انخفاض
63	حديد الأردن	0	-0.11	0.11	انخفاض
64	الدولية لصناعات السيليكا	0	-0.13	0.13	انخفاض
65	المتحدة لصناعة الحديد والصلب	0	0.34	0.34	ارتفاع
66	اسمنت الشمالية	-0.01	-0.05	0.04	انخفاض
67	الأردنية لصناعة الأنابيب	0.04	-0.1	0.14	انخفاض
68	مجموعة العصر للاستثمار	0.01	-0.06	0.07	انخفاض
69	مصانع الأجواخ الأردنية	0.1	-0.17	0.27	انخفاض
	المتوسط الحسابي للقطاع الصناعي	0.0465	(0.1755)	0.222	انخفاض
	المتوسط الحسابي الإجمالي للعينة كوحدة واحدة	-0.0016	(0.0412)	0.0396	انخفاض

بتحليل بيانات الجدول رقم ( 5 ) أعلاه يتضح ما يلي:

#### أولاً : على مستوى العينة كوحدة واحدة

كشفت الدراسة عن وجود أثر ملموس بين أثر التغير الحادث في السعر بفعل الإعلان وأثر التغير الحادث في السعر بفعل إقرار التوزيع ، ولكن مع وجود تباين في اتجاه هذا الأثر أي فيما إذا كان الأثر إيجابياً ، أدى إلى ارتفاع سعر السهم ، أو سلباً أدى إلى انخفاض هذا السعر ، أو محايداً إذا لم يحدث تغييراً في سعر السهم . إذ من بين الشركات المشمولة بالدراسة وعددها 69

شركة بلغ عدد الشركات التي تأثرت أسعار أسهمها ( صعوداً أو هبوطاً ) ما بين اليوم السابق لإقرار الموافقة على التوزيعات ، واليوم الأول لتداولها بعد هذا الإقرار 63 شركة بنسبة 91% ، فيما بقيت أسهم 6 شركات منها وبنسبة 9% بدون تغيير ، وبمقارنة هذا التغيير في أسعار تلك الأسهم الذي كشف عنه الجدول السابق نجد أنه غلب الأثر السلبي على الأثر الإيجابي ، إذ انخفضت أسعار الأسهم لـ 48 شركة وبنسبة 69.5% فيما ارتفعت أسعار الأسهم لـ 15 شركة وبنسبة 21.5% ، من جانب آخر ويقصد تقييم الأثر المالي للتغيير الحادث في السعر بفعل الإعلان ، فإن المتوسط الحسابي الإجمالي لأسعار أسهم تلك الشركات هو (0.0016) ، ومقارنته بنظيره المتوسط الحسابي للتغيير الحادث بفعل إقرار التوزيع وهو (0.0412) ، فكانت المحصلة النهائية لأثر هذه التغييرات انخفاضاً قدره (0.0396) .

#### ثانياً : على مستوى القطاعات الثلاثة فرادى

لدى دراسة حركة الأسعار على مستوى كل قطاع من القطاعات الثلاثة على حده تأثرت أسعار أسهم الشركات العاملة في كل قطاع منها صعوداً ، أو هبوطاً ، فيما بقي البعض منها بدون تغيير ، وتحليل هذا الأثر تصدر القطاع الصناعي أثر التغييرات ، حيث انعكس أثر التغيير الحادث في السعر بفعل الإعلان والتغيير الحادث في السعل بفعل إقرار التوزيع على جميع الشركات العاملة فيه ، وعددها 20 شركة وبنسبة 100% ، فيما لم يبق أي أسهم بدون تغيير ، وقد غلب الأثر السلبي على الأثر الإيجابي ، فانخفضت أسعار أسهم لـ 17 شركة بنسبة 85% فيما ارتفعت لـ 3 شركات وبنسبة 15% .

يلي ذلك الشركات العاملة في قطاع الخدمات ، وكانت الشركات العاملة فيه ، عددها 30 شركة انعكس التغيير الحادث في السعر بفعل الإعلان ، والتغيير الحادث في السعر بفعل إقرار التوزيع



على سعر أسهم 26 شركة بنسبة 87% ، فيما بقي سعر أسهم 4 شركات بدون تغيير وبنسبة 13% كما أن اتجاه هذا الأثر إيجابياً على 23% منها وسلبياً على 64% . أما بالنسبة للشركات العاملة في القطاع المالي ، فقد كانت الشركات العاملة فيه وعددها 19 شركة لم يتغير سعر السهم لشركتين وبنسبة 10.5% ، فيما كان الأثر إيجابياً لـ 5 شركات منها وبنسبة 26.5% ، بينما أثرت سلباً لـ 12 شركة وبنسبة 63% .

### جدول رقم ( 6 )

ملخص الأثر على سعر السهم الذي حدث بفعل الإعلان ، وقيمة الأثر على سعر السهم الذي حدث بفعل إقرار التوزيعات :

أثر اقرار التوزيعات		أثر الإعلان		القطاع
%	بالدينار	%	بالدينار	
(1.7)	0.0447	(1.1)	(0.0274)	القطاع المالي
(2.9)	0.0874	(0.6)	(0.0173)	القطاع الخدمي
(4.0)	0.1755	0.9	0.0465	القطاع الصناعي
(1.4)	(0.0412)	(0.5)	(0.0016)	إجمالي العينة كوحدة واحدة
8.6	0.3076	2.6	0.0912	الزيادة والانخفاض معاً

### 3- اختبار فرضيات الدراسة

في اختبار الفرضيات المناظرة لأسئلة الدراسة استخدم الباحث الأساليب الإحصائية

\* تم استخدام اختبار T للعينات المزدوجة ( Paired Sample T-test ) .

