



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

دراسة العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لبعض الشركات
المدرجة في سوق عمّان للأوراق المالية
(العقارية – والمصرفية)

رسالة أُعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد:

سمية عدنان المالكي

إشراف الدكتور:

عفيف عبد الكريم صندوق

الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين - جامعة دمشق

1442 هـ - 2020 م

الجمهورية العربية السورية

التصنيف:.....

جامعة دمشق

الموضوع:.....

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

إقرار

أنا الطالبة: سميرة عدنان المالكي – ماجستير علوم مالية ومصرفية.

أصرح بأنّ هذا البحث الذي يحمل عنوان "دراسة العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لبعض الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عقارية ومصرفية" هو من إنجازي، باستثناء ماتمت الإشارة إليه، ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

دمشق في 22 / 11 / 2020

سميرة عدنان المالكي

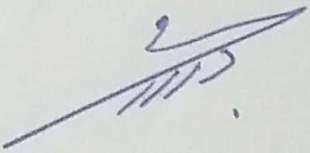
تمّ التدقيق اللغوي لرسالة الماجستير للطالبة سميرة عدنان المالكي، من قبلي أنا الأستاذ بسّام
العلّان (الحاصل على إجازة في اللغة العربية وآدابها - جامعة دمشق، استناداً إلى قرار مجلس
جامعة دمشق رقم /2781/)

بمعنوان:

(دراسة العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لبعض الشركات المدرجة في سوق عمّان المالي
" عقارية ومصرفية ")

الأستاذ بسّام العلّان

2020 /7 /23

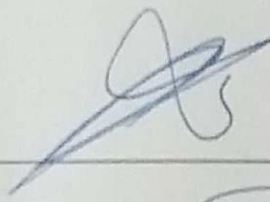
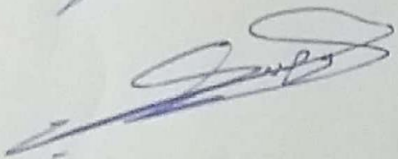
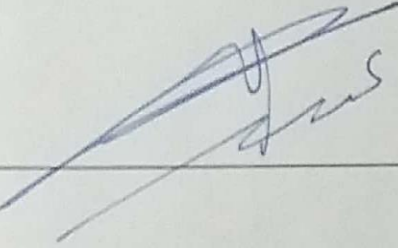


لجنة الحكم على الرسالة

رسالة ماجستير بعنوان: دراسة العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لبعض الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (العقارية - المصرفية).

إعداد الطالبة: سميرة عدنان المالكي

نوقشت هذه الرسالة علنياً وأجيزت يوم الأربعاء الواقع في ٢٠٢٠/٩/٣٠ من قبل السادة أعضاء لجنة الحكم التالية أسماؤهم:

	عضواً	الأستاذ الدكتور علي كنعان
	عضواً	الدكتور مطيع الشلبي
	عضواً مشرفاً	الدكتور عفيف صندوق

تم إجراء التعديلات المطلوبة، وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية.

((قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ))

(البقرة - 32)

صدق الله العظيم

يقولُ العماد الأصفهاني في بعض ما كتبه.. "إني رأيتُ الله لا يكتبُ إنسانٌ كتاباً في لوحه إلا قال في غده لوغير هذا لكان أحسن، ولو زيدَ كذا لكان يُستحسن، ولو قُدِّمَ هذا لكان أفضل، ولو تُركَ هذا لكان أجمل، وهذا من أعظم العبر، وهو دليلٌ على استيلاء النقص على جملة البشر..."



إلى معلمي الأول، إلى من أضاء لي الطريق، إلى أعلى من نظرت إليه عيناى، كل ما أقدم وأقدمه بفضلك أنت، أقدم لك
وكلي خجلٌ هذا الإنجاز...
والدي

إلى من تحمّلت الآلام والصعاب حتى أبصرت عيناى النور، إلى الحب الذي لا يتبدل ولا يتغير، إلى الظل الذي آوى إليه،
إلى من كلماتها دليلي وسراجي المنير، إلى من رافقتي دعائها فكان سرّ نجاحي وتفوقي...
والدتي رغداء

إلى من هم قطعةٌ من أبي وأمي وهديّةُ الله الدائمة لي، كنزي الذي لا يعوض بثنى، إلى من هم حولي في كل الأوقات
والأزمات، إلى من هم أمني وأمانى...
أخي وأخواتي

إلى رفيقة الدرب ومقاعد الدراسة، التي ما مجلت يوماً بإسداء النصيحة وكانت الملجأ الأمن عند كل عقبة وقفت في
طريقي
صديقتي لبانة بدوي

إلى من رد الجميل بأجمل، وقدم كل الدعم والمساعدة الممكنة حتى وصلت إلى هذه اللحظة

الأخ والصديق سليمان شعبان

إلى كل طالب علم وباحث أهديهم هذا العمل.....



الحمد لله رب العالمين حمداً كثيراً طيباً مباركاً كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه وأفضل الصلاة وأتمّ التسليم على أشرف الخلق وخاتم المرسلين سيدنا محمد عليه أفضل الصلوات والتسليم وهو القائل في حديث صحيح ((من صنع إليكم معروفاً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئوه به فادعوا له حتّى تروا أنّكم قد كافأتموه)) لذلك في نهاية الطريق لبدء طريق جديد، أتقدم بأسمى آيات الشكر والتقدير لكل أساتذتي في كلية الاقتصاد على ماقدموه وبذلوه من جهدٍ طيلة هذه السنوات، وأخصّ بالذكر أستاذي الفاضل المشرف على هذه الرسالة السيد الدكتور عفيف صندوق الذي كان له الفضل بعد الله عز وجل أن وصلتُ إلى هنا والذي لم يتوانى للحظةٍ عن تقديم النصيحة والمشورة والمساعدة ولولا إرشاده وملاحظاته القيّمة لما أبصر هذا العمل النور. كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة الحكم وهما:

الأستاذ الدكتور علي كنعان

والأستاذ المساعد الدكتور مطيع الشلبي

على تفضلهما بقراءة هذه الرسالة، وتقديم ملاحظاتهم القيّمة التي ساهمت في إثراء هذه الرسالة بلمساتهما وخبراتهم العلمية المشرّفة.

والله من وراء القصد،،،،

الباحثة

ملخص البحث

إنَّ الغايةَ من هذه الدراسة هو التعرف إلى أثر بعضٍ من مؤشرات الأداء المالي على نسبة توزيع الأرباح، هذه المؤشرات هي (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، الربح التشغيلي، المديونية، وحجم الشركة مُقاساً بقيمة الموجودات)، وذلك للشركات المدرجة في بورصة عمَّان وهي الشركات المصرفية والعقارية وبيان الفروقات والاختلاف بين توزيع الأرباح والأداء المالي لكليهما.

شملت عينة الدراسة المصارف المدرجة في السوق وهي (15) مصرف و(33) شركة عقارية، تمَّ جمع البيانات من التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات خلال الفترة الزمنية (2012-2018). ولتحقيق أهداف الدراسة تمَّ استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية من بينها نموذج المربعات الصغرى المعمم GLS لاختبار الفرضيات من خلال الاعتماد على برنامج (EViews 10) واختبار (T-Test) لدراسة الفروق بين القطاعين بالاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي SPSS .

أثبتت الدراسة وجود أثرٍ سلبيٍّ ذو دلالة إحصائية بين كل من العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية ونسبة توزيع الأرباح. كما توصَّلت الدراسة إلى أنَّ توزيع الأرباح لا يتأثر بقيمة الربح التشغيلي، وحجم الأصول ومُعَدَّل المديونية، وأمَّا من ناحية الشركات العقارية فقد خلُصت النتائج إلى عدم وجود أي علاقة إحصائية دالة بين توزيع الأرباح والأداء المالي. كما توصَّلت الدراسة إلى أنَّه لا يوجد فروق معنوية بين توزيع الأرباح والعائد على الموجودات بين المصارف والشركات العقارية، في حين أنَّه يوجد فروق معنوية بين كلٍّ من (العائد على حقوق الملكية، الربح التشغيلي، المديونية، وأخيراً موجودات الشركة) لصالح المصارف على حساب الشركات العقارية. وقَدَّمت الدراسة عدداً من المقترحات منها مثلاً أنَّه يمكن لإدارة سوق عمَّان المالي إصدار تشريع يُلزم الشركات المحققة للأرباح بتوزيع نسبة لا تقلُّ عن 50% من أرباحها على مساهميها، كما واقترحت الدراسة على المساهمين ألاَّ يكتفوا بكمية ونسبة الأرباح الموزعة فقط وإنَّما دراسة نسب أخرى تتعلق بالأداء المالي عند الرغبة في الاستثمار بقطاعٍ على حساب قطاعٍ آخر.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
و	الإهداء
ز	شكر خاص
ح	ملخص البحث
ط	فهرس المحتويات
م	فهرس الملحق
	الفصل الأول – الإطار العام للبحث
1	1-1- مقدمة
2	2-1 مشكلة البحث
3	3-1 أهداف البحث
3	4-1 أهمية البحث
4	5-1 الدراسات السابقة
12	6-1 ما يميز هذه الدراسة عن بقية الدراسات السابقة
13	7-1 منهج البحث
13	8-1 حدود البحث الزمانية والمكانية
14	9-1 مجتمع وعينة البحث
15	10-1 فرضيات البحث
15	11-1 محدّدات البحث
	الفصل الثاني - سياسات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة
18	مفهوم سياسة توزيع الأرباح
	2-1 المبحث الأول: نظريات توزيع الأرباح
21	2-1-1 نظرية حيادية توزيع الأرباح أو اللاعلاقة للتوزيعات بقيمة الشركة
23	2-1-2 نظرية عصفور باليد أو نظرية تفضيل توزيعات الأرباح
24	3-1-2 نظرية التفضيل الضريبي
26	4-1-2 نظرية الإشارة (أثر محتوى المعلومات على المستثمرين)
27	5-1-2 نظرية المنظمة (نظرية الوكالة)

28	2-1-6 نظرية أثر العميل
29	2-1-7 نظرية الفائض من التوزيعات
30	2-1-8 نظرية دورة حياة الشركة
31	2-1-9 الخلاصة
	2-2 المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
36	2-2-1 عائد الفرص الاستثمارية
36	2-2-2 تفضيلات المساهمين الحاليين
37	2-2-3 القيود القانونية الخاصة بالحفاظ على مستوى رأس المال
37	2-2-4 الضرائب على دخل المنظمة
37	2-2-5 الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح
37	2-2-6 تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة التوزيعات النقدية
38	2-2-7 توافر السيولة
38	2-2-8 الرغبة في السيطرة
38	2-2-9 تكلفة المعاملات المالية
39	2-2-10 الاعتبارات المتعلقة بالسوق
39	2-2-11 الشروط والاعتبارات التعاقدية
39	2-2-12 القيود الداخلية
40	2-2-13 عمر الشركة وحجمها
	2-3 المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح
45	2-3-1 سياسة تعتمد نسبة مقسوم ثابتة
46	2-3-2 سياسة توزيع مبلغ ثابت من الأرباح سنوياً
47	2-3-3 سياسة استقرار التوزيعات
48	2-3-4 سياسة التوزيع المنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف الشركة
48	2-3-5 سياسات التوزيعات المبنية على الفائض المتبقي من الأرباح
49	2-3-6 سياسة توزيع إجمالي الأرباح
50	2-3-7 سياسة عدم توزيع الأرباح
50	2-3-8 سياسة غياب التوزيعات بالكامل
52	خلاصة الفصل الثاني

	الفصل الثالث - الإطار النظري للأداء المالي للشركات المساهمة
	3-1 المبحث الأول: مفهوم الأداء المالي
54	مقدمة
54	3-1-1 تعريف الأداء المالي
56	3-1-2 أهمية الأداء المالي
56	3-1-3 أهداف الأداء المالي
57	3-1-4 العوامل المؤثرة على الأداء المالي
57	3-1-4-1 الهيكل التنظيمي
58	3-1-4-2 المناخ التنظيمي
58	3-1-4-3 المديونية
58	3-1-4-4 السيولة
59	3-1-4-5 حجم الشركة
59	3-1-4-6 عمر الشركة
59	3-1-4-7 التكنولوجيا
59	3-1-4-8 إنتاجية الشركة
60	3-1-4-9 نسبة التداول
	3-2 المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي
61	تمهيد
61	3-2-1 مفهوم تقييم الأداء المالي
63	3-2-2 أهم الجوانب التي يتعرض لها تقييم الأداء المالي
63	3-2-3 أهداف تقييم الأداء المالي
64	3-2-4 مصادر معلومات تقييم الأداء المالي
64	3-2-4-1 الفرع الأول: المصادر الخارجية
65	3-2-4-2 الفرع الثاني: المصادر الداخلية
66	3-2-5 أسس استخدام النسب في تقييم الأداء المالي
67	3-2-6 معايير قياس الأداء المالي
72	3-2-7 أبرز خصائص النسب المعيارية للأداء المالي
73	3-2-8 مراحل تقييم الأداء المالي

73	3-2-9 ركائز تقييم الأداء المالي
75	3-2-10 مقوّمات الأداء المالي الجيد
76	3-2-11 صعوبات تقييم الأداء المالي
77	خلاصة الفصل الثالث
	الفصل الرابع - الدراسة التطبيقية
	4-1 المبحث الأول: واقع الاقتصاد الأردني
79	تمهيد
79	4-1-1 لمحة عامة حول أهم مؤشرات الاقتصاد الأردني
80	4-1-1-1 الناتج المحلي الإجمالي
80	4-1-1-2 الدين العام
81	4-1-1-4 الميزان التجاري
81	4-1-1-5 المستوى العام للأسعار والتضخم
82	4-1-1-6 البطالة وسوق العمل
83	4-1-2 مجتمع وعينة الدراسة
83	4-1-2-1 تقديم مجتمع الدراسة: بورصة عمّان للأوراق المالية
83	4-1-2-1-1 نشأة بورصة عمّان
84	4-1-2-1-2 هيكل سوق عمّان الثانوي للأوراق المالية
85	4-1-2-1-3 أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة
85	4-1-2-1-4 مؤشر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمّان
87	4-1-2-5 التوزيع القطاعي في بورصة عمّان
88	4-2-1-2 تعريف بعينة الدراسة
89	4-2-2-1 البنوك الأردنية
90	4-2-2-2 الشركات العقارية الأردنية
	4-2 المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية
91	4-2-2 الأدوات القياسية المستخدمة في الدراسة
94	4-2-3 الإحصائيات الوصفية لبيانات المصارف
98	4-2-4 الإحصائيات الوصفية لبيانات الشركات العقارية
102	4-3 المبحث الثالث: اختبار الفرضيات والنتائج الإحصائية

108	4-4 المبحث الرابع: دراسة مقارنة لتوزيع الأرباح والأداء المالي بين المصارف والشركات العقارية
110	نتائج البحث
112	مقترحات البحث
113	أبحاث مستقبلية
114	المراجع
123	الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	الملحق	الصفحة
1	اختيار نموذج الانحدار التجميعي المناسب لتحليل البيانات Panel Data	123
2	اختبار نموذج التأثيرات الثابتة لعينة المصارف	124
3	اختبار نموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف	125
4	اختبار العلاقة بين العائد على الموجودات وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف	126
5	اختبار العلاقة بين العائد على الملكية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف	127
6	اختبار العلاقة بين مُعدّل المديونية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف	128
7	اختبار العلاقة بين الربح التشغيلي وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف	129
8	اختبار العلاقة بين إجمالي الموجودات وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف	130
9	الاختبارات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات المصرفية	131
10	اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحليل البيانات المتعلقة بالمصارف	131
11	اختبارات جذر الوحدة لعينة الشركات العقارية	132
12	نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والعشوائية لبيانات المصارف	133
13	اختبارات جذر الوحدة لعينة الشركات المصرفية	134
14	اختبار نموذج التأثيرات العشوائية لعينة الشركات العقارية	135
15	اختبار العلاقة بين المديونية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في الشركات العقارية	136
16	اختبار العلاقة بين الربح التشغيلي وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في الشركات العقارية	137
17	اختبار العلاقة بين العائد على الأصول وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في الشركات العقارية	138

139	اختبار العلاقة بين العائد على الملكية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في الشركات العقارية	18
140	اختبار العلاقة بين إجمالي الموجودات وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية للشركات العقارية	19
141	اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحليل البيانات المتعلقة بالشركات العقارية	20
141	اختبار نموذج التأثيرات العشوائية للشركات العقارية	21
142	اختبار الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات العقارية	22
142	حساب المتوسطات والانحرافات لكل من المصارف والشركات العقارية	23
143	اختبار الفروقات بين الأداء المالي وتوزيع الأرباح للمصارف والشركات العقارية	24

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

The General Framework of the Research

- مُقدّمة.
- مشكلة البحث.
- أهداف البحث.
- أهمية البحث.
- الدراسات التاريخية.
- منهج البحث.
- حدود البحث الزمانيّة والمكانيّة.
- مجتمع الدراسة وعيّنة البحث.
- فرضيات البحث.

1-مقدمة:

تُعَدُّ سياسة توزيع الأرباح واحدةً من القرارات الاستراتيجية التي تتخذها الشركة وذات أهمية بالغة، لكونها تهمُّ كلاً من المستثمرين والشركة على حدٍّ سواء، إذ إنَّ المستثمر يتوقع عائداً مُعْرياً جِزْءاً استثمار أمواله في الشركة، والتي يتمُّ إدارتها من قبل مُديرين على مستوى من الكفاءة وعلى دراية أفضل بحالة الشركة ومتطلباتها. أمّا الشركة فتعملُ على الاستفادة من الأرباح المُحقَّقة واستغلالها في تمويل مشاريعها ولأغراض التوسُّع والنُّمو، كون الأرباح المُحتجزة لا تتطلب معاملات وتكاليف كثيرة وتدخل من الأطراف الخارجية، وفي الوقت ذاته تُعدُّ الأرباح المُحتجزة من أهمِّ مصادر التمويل الداخلي وفقاً لنظرية الالتقاط (Pecking Order Theory) التي تعتبر بأنَّ الأموال الداخلية أو الأرباح المُحتجزة هي واحدةٌ من أهمِّ مصادر التمويل التي يتمُّ الاعتماد عليها، يأتي في المرتبة الثانية الاعتماد على الديون وأخيراً التمويل الناتج من إصدار أسهم جديدة. لذا كان تحديد نسب توزيع الأرباح موضوعَ اهتمامٍ ومثاراً للجدل عند العديد من الباحثين في القضايا المالية، إذ يوجد فريقٌ من الباحثين يفترضُ أنَّ سياسة توزيع الأرباح لا يوجدُ لها تأثيرٌ على أسعار الأسهم وإنَّما سياسة التمويل هي من يُحدد ذلك، في حين يعتبر فريقٌ آخر أنَّ الزيادة في قيمة الأرباح الموزعة يزيد من قيمة الشركة، لأنَّ هذه الأرباح تَحْمِلُ للمساهمين معلوماتٍ إيجابية عن مستقبل الشركة، وإلى الآن لا توجد سياسة توزيع أرباح مثالية تمَّ تأطيرها والاتفاق عليها بالإجماع بسبب هذه الطبيعة المُحيرة لسياسة توزيع الأرباح.