\* تم استخدام تحليل التباين الأحادي ( One Way ANOVA ) بمستوى دلالة 0.05

\* تم استخدام اختبار (Tukey) للمقارنات البعدية للفروقات بين نسب الأثر الذي يحدث بفعل الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السوقي للسهم و نسب الأثر الذي يحدث بفعل إقرار تلك التوزيعات على تلك الأسعار بين القطاعات الثلاثة المشمولة بالدراسة . وذلك بموجب قاعدة القرار التالية :

\* ترفض الفرضية الصفرية ( العدمية )  $H_0$  ، وتقبل الفرضية البديلة  $H_a$  إذا كانت قيمة T المحسوبة < قيمتها الجدولية ( الحرجة ) أو إذا كان مستوى الدلالة  $Sig \leq 0.05$  .

\* تقبل الفرضية الصفرية ( العدمية )  $H_0$  ، وترفض الفرضية البديلة  $H_a$  إذا كانت قيمة T المحسوبة > قيمتها الجدولية ( الحرجة ) أو إذا كان مستوى الدلالة  $Sig \leq 0.05$  .

وقد تم اختبار الفرضيات على النحو التالي :

- الفرضية الأولى  $H_{01}$  :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للإعلان عن توزيعات أرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا الإعلان .

قام الباحث باستخدام اختبار (Paired Sample T-test) بمستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  للتعرف على أثر توزيعات الأرباح على السعر السوقي للسهم ، قبل وبعد الإعلان في القطاع المالي، والقطاع الخدمي، والقطاع الصناعي، وفيما يلي عرضاً لهذه النتائج والجدول ( 7 ) يوضح ذلك :

## الجدول ( 7 )

## اختبار Paired Samples T-test

للتعرف على الفروقات ما بين آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان

وأول سعر تداول للسهم بعد الإعلان

المصدر	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	العينة	قيمة (ت) المحسوبة	الدلالة الإحصائية (Sig) *	نتائج الاختبار
آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان للقطاع المالي	2.5616	2.0172	19	0.949	0.000	رفض الفرضية
أول سعر تداول للسهم بعد الإعلان للقطاع المالي	2.5342	2.0327				
آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان للقطاع الخدمي	2.9220	2.9001	30	0.846	0.000	رفض الفرضية
أول سعر تداول للسهم بعد الإعلان للقطاع الخدمي	2.9047	2.8951				
آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان للقطاع الصناعي	4.8630	9.4354	20	-1.177	0.000	رفض الفرضية
أول سعر تداول للسهم بعد الإعلان للقطاع الصناعي	4.9095	9.4728				
آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان لكافة القطاعات	3.3854	5.5196	69	0.095	0.000	رفض الفرضية
أول سعر تداول للسهم بعد الإعلان لكافة القطاعات	3.3838	5.5433				

(\*) دالة إحصائية إذا كانت  $0.05 \geq \text{Sig}$

يتضح من الجدول ( 7 ) السابق بأن قيم الدلالة الإحصائية ( Sig ) ، وسواء على مستوى العينة كوحدة واحدة أو لكل قطاع على حده أقل من قيمة الدلالة الإحصائية المرجعية للاختبار ، وهي 0.05 من هنا ووفقاً لقاعدة القرار المطبقة في هذا الاختبار والمشار إليها سابقاً ، فإنه يتوجب رفض الفرضية الصفرية الأولى HO1 وقبول الفرضية البديلة لها Ha1 ، أي بمعنى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لإعلان توصية مجلس الإدارة بالتوزيعات على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، وذلك في اليوم الأول الذي يتم فيه تداول تلك الأسهم بعد تاريخ إعلان تلك التوصية .

#### - الفرضية الثانية HO2 :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند دفع توزيعات أرباح على السعر السوقي للسهم في اليوم التالي لهذا القرار .

استخدام الباحث اختبار (Paired Sample T-test) بمستوى معنوية  $0.05 \leq \alpha$  للتعرف على آخر سعر تداول للسهم في القطاع المالي، والخدمات، والصناعة قبل وبعد تاريخ إقرار توزيع الأرباح، وفيما يلي عرضاً لهذه النتائج ، الجدول ( 8 ) يوضح ذلك:

## الجدول ( 8 )

## اختبار Paired Samples T-test

للتعرف على الفروقات ما بين آخر سعر تداول للسهم قبل وبعد تاريخ الموافقة على

## توزيع الأرباح

نتائج الاختبار	الدلالة الإحصائية (Sig) *	قيمة (ت) المحسوبة	العينة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المصدر
رفض الفرضية	0.000	2.8770	19	2.1062	2.5947	آخر سعر تداول للسهم قبل الموافقة على التوزيع للقطاع المالي
				2.0850	2.5500	أول سعر تداول للسهم بعد الموافقة على التوزيع للقطاع المالي
رفض الفرضية	0.000	2.8670	30	2.9301	2.9887	آخر سعر تداول للسهم قبل الموافقة على التوزيع لقطاع الخدمات
				2.8003	2.9013	أول سعر تداول للسهم بعد الموافقة على التوزيع لقطاع الخدمات
رفض الفرضية	0.000	1.574	20	9.7385	4.9220	آخر سعر تداول للسهم قبل الموافقة على التوزيع لقطاع الصناعة
				9.2356	4.7465	أول سعر تداول للسهم بعد الموافقة على التوزيع لقطاع الصناعة
رفض الفرضية	0.000	2.880	69	5.6807	3.4406	آخر سعر تداول للسهم قبل الموافقة على التوزيع لجميع القطاعات
				5.4151	3.3394	أول سعر تداول للسهم بعد الموافقة على التوزيع لجميع القطاعات

(\* ) دالة احصائية اذا كانت  $0.05 \geq \text{Sig}$

يتضح من الجدول ( 8 ) السابق بأن قيم الدلالة الإحصائية ( Sig ) ، وسواء على مستوى العينة كوحدة واحدة ، أو لكل قطاع على حده ، أقل من قيمة الدلالة الإحصائية المرجعية للاختبار ، وهي 0.05 من هنا ووفقاً لقاعدة القرار المطبقة في هذا الاختبار والمشار إليها سابقاً ، فإنه يتوجب رفض الفرضية الصفرية الثانية HO2 وقبول الفرضية البديلة لها Ha2 ، أي بمعنى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لقرار موافقة الهيئة العامة بالتوزيعات على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، وذلك في اليوم الأول الذي يتم فيه تداول تلك الأسهم بعد تاريخ الموافقة تلك التوزيعات .

#### - الفرضية الثالثة H03 :

لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان عن توزيعات الأرباح والأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل دفع تلك التوزيعات.

لاختبار الفرضية الثالثة قام الباحث باستخدام اختبار (Paired Sample T-test) للتعرف على الأثر الحادث بفعل الإعلان والأثر الحادث بفعل إقرار التوزيع في القطاع المالي والخدمي

والصناعي ، والجدول رقم ( 9 ) يوضح ذلك :

## الجدول ( 9 )

## اختبار Paired Samples T-test

للتعرف على الفروقات ما بين الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان والأثر الذي يحدث على السعر بفعل إقرار التوزيعات

نتائج الاختبار	الدلالة الإحصائية (Sig)*	قيمة (ت) المحسوبة	العينة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المصدر
قبول الفرضية	0.6761	0.4212	19	4.5957	(1.1674)	التغير الحادث بفعل الإعلان للقطاع المالي
				2.9439	(1.6947)	التغير الحادث بفعل إقرار التوزيع للقطاع المالي
رفض الفرضية	0.0427	2.0719	30	4.4573	(0.1637)	التغير الحادث بفعل الإعلان للقطاع الخدمي
				3.5082	(2.3093)	التغير الحادث بفعل إقرار التوزيع للقطاع الخدمي
رفض الفرضية	0.0045	3.1437	20	1.9559	0.8710	التغير الحادث بفعل الإعلان للقطاع الصناعي
				5.8574	(3.4700)	التغير الحادث بفعل إقرار التوزيع للقطاع الصناعي
رفض الفرضية	0.0010	3.3616	69	3.9659	(0.1401)	التغير الحادث بفعل الإعلان لجميع القطاعات
				4.1956	2.4765	التغير الحادث بفعل إقرار التوزيع لجميع القطاعات

(\*) دالة إحصائية إذا كانت  $0.05 \geq \text{Sig}$

يتضح من الجدول ( 9 ) عدم وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين التغير الحادث بفعل الإعلان ، والتغير الحادث بفعل إقرار التوزيعات في القطاع المالي ، حيث بلغت الدلالة الإحصائية (0.6761) ، وهي أعلى من ( 0.05 ) ، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية ، ويلاحظ أيضاً وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين التغير الحادث بفعل الإعلان ، والتغير الحادث بفعل إقرار التوزيعات في القطاع الخدمي والقطاع الصناعي حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig على التوالي (0.0472) و(0.0045) ، وهي أقل من (0.05) ، وهذا يعني رفض الفرضية الصفرية لكل من القطاعين الخدمي والصناعي ، كما يلاحظ أيضاً وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين التغير الحادث بفعل الإعلان ، والتغير الحادث بفعل إقرار التوزيعات على مستوى القطاعات جميعها ، حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig (0.001) ، وهي أقل من (0.05). ووفقاً لقاعدة القرار المطبقة في هذا الاختبار والمشار إليها سابقاً يتوجب رفض الفرضية الصفرية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_a$  ، أي بمعنى وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين الأثر الذي يحدث بفعل الإعلان والأثر الذي يحدث بفعل إقرار التوزيعات .

ونتيجة لظهور دلالة دلالة احصائية أقل من (0.05) على العينة ككل، تم إجراء اختبار تحليل التباين الأحادي One Way ANOVA لمعرفة دلالة الفروق في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم ، بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل إقرار تلك التوزيعات تبعا لمتغير القطاع ، وكانت النتائج كما يلي:



### جدول رقم ( 10 )

نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر  
السوقي للسهم بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل إقرار تلك التوزيعات  
تبعاً لمتغير القطاع

نتائج الإختبار	مستوي الدلالة *(Sig)	قيمة (F)	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مصدر التباين
رفض الفرضية	0.0075	5.2712	0.0110	2	0.0220	بين المجموعات
			0.0021	66	0.1378	داخل المجموعات
				68	0.1598	داخل المجموعات

(\* ) دالة احصائية اذا كانت  $0.05 \geq \text{Sig}$

يتضح من الجدول رقم (10) وجود فروق ذات دلالة إحصائية استناداً إلى قيمة ( F ) عند مستوى أقل من (0.05) في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل إقرار تلك التوزيعات تبعاً لمتغير القطاع، ولمعرفة بين أي القطاعات توجد هذه الفروق ، تم إجراء اختبار (Tukey) للمقارنة وكانت النتائج كما يلي:

## جدول ( 11 )

## نتائج اختبار (Tukey)

لمقارنة نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل إقرار تلك التوزيعات بين القطاعات المختلفة

الصناعي	الخدمي	المالي	المتوسط الحسابي	القطاع
0.0457	0.0084	0.0037		
*0.015	0.935	-	0.0037	المالي
*0.017	-		0.0084	الخدمي
-			0.0457	الصناعي

(\* ) دالة احصائية اذا كانت  $0.05 \geq \text{Sig}$

ويتضح من هذا الجدول رقم ( 11 ) عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر ، بفعل إقرار تلك التوزيعات بين القطاعين المالي والخدمي ، وهذا يدل على تشابه نسب الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم بفعل الاعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر بفعل إقرار تلك التوزيعات بين القطاعين.