أمّا فيما يخصُّ العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي للشركا فقد نال اهتمام المختصين في هذا المجال، حيث توكِّد الدراسات أنَّ زيادة الأرباح المستقبلية للشركات ترتبط بنسبة توزيعات أرباح عالية، فكلَّما كانت التوزيعات الحالية مرتفعةً، كان هناك توقُّع بأنَّ تكون الإيرادات المستقبلية المتوقعة أسرع وأفضل والعكس صحيح إذا كانت التوزيعات مُنخفضة، لأنَّ ذلك يعطي انطباعاً بقدرة الشركات على توليد أرباحٍ مستقبليةٍ تدعم المركز المالي لها.

إنَّ الهدفَ من توزيع الأرباح هو تعظيم ثروة المُساهمين في الشركة؛ بحصولهم على عائد ماليٍّ مرتفعٍ مكافأةً لهم على استثمارهم وثقتهم، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة في السوق المالي.

لذلك يعدُّ الاختيار الناجح لسياسة توزيع ملائمةٍ لطبيعة عمل الشركة وإيراداتها واستثماراتها هو واحدٌ من المعايير والمؤشرات لتقييم أداء عمل الشركات، وبالتالي من المتوقع أن توجد علاقة قوية بين الأداء المالي وتوزيع الأرباح، فكلَّما تحسَّن أداء الشركة زادت أرباحها وأثر ذلك إيجابياً في المُساهمين الحاليين والمُرتقبين، وبالمقابل إذا انخفض الأداء المالي وتراجعت الأرباح أدَّى ذلك إلى نقصان حصَّة المُساهمين في التوزيع وتراجعت قيمة السهم في البورصة.

إذا فالأداء المالي موضوع أساسي على إدارة الشركة تحسينه وتطويره لكي تزيد من أرباحها بما ينعكس بصورة توزيعات على المساهمين ويرفع من قيمة الشركة في السوق المالي.

2-1 مشكلة البحث: Research Problem

إن موضوع دراسة توزيع الأرباح لا يزال مجالاً مفتوحاً للعديد من الدراسات في العلوم المالية منذ منتصف القرن العشرين. إذ كانت هناك محاولات عديدة لحل القضايا المتعلقة بهذا المجال وإيجاد نظريات ونماذج تساعد على تفسير سلوك ومنهجية الشركات فيما يخص توزيعها للأرباح أو احتجازها. وتتوَّعت هذه النظريات وذهبت في عدة اتجاهات: اتجاه يرى عدم وجود علاقة بين توزيع الأرباح وقيمة الشركة مثل: نظرية الحياض ونظرية الفائض، واتجاه آخر يرى بتأثير توزيعات الأرباح إيجاباً على القيمة السوقية للشركة مثل نظرية عصفور باليد، أما الاتجاه الثالث يرى التأثير السلبي لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة مثل: نظرية التفضيل الضريبي.

كل هذه النظريات تدرس الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح باعتماد كل منها على فرضيات تسمح بتبرير موقفها، وإلى اليوم لا يوجد قولٌ جازمٌ بمدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة. أمام كل هذا الجدل وعدم التشابه في وجهات النظر، وحيث إن سياسة توزيع الأرباح يمكن مناقشتها وتحليل علاقتها وأثرها وتأثيرها بعدة أمور، سواءً من ناحية سعر السهم أو التشريعات الضريبية أو السلوك التمويلي أو سيولة الشركة أو الحوكمة أو... إلخ، وبسبب وجود ثغرة في مجال مناقشة علاقة الأداء المالي للشركات وتأثيره على سياسة توزيع الأرباح، ومدى التشابه و/أو الاختلاف بين قطاع وآخر في سياسة توزيع أرباحه وأدائه المالي، كان الدافع موجوداً للبحث في هذا الموضوع الذي يعدّ الباب مازال مفتوحاً للنقاش فيه، وللوقوف أيضاً على طبيعة السوق والمساهمين الموجودة في الدول النامية في بلدٍ مثل: الأردن.

لذلك تتلخص مشكلة البحث الأساسية بالسؤال الآتي :

هل هناك تأثير للأداء المالي على توزيع الأرباح للشركات المساهمة في سوق عمان للأوراق المالية؟

يتفرع من هذا السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية الآتية:

- ماهي درجة واتجاه تأثير الأداء المالي على توزيع الأرباح على الشركات المصرفية المدرجة في سوق عمان؟
- ماهي درجة واتجاه تأثير الأداء المالي على توزيع الأرباح على الشركات العقارية المدرجة في سوق عمان؟
- هل توجد فروقات في توزيع الأرباح والأداء المالي بين المصارف والشركات العقارية؟

3-1 أهداف البحث: Research Objectives

- 1- التعرف إلى النظريات المتعلقة بموضوع توزيع الأرباح، وأنواع سياسات توزيع الأرباح وأشكال التوزيع وأهم العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار توزيع الأرباح؛
- 2- التعرف لمفهوم الأداء، وأنواع الأداء المختلفة وعلاقتها بالأداء المالي، وخصائص الأداء المالي وأهدافه وأهميته والعوامل المؤثرة عليه وكيفية تقييم الأداء المالي؛
- 3- كما يهدف هذا البحث إلى اختبار وتحديد أثر العلاقة بين الأداء المالي وتوزيع الأرباح في كلٍّ من المصارف والشركات العقارية؛
- 4- وأخيراً يهدف هذا البحث إلى عمل مقارنة بين قطاعين مختلفين (المصارف والعقارات) من ناحية الأداء المالي وتوزيع الأرباح لكليهما لمعرفة مدى التشابه والاختلاف بينهما.

4-1 أهمية البحث: Value of the Study

هذا البحث هو تكملة لما تمّ مناقشته وتداوله من أبحاث سابقة بين المختصين في العلوم المالية، وسيفتح الباب للمزيد من النقاش بين توزيع الأرباح والأداء المالي، حيث يمكن الاستفادة من هذا البحث كمرجع علمي من قبل الأكاديميين والمحليلين الماليين في إجراء دراسات مستقبلية في المجال نفسه، أمّا على صعيد فوائد البحث العملية فإنّ من شأنه أن يساعد مجالس إدارة الشركات والمديرين التنفيذيين عند التخطيط واتخاذ القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح على المستثمرين أو احتجازها استناداً إلى دراسة علمية. أي أنّ هذا البحث سيساعد الإدارة وصانعي السياسات في صياغة سياسة توزيع الأرباح التي تُناسب السوق الأردنية. كذلك يمكن استخدام نتائج البحث وتحليلاته في تطوير سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الفهم الصحيح لسياسة توزيع الأرباح.

كما أنّ هذا البحث مُوجَّهٌ للمستثمرين لمساعدتهم على فهم السياسات التي تنتهجها الشركات عند اتخاذها للقرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وتأثير الأداء المالي في ذلك حتّى تكون استثماراتهم تقع ضمن الاستثمارات الرشيدة والعقلانية، وحتّى يتمكنوا من اتخاذ قراراتهم بالحصول على إيرادات حالية أو تجميعها لتكون توزيعات مستقبلية.

5-1 الدراسات السابقة : Literature Review

❖ الدراسات العربية

أولاً: دراسة (شراب، 2006) بعنوان: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية¹.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر كلّ من صافي الأرباح والأرباح النقدية المؤرّعة، الأرباح المحتجزة، الأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في سوق فلسطين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تُحقّق أرباحاً. ويتضمن مُجتمع البحث جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (28) شركة، وتمّ استخدام أسلوب المسح الشامل، وغطّى هذا البحث الفترة الزمنية من سنة 1997 وحتّى نهاية سنة 2005. كما تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي الرقمي حيث إنّهُ يعدُّ من المناهج المستخدمة في دراسة الظواهر الاجتماعية والإنسانية في حال وجود معرفة مُسبقة ومعلومات كافية عن الموضوع. استُخدم في هذا البحث نموذج الانحدار المتعدّد حيث تمّ قياس تأثير كلّ مُتغيّر مستقلّ على المتغيّرات التابعة (سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق). وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج كان أهمّها: أنّ نصيب السهم من الأرباح يُؤثّر في سعر السهم السوقي، وأنّ تأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية المؤرّعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلّ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له .

¹ شراب، صباح. (2006) أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

ثانياً: دراسة (البطينة، 2007) بعنوان: أثر سياسات توزيعات الأرباح على حجم تداول أسهم الشركات الخدمية في بورصة عمّان¹.

اهتمّت هذه الدراسة بمعرفة وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وحجم التداول لأسهم الشركات الخدمية ولتحقيق هدف الدراسة تمّ اختيار 72 شركة خدمية مُدرجة في بورصة عمّان للفترة المالية من (2000-2007) تمّ تحليل بيانات هذه الشركة باستخدام نموذج الانحدار المتعدّد. بعد تحليل النتائج تبين وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين حجم التداول والأرباح المُوزعة في الشركات الخدمية، كما كشف التحليل وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين حجم التداول والأرباح المُحتجزة للشركات نفسها. وأوصت الدراسة بضرورة أن تُراعي الشركات سلوك المساهمين والمستثمرين كي تكون أكثر قدرة على ضبط الأمور التي تنثير اهتمامهم وقراراتهم.

ثالثاً: دراسة (د. حسين، 2008) بعنوان: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة².

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح كيفية اتخاذ القرار المتعلّق بتوزيع الأرباح من قبل الإدارات المعنية في الشركات المساهمة. تتكون عيّنة الدراسة من (15) شركة مساهمة مُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تمّ اختيارها من مختلف القطاعات، حيث قام الباحث بتوزيع (60) استمارة على المسؤولين الإداريين والماليين في الشركات، وتبين من خلال تحليل استمارات الاستبيان المُوزعة على المديرين ما يلي: إنّ السيوّلة لها تأثيرٌ مهمٌ ومباشرٌ في اتخاذ قرار توزيع الأرباح، وكلّما زادت الديون على الشركة قلت نسبة الأرباح المُوزعة، وأنّ مُعدّلات الأرباح المُوزعة على المساهمين تزداد كلّما زادت السيوّلة لدى الشركات، كما أنّ الشركات يجب أن لا تحتفظ بجزءٍ من أرباحها الحالية من أجل توزيعها في حالة انخفاض الأرباح، كما بيّنت النتائج أنّ نسبة الأرباح المُوزعة تقلّ في الشركات التي تعتمد البيع الآجل، وبعض المساهمين يعتمدون على الأرباح المُوزعة بشكل دوري كمصدر دخل لهم، وتبين أنّ المساهمين يفضلون توزيع الأرباح بشكل دوريّ لتخفيف الضريبة عنهم، بالإضافة إلى أنّ المساهمين ذوي الحصص الصغيرة يفضلون توزيع الأرباح، كما أنّ المساهمين ذوي الحصص الكبيرة يُفضّلون الخيار نفسه. في حالة ثبات مُعدّل ربح الشركة فإنّ ذلك يشجعها على توزيع نسبة مُرتفعة من هذه الأرباح، أمّا في حالة وجود فرص استثمارية فإنّ الشركة تُفضّل استبقاء الأرباح بدلاً من توزيعها، وكلّما ازداد مُعدّل الربح الذي تُحقّقه الشركة كلّما ازدادت نسبة استبقاء الأرباح. أمّا في حالة عدم

¹ البطينة، تهاني. (2007) أثر سياسات توزيع الأرباح على حجم تداول أسهم الشركات الخدمية في بورصة عمّان. رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، عمّان.

² حسين، هاشم. (2008، أيار) العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المُساهمة. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (17)، 230-209.

الحاجة إلى التوسع تُفضّل الشركة توزيع الأرباح على استيفائها، وإذا كانت لدى الشركة اقتراحات استثمارية فإنّ مُعدّل العائد المتوقع منها يزيد على مُعدّل العائد المطلوب، فعلى الشركة احتجاز ما تحتاجه. وأخيراً فإنّ إصدار الأسهم العادية لتمويل الخطط الاستثمارية، يعدّ ملائماً في الشركات الصغيرة حسب نتائج هذه الدراسة.

رابعاً: دراسة (زواويد، 2012) بعنوان: تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة¹.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة بسوق (دبي)، حيث شملت هذه الدراسة (6) مؤسسات مدرجة في سوق (دبي) المالي موزعة على أربعة قطاعات (العقارات، الخدمات المالية، النقل والاتصالات) خلال عامي 2009 و 2011 بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

توصّلت الدراسة إلى أنّ كفاءة سوق (دبي) المالي كان حجر الأساس في نجاح هذه الدراسة، وأنّ لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة السهم السوقية، وبالتالي على الرفع في رأس المال ومنه التأثير على السلوك التمويلي للمؤسسة، وأنّ التغيّر في التوزيعات يُعدّ أحد المؤشرات المهمة التي تتعلق بمستقبل المؤسسة وربحياتها.

خامساً: دراسة (حفصي، 2016) بعنوان: دراسة وتحليل سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي في الفترة بين 2011-2014.²

سعت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المُسجّرة في البورصة، شملت عينة الدراسة 30 مؤسسة مدرجة في سوق دبي المالي تنتمي لمختلف قطاعات اقتصاد إمارة دبي خلال الفترة الممتدة ما بين 2011-2014، اعتبرت الدراسة أن المتغير التابع يتمثّل في السعر السوقي للسهم، وأمّا المتغيرات المستقلة فكانت ثلاث متغيرات وهي: نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، نصيب السهم من صافي الربح، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة. تم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وباستعمال طريقة مقدرات انحدار الحرف العادية.

كشفت نتائج اختبار الانحدار المتعدد عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثّلة في (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم) وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي

¹ زواويد، لزاهري. (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة. الجزائر.

² حفصي، رشيد. (2016). دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي في الفترة بين 2011-2014. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، (2)، ص 39-52.

المالي، بينما لا يوجد تأثير لسياسة الأرباح المحتجزة على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، وأرجحت الدراسة السبب إلى تفضيل المساهمين للأرباح النقدية الموزعة عوضاً عن الأرباح المحتجزة، وبالتالي أغلب المؤسسات تقوم بعلميات توزيع أرباح في بورصة دبي.

سادساً: دراسة (شروقي، 2018) بعنوان: محدّدات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية.¹

هدفت هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر بعض العوامل على قرار توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية العمومية والخاصة. تكوّنت عيّنة الدراسة من خمسة بنوك حكومية وسبعة بنوك خاصّة، خلال الفترة من (2009-2014)، البيانات المُستعملة تمّ استخراجها من القوائم المالية للبنوك، وتمّ الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية لمعرفة أثر كلّ من حجم البنك، الربحية، النمو في الاستثمارات، السيولة، المخاطر، الملكية الأجنبية، الأرباح الموزعة في السنة الماضية على سياسة توزيع الأرباح. توصّلت نتائج الدراسة إلى أنّه لا يوجد أيُّ تأثيرٍ للربحية، السيولة، النمو والمخاطر على قرار توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية، وكلّما كان حجم البنك أكبر كلّما انعكس ذلك بالإيجاب على قرار توزيع الأرباح، والمستثمرون الأجانب يرغبون في توزيعات الأرباح كي لا يتمّ توظيفها في استثمارات ومشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة، كما بيّنت الدراسة أنّ سياسة توزيع الأرباح ترتبط بتوزيعات السنوات السابقة، كون غالبية المساهمين يُفضّلون استقرار سياسة توزيع الأرباح في المدى القصير والمتوسط.

سابعاً: دراسة (الطائي والعاني، 2018) بعنوان: تأثير سياسة التوزيعات على جودة الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.²

هدف البحث إلى بيان تأثير سياسة التوزيعات على جودة الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، تمّ استخدام نموذج ميلر لقياس جودة الأرباح في الشركات المساهمة العراقية باستعمال الاستحقاقات الاختيارية قصيرة الأجل، كما تمّ قياس تأثير سياسة التوزيعات على جودة الأرباح من خلال تنظيم استمارة استبانة وزعت على عينة من العاملين في حسابات الشركات المساهمة، بلغ عدد الاستثمارات الموزعة (82) استمارة، تمّ بيان أثر المتغيرات من خلال استخدام النماذج الإحصائية بطريقة المربعات الصغرى ونموذج الانحدار الخطي، بعد اختبار الفرضيات تمّ التوصل إلى عدد من الاستنتاجات، تمثّلت بوجود مستوى مقبول من جودة الأرباح في الكشوفات المالية الصادرة عن الشركات المساهمة، فضلاً عن وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين سياسة التوزيعات وجودة الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وقدم البحث عدداً من المقترحات منها مثلاً: ضرورة حث الشركات المساهمة

¹ شروقي، زين الدين. (2018)، حزيران) محدّدات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية. مجلة نماء للاقتصاد والتجارة (3)، 153-171.

² الطائي، بشرى. العاني، حافظ. (2018). تأثير سياسة التوزيعات على جودة الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 24(104)، ص502-473.

المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باتباع سياسة توزيعات ثابتة، وأن تحافظ على مستويات توزيع مستقرة من الأرباح وبمواعيد منتظمة لتجنب حدوث آثار سلبية على أسعار الأسهم في السوق المالي.

الدراسات الأجنبية

أولاً: دراسة (Myers & Bacon, 2004) بعنوان محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات¹.

The Determinants of Corporate Dividend Policy

اهتمت هذه الدراسة بتحليل عينة مكونة من (483) شركة من أصل الشركات المدرجة في سوق (NASDAQ) الأمريكية من خلال دراسة مجموعة من المتغيرات المالية المحددة باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، حيث اعتبرت أن نسبة توزيع الأرباح هي عامل تابع، والذي يمثل القرار المتعلق بسياسة توزيع الأرباح، أما بقية المتغيرات فهي عوامل مستقلة وهي نسبة سعر السهم إلى الأرباح، نسبة الديون إلى حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة الملكية الداخلية، نسبة الملكية المؤسسية، وأخيراً معدل النمو المقدّر للشركة خلال خمس سنوات بالنسبة للسهم وللمبيعات. وكما هو متوقع من قبل الباحثين فقد ظهر أن العلاقة إيجابية بين نسبة سعر السهم إلى الأرباح ونسبة توزيع الأرباح، وأن العلاقة إيجابية بين نسبة المديونية ونسبة التوزيع، بينما ظهرت علاقة سلبية بين الملكية الداخلية للأسهم من قبل الشركة ونسب توزيع الأرباح، حيث تبين من الدراسة أنه كلما زادت ملكية الأسهم من قبل أصحاب الشركة نفسها، كلما قلت نسبة توزيع الأرباح واتجهت النقود لغايات التوسع والنمو أو على شكل تعويضات مالية لمديري الشركة. وبيّنت الدراسة أن الشركات المأخوذة كعينة تعمل جاهدة لبناء علاقات جيدة مع المستثمرين من خلال التوزيعات الجيدة للأرباح، إذ إن شركات العينة تقوم بزيادة ديونها مقابل أن تغطي الزيادة في الأرباح من أجل تحسين سمعتها لدى المستثمرين عندها.