كما يتضح من هذا الجدول وجود فروق ذات دلالة إحصائية في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم ، بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر ، بفعل إقرار تلك التوزيعات بين القطاعين المالي ، والصناعي ، لصالح القطاع الصناعي ، وبين القطاعين الخدمي والصناعي لصالح القطاع الصناعي، وهذا يدل على أن القطاع الصناعي احتل المرتبة

الأولى في نسبة الأثر الذي يحدث على السعر السوقي للسهم ، بفعل الإعلان عن الأثر الذي يحدث على هذا السعر ، بفعل إقرار تلك التوزيعات .

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

المقدمة 1

النتائج 2

التوصيات 3

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

#### 1- المقدمة

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير قرار إدارات الشركات المساهمة العامة بالإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي ، وكذلك الأثر الذي يطرأ على هذا السعر ، نتيجة إقرار الهيئة العامة لتلك التوزيعات ، وذلك من خلال البيانات المالية لجميع الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام والتي أعلنت عن توزيع أرباح على مساهميها للعام 2011 .

وقد أثارت هذه الدراسة جملة من التساؤلات تم تضمينها في مشكلة الدراسة ، وقدمت فرضيات تدرس العلاقة بين متغيرات الدراسة . وفي هذا الفصل سنتناول الدراسة أهم النتائج التي تم التوصل إليها ، كما سيعرض الباحث في نهاية الفصل توصيات مقترحة في ضوء تلك النتائج .

#### 2- تحليل النتائج

- كشف التحليل الإحصائي للبيانات المالية المشمولة في الدراسة عما يلي :-

#### 1/2 على مستوى العينة جميعها كوحدة واحدة

##### أ - من حيث تأثير قرار الإعلان على السعر السوقي للسهم

يوجد أثر ملموس لإعلان مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح على السعر السوقي للأسهم ، مع وجود دلالة إحصائية بين آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان ، وأول سعر تداول للسهم بعد الإعلان ، حيث تأثرت أسعار أسهم 49 شركة (صعوداً وهبوطاً) بنسبة 71 % سيطر الأثر الإيجابي على

نسبة 42% فيما سيطر الأثر السلبي على نسبة 29% منها ، وبناءً على تلك المؤشرات ككل فقد تم رفض الفرضية الصفرية (العدمية) .

#### ب - من حيث تأثير قرار الهيئة العامة بالموافقة على توزيع الأرباح

يوجد كذلك أثر ملموس لقرار الهيئة العامة بإقرار التوزيعات على السعر السوقي للأسهم ، مع وجود دلالة إحصائية بين آخر سعر تداول للسهم قبل الموافقة على توزيع الأرباح ، وأول سعر تداول للسهم بعد الموافقة على توزيع الأرباح ، حيث تأثرت أسعار أسهم 63 شركة بنسبة 91% ( صعوداً أو هبوطاً ) وهنا كان الأثر السلبي أقوى من الأثر السلبي حيث سيطر بنسبة 71% مقابل 21% ، وبناءً على تلك المؤشرات ككل فقد تم رفض الفرضية الصفرية (العدمية) .

ج -أثر توصية مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح وأثر إقرار الهيئة العامة بالموافقة على التوزيعات يوجد أثر ملموس بين الفرق الذي يحدث بفعل التوصية ، والفرق الذي يحدث بفعل إقرار التوصية مع وجود دلالة إحصائية ، حيث تأثرت أسعار أسهم 63 شركة ( صعوداً أو هبوطاً ) بنسبة 91% ونجد أنه غلب الأثر السلبي على الأثر الإيجابي وذلك بنسبة 69.5% مقابل 21.5% ، وبناءً على تلك المؤشرات ككل فقد تم رفض الفرضية الصفرية (العدمية) .

#### 2/2- على مستوى القطاعات كلاً على حده .

#### أ - من حيث تأثير قرار الإعلان على السعر السوقي للسهم .

كشفت الدراسة عن أن أكثر القطاعات تأثراً بقرار الإعلان هو القطاع الخدمي وتدل البيانات على وجود دلالة بين آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان ، وأول سعر تداول للسهم بعد الإعلان حيث بلغت نسبة الشركات التي تأثرت بفعل الإعلان 83% من بين مجموع الشركات التي أعلنت عن

توزيع أرباح ، تلاها القطاع المالي بنسبة 74% ، فيما حلّ القطاع الصناعي ثالثاً من بين القطاعات وبنسبة 50% . وقد دلّت البيانات على وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بمقارنة آخر سعر تداول للسهم قبل الإعلان ، وأول سعر تداول للسهم بعد الإعلان .

#### ب - من حيث تأثير قرار الهيئة العامة بالموافقة على توزيع الأرباح

من خلال ما سبق نستنتج بأن أكثر القطاعات تأثراً بقرار الموافقة على توزيع الأرباح هو القطاع الصناعي بنسبة 100% ، تلاها قطاع الخدمات بنسبة 90% من بين الشركات ، وفي المرتبة الثالثة القطاع المالي بنسبة 84% ، وقد دلّت البيانات على وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية ، بمقارنة آخر سعر تداول للسهم قبل إقرار التوزيع ، وأول سعر تداول للسهم بعد إقرار التوزيع .