¹ Myers, Melissa; Bacon, Frank. (2004) The Determinants of Corporate Dividend Policy. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 8(3), 17-28.

ثانياً: دراسة (2012, Gul & others) بعنوان العلاقة بين سياسة الأرباح وبين حقوق المساهمين (أدلة من الباكستان)¹

The Relationship between Dividend Policy and Shareholder's Wealth (Evidence from Pakistan)

تمّ تطبيق هذه الدراسة على 75 شركة مدرجة في سوق (كراتشي) المالي لفترة زمنية من (2005-2010) باستخدام نموذج الانحدار المتعدد والانحدار التدريجي. تمّ استخدام ثروة المساهمين كمتغير تابع يُقاس بالسعر السوقي لكلّ سهم، أمّا المتغيرات المُفسّرة لسياسة الأرباح فكانت ربحية كلّ سهم، السعر السوقي للسهم مُقسّم على ربحية السهم، الأرباح المُحتجزة، والقيمة السوقيّة لحقوق الملكية. أظهرت نتائج الدراسة أنّ الاختلاف بين مُتوسّط القيمة السوقيّة مقارنةً مع القيمة الدفترية لحقوق الملكية له دلالة إحصائية كبيرة بين الشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح والشركات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح، كما بيّنت النتائج أنّ الأرباح المُحتجزة ليس لها تأثير على القيمة السوقيّة لحقوق الملكية، وأنّ القيمة السوقيّة لحقوق الملكية أظهرت تأثيراً واضحاً على السعر السوقي لكلّ سهم؛ وبالمُحصّلة فإنّ سياسة توزيع الأرباح لها تأثيرٌ ذو دلالة إحصائية في تعظيم ثروة المساهمين حسب ما أظهرت النتائج.

ثالثاً: دراسة (2013. ADA) بعنوان: العلاقة بين إجراءات حوكمة الشركات وتوزيع الأرباح في البنوك التجارية في كينيا.²

The Relationship between Corporate Governance Practices & Dividend Payout of Commercial Banks in Kenya

بيّنت نتائج هذه الدراسة أنّ نسبة 72,7% من توزيع الأرباح يمكن تفسيرها من خلال الإجراءات المُتّبعة لحوكمة الشركات، حيث تمّ الأخذ بعين الاعتبار أنّ المتغيرات الآتية هي متغيرات مُستقلة ضمن بند الحوكمة، وهي حجم مجلس الإدارة، ومُكوّنات مجلس الإدارة، والمديونية، والتداول من الداخل أو بمعنى آخر التداول بالأسهم على أساس معلومات من الداخل، وأخيراً الفصل بين الملكية والإدارة. والمتغير التابع هو توزيع الأرباح. وكانت عيّنة الدراسة مُتضمنةً البنوك التجارية الموجودة في كينيا، والبالغ عددها 17 بنك خلال فترة زمنية بلغت خمس سنوات (2008-2012). وعند تحليل هذه المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار تبين أنّها مُرتبطة ارتباطاً إيجابياً بالمتغير التابع وبنسبة ارتباط عالية بلغت 85,2% عند درجة ثقة 95%. أوصت هذه

¹ Gul, Sajid, Razzaq, Iqbal & Khan, M. Bilal. (2012, April) The Relationship between Dividend Policy and Shareholder's Wealth. *Economics and Finance Review*, 2(2), 55-59.

² Ada, Berine A. (2013). *The Relationship Between Corporate Governance Practices and Dividend Payout of Commercial Banks in Kenya. Master Thesis*, University of Nairobi. Kenya.

الدراسة الحكومة بسنّ القوانين التي تنظّم موضوعَ الحوكمة في مجال البنوك ومراقبة التوزيع العادل للأرباح للمساهمين حتّى تضمن تلبية رغباتهم، وأنّ جميع المساهمين على سوية واحدة في التعامل.

رابعاً: دراسة (2013, Suntrauk & Komrattanapanya) بعنوان: العوامل المؤثرة على توزيعات الأرباح في تايلاند¹.

Factors Influencing Dividend Payout in Thailand

إن الهدف من هذه الدراسة هو تحديد العوامل المؤثرة على توزيع الأرباح في كل الشركات المدرجة في بورصة تايلاند (SET) والبالغ عددها (435) شركة، تم تقسيم الشركات إلى 8 فئات تضمنت: الصناعات الغذائية، الاستهلاكية، المالية، الاستثمارية، التقنية، الخدمات وأخيراً شركات العقارات والبناء، وذلك خلال الفترة الواقعة بين 2006-2010 باستخدام تحليل الانحدار Tobit، أظهرت النتائج أن الرافعة المالية والفرص الاستثمارية ونمو المبيعات تؤثر في توزيع الأرباح بشكلٍ سلبيٍّ، بالمقابل فإنّ حجم الشركة يؤثر بشكلٍ إيجابيٍّ في توزيع الأرباح، علاوةً على ذلك أظهرت الأدلة أنّ الشركات التي تعمل في قطاع العقارات والبناء تدفع أرباحاً لمساهميها أكثر من غير قطاعات، وأنّ الشركات المتوسطة الربحية أقل احتماليةً في دفع الأرباح من الشركات الصغيرة والكبيرة، كما أظهرت نتائج هذه الدراسة أنّ الربحية والسيولة ومخاطر الأعمال لا ترتبط بقرار توزيع الأرباح، وأوصت الدراسة المستثمرين بالاستفادة من نتائج هذه الدراسة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما يمكن للمدراء الماليين الاستفادة من نتائج هذه الدراسة لتطوير سياسة توزيع الأرباح التي تحقق الهدف في تعظيم القيمة السوقية لأسهم شركاتهم.

خامساً: دراسة (2014, ABU MANNEH) بعنوان محدّدات سياسة توزيع الأرباح: أدلة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق أبو ظبي المالي².

Determinants of Dividends Policy: Evidence from Non-Financial Companies Listed on Abu Dhabi Securities Exchange (ADX)

حاولت هذه الدراسة فهم ومعرفة المتغيّرات التي تُؤثّر في سياسة توزيع الأرباح، حيث تمّ تحديد تسعة متغيّرات هي: (حجم الشركة، الربحية، مُعَلّل النمو، الملكية، الرافعة، التدفّقات النقدية، المخاطرة، القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة، وأخيراً تقارير الحكومة) لدراسة علاقتها مع الأرباح، شملت هذه الدراسة 31 شركة مُدرجة في سوق أبو ظبي المالي في نهاية عام 2011 والتي تنتمي إلى قطاعات الاتصالات، الطاقة، العقارات، المواد الغذائية، الخدمات وأخيراً القطاع الصناعي. تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمُتعدّد. حيث أظهرت الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الخطي، أنّ المتغيّرات السابقة الذكر ذات

¹ Komrattanapanya, Pornumpai. Suntrauk, Phassawan. (2013). Factors Influencing Dividend Payout in Thailand: A Tobit Regression Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(2), P255-268.

² Abu Manneh, Marwan. (2014). *Determinants of Dividends Policy: Evidence from Non-Financial Companies Listed on Abu Dhabi Securities Exchange (ADX)*. Master Thesis, Cardiff Metropolitan University. United Kingdom.

علاقة إيجابية مع نسبة توزيع الأرباح باستثناء مُعدّل النمو والمُخاطرة، أمّا نموذج الانحدار المُتعدّد فقد بيّنت الدراسة أنّ أربعة متغيرات فقط من أصل تسعة هي ذات أهمية في السياسة الربحية وهم: (الرافعة، التدفّقات النقدية، الملكية وأخيراً القطاع الصناعي).

سادساً: دراسة (Musyoka, 2015) بعنوان: تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية¹.

The Effect of Dividend Policy on the Financial Performance of Firms Listed at The NAIROBI Securities Exchange.

كان الهدف من هذه الدراسة هو تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق (نيروبي) المالي باستخدام المتغيرات المستقلة وهي: (نسبة توزيع الأرباح، شكل التوزيعات، توقيت التوزيعات، حجم الشركة ممثل بمجموع الموجودات، بالإضافة للرافعة المالية)، أمّا المتغير التابع وهو الأداء المالي فقد تمّ تحديده بالعائد على الموجودات. الفترة الزمنية للدراسة هي خمس سنوات من (2010-2014). استخدمت الدراسة المنهج التحليلي الوصفي واعتمدت على عيّنة من 20 شركة، في حين أنّ مجتمع الدراسة تألف من 64 شركة مدرجة في سوق (نيروبي).

بيّنت نتائج هذه الدراسة أنّ لكلّ من نسبة توزيع الأرباح، شكل وتوقيت توزيعات الأرباح لها تأثير إيجابي على الأداء المالي؛ في حين أنّ حجم الشركة والمديونية لا يوجد لهما تأثير ذو أهمية على الأداء المالي. كما أوصت الدراسة الشركات بوضع استراتيجيات فعّالة حتّى تتمكّن من الوصول إلى استقرار وثبات التوزيعات الذي من شأنه أن يساهم في التوصل إلى أفضل أداء لها في المستقبل.

¹ MUSYOKA, CAROLYNE. (2015). *THE EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON THE FINANCIAL PERFORMANC OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANG*. Master thesis, UNIVERSITY OF NAIROBI, Kenya.

سابعاً: دراسة (Budagaga, 2017) بعنوان: توزيعات الأرباح وتأثيرها على قيمة الشركات المدرجة في بورصة استنبول للأوراق المالية وفق مدخل الأرباح المتبقية¹.

Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في بورصة استنبول. وتبنت هذه الدراسة نموذج فائض التوزيعات. تم تطبيق البيانات المقطعية على (44) شركة مدرجة في السوق خلال فترة (9) سنوات وامتدت من (2007-2015). وأظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط قوية بين توزيع الأرباح لكل سهم وقيمة الشركة، كما أثبتت وجود علاقة معنوية ذات تأثير إيجابي بين القيمة الدفترية والأرباح المتبقية الموزعة على قيمة الشركة. دعمت نتائج هذه الدراسة نظرية الوكالة أكثر من نظرية الإشارة وأشارت إلى أن نظرية العلاقة لا يمكن تطبيقها في حالة الشركات المدرجة في بورصة استنبول.

6-1 ما يميز هذه الدراسة عن بقية الدراسات السابقة:

لقد كانت هذه الدراسات بمثابة المؤجّه لهذا البحث، والتي اهتمت بدراسة أثر توزيع الأرباح على حجم التداول وبالأخص على تأثير سياسة التوزيع على قيمة السهم السوقية والعلاقة بين الحوكمة وسياسة التوزيع بالإضافة إلى دراسة العوامل التي تكون ذات علاقة مع نسبة توزيع الأرباح في حين أن هذا البحث يهتم بدراسة الأثر بين توزيع الأرباح وبعض مؤشرات الأداء المالي ، والمقارنة بين قطاعين مختلفين عن بعضهما في توزيع الأرباح والأداء المالي لكليهما.

كما تهدف هذه الدراسة من خلال استعراض النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة على هذه السياسة وأنواع السياسات المعتمدة في توزيع الأرباح إلى وجود طرق مختلفة وعديدة عند اتخاذ أي قرار يتعلق بتوزيع أو احتجاز الربح حتى يكون لدى إدارة السوق والمعنيين في الشركات المساهمة من مساهمين حاليين أم مرتقبين معلومات كافية تستند إلى أرضية بحثية علمية في حال رغبتهم باتخاذ أي قرار يتعلق بالاستثمار.

¹ Budagaga, Akram. (2017). Dividend Payment and its impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2),370-376.

7-1 منهج البحث: Research Method

تستدعي طبيعة الموضوع استخدام المناهج البحثية، بحيث تفي بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية، وللإجابة عن الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة، وكذلك اختبار صحة الفرضيات ووصف طبيعة البحث والعلاقة بين المتغيرات، وللوصول إلى هذه الأهداف استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي لتحليل المراجع والأدبيات، حيث بيّن Robson (2002) أنّ الغاية من البحث الوصفي "الوصف الدقيق لحالة شخص، أحداث أو حالات" يمكن أن يعتبر بحال من الأحوال بأنه جزء من البحوث الاستكشافية، إذ إنّهُ من الضروري أخذ صورة كاملة عن الظاهرة موضوع الدراسة في حال الرغبة بجمع البيانات وذلك قبل جمع البيانات.¹

وفي هذا الإطار سنستخدم المنهج الوصفي التحليلي عند دراسة المعلومات النظرية، وعند دراسة الحالة التطبيقية سيتم استعمال المنهج التحليلي واستخدام تقنيات ونماذج إحصائية.

8-1 حدود البحث الزمانية والمكانية: (Research Limits)

لقد كان التوجّه في بداية البحث إلى تحديد سوق دمشق للأوراق المالية مُجتمعاً للدراسة، إلّا أنّه بعد الاطلاع على واقع توزيعات الأرباح في سوق دمشق للأوراق المالية تبين أنّ عدداً كبيراً منها لم يشهد توزيعاً للأرباح خلال الأعوام الفائتة، وهذا يعني تعدُّر دراسة توزيع الأرباح كظاهرة يُمكن استخلاص نتائج منها، فكان التوجّه إلى بيئة قريبة من سوق دمشق للأوراق المالية وتحديد سوق عمّان للأوراق المالية كحدود للبحث المكانية أمّا الحدود الزمانية فتقع ضمن الفترة (2012-2013-2014-2015-2016-2017-2018)، وسيتمّ تحليل البيانات بطريقة البيانات الطولية Panel Data وذلك لأنّ الفائدة الرئيسة من استخدام البيانات الطولية هي زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات عن طريق ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية.

¹ Saunders, Mark.Lewis, Philip. Thornhill, Hill. (2009). *Research Methods for Business Students* (5th). UK: Pearson Education Limited, p.140

9-1 مُجتمع و عينة البحث : Research Society and Sample

فيما يخص مجتمع البحث (Research Society): يتكون مجتمع البحث من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (ase) وعددها 184 شركة مساهمة موزعة على قطاعات البنوك، التأمين، خدمات مالية متنوعة، العقارات، خدمات صحية وتعليمية، فنادق، سياحة، النقل، تكنولوجيا واتصالات، الإعلام، الطاقة، المنافع، وأخيراً الخدمات التجارية والصناعية المتنوعة.

أما فيما يخص عينة البحث (Research Sample): فسيتم اختيار جميع المصارف المدرجة في السوق كقطاع مالي وعددها (15) مصرفاً وجميع الشركات المدرجة في قطاع العقارات وعددها (33) شركة مدرجة في السوق كعينة عن فترة زمنية مدتها (7) سنوات واقعة بين (2012-2013-2014-2015-2016-2017-2018)، ويعود السبب في اختيار العينات من القطاع المصرفي وقطاع العقارات إلى أن كلتا العينتين ينتميان إلى القطاع المالي حسب التوزيع القطاعي لبورصة عمان كما سيرد مفصلاً في الفصل الرابع من الدراسة، إضافة إلى أن مجموعهما إلى مجموع بقية الشركات يشكل أكثر من 25%؛ أي أكثر من ربع مجتمع البحث.

يوضح الجدول الآتي عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، والأهمية النسبية لكل قطاع نسبة إلى باقي القطاعات الأخرى:

الجدول رقم (1) مجموع الشركات العاملة ونسبتها إلى المجموع العام في بورصة عمان

القطاع	المجموع	نسبة القطاع إلى باقي القطاعات
بنوك	15	0.09
تأمين	20	0.11
خدمات مالية متنوعة	29	0.16
العقارات	33	0.18
خدمات صحية وتعليمية	10	0.06
فنادق وسياحة	9	0.05
النقل	10	0.06
تكنولوجيا واتصالات	2	0.02
الإعلام	1	0.01
الطاقة والمنافع	4	0.03
الخدمات التجارية	11	0.06
الصناعة	40	0.22
مجموع الشركات المسجلة في سوق عمان المالي	184	100%

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على البيانات المستخرجة من موقع بورصة عمان.

10-1 فرضيات البحث: Research Hypotheses

بناءً على مراجعة الدراسات السابقة، والتي تبينَ منها عدم وجود إجابة محدَّدة عن اتجاه وتأثير الأداء المالي في توزيع الأرباح في الشركات والمؤسسات المالية، وعن تأثير اختلاف قطاع عن قطاع آخر في موضوع توزيع الأرباح والأداء المالي، ولتحقيق أهداف البحث والتحقق من مشكلته، قامت الباحثة بصياغة فرضيات هذا البحث على الشكل الآتي:

1- الفرضية الأولى:

H_{01} فرضية العدم : لا يوجدُ تأثير ذو دلالة إحصائية للأداء المالي في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عمَّان.

H_{11} الفرضية البديلة : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للأداء المالي في توزيع الأرباح لدى المصارف المدرجة في سوق عمَّان.

2- الفرضية الثانية:

H_{02} فرضية العدم : لا يوجدُ تأثير ذو دلالة إحصائية للأداء المالي في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المُدرجة في سوق عمَّان.

H_{12} الفرضية البديلة : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للأداء المالي في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المدرجة في سوق عمَّان.

3- الفرضية الثالثة:

H_{03} فرضية العدم : لا يوجدُ اختلافٌ دالٌّ إحصائياً بين الأداء المالي وتوزيع الأرباح للشركات المُدرجة في سوق عمَّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية).

H_{13} الفرضية البديلة : يوجدُ اختلافٌ دالٌّ إحصائياً بين الأداء المالي وتوزيع الأرباح للشركات المُدرجة في سوق عمَّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية).

11-1 مُتَغَيِّرَات البَحْث : Research Variables

الْمُتَغَيِّرُ التَّابِعُ:

نسبة توزيع الأرباح **Dividend Payout Ratio** ويُرمز لها بالرمز **DPR** ويُقاس بقسمة إجمالي الأرباح المؤزعة على صافي الربح بعد الفوائد والضرائب.

الْمُتَغَيِّرَاتِ الْمُسْتَقْلَةِ:

عددها خمس متغيرات وهي:

- 1- العائد على الأصول **Return on Assets** ويُرمز له بالرمز **ROA** ويُقاس بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول.
- 2- العائد على حقوق الملكية **Return on Equity** ويُرمز له بالرمز **ROE** ويُقاس بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على حقوق الملكية.
- 3- الربح التشغيلي **Operating Profit** ويُرمز له بالرمز **OP** وهو حاصل الإيرادات التشغيلية مطروحاً منها المصاريف التشغيلية.
- 4- المديونية **Debt Ratio** ويُرمز لها بالرمز **D/E** ويُقاس بقسمة إجمالي الديون على حقوق الملكية.
- 5- حجم الشركة **Total Assets** ويُرمز لها بالرمز **TA** وهي إجمالي موجودات الشركة كما تظهر في الميزانية الختامية في نهاية كل عام من أعوام الدراسة.

11-1 مَحْدَدَاتِ البَحْث : Limitation Research

- سيتمُّ الاقتصار على المقاييس المالية ولن يتمَّ التطرُّق إلى المقاييس غير المالية.
- سيتمُّ قياس المتغيرات في فترة زمنية محدَّدة واقعة بين (2012-2018) لجميع الشركات في الفترة الزمنية نفسها، ولن يتمَّ الاعتمادُ على قياس المتغيرات في فترات زمنية مُتلاحقة.

الفصل الثاني

سياسات توزيع الأرباح في الشركات المالية

Dividend Policies in the Financial Firms

مُقدِّمة.

المبحث الأول: نظريات سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح.

مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

إنَّ الهدف الأساسي لأيِّ نشاطٍ تجاريٍّ بالأساس هو الحصول على الربح، فالربح يُعَبِّرُ عن منفعة مالية تتحقق من الإيرادات المُتولدة عن نشاط أعمال المؤسسة خلال فترة سنة، والتي تزيد عن المصاريف والتكاليف والضرائب الخاصة بالمؤسسة. وينقسم الربح بشكلٍ عامٍّ إلى ثلاثة أنواعٍ رئيسية: (الربح الإجمالي- الربح التشغيلي- والربح الصافي) ولكلِّ نوعٍ من هذه الأرباح دلالاته ومؤشراته عن صحة وضع المؤسسة وأدائها، خاصَّةً عند المقارنة مع المنافسين أو لفترات زمنية سابقة، فهو مؤشرٌ رئيس يدلُّ على نجاح أو فشل أيِّ مؤسسة في إدارة مواردها، لذلك يعدُّ تعظيم الربح هدفاً أساسياً ومشاركاً لكلِّ المؤسسات التجارية، وهذا يعني أنَّه مهما تطوَّرت الأبحاث والنظريات في تقييم أيِّ نشاطٍ تجاريٍّ، يبقى الربح المؤشر الأهمُّ في جميع الأنظمة الاقتصادية للحكم على مدى نجاح المؤسسة.

إنَّ الربح المُتولد عن نشاط المؤسسة والمُسَمَّى بالربح الصافي يتمُّ احتجازه بالكامل أو جزءٍ منه تحت مُسمَّى "أرباح مُحتجزة" والتي تعتبر أحد مصادر التمويل الذاتي وأقلُّها تكلفةً، بهدف إعادة استثمارها وتوظيفها في مشاريع لأغراض النمو والتوسُّع لصالح المؤسسة، وتوزيع جزءٍ منه - بعد موافقة أعضاء مجلس الإدارة - على المساهمين كمكافأة لهم على ثقتهم في المؤسسة واستثمارهم فيها.

توزيع هذه الأرباح يكون سنوياً أو نصف سنوي أو ربع سنوي، وتختلف مرَّات التوزيع من دولة إلى أخرى. وإنَّ اتخاذ القرار من قبل مجلس الإدارة في الاحتفاظ بكامل الأرباح وعدم التوزيع أو الاحتفاظ بجزءٍ من الأرباح وتوزيع المُتبقّي هو ما يُسمَّى بسياسة توزيع الأرباح. وسنستعرض فيما سيأتي عدَّة تعاريفٍ لمعنى سياسة توزيع الأرباح منها على سبيل المثال لا الحصر:

- هي مُعدَّلُ التدفُّق النقدي (وقد يكون غير نقدي)، والذي يتلقَّاه المساهمون كمردودٍ ملموسٍ على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يمتلكونها، وتمثِّلُ هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جاريّاً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على نفقاتهم الاستهلاكية من السلع والخدمات، كما تُؤثِّرُ سياسة توزيع الأرباح في السعر السوقي للسهم¹.
- يحصل المساهم على الأرباح من خلال مجموعة من السياسات (سياسة توزيع أرباح نقدية، توزيع أرباح في صورة أسهم، تجزئة السهم، توزيع الأرباح بصورة إعادة شراء الأسهم) ويمكن أن تكون

¹ زرقون، محمد. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. مجلة الباحث، (8)، ص 85.

مُجمعةً في سياسة واحدة، وذلك بعد تحديد الجزء من الأرباح القابل للتوزيع والجزء الواجب احتجازه¹.

• هي الإجراءات التي تتبعها الإدارة في صنع قرارات توزيعات الأرباح، بمعنى آخر، هو حجم وشكل التدفُّقات النقدية المدفوعة خلال سنوات للمساهمين².

• هي التي تُحدّد التوزيعات النهائية لإيرادات الشركة بين الاحتجاز وإعادة استثمارها فيما بعد، وبين توزيع الأرباح بشكل نقديّ على المساهمين³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن الوصول إلى تعريف مُختصرٍ لسياسة توزيع الأرباح: وهي الإجراءات والتدابير المُتبعة من قبل إدارة الشركة بخصوص الأرباح المُتولدة عن أعمال الشركة، والتي تختلف من شركة لأخرى حسب طبيعة عمر الشركة وفرص نموها ومجال عملها وتفضيلات المستثمرين لديها.

استناداً إلى التعريف السابق تكون خصائص سياسة توزيع الأرباح على النحو الآتي:

1- هي مجموعة الإجراءات التي تقوم بها إدارة الشركة مُمثلةً بمجلس إدارتها، والذي يقترح على الهيئة العامة للمساهمين، والتي بدورها تتخذ قراراً بالتوزيع أو عدم التوزيع.

2- الإبقاء على أرباح الشركة بهدف استثمارها في مشاريع جديدة والاستفادة من مصدر تمويلٍ ذاتيٍّ مُهمٍّ من دون أيّ تكاليفٍ، وهو ما يزيد من أصول الشركة وأرباحها في المستقبل.

3- زيادة الإنتاج والحصول على حصّة سوقية كبيرة، وهو ما يرفع من مكانة الشركة التجارية ويُؤدّي إلى زيادة قيمتها السوقية.

4- سياسة التوزيع المناسبة تساهم في نمو الشركة وتطوُّرها مقارنة بالشركات الأخرى المُنافسة ويساعد على توسُّعها وانتشارها بشكل أكبر.

5- الاستغلال الجيّد لأرباح الشركة يُؤدّي إلى زيادة أرباح السنوات القادمة مُقارنة مع السنوات السابقة.

6- وأخيراً تُساهم سياسة التوزيع في ارتفاع قيمة أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية.

¹ حيدر، ونام. (2015) دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات. رسالة دكتوراه، جامعة تشرين، اللاذقية. ص30.

² Lease, John, Kalay, Loewenstein, Sarig. (2000). Dividend policy-Its impact on firm value Boston: Harvard Business School Press. P.29

³ Kretlow, Moyer. (2001). Contemporary Financial Management. (8thEd.). Southwestern college Publishing.p.516

1-2 المبحث الأول: نظريات توزيع الأرباح: Dividend Theories

مقدمة: تناولت الكثير من الآراء موضوع سياسة توزيع الأرباح وذهبت في العديد من الاتجاهات. وتعد نظريات توزيع الأرباح من أهم نظريات الإدارة المالية، وترجع هذه الأهمية لعلاقتها المباشرة بالمساهمين والنتائج المترتبة على قرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة، وبالتالي فإن قرار توزيع الأرباح علاوة على تأثيره على قيمة المؤسسة وتأثير ذلك على سعر السهم في السوق المالية، له تأثير على حجم تمويل مهم بالمؤسسة ذو تكلفة قليلة مقارنة مع غيره من مصادر التمويل الأخرى، ولا يقل هذا القرار أهمية عن قرار الاستثمار والتمويل، لذلك يعد قرار توزيع الأرباح موضوعاً مهماً ومثيراً للجدل والنقاش المستمر، فالجدل دائر بين مؤيدي ومعارضين ومحايدين لسياسات توزيع الأرباح، ويعود سبب الاختلاف إلى تعدد وتنوع المتغيرات المفسرة لتوزيع الأرباح وإلى اختلاف الأسواق المالية ما بين أسواق كفاءة وأسواق غير كفاءة، لذلك حظيت سياسة توزيع الأرباح بنظريات تحاول تفسيرها تدرج في الأدبيات المالية تحت مسمى نظريات توزيع الأرباح Dividend Theories.

حيث درست العلاقة بين توزيع الأرباح وقيمة المنشأة وقسمتها إلى ثلاث اتجاهات:

الاتجاه الأول: مبني على حيادية تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة.

الاتجاه الثاني: يقوم على أساس أن توزيع الأرباح له تأثير سلبي على قيمة المنشأة السوقية عند وجود مُعدّل ضريبة أكبر من دخل المساهم.

الاتجاه الثالث: يؤيد توزيع الأرباح لتأثيرها الإيجابي على قيمة المنشأة السوقية.

إن كل هذه الاتجاهات والنظريات تدرس الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح، ولم يتم التوصل إلى شكل سياسة توزيع أرباح مثالية متفق عليها بسبب طبيعتها المحيرة. وهو ما جعل Fischer Black أستاذ المالية في جامعة كامبريدج عام 1976 يُطلق عليها لغز الأرباح (Dividend Puzzle) كما سمّاها في عبارته الشهيرة (كلّما تعمقنا في نظرتنا لظاهرة الأرباح، كلّما بدا الأمر وكأنّه لغزٌ ذو قطع لا يمكن أن تتناسب مع بعضها البعض)¹.

¹ Murtaza, Muhammad. Iqbal, Malik. Ullah, Zia. Rasheed, Haroon. (2018). An Analytical Review of Dividend Policy Theories. *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies*, 11(1). P72.

فكلُّ نظرية تقوم على فرضياتٍ وأسسٍ تسمح بتبرير موقفها، وذلك لأن لكل سياسة لها آثار إيجابية أو سلبية على قيمة المنشأة في سوق الأوراق المالية، كما أن كل سياسة إما أن تساهم في تطوير المنشأة ورفع قيمتها في السوق أو تؤدي إلى تراجعها في الإنتاج والتسويق وخسارة ثقة المستثمرين في الاستثمار فيها. من هنا يأتي دور المعنيين في أمور المنشأة في إعطاء سياسة توزيع الأرباح أهمية بالغة واختيار الأنسب لها من تأثير على مستقبل المنشأة وسمعتها. سنستعرض في هذا المبحث ثماني نظريات رئيسة تناولت سياسة توزيع الأرباح من وجهات نظر مختلفة مع فرضياتها ومدى التشابه والاختلاف بين نظرية وأخرى.

1-1-2 نظرية حيادية توزيع الأرباح أو العلاقة للتوزيعات بقيمة الشركة: Dividend Irrelevance Theory

Theory

إنَّ مضمونَ نظرية الحياد فيما يخصُّ سياسة توزيع الأرباح يعتبر أنَّه هناك عوامل أخرى غير سياسة التوزيع تُحدِّد قيمة المؤسسة، والمُستثمر يصنع سياسة التوزيع التي تناسبه. حيث اقترح كلُّ من (Merton Miller & Franco Modigliani) الحاصلين على جائزة نوبل في عام (1961) نظرية الحياد أو العلاقة والتي يُرمز لها اختصاراً بالرمز (M&M)، وعلى الرغم من مضي أكثر من خمسين عاماً على تقديمها، إلا أنَّها مازال تحظى باهتمامٍ واحترامٍ واسعٍ وتُعدُّ مرجعاً أساسياً في الأدبيات المالية¹.

أوضح كلُّ من (M&M) أنَّ أيَّ تغييرٍ في السياسة الاستثمارية للشركة متمثلة في التغييرات في سياسة توزيعات الأرباح سوف لن يُؤثِّر في السعر الحالي للسهم ولا على العائد الكلي للمساهمين، بمعنى أنَّ أيَّ تغيير في العائد الكلي من ناحية توزيع الأرباح على الأسهم أو المكاسب الرأسمالية الناتجة من بيع الأسهم لا تؤثر على تقييمات السوق طالما أنَّ المستثمرين يتصرفون بعقلانية، كما ذكرنا أنَّ التغيير في سعر السهم السوقي لا يرجع سببه كلياً إلى التغيير في مُعدَّل توزيع الأرباح، وسببُ هذا التغيير في السعر السوقي إنما هو انعكاس لأرباحٍ مستقبليةٍ وفرص نمو².

اعتمد كلُّ من (M&M) على عدة افتراضات أهمها:

- ❖ عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو ضرائب شخصية على الدخل.
- ❖ عدم وجود رسوم خدمات وتكاليف للوسطاء.
- ❖ المستثمرون والإدارة لديهم المعلومات نفسها حول مستقبل المؤسسة.
- ❖ عدم وجود أثرٍ للرافعة المالية على تكلفة رأس المال.
- ❖ عدم وجود أثرٍ بين تقسيم الربح واحتجازه على الأموال المملوكة.

¹ Budagaga, Akram (2017). Op.cit. p370.

² Pontoh, Winston. (2015, July). Signaling, Bird in the Hand, and Catering effect in Indonesia. *Journal of Life Economics*, 2(3), p4.

❖ سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات.

❖ المؤسسات تعمل في ظروف التأكد التام مع غياب عامل مخاطرة الأعمال¹.

اعتبرت هذه النظرية أنَّ المؤسسات تعمل في ظل ظروف التأكد التام، وأنَّ القيمة السوقية للمؤسسة تُحددها قرارات الاستثمار، وأنَّ سياسة توزيع الأرباح لا تأثير لها على قيمة الأسهم العادية، وحتَّى في ظلَّ عدم التأكد وعلى افتراض أنَّ المنشآت تعمل في ظلَّ المنافسة الكاملة، فالمستثمر يستطيع أن يُشكِّل بنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه و لا يهتم بسياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة، إذ يمكن للمستثمر أن يبيع جزءاً من أسهمه لتلبية احتياجاته النقدية، وبناءً عليه فإنَّ المؤسسة تختار سياسة التوزيع التي تناسبها ولا تشغل نفسها برّد فعل المستثمرين تجاه سياساتها².

من الانتقادات التي تعرّضت لها هذه النظرية:

- 1- عدم موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف إصدار وتداول وضرائب وسماسرة في السوق.
- 2- عدم وجود استقلال دائم بين سياسة الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح نتيجة عدم مرونة عرض الأموال بشكل مُستمر³.

إنَّ مثل هذه الظروف لا تتوافر في الواقع العملي، وهو ما أدّى إلى ظهور نظريات تتعامل مع الظروف بواقعية أكثر. وعلى الرُّغم من كلِّ الانتقادات التي تعرّضت لها نظرية الحيادية غير أنَّها فتحت الباب واسعاً للبحث والدراسة والتوسُّع في هذا المجال، وتبقى الحجر الأساس والمرجع الأساسي لكلِّ الباحثين والمُختصين في مجال سياسة توزيع الأرباح.

¹ النعيمي، الساقى، سلام، وشقيري، موسى. (2009). الإدارة المالية – النظرية والتطبيق (ط.3). عمّان – الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع. ص455.

² هندي، منير. (2007). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (ط.6). الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

³ نور، عبد الناصر. الفضل، مؤيد. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة دراسات العلوم الإدارية – الجامعة الأردنية، 30(1)، ص183.

2-2-2 نظرية عصفور باليد أو نظرية تفضيل توزيعات الأرباح: Bird in the hand

انطلقت نظرية عصفور باليد من منظور أن المستثمر يرى أنه في ظلّ الوجود في عالمٍ مُتغيّر وفي ظروف عدم التأكد وتجنباً للمخاطر، فإنه يُفضّل الحصول على توزيعات أرباح الأسهم التي اشتراها اليوم قبل الغد، وهذه التوزيعات هي التي تُعطي قيمة للسهم.

وكان John Williams في سنة 1938 من أوائل الاقتصاديين الذين توصّلوا إلى استنتاج يفيد أن قيمة السهم تتحدد فقط من خلال النقد الذي يتولد بعد شراء السهم؛ أي أن القيمة الأساسية للسهم أو القيمة بعيدة المدى Long –Term value للأسهم العادية هي مجموع القيمة الحالية لصافي التدفّقات المستقبلية المُتوقّعة على شكل توزيعات أرباح نقدية بالإضافة إلى القيمة الحالية لسعر بيع السهم¹.

وأبرز من كان داعماً أساسياً لوجهة نظر Williams كلٌّ من (Myron Gordan and John Linter) أصحاب نظرية عصفور باليد، حيث اعتمدوا في منطقهم على أنه كلما زادت توزيعات الأرباح كلما انخفضت المخاطر على السهم، وأن المساهم يُفضّل التوزيعات الحالية على توزيعات الأرباح المستقبلية لأنها أقل خطورةً، ولأن المساهمين يُفضّلون التوزيعات، فهم يقبلون بعائد أقل على حقوق الملكية؛ بمعنى آخر أن عصفوراً باليد أفضل عائداً وأقلّ مخاطرةً من اثنين على الشجرة (A Bird in a hand is worth more than two in the bush)².

بُنيت هذه النظرية على الفرضيات الآتية:

- ❖ لا تخضع مردودات المستثمرين للضريبة سواء كانت هذه المردودات نتيجة بيع الأسهم أم نتيجة توزيعات الأرباح.
- ❖ مُعدّل العائد على الاستثمارات ثابت، وكذلك مُعدّل العائد المطلوب ثابت، ويُمثّل كلفة التمويل الممتلك؛ أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق المُلاك.
- ❖ لا يوجد تمويل خارجي؛ أي أن المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة.
- ❖ مُعدّل نمو الشركة ثابت ويساوي نسبة الأرباح المُحتجزة مضروباً بمُعدّل العائد المُتوقّع على الاستثمار.
- ❖ مُعدّل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من مُعدّل النمو.
- ❖ نسبة الأرباح المُوزّعة على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير³.

¹ Tanushev, Christian. (2016, September). Theoretical Models of Dividend Policy. *Economic Alternative*, (3), P300.

² الكلوت، سامر. (2014). *العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح – دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المنرجة في بورصة فلسطين*. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة. ص32.

³ شراب، مرجع سبق ذكره، ص67

إنّ هذه النظرية هي السائدة في دولة الكويت، وذلك لأنّ لها تأثيرات إيجابية على سعر السهم وقيمة الشركة بسبب عدم وجود أيّ ضرائب على توزيعات الأرباح، ممّا يجعل توزيعات الأرباح النقدية جذابة جداً للمساهمين وتؤدي على المدى البعيد إلى زيادة قيمة الشركة¹.

يتفق Gordon مع نظرية (M&M) في عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في حالة واحدة فقط، وهي عندما يكون مُعدّل العائد المطلوب على الاستثمار مساوياً لمُعدّل العائد المتوقع على الاستثمار، هنا تكون القيمة السوقية للسهم مُحصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرارات التمويل، وهذا ما ينسجم مع فكرة (Miller and Modigliani)².