#### ج - أثر توصية مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح وأثر إقرار الهيئة العامة بالموافقة على التوزيعات

أظهرت الدراسة بأن أكثر القطاعات تأثراً بالفرق الذي يحدث بفعل التوصية على التوزيعات والفرق الذي يحدث بفعل الموافقة على التوزيعات هو القطاع الصناعي حيث تصدر القطاعات بنسبة 100% تلاها القطاع الخدمي بنسبة 87% من بين الشركات . وفي المرتبة الأخيرة القطاع المالي بنسبة 63% ، وقد دلت البيانات على وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية ، بمقارنة الفرق الذي يحدث بفعل التوصية على توزيع الأرباح ، والفرق الذي يحدث بفعل الموافقة على التوزيعات.

### 3 - التوصيات

وفقاً لما تم عرضه في الإطار النظري من هذه الدراسة وكذلك التي تم الحصول عليها من واقع

التحليل الإحصائي للبيانات ، يوصي الباحث بما يلي :-

1- ممارسة الرقابة الفاعلة والكفؤة على مجالس إدارات الشركات المساهمة العامة من حيث توقيت الإعلان عن توصية التوزيعات وتوقيت إقرار الهيئة العامة بحيث تكون الفترة الزمنية متقاربة بين إعلان التوصية وإعلان الموافقة على إقرار التوصية .

2- الحد من ممارسة إدارة الشركات المساهمة العامة فيما تقوم به من تسريبات خاصة تتجاوز به المعلومات العامة المعلن عنها في البيانات المنشورة ، وممارسة العقوبات والجزاءات الرادعة على المخالفين منها .

3- رفع سوية كفاءة سوق عمان المالي عن طريق توفير الأدوات والوسائل التي تحسن مستوى الشفافية من جهة ، ووضع الآليات التي تحد من ظاهرة المضاربات ، خصوصاً ما يتعلق منها بأسلوب التعامل بالهامش ، أو البيع على المكشوف من جهة اخرى .



## قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

ثانياً: المراجع الأجنبية

ثالثاً: المواقع الإلكترونية

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- 1 القرآن الكريم
- 2 أبو حشيش ، خليل، ( 2003 )، " دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الأردنية الهاشمية " ، مجلة البصائر ، جامعة البتراء ، المجلد 7 ، العدد : 2 ، ص149-ص169 ، الأردن .
- 3 أبو نصار ، محمد، ( 2001 )، " هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة " مجلة دراسات العلوم الإدارية ، الجامعة الأردنية ، المجلد ( 28 ) ، العدد ( 1 ) ، ص410 - ص431 ، الأردن .
- 4 أبو الهيجاء ، أيمن، ( 2004 )، " سياسات توزيع الأرباح واثرها على القيمة السوقية للسهم" دراسة ميدانية في سوق عمان المالي ، رسالة ماجستير، غير منشورة ، جامعة آل البيت ، الأردن .
- 5 باشيخ ، عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن ، ( 2005 )، " العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم " ، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية السعودية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد والإدارة ، مجلد 19 ، العدد 2، ص171 - ص185.
- 6 باشيخ ، عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن ، ( 2007 ) ، " أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي " ، جامعة الملك خالد ، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة ، ( السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية ) ، السعودية .
- 7 البداينة ، جمانة عودة ، ( 2000 )، " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على حجم التداول : دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، الأردن .
- 8 التميمي ، ارشد ؛ سلام ،أسامة ،( 2004 )، " الاستثمار بالأوراق المالية "، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن .

- 9 الجرجاوي ، حليلة خليل ، ( 2008 ) ، " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في سوق فلسطين للأوراق المالية " ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، الجامعة الإسلامية ، فلسطين .
- 10 حداد، فايز؛ حداد سامر، ( 2003 ) ، " العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح المحاسبية المستقبلية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية "، مجلة دراسات العلوم الإدارية ، المجلد 30 ، العدد 2 ، ص 269 - ص 278 ، الأردن .
- 11 الحناوي ، محمد ؛ العبد ، جلال، ( 2005 ) . " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق " ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر .
- 12 حنفي ، عبد الغفار ( 2007 ) ، " استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر .
- 13 حنفي ، عبد الغفار، ( 2005 ) ، " الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات " ، الدار العربية للنشر ، بيروت ، لبنان .
- 14 حيدر ، طاهر حردان ، ( 2002 ) ، " مبادئ الاستثمار " ، دار المستقبل للنشر ، عمان ، الأردن .
- 15 خلف ، فليح حسن، ( 2006 ) ، " الأسواق المالية والنقدية " ، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان ، الأردن .
- 16 الزبيدي ، حمزة محمود، ( 2004 ) ، " الإدارة المالية المتقدمة " ، دار الوراق للنشر ، عمان ، الأردن .
- 17 شراب ، صباح أسامة علي ، ( 2006 ) ، " أثر الإعلان عن التوزيعات على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، الجامعة الإسلامية ، فلسطين .
- 18 الصعيدي ، اسماعيل جميل ، ( 2011 ) ، " العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " رسالة ماجستير، غير منشورة ، فلسطين ، جامعة الأزهر ، غزة .

- 19 عبد القادر ، معاذ ، الدبعي ، مأمون ، غرابية فوزي ، ( 2008 ) ، " العلاقة بين الأرباح وعودد الأسهم في الأجل الطويل "، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال* ، المجلد 4 ، العدد 1: ص24- ص44 ، الأردن .
- 20 عبيدات ، سامر فخري ، ( 2010 ) ، " تحليل محددات أسعار الأسهم البنوك التجارية دراسة تطبيقية في بورصة عمان " ، *مجلة العلوم الإنسانية* ، السنة الثامنة ، العدد :46 ، ص1 - ص20 ، الجزائر .
- 21 عليان ، وليد مروان ، ( 2009 ) ، " أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها " ، رسالة ماجستير، غير منشورة ، الجامعة اليرموك ، الأردن .
- 22 قانون الشركات الأردني ( 2011 ) المعدل عن ( 2002 ) .
- 23 المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ، ( 2001 ) ، تمويل الأعمال والإدارة المالية ، مطابع الشمس ، عمان ، الأردن .
- 24 مطر، محمد ، ( 2013 ) ، " إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية" ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن .
- 25 مطر ، محمد ؛ السويطي ، موسى ، ( 2012 ) ، " التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية " ، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن .
- 26 مطر ، محمد ؛ فايز ، تيم ، ( 2005 ) ، " إدارة المحافظ الاستثمارية " ، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن .
- 27 هندي ، منير ابراهيم ، ( 1999 ) ، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " ، منشأة المعارف للنشر ، الإسكندرية ، مصر .
- 28 يوسف ، دانة محمد بسام ، ( 2008 ) ، " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي " ، رسالة ماجستير، غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط ، الأردن .

## ثانياً: المراجع الأجنبية

- 1 Alqami , Raja ; Applegate , Michal ( 2002 ). " *Dose Stock Market Make A Difference* " , Proc. International Conference of Policy Modeling Brussels.
- 2 Bamber, L.S., ( 1986 ) " The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach" *Journal of Accounting Research, Vol.24, No. 1, spring, ( P 510 – P 532 )* .
- 3 Berg , Arnold ( 1999 ). " *Interest Rates & Inflation* " , Century Management Articles ( CMA ).
- 4 Brigham , EugeneF ; Ehehardt , Michaelc ( 2005 ). Financial Management Theory And Practice " *Lachina Publishing Services* " The united states of America .
- 5 Chang, Hsu-Ling, Yahn-Shir Chen, Chi-Wei Su, and Ya-Wen Chang, (2008) "The Relationship between Stock Price and EPS: Evidence Based on Taiwan Panel Data." *Economics Bulletin, Vol. 3, No. 30 pp. 1-12*, available at, <http://economicsbulletin.vanderbilt.edu/2008/volume3/EB08C30034A.pdf>.
- 6 Cooper, Michael J, Huseyin gulen, Michael J. schill ,(2006)," what best explains the cross-section of stock returns exploring the asset growth effect " *universidade do porto, activities, finance seminars*.
- 7 Mansor , Wan Mahmood , Abdulfatah , Faizatul Syuhada ( 2009 ). " Multivariate Causal Estimates of Dividend Yields, Price Earning Ratio and Expected Stock Returns , Experience from Malaysia" *Munich Personal Repec Archive, Paper No. 14614* .
- 8 Marchesi , Michele ; Setzu , Alessio , "The Effects of Short Selling and Margin Trading " , *Computational Economics , Vol : 32 , Issues 1-2 PP 99-119* .
- 9 Michailidis , grigoris ; Stavros tsopoglou , Demetirios ( 2006 ). " Testing The Capital Assets Pricing Model ( CAPM ) : The Case of The Emerging Greek Securities Market " *International Research Journal of Finance and Economics , Issue 4 (P78 – P91)*

- 10 Michailidis, grigoris, Stavros tsopoglou, Demetrios papanastasiou, ( 2007 )," The Cross-Section of Expected Stock Returns for the Athens Stock Exchange", *International Research Journal of Finance and Economic, Issue 8* .
- 11 Moles, Petar ; Parrion, Robert; & Kidweu, David ( 2011 ) " *Corporate Finance*" Wiley & Sons , 1<sup>st</sup> ed. , European ed.
- 12 Pastor, Lubos, Robert F Stambaugh,( 2001 ), " *Liquidity Risk and Expected Stock Returns* ", available at, <http://finance.wharton.upenn.edu/~stambaug/liquidity.pdf>.
- 13 Pettit , R.R (1992) . " Dividend announcements, security performance and capital market efficiency " , *Jornal of Finance, vol : 27 , PP. 993 – 1007* .
- 14 Raberg , Pamela ( 2005 ). " *Information Efficiency in Stock Market* " , Master Thesis Umea University.
- 15 Ross, S.A.; Westersfield; & Jordan, B., ( 2011 ) " *Essentials of Corporate Finance*" , Irwin, Mcgraw – Hill, 3<sup>rd</sup> ed.
- 16 Sben, pu,( 2000 )," *The P/E ratio and stock market performance* ",federal reserve bank of Kansas city, economic review, fourth quarter, available at, <http://www.kc.frb.org/publicat/ECONREV/PDF/4Q00Shen.pdf>
- 17 Weston, Fred, et al, ( 1996 ) " *Essential of Managerial Financing* " Dryden Press, 11<sup>th</sup> ed .