يمكن للباحثة القول بأنّ من مساوئ هذه النظرية هو أنّ التزام الشركة بدفع توزيعات بشكلٍ مُستمرّ للمساهمين يجعل الشركة في موقف صعب إذا تعرّثت إيراداتها هذا من ناحية الشركة، أمّا من ناحية المساهمين فإنّ دفع الشركة توزيعات أرباحٍ لهم لا يعني أن وضع الشركة المالي جيد، لأنّ الشركة قد تلجأ إلى ديون خارجية إضافية كي تتمكن من دفع مُستحققاتها، فالمخاطر ليست في عدم دفع حصص الأرباح من مكاسب السهم الواحد، وإنما تتحدد المخاطرة على المدى الطويل بمخاطر التدفّقات النقدية للتشغيل، ممّا يعني ظهور مشكلة الوكالة بين المُسيرين والمساهمين من جهة وبين المُسيرين وأصحاب الديون من جهة أخرى. الأمر الذي يُحتمّ على إدارة الشركة أن تعتمد التخطيط الطويل الأمد قبل اتخاذ قرارها بالتوزيع في الوقت الحالي، كما يُحتمّ على المساهمين أن يكونوا على دراية تامّة بالقوائم المالية للشركة، وألا يُشكّلوا عبئاً على إدارة الشركة كي تزيد من التزاماتها المالية، الأمر الذي قد يؤدي بها إلى الوصول إلى عسرٍ ماليٍّ ومن ثم الإفلاس.

2-2-3 نظرية التفضيل الضريبي: Tax Preference Theory

إنّ جوهر نظرية التفضيل الضريبي يقوم على مبدأ أنّ احتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يساهم في تعظيم ثروة المساهم، لذلك تكون الضرائب على التوزيعات أعلى من الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة من بيع الأسهم.

لقد قامت نظرية كل من (M&M) على فرضية الوجود في عالم دون ضرائب، وهذا الأمر يُعدُّ بعيداً كلّ البعد عن الواقع، وقد جاء كل من (Lintzenberger & Ramaswamy, 1979) وقدمًا نموذجاً يستند إلى إبراز تأثير الضريبة على تفضيلات المُستثمر، وإنّ تعظيم قيمة المؤسسة يكون عن طريق احتجاز الأرباح، وتُمثّل السياسة المُثلى الواجب اتباعها من قبل المؤسسة. وهي على النقيض تماماً من نظرية (Bird in the Hand) Gordon³.

¹ الحياي، وليد. شهادة، حسين. (2015). مدى تأثير الميزج التمويلي على السياسات المالية للشركات (ط.1). عمّان: مركز الكتاب الأكاديمي. ص15.

² نور، عبد الناصر. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز، 17(1)، ص46.

³ بو حادرة، عبد الكريم. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسات توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم. رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة - الجزائر. ص 134.

بمعنى أنه إذا كانت الضرائب التي يدفعها المساهم على التوزيعات أعلى من ضرائب العائد الرأسمالي الناتج من بيع الأسهم، فإن المساهم في هذه الحالة يُفضّل احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، أمّا إذا كانت الضرائب على العائد الرأسمالي أكبر من الضرائب على التوزيعات، فإنّه يُفضّل في مثل هذه الحالة الحصول على توزيعات أكثر للأرباح¹.

لذلك ووفقاً لهذه النظرية فإنّه يجب على الشركات أن تُخفّض التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم. لذلك يمكن أن نُطلق على هذه النظرية جوازاً نظرية عصفور على الشجرة حسب دراسة (زرّقون، 2010)².

هذا التأثير الضريبي لسياسة توزيع الأرباح يختلف باختلاف النظام الضريبي المتبع في كلّ دولة، ففي الأردن مثلاً التوزيعات النقدية لا تخضع للضريبة بينما 75% من الأرباح الرأسمالية يخضع للضريبة، وكذلك الأمر في سورية لا تخضع التوزيعات النقدية للضريبة حسب دراسة (حيدر، 2015)³.

من إيجابيات هذه النظرية أنّ المساهمين يكونون على استعداد لدفع سعر أعلى لشراء أسهم الشركات التي تحتجز أرباحها، لأن الأرباح المؤزّعة تخضع كل سنة إلى ضريبة، وهذا يعني أنّ الوحدة النقدية المدفوعة كضريبة اليوم تكون أعلى من الوحدة النقدية المدفوعة كضريبة مستقبلاً بسبب انخفاض القيمة الزمنية للنقود، بينما لا يتم فرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية إلّا عندما يتم بيع الأسهم أي مرة واحدة فقط، إنّ لهذا العامل الزمني والتأثير الضريبي دوراً في جعل الشركات تُركّز على أهدافها في النمو والتوسّع بسبب أنّ لديها ما يكفي من الأموال للقيام بذلك أكثر من الشركات التي تُركّز على توزيع أرباحها، لأنّ هدف النمو يساعد على تعظيم قيمة الشركة، وبالتالي زيادة قيمة الأسهم.

من وجهة نظر الباحثة فإنّ نظرية التأثير الضريبي لا يمكنها أن تفسر سبب ارتفاع الأسهم أو انخفاضها في السوق الأردنية لأنّ التوزيعات النقدية معفاة تماماً من الضرائب.

¹ خليل، إسلام. (2011) *أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح*. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمّان. ص 22-23.

² زرّقون، محمد. مرجع سبق ذكره. ص 87.

³ حيدر، ونام. مرجع سبق ذكره. ص 70.

2-2-4 نظرية الإشارة (أثر محتوى المعلومات على المستثمرين) Signaling Theory:

إنَّ أساسَ نظرية الإشارة يأتي من فكرة أنَّ درجة استجابة السوق للانخفاض في توزيعات أرباح الأسهم أقوى من تأثير زيادة الأرباح للأسهم، على اعتبار أنَّ التغير في أرباح الأسهم يعطي معلومات أنيَّة ومستقبلية عن المؤسسة. وهذا ما يلقي بالمسؤولية الكبيرة على المديرين عند إعلانهم عن أيِّ تغييرٍ في توزيعات الأرباح.

عندما وضع كلُّ من (M&M) نظريتهما لحياضية سياسة توزيع أرباح السهم، افترضوا أنَّ كلاً من المديرين والمستثمرين لديهم معلومات مُتماثلة ومتساوية ولديهم القدرة نفسها على الوصول إلى مركز المعلومات، إلَّا أنَّه وفي الواقع فإنَّ مديري الشركات يمتلكون معلومات عن واقع الشركة الحالي والمستقبلي غير متاح للمستثمرين. هذه الفجوة في المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية سوف يجعل قيمة الشركة في السوق مُغايرة لقيمتها الحقيقية، وبالتالي فإنَّ قيمة السهم ليست مقياساً دقيقاً لقيمة الشركة الفعلية. ولسدَّ هذه الفجوة فإنَّ المديرين القائمين على شؤون الشركة بحاجة إلى مشاركة معلوماتهم ومعرفتهم مع الأطراف الخارجية بما يساعدهم على الفهم بشكل دقيق لواقع الشركة الحقيقي¹.

كما تنصُّ هذه النظرية على أنَّ المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، فالفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثالية فيقومون بإرسال إشارات عن حسن مركزهم المالي ممَّا يُفسَّرُ قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فإنَّ أصحابَ الفائض المالي يبحثون عن أحسن استثمار لفوائضهم المالية².

وأكدت مجموعة من الدراسات أنَّ أيَّ تغيُّرات غير مُتوقعة في سياسة توزيع أرباح المؤسسة، تُفسَّرُ في السوق المالية بأنَّ هناك تغيُّراً في كفاءة المؤسسة لتوليد ثروة في المستقبل. فإذا توقَّع المساهم زيادة في مُعدَّل توزيعات السهم بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة بالفعل، فإنَّ سعر السهم لن يتغير بشكلٍ يُذكر عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأنَّ المعلومة متوقعة وتمَّ استخدامها في تقييم الأسهم، لكن إذا توقع المساهم زيادة في مُعدَّل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5% ولكنَّ الزيادة كانت بنسبة 25% فإنَّ هذه الزيادة سترافقها زيادة في قيمة السهم، والعكس صحيح لو كانت الزيادة أقلَّ من المتوقع أو أنَّ التوزيعات انخفضت³.

¹ Al-malkawi, Rafferty, Pilai, Rekha. (2010) Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence.

International Bulletin of Business Administration, (9), p186.

² عبد القادر، عيسى، بدروني. (2013، حزيران) محدَّات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. *الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية- قسم العلوم الاقتصادية والقانونية*، (10)، ص 16.

³ النعيمي، التميمي، أرشد. (2009) *الإدارة المالية المتقدمة*، عمَّان، الأردن: دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع. ص 458.

2-2-5 نظرية المنظمة (نظرية الوكالة) : Agency Theory

بسبب زيادة حجم المشروعات واتساع نطاق الأعمال انفصلت الملكية عن الإدارة، وظهر ما يُسمى بطبقة المديرين أو المُسيّرين، وطبقة المُلّاك ومن هنا بدأت مُشكلة الوكالة.

إنَّ مبدأً نظرية الوكالة قائمٌ على فكرة أنَّه كلما انخفضت درجة حماية المساهمين، كلما مكنَّ ذلك الإدارة من استعمال مهارتها في السيطرة على الشركة لحساب مصالحها الشخصية.

"فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخصيٍّ أو تفويض آخرين بالقيام بإدارة الشركة نيابة عنه، وأهمُّ شرط في عقد الوكالة هو الذي يقضي بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يُحقَّق ويُعظَّم مصلحة المالك، وبالمقابل يحصل الوكيل على الأجر المُناسب مقابل تأدية مسؤولياته"¹.

تفترض نظرية الوكالة أنَّ العلاقة بين المساهمين والإدارة هي علاقة وكالة. وهناك دوماً تضاربٌ في المصالح بين حملة الأسهم وإدارة الشركة. فالطرف الأول يسعى لتعظيم ثروته، أمَّا الطرف الآخر يحاول جاهداً رفع وزيادة تعويضاته. وللتخفيف من هذا التضارب في المصالح، يجب على الإدارة أن تتخذ خطوات من أجل أن تُطمئن حملة الأسهم².

لأنَّه إذا شعر المُلّاك بأن الإدارة لا تعمل على تعظيم مصالحهم فإنهم في هذه الحالة سيلجأون إلى:

✓ وضع نظام تحفيزي للمدير حتَّى يتجه لتعظيم ثروة المالكين.

✓ وضع نظام رقابي يضمن سلامة تصرفات المدير بما لا يضرُّ بمصالح المُلّاك.

وفي كلتا الحالتين يتطلَّب الأمر نوعاً من التكاليف، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لما يُطلق عليه تكلفة الوكالة، وهذه التكلفة تُؤثر في قيمة الشركة (مصلحة المالكين).

وبحسب هذا المفهوم فإنَّ تكلفة الوكالة تُمثِّل الفرق بين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الأمثل وبين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الجديد³. حيث كلما تقلَّص الفرق بين مستوى الإنفاق الأمثل والجديد دلَّ ذلك على كفاءة وحسن إدارة الشركة.

لذلك لا بد من مراعاة عاملين أساسيين وفقاً لهذه النظرية:

العامل الأول: أنَّ المُلّاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في حدِّها الأدنى.

العامل الثاني: أنَّ المُلّاك لا يرغبون بتحمُّل تكاليف إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق⁴.

¹ إسلام، مرجع سبق ذكره. ص24.

² Abu Manneh, Marwan. (2014). *Op.cit. P*

³ الكلوت، مرجع سبق ذكره. ص36.

⁴ خليل، إسلام. (2011). مرجع سبق ذكره. ص25.

مما سبق يتضح مدى تأثير تكلفة الوكالة على سياسة توزيع الأرباح، لأنَّ الزيادة في التوزيعات تُعطي مؤشراً على أنَّ الشركة لا تُقرط في استخدام أموال المالكين لكي تحقق مصالح مديريها والعاملين فيها، وفي الوقت نفسه تكون الشركة بحاجة إلى أموال خارجية إضافية ممَّا يعني زيادة في تكاليف الإصدار والمعاملات المالية. ترى الباحثة أنَّه يمكن للشركة تبني سياسة توزيع أرباح مثالية وفقاً لهذه النظرية بزيادة التوزيعات من خلال زيادة مصادر التمويل والمشاريع الاستثمارية الناجحة وربطها بزيادة العلاوة للمديرين لتحفيزهم على القيام بأفضل أداء، أو يمكن تخفيض نسبة الأرباح الموزعة بعد امتلاك المديرين لأسهم في الشركة، وبذلك تقلُّ مشكلة الوكالة وتكاليفها، لأنَّ المساهمين سيكونون على ثقة بأنَّ الإدارة تعمل لتحقيق مصالحهم بسبب ارتباط مصالح المديرين بمصالحهم، وعدم الحاجة إلى رفع نسبة الأرباح الموزعة كأداة رقابية على تصرفات المديرين.

2-2-6 نظرية أثر العميل: Clientele Effect Theory

إنَّ مبدأ نظرية أثر العميل يعتبر أنَّه كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسةً معينةً، كلما ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركة التي تتبع هذه السياسة. نظراً لوجود فئة من المستثمرين تنجذب للتوزيعات العالية من الأرباح الرأسمالية وتُفضلُ الدخل الحالي لمواجهة الاستهلاك الحاضر، بينما توجد فئة من المستثمرين ترغب بإعادة استثمار مواردها المالية لذلك تُفضلُ الشركات التي تدفع توزيعات منخفضة، يظهر لدينا ما يسمى بتأثير العملاء (Clientele Effect)¹.

بمعنى أنَّ الشركة التي تُفضلُ احتجاز أرباحها على توزيعها، فإنَّ حملة الأسهم الذين يرغبون بدخل حالي سوف يقعون بصعوبات ومشاكل لبيع أسهمهم للحصول على السيولة الكافية على الرغم من ارتفاع قيمة أسهمهم. أمَّا حملة الأسهم من المؤسسات وأصحاب الصناديق الذين يُفضلون الاحتفاظ بالأسهم وامتلاك حصة أكبر في الشركة التي يمتلكون أسهمها يُفضلون سياسة توزيع أرباح منخفضة. لأنه كلما قلَّ توزيع الشركة للأرباح كلما قلَّت الأعباء الضريبية الحالية التي يجب على المستثمرين دفعها بسبب حصولهم على الأرباح.

لذلك يُنصح حملة الأسهم الذين يُفضلون الاستهلاك الحاضر (أصحاب الدخل المحدود أو كبار السن) الاستثمار في أسهم شركات ذات توزيعات مرتفعة مثل: شركات الأدوات الكهربائية، أمَّا المساهمين الذين لا حاجة لهم بدخل حالي ويُفضلون إعادة استثمار الأرباح فمن الأفضل لهم شراء أسهم من شركات ذات توزيعات منخفضة مثل: شركات البرمجيات².

¹ حنفي، وقرياقص، رسمية. (2002). منخل معاصر في الإدارة المالية. (ط.1). الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع. ص229.

² Brigham, Ehrhardt, Michael. (2013). Financial Management Theory and Practice (13th) United States: South - Western Cengage Learning. P567-568.

7-2-2 نظرية الفائض من التوزيعات: Residual Dividend Theory

إنَّ نظريةَ الفائض تنطلق من فكرة أنَّ الاستثمار الناتج من احتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يزيد من قيمة الشركة.

وتُعدُّ هذه النظرية من أكثر النظريات قبولاً لدى المساهمين بخصوص الأرباح المُحقَّقة هي نظرية الفائض (نظرية المتبقي). مضمون هذه النظرية أنَّ المساهمين لا يمانعون من قيام الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة، بشرط أن يكون مُعدَّلُ العائد على الأرباح المستثمرة في الشركة يفوق مُعدَّلُ العائد المطلوب من قبل المساهمين فيما لو قاموا بعملية استثمار الأرباح المُوزَّعة عليهم في مجال استثماريٍّ آخر خارج الشركة¹.

بهذه السياسة يمكن للشركة التركيز على الاستثمارات أكثر من تركيزها على الأرباح المُوزَّعة، لهذا فإنَّ قيمة السهم لا تتعلق بقرارات توزيع الأرباح، وإنما تعتمد على القرارات الاستثمارية المُربحة، في مثل هذه الحالة يمكن التقليل من الزيادة الجديدة في رأس المال والتكاليف المرتبطة بهذه الزيادة.

وجهة نظر إدارة الشركة في هذه النظرية أنَّ ثروة المساهمين يمكن تعظيمها من خلال استثمارها في مشاريع مُربحة، أكثر من توزيع الأرباح على مُستحقيها. وبآلاتي سيتوقع المساهمون مُعدَّلات نمو عالية وسريعة للشركة بسبب استثمار نسبة عالية من ثروتهم².

وبهذا الشكل فإنَّ سياسة التوزيعات لا تُؤثِّر في القيمة السوقية للشركة، وإنَّ ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية يرجع إلى وجود اقتراحات استثمارية يتولد عنها عائد يفوق العائد المطلوب. أمَّا إجراء توزيع الأرباح أو عدمه فلا أثر له على قيمة الشركة، وهذا معناه أنَّ نظرية الفائض تتفق ضمناً مع نظرية (M&M)، وهما يختلفان مع نموذج Gordon الذي يؤكد على أنَّ القيمة السوقية للمنشأة تتأثِّر بسياسة التوزيعات التي تتبعها³.

من إيجابيات هذه النظرية أنَّها مرنة ومُريحة لإدارة الشركة إذ تُساهم في تخفيض تكلفة التمويل بسبب اعتمادها على تمويل داخلي، وهو أقلُّ تكلفةً من إصدار أسهم جديدة أو الاقتراض من أطراف خارجية لأجلَّ النمو والتوسع، كما يمكنها من رفع كفاءتها في استخدام مواردها خاصَّة إذا كانت الشركة في طور النمو، أمَّا سلبيَّاتها فهي أنَّ الدفعات المتعلقة بتوزيع الأرباح غير ثابتة ومُتقلبة بين الحين والآخر فلا يمكن الاعتماد عليها كسياسة طويلة الأمد، إذ من الأفضل أن تكون سلسلة توزيعات الأرباح مُتوقعة بالنسبة للمساهمين.

¹ الزبيدي، حمزة. (2008). *الإدارة المالية المتقدمة*. (ط.1). عمَّان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع. ص 625.

² Musyoka, Carolyne. Op.cit. p 11.

³ هندي، منير. مرجع سبق ذكره. ص 666-696.

2-2-8 نظرية دورة حياة الشركة: The Firm Life Cycle Theory of Dividend

جاءت هذه النظرية لتعزز فكرة أن سياسة توزيع الأرباح تختلف باختلاف دورة حياة الشركة التي تمر فيها، والتي تبلغ أقصاها عندما تبلغ الشركة مرحلة النضج والزوال، في حين تكون معدومة في مرحلة تأسيسها ونموها.