### ثالثاً: المواقع الإلكترونية

1 - مجلة ICN المالية الإلكترونية مقال نشر 2012/04/30

2 - موقع سوق عمان للأوراق المالية - نشرة سوق عمان المالي

3 - موقع ويكيبيديا الموسوعة الحرة

4 - [www.google.com](http://www.google.com)

الملاحق



# T-Test

## Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	LAST	2.5616	19	2.0172	.4628
	FIRST	2.5342	19	2.0327	.4663

## Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	LAST & FIRST	19	.998	.000

## Paired Samples Test

		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Pair 1	LAST - FIRST	2.737E-02	.1257	2.885E-02	-3.32E-02	8.797E-02	.949

## Paired Samples Test

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	LAST - FIRST	18	.355

Paired Samples Statistics

Pair		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
1	LAST1	2.9220	30	2.9001	.5295
	FIRST1	2.9047	30	2.8951	.5280

Paired Samples Correlations

Pair		N	Correlation	Sig.
1	LAST1 & FIRST1	30	.999	.000

Paired Samples Test

Pair		Paired Differences				t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper	
1	LAST1 - FIRST1	1.733E-02	.1122	2.048E-02	-2.46E-02 5.022E-02	.846

Paired Samples Test

Pair		df	Sig. (2-tailed)
1	LAST1 - FIRST1	29	.404

Correlations

		LAST1	FIRST1
LAST1	Pearson Correlation	1.000	.999**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	30	30
FIRST1	Pearson Correlation	.999**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	30	30

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

# T-Test

## Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 LAST1	2.5947	19	2.1062	.4832
FIRST1	2.5500	19	2.0850	.4783

## Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 LAST1 & FIRST1	19	1.000	.000

## Paired Samples Test

		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Pair 1	LAST1 - FIRST1	4.474E-02	6.777E-02	1.555E-02	1.207E-02	7.740E-02	2.877

## Paired Samples Test

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	LAST1 - FIRST1	18	.010

# T-Test

Paired Samples Statistics

Pair		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
1	LAST2	2.9887	30	2.9301	.5350
	FIRST2	2.9013	30	2.8003	.5113

Paired Samples Correlations

Pair		N	Correlation	Sig.
1	LAST2 & FIRST2	30	.999	.000

Paired Samples Test

Pair		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
1	LAST2 - FIRST2	8.733E-02	.1669	3.046E-02	2.503E-02	.1498	2.837

Paired Samples Test

Pair		df	Sig. (2-tailed)
1	LAST2 - FIRST2	29	.008

**Paired Samples Statistics**

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	LAST	4.8220	20	9.7385	2.1776
	FIRST	4.7465	20	9.2656	2.0718

**Paired Samples Correlations**

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	LAST & FIRST	20	1.000	.000

**Paired Samples Test**

		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Pair 1	LAST - FIRST	.1755	.4985	.1115	-5.78E-02	.4088	1.574

**Paired Samples Test**

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	LAST - FIRST	19	.132

# T-Test

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	LAST1	3.4406	69	5.6807	.6839
	FIRST1	3.3284	69	5.4151	.6519

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	LAST1 & FIRST1	69	1.000	.000

Paired Samples Test

		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Pair 1	LAST1 - FIRST1	.112	.2918	3.513E-02	3.107E-02	.1713	2.860

Paired Samples Test

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	LAST1 - FIRST1	68	.005

# T-Test

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	FIRSTP	2.5500	19	2.0850	.4783
	FIRST	2.5342	19	2.0327	.4663

Paired Samples Correlations

Pair		N	Correlation	Sig.
Pair 1	FIRSTP & FIRST	19	.997	.000

Paired Samples Test

		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Pair 1	FIRSTP - FIRST	1.579E-02	.1572	3.607E-02	-6.00E-02	9.158E-02	-.438

Paired Samples Test

Pair		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	FIRSTP - FIRST	18	.667

# T-Test

Paired Samples Statistics

Pair		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
1	FIRSSTP	4.7466	20	9.2656	2.0718
	FIRSTTT	4.9065	20	9.4723	2.1162

Paired Samples Correlations

Pair		N	Correlation	Sig.
1	FIRSSTP & FIRSTTT	20	.999	.000

Paired Samples Test

Pair		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
1	FIRSSTP - FIRSTTT	-.1600	.3853	8.616E-02	-.3433	1.734E-02	-1.682

Paired Samples Test

Pair		df	Sig. (2-tailed)
1	FIRSSTP - FIRSTTT	19	.074



# T-Test

## Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	FIRSTP	3.3816	69	5.4522	.6612
	FIRST	3.4193	68	5.5763	.6763

## Paired Samples Correlations

Pair		N	Correlation	Sig.
1	FIRSTP & FIRST	68	.999	.000

## Paired Samples Test

		Paired Differences				t	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower		Upper
Pair 1	FIRSTP - FIRST	-5.76E-07	.2588	3.138E-03	-1.273	4.956E-03	-1.637

## Paired Samples Test

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	FIRSTP - FIRST	67	.07

# T-Test

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	FIRSTPP	2.9393	29	2.8424	.5278
	FIRSTT	2.9714	29	2.9228	.5428

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	FIRSTPP & FIRSTT	29	.999	.000

Paired Samples Test

		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Pair 1	FIRSTPP - FIRSTT	-3.31E-02	.1771	3.288E-02	-1.005	3.425E-02	-1.007

Paired Samples Test

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	FIRSTPP - FIRSTT	28	.323

# T-Test

Paired Samples Statistics

Pair		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
1	LAST	3.3854	69	5.5196	.6645
	FIRST	3.3838	69	5.5433	.6673

Paired Samples Correlations

Pair		N	Correlation	Sig.
1	LAST & FIRST	69	1.000	.000

Paired Samples Test

Pair		Paired Differences					t
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
1	LAST - FIRST	1.594E-03	.1388	1.670E-02	-3.17E-02	3.493E-02	.095

Paired Samples Test

Pair		df	Sig. (2-tailed)
1	LAST - FIRST	68	.924

## T-Test

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	3.4159	69	5.5319	.6660
1	3.4161	69	5.5083	.6631

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1	69	1.000	.000

Paired Samples Test

	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t
				Lower	Upper	
				Paired Differences		
Pair 1	-1.45E-04	1.093	1.677E-02	-3.36E-02	3.312E-02	-.009

Paired Samples Test

	df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	68	.993

## Correlations

Correlations

	بعد	قبل
بعد	Pearson Correlation 1.000	1.000*
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	69
قبل	Pearson Correlation	1.000**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	69

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level

## T-Test

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	3.3354	69	5.4151	.6519
1	3.4406	69	5.6807	.6839

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1	69	1.000	.000

**Paired Samples Test**

		Paired Differences					
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t
					Lower	Upper	
Pair 1	بعد - قبل	-10.12	2918	3.513E-02	-1.1713	-3.11E-02	-1.830

**Paired Samples Test**

		df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	بعد - قبل	68	.005

**Correlations**

**Correlations**

		بعد	قبل
1	Pearson Correlation	1.000	1.000
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	69	69
2	Pearson Correlation	1.000	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	69	69

## T-Test

Paired Samples Statistics

Pair	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
1 بعد	3.4152	69	5.5319	.6660
1 قبل	3.4161	69	5.5083	.6631

Paired Samples Correlations

Pair	N	Correlation	Sig.
1 بعد و قبل	69	1.000	.000

Paired Samples Test

Pair	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t
				Lower	Upper	
				Paired Differences		
1 بعد - قبل	-1.45E-04	.1293	1.677E-02	-3.36E-02	3.332E-02	-0.019

Paired Samples Test

Pair	df	Sig. (2-tailed)
1 بعد - قبل	68	.993

## Correlations

Correlations

		بعد	قبل
بعد	Pearson Correlation	1.000	1.000*
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	69	69
قبل	Pearson Correlation	1.000*	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	69	69

\*. Correlation is significant at the 0.01 level

## T-Test

Paired Samples Statistics

Pair	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
1 بعد	3.3394	69	5.4151	.6519
1 قبل	3.4106	69	5.6807	.6839

Paired Samples Correlations

Pair	N	Correlation	Sig.
1 بعد و قبل	69	1.000	.000

GET

```
FILE='C:\Users\user\Desktop\اسعار\اسعار\data d.sav'.
DATASET NAME DataSet1 WINDOW=FRONT.
ONEWAY d BY sector
  /STATISTICS DESCRIPTIVES
  /MISSING ANALYSIS
  /POSTHOC=TUKEY ALPHA(0.05).
```

## Oneway

Notes	
Output Created	23-NOV-2012 20:31:13
Comments	
Input	C:\Users\user\Desktop\اسعار\اسعار\data d.sav
Active Dataset	DataSet1
Filter	<none>
Weight	<none>
Split File	<none>
N of Rows in Working Data File	60
Missing Value Handling	User-defined missing values are treated as missing.
Cases Used	Statistics for each analysis are based on cases with no missing data for any variable in the analysis.
Syntax	ONEWAY d BY sector /STATISTICS DESCRIPTIVES /MISSING ANALYSIS /POSTHOC=TUKEY ALPHA(0.05).

## Descriptives

d

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
مال	19	.003742	.0534814	.0122695	-.022035	.027519	-.1857	.0767
خدمه	30	.008413	.0450439	.0082234	-.008406	.025233	-.1711	.0072
صناعي	20	.045745	.0380440	.0085069	.027940	.063550	-.0436	.1491
Total	69	.017948	.0484827	.0058366	-.006301	.024595	-.1857	.1491

**ANOVA**

d

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.022	2	.011	5.271	.003
Within Groups	.130	66	.002		
Total	.150	68			

**Post Hoc Tests**

**Multiple Comparisons**

Dependent Variable

Tukey HSD

(I) sector	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval		
				Lower Bound	Upper Bound	
مال	خدمى	-.0046712	.0133983	.935	-.036793	.027454
	صناعى	-.0420029	.0146397	.015	-.077104	-.006901
خدمى	مال	.0046712	.0133983	.935	-.027454	.018112
	صناعى	-.0373317	.0131917	.017	-.068961	-.005702
صناعى	مال	.0420029	.0146397	.015	.006901	.077104
	خدمى	.0373317	.0131917	.017	.005702	.068961

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

**Homogeneous Subsets**

d

Tukey HSD<sup>a</sup>

sector	N	Subset for alpha = 0.05	
		1	2
مالى	19	.003742	
خدمى	30	.000013	
صناعى	20		.045745
Sig.		.935	1.000

Means for groups in homogeneous subsets are displayed.

- a. Uses Harmonic Mean Sample Size = 22.065.
- b. The group sizes are unequal. The harmonic mean of the group



### ANOVA

d

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.022	2	.011	5.271	.008
Within Groups	.130	66	.002		
Total	.101	68			

### Post Hoc Tests

#### Multiple Comparisons

Dependent Variable

Tukey HSD

(I) sector	J sector	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
مالي	خدمي	-.0046712	.0133983	.935	-.036796	.027454
	صناعي	-.0420029	.0146397	.015	-.077104	-.006901
خدمي	مالي	.0046712	.0133983	.935	-.027454	.016796
	صناعي	-.0373317	.0131917	.017	-.061961	-.005702
صناعي	مالي	.0420029	.0146397	.015	.006901	.077104
	خدمي	.0373317	.0131917	.017	.005702	.068061

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

### Homogeneous Subsets

d

Tukey HSD<sup>a</sup>

sector	N	Subset for alpha = 0.05	
		1	2
مالي	10	.003742	
خدمي	30	.008413	
صناعي	20		.045745
Sig.		.938	1.000

Means for groups in homogeneous subsets are displayed.

a. Uses Harmonic Mean Sample Size = 22.065.

b. The group sizes are unequal. The harmonic mean of the group