حيث اقترح (Molar, 1972) نظرية دورة حياة الشركة، إذ يرى أن سياسة توزيع الأرباح المثلى للشركة يجب أن تتناسب مع دورة حياتها، أي بمعنى يجب أن تتبع الشركة مسار حياتها من النشأة وحتى النضج، وتستند هذه النظرية إلى أن الشركة عندما تصبح ناضجة فإن قدرتها على توليد التدفقات النقدية يتجاوز قدرتها على إيجاد الفرص الاستثمارية المربحة، أما الشركات الناشئة فتكون فرص استثمارها كبيرة نسبياً ولكنها ليست مربحة بما فيه الكفاية كي تكون قادرة على دفع توزيعات الأرباح للمساهمين، وعليها أن تبذل جهودها وتستغل كل مواردها في الابتكار وتحسين الأداء والنمو، إضافة إلى مواجهتها عقبة أساسية وهي زيادة رأسمالها من مصادر تمويل داخلية أو خارجية ونتيجة ذلك تقرر الشركة عدم توزيع أي أرباح. ومع مرور الوقت وبعد فترة من النمو والنضج تقل فرصها الاستثمارية، هنا يصبح من الأفضل للشركة القيام بتوزيع الأرباح¹.

تم تطوير هذه النظرية وإدخال تحسينات عليها من قبل دراسات سابقة معتمدة على النتائج التي توصل إليها كل من (Fama & French, 2001), (Grullon et al, 2002), (De Angelo et al, 2006) في هذا المجال، اعتمدت نظرية دورة حياة الشركة على فكرة أن فرص الاستثمار تقل مع زيادة مرحلة دورة حياة الشركة، كما أن الشركات تصبح قادرة على توليد المزيد من النقد عندما تصل إلى مرحلة النضج، وهذا يعطيها القدرة على توزيع المزيد من التدفقات النقدية على مساهميها، وهي بذلك تختلف مع نظرية الإشارة التي تقول بأن أرباح الأسهم يتم دفعها للإشارة إلى ارتفاع معدل النمو مستقبلاً، بينما نظرية دورة حياة الشركة تعتمد على حقيقة أن توزيعات الأرباح يتم دفعها لأن أفاق النمو في الشركة قد توقفت².

توضح هذه النظرية أن الشركة تبدأ بدفع التوزيعات عندما ينخفض معدل نموها ويزداد معدل أرباحها، أي إن مضمون هذه النظرية يتعارض مع نظرية الإشارة التي تعتبر أن معدل التوزيعات إنما هو إشارة من الشركة إلى السوق المالي بشأن تحسن كل من ربحيتها ومعدل نموها³.

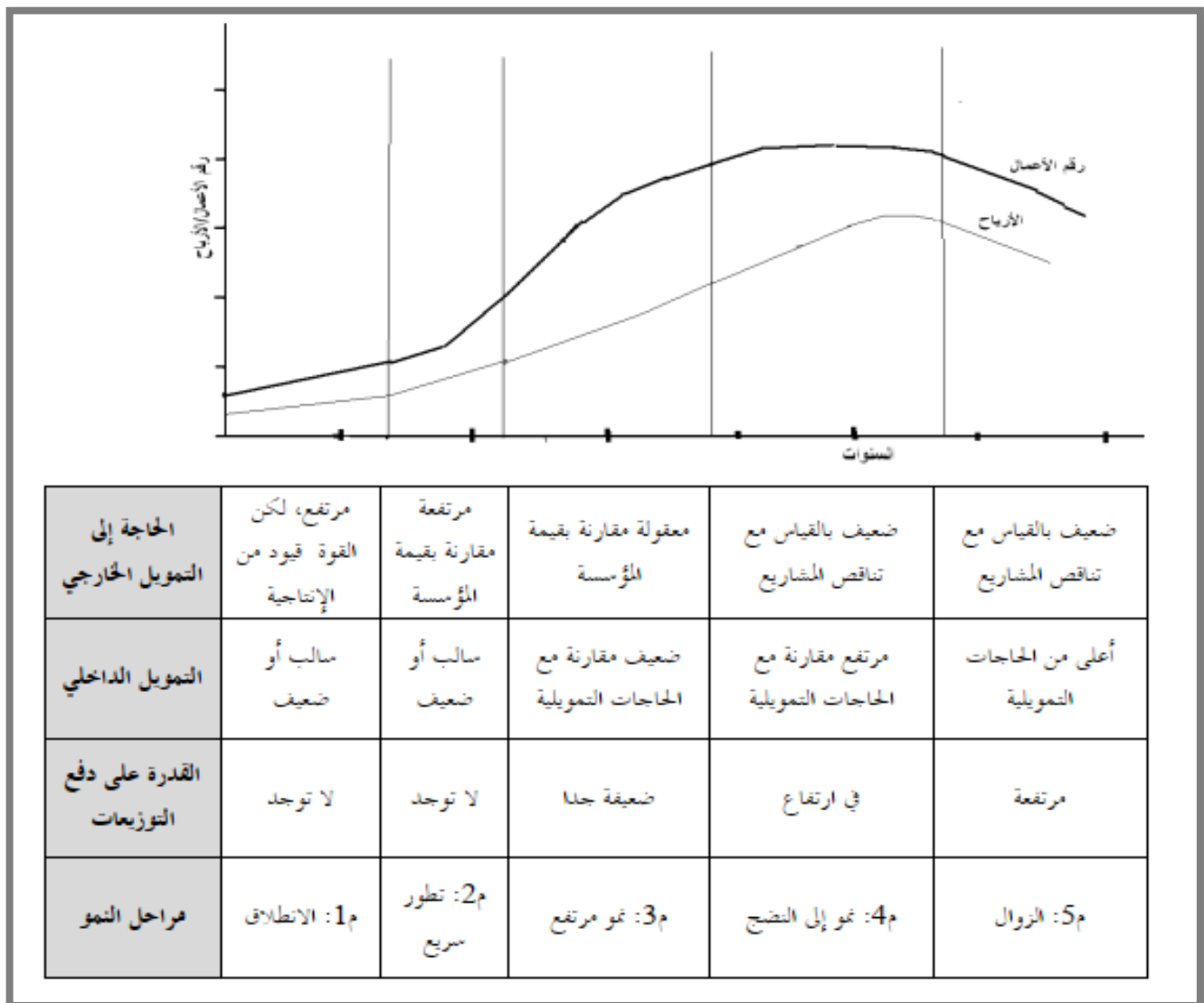
¹ جعفر، حسين. (2015). *سياسة توزيع الأرباح محدّاتها وأثرها على القرار الاستثماري*. رسالة ماجستير، جامعة تشرين، اللاذقية. ص 26-27.

² Hussain, Haroon.Md-Rus, Rohani. Al-Jaifi,hamdan. (2018). Life Cycle Theory of Dividends: A Review of literature. International Journal of Business and Tehnopreneurship, 8(1). P46.

³ H. Kent BAKER. (2009). *Dividend and Dividend Policy*. New Jersey: John Wiley & sons. P201.

الشكل الآتي يبين مختلف مراحل حياة الشركة مع التوزيعات التي ترافقها في كل مرحلة من مراحل النمو:

الشكل (1) دورة حياة الشركة وسياسة التوزيعات



Source: Damodaran, Aswath. (2006) *Corporate Finance Theory and Practice*. (2^{ed}) P 90

2-2-9 الخلاصة:

بعد الانتهاء من عرض النظريات الرئيسية في مجال سياسة توزيع الأرباح، ترى الباحثة أن بعض النظريات تتشابه فيما بينها مثل: نظرية الحياد أو العلاقة ونظرية الفائض ونظرية أثر العميل في أن المساهم لا يكثر بالتوزيعات النقدية سواء قامت الشركة بالتوزيع أم لم توزع، طالما أنه يستطيع أن يقوم بحساباته الضمنية الخاصة فيه من ناحية المفاضلة بين التوزيعات النقدية المرتفعة أو احتجازها، وبالتالي فإنه يصنع سياسة توزيع خاصة به (Home Made Policy) وسيختار الشركة التي تناسبه في سياسة توزيع أرباحها. أما بالنسبة لنظرية عصفور باليد ونظرية التفضيل الضريبي فهما متعاكستان تماماً، فالأولى تميل باتجاه التوزيعات الحالية بسبب عدم التأكد من المستقبل، أما الثانية فتفضل التوزيعات الآجلة للتخلص من الأثر الضريبي الحالي للتوزيعات، وتذهب نظرية الوكالة باتجاه القيود الخارجية المفروضة من السوق أو من طبيعة الملكية وتأثيرها بسبب اختلاف مصالح المساهمين مع المديرين، والالتزام بدفع توزيعات الأرباح مقابل تقليل التدفقات النقدية للمديرين إلا إذا كان المديرين ملاكاً في الشركة، عندها يمكن ربط تعويضات المديرين بنسبة من التوزيعات، فيما تذهب نظرية الإشارة باتجاه آخر هو اتجاه التغيرات التي تطرأ على توزيعات الأرباح، إذ لابد أن تكون إدارات الشركات قادرة على إعطاء إشارة للسوق حول درجة الثقة التي تشعر بها هذه الإدارات بالنسبة للتدفقات النقدية.

وبالنسبة لنظرية دورة حياة الشركة فهي تعتبر أن التوزيعات تتبع لعمر الشركة، إذ إنه من الطبيعي أن تكون الشركة في بداية تأسيسها وتطورها غير قادرة على تحقيق أرباح، وفي حال حققت الأرباح فمن الأولى أن تتجه للاستثمار والتوسع.

يمكن أن تجتمع عدة نظريات بأن معاً في شركة واحدة، فمثلاً إذا كانت الشركة قد وصلت إلى مرحلة النضج حسب نظرية دورة حياة الشركة فإنه يمكن أن ترسل إشارة إلى السوق بزيادة التوزيعات حسب نظرية الإشارة، وبذلك تجذب إليها صغار المساهمين وأصحاب الدخل المحدود لشراء أسهمها حسب نظرية العميل لأنهم يفضلون الحصول على دخل إضافي أو لتسديد نفقاتهم حسب نظرية عصفور باليد. أي في هذه الحالة اجتمعت أربع نظريات (نظرية دورة حياة الشركة – نظرية الإشارة – نظرية أثر العميل ونظرية عصفور باليد) في شركة واحدة.

أخيراً يمكن إجمال القول في اختلاف اتجاهات النظريات بين تأثير سلبي أو تأثير إيجابي أو عدم تأثير لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة إلى اختلاف المصالح بين طرفي العلاقة وهما: إدارة الشركة وملاكها، فالشركة تسعى إلى أن تمول استثماراتها بأقل التكاليف الممكنة في حين يسعى حملة الأسهم إلى تعظيم ثروتهم بارتفاع قيمة الأسهم التي يحملونها والتوزيعات التي يحصلون عليها نتيجة أعمال الشركة، إضافة إلى ذلك فإن اختلاف طبيعة المساهمين أنفسهم وانقسامهم ما بين مساهمين من أصحاب الدخل المحدود ومساهمين أصحاب استثمارات كبيرة هو ما يزيد في تعقيد الأمر.

إنَّ أيَّ شركةٍ تريد اختيار سياسة توزيع مثالية أو مناسبة لها قدر الإمكان مع مُعدَّل توزيعات مثالي من وجهة نظر الباحث، فعليها أن ترتب أولوياتها بالنسبة لها وتحاول أن تخلق نوعاً من التوازن بين الاحتفاظ بجزءٍ من أرباحها لتلبية احتياجاتها وبين توزيع الجزء الباقي على المساهمين مع ترك هامشٍ للاستجابة إلى التغيرات التي تحدث في السوق كالارتفاع أو الانخفاض الكبير في أسعار أسهمها، أو التغيرات في أذواق المساهمين، بحيث تصل إلى الهدف الكليّ وهو تعظيم القيمة السوقية للشركة.

وللوصول إلى هذه الغاية يمكن تحديد عدة أسئلة تساعد على توضيح الصورة المناسبة لإدارة الشركة عند الإجابة عنها، وهي الأسئلة الستة المقترحة الآتية:

- 1- ماهي تفضيلات المساهمين في الشركة ؟ هل يُفضلون توزيعات نقدية عاجلة أم مكاسب رأسمالية مُؤجلة؟
- 2- ماهي خطة الشركة لتمويل الفرص الاستثمارية المُتاحة؟ هل لديها ما يكفي من موارد ذاتية أم لابد من الاستدانة من أطراف خارجية؟

- 3- هل لدى الشركة السيولة الكافية لتلبية احتياجاتها واحتياجات مُساهميها؟

- 4- ما الاعتبارات الضريبية المفروضة على الأرباح المُحقَّقة للشركة وتوزيعاتها على المساهمين؟

- 5- هل يمكن اتباع سياسة توزيع مُستقرة طويلة الأمد أم لابد من التغيير حسب اعتبارات السوق؟

- 6- ما كمية المبالغ الواجب توزيعها كأرباح؟ وهل يوجد عوائق على دفع الأرباح للمساهمين؟

إنَّ الإجابات عن مثل هذه الأسئلة يتطلب تحليلاً عميقاً وواسعاً لكلِّ سؤال من هذه الأسئلة لمعرفة الإمكانيات المتوافرة أو المُعيقة على أرض الواقع. وبشكلٍ عامٍّ فإن إدارة الشركة اتباع سياسة التوزيع التي تساعد على تحقيق رغبات مُساهميها واحتياجات الشركة بأنٍ معاً.

سيتمُّ في المبحث الثاني مناقشة أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح التي تساعد أو تعيق المُسيرين في اتخاذ القرار في شكل وحجم التوزيع من عدمه.

يمكن عرض أمثلة من الواقع العملي من خلال بيانات لمَصْرِفَيْن من المصارف المُدرّجة في سوق عمّان المالي والمُقارنة بينهما. المصرف الأول يهتم بتوزيع الربح على مساهميه وهو بنك الأردن والمصرف الثاني لا يوزع أرباحاً على مساهميه وهو البنك التجاري الأردني

الجدول رقم (2) البيانات الخاصة ببنك الأردن خلال الفترة 2012-2015

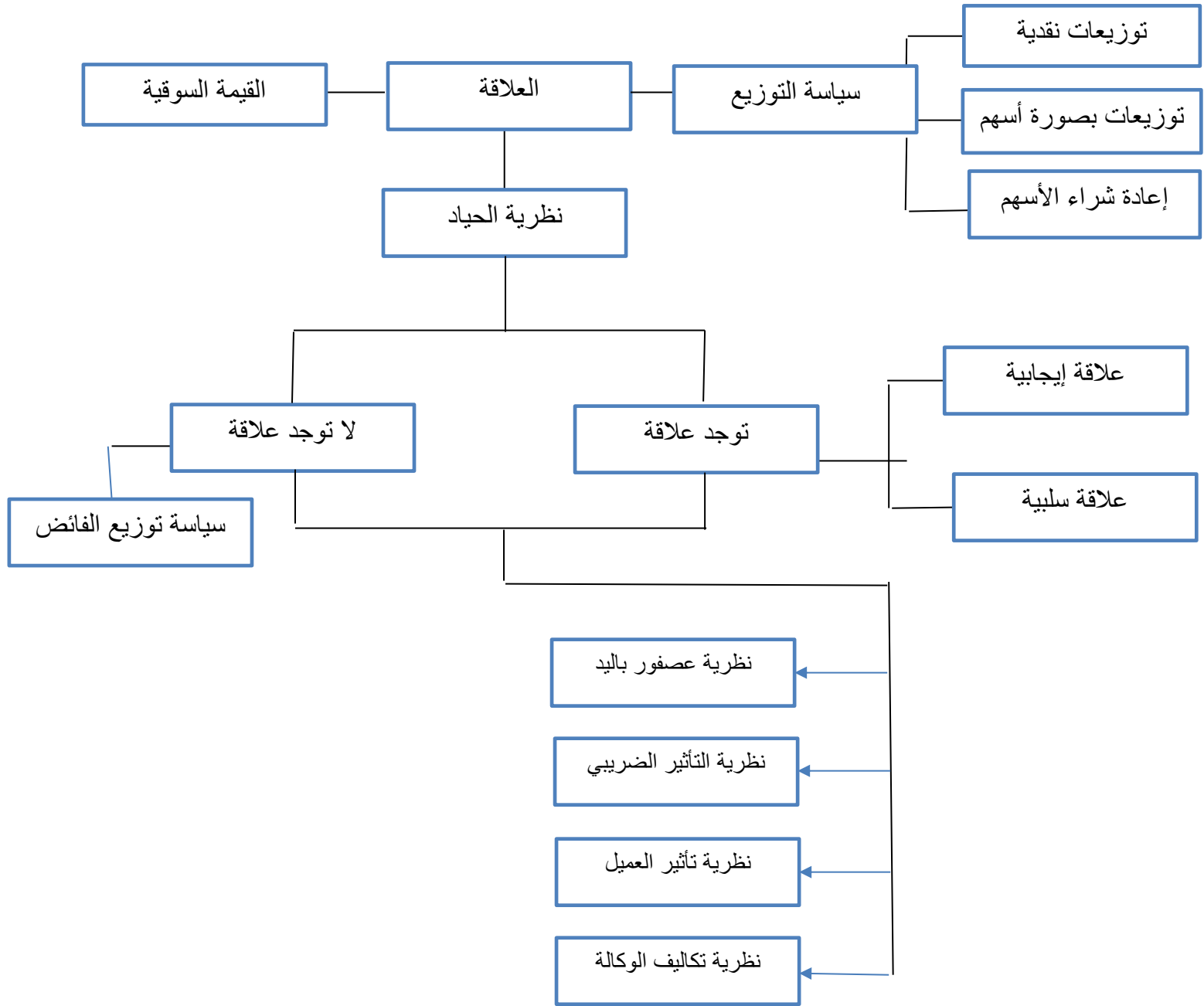
الأعوام	النسب	2012	2013	2014	2015
السعر السوقي للسهم	2.30 دينار أردني	2.50 دينار أردني	2.65 دينار أردني	2.60 دينار أردني	
عائد السهم EPS	0.23	0.26	0.30	0.26	
نسبة الأرباح الموزعة	%64.11	%57.11	%65.82	%75.96	
القيمة الدفترية للسهم	1.78 دينار أردني	2.04 دينار أردني	2.16 دينار أردني	2.34 دينار أردني	

الجدول رقم (3) البيانات الخاصة بالبنك التجاري الأردني خلال الفترة 2012-2015

الأعوام	النسب	2012	2013	2014	2015
السعر السوقي للسهم	1.00 دينار أردني	1.04 دينار أردني	1.16 دينار أردني	1.17 دينار أردني	
عائد السهم EPS	0.02	0.03	0.12	0.15	
نسبة الأرباح الموزعة	% 0	% 0	% 0	% 0	
القيمة الدفترية للسهم	1.11 دينار أردني	1.14 دينار أردني	1.20 دينار أردني	1.31 دينار أردني	

كما هو وارد في الجداول انعكست سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم كلا المصرفين، حيث إنّ بنك الأردن التزم بتوزيع أرباح على مساهميه خلال السنوات الأربعة، في حين أنّ البنك التجاري الأردني لم يقدّم بتوزيع أيّ أرباح على مساهميه رغم تحقيق ربح صافٍ. إذ يُلاحظ من بيانات بنك الأردن أنّ سعر سهمه السوقي أفضل من سعر السهم السوقي للبنك التجاري الأردني خلال سنوات المُقارنة، كما أنّ القيمة الدفترية لسهم بنك الأردن أفضل من القيمة الدفترية لسهم البنك التجاري الأردني. وسبب هذا عائداً إلى اهتمام بنك الأردن باستثمار أصوله بشكل أكبر، كي يتمكن من تحقيق أرباح لتوزيعها على مُساهميه وهذه من إيجابيات سياسة توزيع الأرباح.

الشكل رقم 2 نظريات توزيع الأرباح



المصدر: حيدر، واثام. مرجع سبق ذكره. ص62

2-2 المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عند وضع شكل أو مستوى التوزيعات الحالية أو التخطيط لسياسة توزيع الأرباح المستقبلية من قبل الإدارة المالية لابد من الأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة على التوزيعات من أهم هذه العوامل التي يمكن الإشارة إليها:

1-2-2 عائد الفرص الاستثمارية:

إن المؤسسات التي تكون في عملية نمو مستمرة وتكون لها فرص استثمارية كبيرة تكون بحاجة إلى توفر كميات كبيرة من الأموال، وفي الغالب تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح وعدم توزيعها على المساهمين بغرض الاحتفاظ بتلك الأموال من أجل استثمارها في المستقبل، فالعلاقة بين النمو وسياسة توزيع الأرباح هي علاقة عكسية، لكن في حالات معينة في المؤسسات التي لديها مكانة مهمة توجد علاقة طردية غير معنوية إحصائياً بين النمو وسياسة توزيع الأرباح، حيث إن عملية النمو لا تؤثر في قرار التوزيع باعتبار أن تلك المؤسسات تمتلك الأموال اللازمة لتمويل عملية نموها إضافة إلى توزيع الأرباح¹.

من المستحسن بالنسبة للشركات الناشئة عدم توزيع أية أرباح لمدة خمس سنوات بهدف زيادة حجم الأصول وتمويل عمليات النمو والتوسع، وهو ما يؤدي بالنتيجة إلى زيادة في أسعار الأسهم في السوق المالي، هذه الزيادة هي بديل بالنسبة للمساهمين عن حصوله على أرباح سنوية.

2-2-2 تفضيلات المساهمين الحاليين:

إن المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث إن المساهمين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلاً عن إصدار أسهم جديدة، حتى لا يخسروا سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف (فوائد) القروض².

3-2-2 التشريعات القانونية:

قد تنص التشريعات القانونية على ألا تتجاوز المبالغ المخصصة للتوزيع مجموع أرباح السنة والأرباح المحتجزة، بمعنى أن الشركة لا يمكن لها أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت حقوق الملكية لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم الشركة المتداولة. الهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول الشركة تزيد على خصومها بهامش معين حيث يعتبر كحد أدنى نوعاً من الحماية وال ضمان للدائنين. وكذلك قد تفرض بعض التشريعات القانونية على الشركات ألا تقوم بإجراء أي توزيع إذا لم تكن محافظة على معدل كفاية رأس مالها، كما قد

¹ شروقي، زين الدين. مرجع سبق ذكره. ص 158-159.

² حفصي، رشيد. (2016). مرجع سبق ذكره. ص 41.

تسمح التشريعات القانونية للشركات بحجز الأرباح المُحققة القابلة للتوزيع في فترة تأسيسها، أو عند رغبة الشركة بزيادة رأس مالها.

وبالمقابل فإنَّ الشركات التي تواجه مشاكل مالية ونقصاً في السيولة وعدم القدرة على مواجهة التزاماتها، فإنَّ التشريعات القانونية تُحظر عليها إجراء أية توزيعات نقدية.

2-2-4 الضرائب على دخل المنظمة:

إنَّ الميزة الضريبية للقروض الناتجة من خصم الفوائد من الوعاء الضريبي يُشجّع استخدام القروض في التمويل، ويترتب على ذلك أن يُشكّل التمويل بالمديونية نسبةً لا بأس بها من هيكل رأس المال مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية (أسهم جديدة، حجز أرباح). مثل هذا الأسلوب (التمويل بالمديونية) يدفع مزيداً من التدفق النقدي إلى خارج الشركة في شكل فوائد، ويتبقى جزءٌ قليلٌ لمواجهة التوزيعات النقدية. لكن يجب ألا تتجاوز نسبة الديون أكثر من 50% من أصول الشركة لأن ذلك يُؤثّر في أداء الشركة وقدرتها على السداد وقد يُعرّضها لمخاطر التعثر ومن ثم الإفلاس.

2-2-5 الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

قد تلجأ الشركات إلى حجز الأرباح المتحققة ولا تقوم بأي إجراء لتوزيع الأرباح وقد يتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول. لذلك فإنَّ بعض الأنظمة تفرض ضريبةً إضافيةً على ذلك الجزء من التراكُمات المُتجاوز للمستوى المقبول. ويمكن أن تكون حالة الأرباح المحتجزة مقبولة فقط عندما يتم استخدام هذه الأموال في شراء الأصول المتداولة الإنتاجية، وألا تقتصر عملية الاحتجاز على الشكل النقدي فقط.

2-2-6 تكلفة التمويل الداخلي وتكلفة التوزيعات النقدية:

من وجهة نظر المنظمة فإنَّ النفقات الخاصة بالتمويل الذاتي أقلُّ من تلك المُتعلقة بالتمويل الداخلي. حيث إنَّ التمويل الداخلي يشمل نفقاتٍ مثل: إصدار الأسهم والسندات، العمولات المُستحقة للبنوك، الفوائد على القروض، أتعاب محاسبية وقانونية، تكلفة الوقت المُستغرق للبحث والمفاضلة والاختبار بين مصادر التمويل الداخلي المختلفة، بالإضافة إلى مصاريفٍ خاصّةٍ بالتوزيعات (مصاريف بريد وخطابات وإعداد حسابات).

وبالتالي فإنَّ كلّ هذه البنود والنفقات يمكن تجنبها إذا لم يتم دفع أية توزيعات وتم احتجاز الأرباح بالكامل واللجوء إلى التمويل الذاتي¹.

¹ حنفي، وقرياقص، رسمية. (2000). أساسيات الاستثمار والتمويل. القاهرة: مؤسسة شباب الجامعة. ص 212-219.

2-2-7- توافر السيولة:

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توافر السيولة النقدية الكافية، فقد تكون الشركة رابحة بالفعل وحققت أرباحاً وفيرة، ولكن نظراً لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها في تمويل وتوسع العمليات التشغيلية فإنه لا تتوفر السيولة الكافية لديها لإجراء التوزيعات.

2-2-8- الرغبة في السيطرة:

تؤدي التوزيعات المدفوعة في شكل أسهم جديدة إلى تشتت الملكية لاسيما عند دخول مساهمين جدد، ومن جهة أخرى إذا كانت الإدارة مُسيطرَة على الشركة فإنها تستخدم التوزيعات أداةً للحفاظ على هذه الميزة، عن طريق دفع توزيعات بشكل أسهم لحصتها وبشكل نقدي لبقية حملة الأسهم مما يؤدي إلى زيادة حصة مجلس الإدارة ومنه داوم السيطرة¹.

2-2-9- تكلفة المعاملات المالية:

يتحمل المستثمر تكلفة معاملات عند قيامه بأي عملية مالية سواء كانت بيعاً أو شراءً، هذه التكلفة تؤخذ بعين الاعتبار عند المستثمر الذي يكون بحاجة إلى التمويل لمواجهة نفقاته الجارية، فهو يفضل التوزيعات على فائض القيمة للمبلغ نفسه.

وقد يفضل هذا المستثمر ترك أمواله مُستثمرةً، فإذا أجرت المؤسسة توزيعات فقد يقوم المساهم باستثمارها بنفسه ويتحمل السمسة المترتبة على هذه العملية المالية.

ولكن إذا فضلت الشركة احتجاز التوزيعات واستثمارها، فإن المساهم سوف يحصل على دخل إضافي ناجم عن استثمار أمواله ضمن الشركة دون أن يتحمل أي تكاليف أو نفقات².

هنا لابد من التمييز بين نوعين من المستثمرين، وهم المستثمرون أصحاب الدخل المحدود والمتقاعدون، والمستثمرون أصحاب المؤسسات والدخل كبير. إنَّ المستثمر المتقاعد أو صاحب الدخل المحدود يفضل الحصول على توزيعات من أجل تمويل استهلاكه اليومي، لذلك يبحث عن شركات مُستقرة في توزيع أرباحها، أمَّا المستثمر صاحب المؤسسات أو المستثمر المغامر فإنه يفضل الشركات الناشئة التي تستثمر أمواله كبديل له عن استثماره هو لأمواله بنفسه.

¹ الطائي، بشرى. العاني، حافظ. (2018). مرجع سبق ذكره. ص483.
² خوي، خديجة. (2011). دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة "دراسة حالة". رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر. ص48-50.

2-2-10- الاعتبارات المتعلقة بالسوق:

يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالشركة وفقاً لطبيعة الاستجابة المتوقعة من حملة الأسهم، حيث إن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناءً على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركة، علماً أن الشركات تختلف وفقاً لسياسة توزيع الأرباح، فهناك شركات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، بينما هناك شركات أخرى تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، وينظر بعضهم إلى أن الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة ثابتة هي أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها، وبالتالي مخاطرها متدنية، وهذا ما ينعكس بالزيادة على قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين¹.

ومن الاعتبارات الأخرى للسوق هو المحتوى المعلوماتي، حيث ينظر حملة الأسهم إلى التوزيعات كإشارة إلى النجاح المستقبلي الذي تتمتع به الشركة، أما دفعات التوزيعات المتذبذبة يُنظر إليها كإشارة سلبية على وضع الشركة المالي في المستقبل الأمر الذي ينعكس بانخفاض قيمة السهم، وينظر المساهمون إلى أن دفعات التوزيعات في أوقات الخسائر التي تمر فيها الشركة مؤشراً إلى أن هذه الخسائر مؤقتة².

2-2-11- الشروط والاعتبارات التعاقدية:

قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من تصرف المؤسسة، حمايةً للدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون ألا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط التعاقدية، فعلى سبيل المثال: قد يُشترط أن يكون مستوى رأس المال العامل ضمن المستوى الملائم أو فرض بعض القيود على الاستثمارات، بينما قد يشترط حملة الأسهم الممتازة المٌجمعة للأرباح ألا يتم أي دفع أو توزيع للأرباح لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المُستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.

2-2-12- القيود الداخلية:

إن الالتزامات المالية المترتبة على المؤسسة ترتبط بشكل مباشر بمعدل النمو المتوقع وبحجم الموجودات المطلوب شراؤها في المستقبل، لذلك وعند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية لابد للمؤسسة من أن تُحدّد مدى قدرتها على الحصول على تمويل من المصادر الخارجية. فمثلاً المؤسسات الكبيرة ذات النمو السريع تستطيع أن تحصل على تمويل خارجي بشكل سريع وميسر على عكس المؤسسات الصغيرة التي يكون توزيع الأرباح فيها قليل مقارنةً بالمؤسسات الكبيرة³.

¹ العلي، أسعد. (2010). الإدارة المالية – الأسس العلمية والتطبيقية (ط.1). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ص375.

² النعيمي عدنان، والتميمي، أرشد. (2012) الإدارة المالية المتقدمة (ط.1). عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ص483.

³ زواويد، مرجع سبق ذكره، ص14.

فالمؤسسات الصغيرة يكون حجم أصولها صغيراً، ومُعدَّل نموها قليلاً ومواردها المالية محدودة، وهذا ما يجعل احتمال تعرُّضها لصعوباتٍ في سداد التزاماتها المالية عند حصولها على قرضٍ مصرفيٍّ أكبر من المؤسسات الكبيرة، لذلك تلجأ إلى احتجاز أرباحها لتمويل مشاريعها بدلاً من اللجوء إلى القروض المصرفية.

2-2-13- عمر الشركة وحجمها:

بشكلٍ عامٍّ إنّ الشركات الناشئة تعتمد على إيراداتها لأغراض النمو والتوسع المستقبلي وتكوين احتياطات جيدة. هذه الشركات تتبنى سياسة مقيدة وغير واضحة، وتكون مُعدَّلات توزيعها مُنخفضة وهي بحاجة إلى مزيدٍ من الوقت حتّى تتَمَكَّن من تشكيل سياسة خاصة بها.

أمّا بالنسبة للشركات العريقة وذات السمعة الجيدة في السوق تكون فرص نموها أقل، بالإضافة إلى أنها تكون قد شكَّلت وتبنَّت سياسة توزيع مرنة خاصة بها مع نسب توزيع مرتفعة¹.

بشكلٍ آخر فإنَّ الشركات الناشئة لا توزَّع أرباحاً على مُساهميها، وإنما تحتجزها لتنفيذ مشاريعها التنموية، في حين أنّ الشركات القديمة تُوزَّع أرباحها نظراً لأنها مُستقرة في نواحي الاستثمار والبيع والزبائن فلا داعٍ لأن تحتجز أرباحها.

ترى الباحثة أنه يمكن إضافة بعض العوامل إلى العوامل السابقة الذكر في تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح وهي:

1- حجم الأرباح المحققة:

إنَّ الشركات التي تتمكّن من استثمار أموالها وتحقيق عائدات وأرباح كبيرة، تعتمد إلى توزيع هذه الأرباح المحققة على مساهميها وبنفس الوقت يعتمد حجم التوزيع على حجم الأرباح المحتجزة التي ترغب الشركة في احتجازها لتمويل عملياتها، وفي حال كانت الأرباح المحققة صغيرة ولا تكفي للتوزيع، عندها يمكن أن تكون الأرباح الموزعة على شكل ملكية أسهم جديدة أو أرباح عينية تُدفع في شكل أصول من الشركة أو شركة أخرى متفرعة عنها أو في شكل سندات وأوراق مالية لشركات أخرى.

2- حجم الأرباح المحتجزة:

عندما تحقق الشركة أرباحاً صافية، يكون لديها عدَّة خياراتٍ إمّا أن تحتجز الأرباح بالكامل من أجل تمويل احتياجاتها المالية، أو أن تقوم بتوزيع الأرباح بالكامل على مساهميها، أو توزَّع جزءاً من هذه الأرباح وتحتفظ بالجزء الذي تحتاجه في حال رغبتها بالتوسع والاستثمار. في حال رغبت الشركة باحتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، لا بدَّ أن يكون العائد المطلوب مساوياً للعائد الذي يحققه المستثمر فيما لو قام باستثمار أمواله في شركات منافسة. وبشكلٍ عامٍّ يمكن القول إنّ احتجاز الأرباح بالكامل لا يعدُّ خياراً متوفراً أمام

¹ Abu Manneh, Marwan. *op.cit.* p27-29.

الشركة إلا في حالات خاصة كأن تكون الشركة ناشئة وفي بداية حياتها، لما يترتب على قرار احتجاز الأرباح حالة من عدم التأكد عن حاضر ومستقبل الشركة بالنسبة للمستثمرين.

3- حجم المديونية:

تلجأ الشركة في بعض الأحيان بهدف تمويل نشاطها إلى الاقتراض من الغير أو الزيادة في معدل الاقتراض، وفي هذه الحالة ستكون الشركة ملزمة بتسديد دفعات هذه القروض مع فوائدها بتاريخ الاستحقاق، قد تكون طبيعة هذه القروض طويلة الأجل، لذلك قد يضع الدائنون بعض الشروط والقيود كضمان لحقوقهم، هذه الشروط تحد من حرية الشركة في توزيع الأرباح النقدية على مساهميها، إذ إن الأرباح الصافية ستستعمل في تسديد الديون المترتبة على الشركة أولاً ومن ثم توزيعها على المساهمين ثانياً.

4- حجم رأس المال:

تعتبر الشركات والمصارف التي تتمتع برأس مالٍ ضخمٍ، قادرة على زيادة قروضها وتمويل استثماراتها ومشاريعها لغايات النمو والتوسع، وسينعكس ذلك إيجاباً على المساهمين بزيادة توزيعاتهم من الأرباح، أما الخسائر المتراكمة فستؤدي إلى تخفيض رأس المال، وسيترتب على ذلك خفض عدد الأسهم، مما يؤثر على الهيكل المالي للشركة ويقلل من فرص المساهمين في الحصول على توزيعات أرباح لأسهمهم.

5- كفاءة السوق المالي:

تلعب المعلومة دوراً مهماً في كفاءة الأسواق المالية، إذ تعد الأساس الذي يعتمد عليه المتعامل في اتخاذ قراره بالاستثمار، لأن عدم تماثل المعلومة يقلل من كفاءة السوق، وتعتبر إعلانات توزيعات الأرباح مثال عن هذه المعلومات المهمة، فإذا كان هناك معلومات جديدة عن توزيعات أرباح، فلا يمكن للمستثمر الحصول على عائد أعلى إلا عن طريق الحظ، لأن المعلومات الجديدة ستعكس مباشرة في أسعار الأسهم، أما في السوق غير الكفاء فيكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر السهم أو الورقة المالية، مما يسمح للمستثمرين بإجراء تحليلات تمكنهم من الحصول على عوائد متميزة.

6- توزيعات السنوات السابقة:

إن الحفاظ على استقرارية أسهم الشركة وثباتها يتطلب منها استقرار المعدل للعائد على توزيعات الأرباح، لأن ذلك يعطي صورة ذهنية للمساهمين عن استقرار وضع الشركة، وبالتالي يجب أن تؤخذ توزيعات السنوات السابقة بعين الاعتبار عند التخطيط لسياسة توزيع الأرباح من قبل إدارة الشركة.

7- حجم وملكية المؤسسين:

عندما يتعلق الأمر بالشركات الناشئة، فإن التحدي الرئيس بالنسبة للمساهمين هو حساب حصص الملكية، وذلك من أجل ضمان استمراريتهم في الشركة مستقبلاً وحصولهم على حصصهم وعوائد استثمارهم فيها بشكل كامل، لذلك لابد للشركة أن تقوم بالإفصاح والإعلان عن السياسة الخاصة بحوكمة الشركات، هذه السياسة تغطي: هيكل مجلس الإدارة، ودور أعضائه، معاملة المساهمين إضافة إلى مساهمي الأقلية.. الخ، من أجل تسهيل إجراءات توزيع الأرباح عند تحققها.

8- المخاطر:

تتصف بيئة الأعمال التي تعمل ضمنها الشركات بأنها شديدة التقلب ومحاطة بظروف عدم التأكد، وهذا ما يجعل القائمين على إدارة المؤسسات المالية في مواجهة مع مخاطر شاملة وعديدة منها مثلاً: انخفاض الإيرادات بشكل غير متوقع نتيجة عوامل داخل أو خارج الشركة، ارتفاع أسعار الفائدة مما يقلل من هامش الربح خاصة إذا كان الهيكل المالي للشركة يتضمن ديوناً وقروضاً بنسب كبيرة مما يؤدي إلى ارتفاع مصاريف الفائدة، كذلك إذا كانت الأنظمة وبرامج الكمبيوتر التي تعتمد عليها الشركة أصبحت قديمة فهذا يعني ارتفاع المخاطر التشغيلية المتعلقة بتأثير التكنولوجيا المتغير على أنظمة ومعدات الشركة، إضافة إلى تغير الأنظمة والقوانين والتشريعات في البيئة التي تعمل فيها الشركة، وهو ما يؤثر بدوره على قرار توزيعات الأرباح.

9- التدفقات النقدية:

تعكس قائمة التدفقات النقدية الأرباح الفعلية والقوة المالية والكيفية التي تم بها توظيف النقد بيعاً وشراءً وإنتاجاً وتمويلاً للشركة موضع التحليل. فعندما يُظهر النشاط التجاري تدفقاً نقدياً سلبياً لفترة طويلة رغم تحقيق الأرباح، فإنه يُعبر عن الحالة الاقتصادية المتدهورة للشركة، الأمر الذي قد يعرضها إلى الإفلاس. من هنا تأتي أهمية الاطلاع على قائمة التدفقات النقدية من قبل الأطراف المهتمة بدراسة وضع الشركة لمعرفة المصدر الأكبر من النقد، والكيفية التي يتم بها توظيف هذه التدفقات النقدية الداخلة والخارجة ومن ثم توزيع الناتج على المساهمين.

وفي ختام الحديث عن أهم العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح نجد أن عدد المتغيرات التي شملتها هذه الدراسة (22) عاملاً مختلفاً وهو ما يتفق مع دراسة كل من (Baker, Veit & Powell, 2001) حيث أشارت نتائج هذه الدراسة بعد إجراء مسح على الشركات المدرجة في بورصة ناسداك Nasdaq، إلى وجود (22) عاملاً مهماً يؤثر في قرار سياسة توزيع الأرباح، وأن هناك اختلافات في (9) عوامل من أصل (22) عاملاً بين ردود مديري الشركات المالية والشركات غير المالية، وكانت أهمية هذه العوامل في بورصة ناسداك لها الأهمية نفسها في بورصة نيويورك NYSE¹.

واستناداً إلى ما سبق تقترح الباحثة على إدارة الشركة اعتماد الأسس المقترحة الآتية في التخطيط لوضع سياسة توزيع الأرباح المناسبة للشركة وهي:

¹ Baker, H Hent. Veit, E Theodore. Powell, Gary. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *The financial Review*, 36(3). P19-37.

- ❖ إنَّ الأنظمة والقوانين وكذلك الضرائب تحدُّ من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير حجم الأرباح الموزَّعة والمُحتجزة، لذلك لابد أن تُؤخذ بعين الاعتبار منذ البداية.
- ❖ التحديد الجيد لهيكل التمويل الأمثل، والعمل على ألا يزيد مُعدَّل تكلفة الأموال عن العائد المُتوقع على الاستثمارات الجديدة.
- ❖ تحديد تكلفة الفرصة البديلة عند التخطيط لتوزيع الأرباح، أو توجيه هذه الأرباح لفرص استثمارية ذات مردود مرتفع.
- ❖ الموازنة بين سياسة توزيع الأرباح الحالية وسياسة الاقتراض (المديونية) بما يضمن مصالح الأطراف المختلفة.
- ❖ ضرورة أن تكون الإشارات الإعلامية المُوجَّهة إلى السوق المالي صادقة وتحمل معلوماتٍ صحيحة، حتَّى لا ينعكس ذلك سلباً على قيمة السهم إذا تبين عدم جدية الإدارة واهتمامها.
- ❖ التخطيط لسياسة توزيع الأرباح هو تخطيط طويل الأجل؛ لأنَّه لا يقتصر على سنة واحدة أو اثنتين، وإنما يتعلَّق بسمعة الشركة ومستقبلها.
- ❖ تنخفض توزيعات الأرباح في مرحلة الكساد الاقتصادي نظراً لانخفاض المبيعات، الأمر الذي يحدُّ من قدرة الشركة على توليد الأرباح ومن ثم توزيعها.
- ❖ تُحدِّد الشركة التي في طور النمو الاحتفاظ بجزءٍ كبيرٍ من أرباحها لدعم مركزها المالي والتوجُّه نحو استثماراتٍ تُدرُّ مكاسب، وتزيد من فرصها في التوسُّع.
- ❖ اعتماد الشركة على الديون يُؤدِّي إلى تخفيض توزيعات الأرباح بسبب توجيه هذه الأرباح نحو سداد القروض المُترتبة عليها، ولا يجوز توزيع الأرباح إذا كانت سيولة الشركة لا تكفي ذلك.
- ❖ الأرباح الموزَّعة لابد أن تكون أرباحاً حقيقية ناتجة من التدفُّقات النقدية للعمليات التشغيلية للشركة وليست نتيجة بيع الأصول الثابتة أو الأرباح الناتجة من إعادة التقييم.
- ❖ يحقُّ للمساهم الاطلاع على القوائم المالية لتحديد حصته من الأرباح والتأكد من جودة الأرباح وليس فقط رقم الأرباح الظاهر، وذلك لمعرفة إمكانية الشركة واستمرارها مستقبلاً.

يتبين لنا في ضوء ما سبق أنَّ اعتماد سياسة توزيع الأرباح لا يتعلق بدراسة الوضع داخل الشركة فحسب (لوضع السيولة، المديونية، هيكل التمويل) وإنما يشمل العوامل الخارجية أي البيئة المحيطة للشركة

(القوانين، الضرائب، الفرص الاستثمارية، استجابة السوق) بسبب تداخل العوامل المؤثرة على هذه السياسة ووجود عدة سياسات لتوزيع الأرباح، فالقرار المتعلق بسياسة توزيع الأرباح مابين توزيعها واحتجازها يحتاج دراسة متأنية لحاجة الشركة أولاً ورغبة المساهمين ثانياً، ووضع السوق والتشريعات ثالثاً، فمثل هذه الخطوة تُؤثّر في سمعة ومستقبل الشركة وقيمتها السوقية؛ مما يؤكد فعلاً ما ذكرناه سابقاً من أنّ موضوع سياسة توزيع الأرباح يُمثّل أحد أهمّ القرارات المتخذة من قبل الإدارة المالية والمعنيين في الشركة.

2-3 المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح.

تمهيد: تتمثل سياسة التوزيع في قرار مجلس إدارة الشركة ما بين توزيع الأرباح على المستثمرين وبين احتجاز الأرباح بغرض استثمارها. ويخضع قرار التوزيع أو عدمه لسياسات الشركة وتطورها، فإذا كانت الشركة ناشئة فسوف ينخفض مُعدل توزيع أرباحها مقارنةً مع شركة قديمة، كما أنَّ الأمر يرجع إلى برامج الشركة وفرصها الاستثمارية التي تلعب دوراً مهماً في نوع وشكل سياسة توزيع الأرباح. وتعدُّ التوزيعات النقدية أكثر أشكال التوزيعات شيوعاً، حيث أنَّه وفي بعض الأحيان وفي حالاتٍ خاصَّة وبسبب عدم توافر سيولة كافية في الشركة رغم تحقق الأرباح لديها، أو بسبب التزاماتٍ وأعباءٍ ماليةٍ مُستحقةٍ على الشركة، أو للمحافظة على النقد والاحتفاظ بكامل الربح الصافي واستخدامه في تمويل استثمارات الشركة، وللتعويض عن الأثر السلبي نتيجة عدم دفع توزيعاتٍ نقديةٍ، يقرر مجلس الإدارة وبموافقة الهيئة العامة للمساهمين توزيع الأرباح بشكلٍ عينيٍّ، هذه التوزيعات تكون في صيغة أصول أخرى للشركة قابلة للتوزيع على المساهمين بخلاف النقدية مثل: بضاعة أو استثمارات أوراق مالية لشركات أخرى أو عقارات، ويكون اللجوء إلى هذا الشكل من التوزيعات في حالاتٍ ضيقةٍ جداً ومحدودةٍ وكحلٍّ مؤقت، ولا تشكل بديلاً كاملاً عن التوزيعات النقدية في حال رغبت الشركة في احتجاز كامل أرباحها. ممَّا يعني أنَّ توزيع الربح يأخذ شكلين هما: نقديٌّ وعينيٌّ.

تتبع الشركات العديد من سياسات توزيع الأرباح كسياسة عدم توزيع الربح في المدى القصير أو غياب التوزيعات بالكامل أو توزيع قيمة ثابتة من الأرباح أو توزيع أرباح تُحتسب على أساس نسبة مئوية ثابتة من صافي الأرباح القابلة للتوزيع أو مُعدل نمو ثابت في نسبة التوزيع أو نسبة ثابتة مضافاً إليها زيادة حسب الظروف أو توزيع الفائض أو إجمالي الربح، وعند انتقاء أحد هذه السياسات لابدَّ أن يكون ذلك بما يضمن تعظيم قيمة الشركة المستقبلية ومراعاة مصالح المساهمين ومدى توافر فرص استثمارية في السوق وهذه السياسات هي:

3-2-1- سياسة تعتمد نسبة مقسوم ثابتة: Constant-Payout-Ratio Dividend Policy

تعدُّ من أبسط أنواع سياسة التوزيع، حيث يتمُّ اعتماد دفع نسبة ثابتة، ولكن في حال تقلُّب الأرباح من سنة لأخرى، فإنَّ ذلك سينعكس على مبلغ التوزيعات الذي سيتغير من فترة لأخرى، الأمر الذي قد يُؤثِّر في أسعار الأسهم¹.

مثال: قامت الشركة السعودية للكهرباء خلال الخمس سنوات الماضية من عام 2015 وحتى عام 2019 بدفع نسبة مئوية ثابتة من التوزيعات سنوياً بلغت 7% عن السهم الواحد، رغم اختلاف الإيرادات التشغيلية من

¹ النعيمي، عدنان. التميمي، أرشد. مرجع سبق ذكره. ص 483-484.

عام لآخر¹. وبحسب البيانات المنشورة في سوق الأسهم السعودية فقد استقر سعر سهم الشركة السعودية للكهرباء في تلك الفترة، حيث تراوحت قيمته بين (15.47 و15.41) ريال سعودي².

تستطيع المؤسسة من خلال اعتمادها على هذه السياسة في دفع التوزيعات بنسبة ثابتة أن تُحقّق مجموعة من الأهداف متفاوتة من حيث الأهمية والأولوية. هذه الأهداف هي: تجنّب الدخول في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة، لكي تحافظ المؤسسة على قدرتها في دفع التوزيعات مُستقبلاً، كما تعمل المؤسسة على تجنّب عدم دفع التوزيعات لما يترتب عليها من آثار سلبية ناجمة عن احتجاز الأرباح، كما تتجنّب المؤسسة إصدار أسهم جديدة، وتستطيع المؤسسة من خلال هذه السياسة أن تتحكم بنسبة الديون إلى الملكية وإدامة هدف دفع التوزيعات³.

ما يُعاب على هذه السياسة أنها تُؤدّي إلى عدم استقرار مبلغ التوزيعات عند اختلاف صافي الربح من سنة لأخرى، فإذا انخفضت التوزيعات بسبب انخفاض أرباح الشركة في سنة من السنوات، فإنّ حصّة السهم من التوزيعات سوف تنخفض، وإذا لم تحقق الشركة أيّ أرباح فسوف تتوقف عن التوزيع، وبما أنّ التوزيعات تعكس حالة الشركة في المستقبل، فإنّ ذلك سيعطي انطباعاً سلبياً لدى المساهمين وينعكس ذلك بانخفاض سعر السهم في السوق المالي.

2-2-3 سياسة توزيع مبلغ ثابت من الأرباح سنوياً:

تتضمن هذه السياسة توزيع أرباح نقدية ثابتة في كميتها سنوياً؛ أي تقوم الشركة بدفع وحدة نقدية كأرباح عن كلّ سهم لكل مساهم وتقوم الشركة بالثبات على هذه القيمة. ميزة هذه السياسة أنه بسبب ثبات مبلغ الربح سنوياً فإنّ ذلك يعطي مؤشراً إيجابياً عن وضع الشركة ويُؤدّي إلى تقليل مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمساهمين. ومن المؤكّد أنّ هذا النوع من السياسة لن يكون مناسباً مع مرور الوقت بسبب انخفاض القيمة الحقيقية للنقود في كلّ عام، وهذا يُؤدّي إلى انخفاض في قيمة مبلغ التوزيعات⁴.

مثال: وزّع البنك الأردني الكويتي أرباحاً ثابتة منذ عام 2010 وفي كلّ عام وهي 20,000,000 (عشرون مليون دينار أردني) على كامل الأسهم بغض النظر عن الأرباح المُحقّقة وبنسبة توزيع ثابتة هي 20% لكلّ سهم. أمّا عن أسعار الأسهم فكانت أعلى قيمة للسهم في عام 2010 وهي (4.32) دينار أردني وانخفضت قيمة السهم في عامي 2011 و2012، ومن ثمّ ارتفعت قيمة السهم بعدها لتصل في عام 2016 إلى

¹ أُسترجعت في تاريخ 28 حزيران، 2020 <https://www.se.com.sa/ar-sa/invshareholder/Pages/KetRatios.aspx>

² أُسترجعت في تاريخ 30 حزيران 2020 <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/>

³ العامري، محمد علي. (2010). الإدارة المالية المتقدمة. (ط1). الأردن: آثر للنشر والتوزيع. ص436.

⁴ حيدر، مضر (2014) تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادية. رسالة ماجستير، جامعة تشرين، اللاذقية. ص19.

(3.94) دينار وعاود سعر السهم الانخفاض، ووصل إلى أدنى مستوى له في عام 2018 وهو (2.90) دينار وذلك حسب سعر الإقفال في 12/31 من كل عام¹.

مما سبق يتبين أنه رغم ثبات مبلغ التوزيعات خلال الأعوام الثمانية إلا أن أسعار الأسهم تأثرت قيمتها سواء صعوداً أو هبوطاً ولم تكن مستقرة، وهذا يعني بالنتيجة أن توزيع الشركة لمبلغ ثابت لا يعني بالضرورة ثبات أو استقرار أسعار أسهمها.

إن هذه السياسة تناسب فقط الشركات ذات الأرباح المنتظمة والمستقرة في حين أن الشركات التي تكون أرباحها موسمية قد تتعرض لصعوبات مالية لكي تواجه التزاماتها تجاه المساهمين عند الإعلان عن توزيعات الأرباح. هذه السياسة تفقد ميزتها في حالات التضخم وانخفاض القوة الشرائية للنقود.

3-2-3- سياسة استقرار التوزيعات: Regular Dividend Policy

يقصد بعبارة استقرار التوزيعات استقرار نمط تلك التوزيعات. فالتوزيعات التي تنخفض من عام لآخر أو تزداد من عام لآخر بانتظام يمكن وصفها بأنها مستقرة. هذا النوع من السياسة يُفضلهُ المستثمرون لأنه يزيل حالة عدم التأكد من وضع الشركة. ومن الأفضل أن يكون هذا الاستقرار في صورة نمو مُنظم في التوزيعات، هذا النمط من الاستقرار له آثارٌ إيجابية على المنشأة في جذب المزيد من المستثمرين الجدد، بما ينعكس بالتالي على ارتفاع قيمة أسهمها مُستقبلاً².

مثال: قام البنك الاستثماري والمُدرج في سوق عمّان بتوزيع نسبٍ مستقرةٍ من الأرباح تراوحت بين (10%- 10% - 8% - 7% - 7% - 8%) على التوالي خلال خمس سنوات من عام 2012 وحتى عام 2017 ووصل سعر السهم السوقي في نهاية تلك الأعوام إلى قيمة (1.53 - 1.49 - 1.34 - 1.22 - 1.20 - 1.18) دينار أردني لكل عامٍ على الترتيب حسب سعر الإغلاق في 12/31³.

ويتضح من هذا المثال أن نسبة توزيع الأرباح تعتبر مستقرة إلا أن قيمة أسهم البنك لم تكن مستقرة عند هذا المستوى من التوزيعات حيث تراجع قيمة السهم لأكثر من 30% من عام 2012 وحتى عام 2017. إن اتباع هذه السياسة من قبل الشركات يعني استقرار في نسبة التوزيعات التي يتلقاها المستثمرون والحفاظ عليها من الارتفاع المفاجئ أو الانخفاض المفاجئ في نسبة التوزيعات، لكن لا يمكن ضمان استقرار أسعار الأسهم لوجود عوامل أخرى تساعد في استقرار سعر السهم، هذه السياسة تناسب شريحة كبيرة من المساهمين ذوي الدخل المحدود والمتقاعدين الذين يُفضلون أن تكون درجة التأكد عالية في توزيعات الأرباح،

¹ أُسترجعت بتاريخ 29 حزيران 2020

https://www.ase.com.jo/ar/company_guide/financial/195?fiscal_date%5Bmin%5D=2010&fiscal_date%5Bmax%5D=2018

² هندي، منير. (2007). مرجع سبق ذكره. ص 689.

³ أُسترجعت بتاريخ 29 حزيران 2020

https://www.ase.com.jo/ar/company_guide/financial/211?fiscal_date%5Bmin%5D=2011&fiscal_date%5Bmax%5D=2018

الأمر الذي يمكنهم من الاعتماد على توزيعات الشركة لمواجهة مصاريفهم وأعبائهم النقدية كونها تؤمن لهم مصدراً مستقراً من الدخل. لكن هذه التوزيعات قد تكون على حساب فرص النمو والتوسع للشركة فيما لو قامت باستثمارها. وفي حال تدني الأرباح في أحد السنوات قد تضطر الشركة للاعتماد على مصادر تمويل خارجية مما يؤثر في هيكل تمويل الشركة.

3-2-4 سياسة التوزيع المنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف الشركة:

هذه السياسة عبارة عن دمج بين سياسة توزيع مبلغ ثابت وسياسة استقرار معدل نمو التوزيعات. إن هذه الطريقة تحقق قدراً كبيراً من المرونة لقرار توزيع الأرباح، من خلال توزيع أرباح منخفضة للسهم وبصورة منتظمة ومستمرة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في الفترة التي تزداد فيها الأرباح¹.
مثال: دفعت شركة صناعة الصلب Nucor الأمريكية أرباحاً نظامية ربعية وكذلك أرباحاً إضافية ربعية منذ شهر (8) 2006، وعندما حصل الكساد الكبير في عام 2008 توقفت الشركة عن دفع أرباحها الإضافية ولكن بقيت محافظة على دفع \$0.35 لكل سهم كأرباح نظامية، وعندما تحسنت بيئة الأعمال قامت الشركة برفع قيمة أرباحها النظامية². بلغت قيمة السهم حسب سعر الإقفال 12/31 من عام 2010 وحتى عام 2016 على التوالي (43,82 - 38,82 - 43,53 - 53,32 - 49,33 - 40,48 - 60,92)³.
هذه السياسة تناسب الشركات التي تتصف بأرباحها بالتقلب الشديد وكذلك أسعار أسهمها وتعد حلاً مناسباً للشركة والمستثمر. ولكن لا بد للشركة من أن توضح أن الأرباح الإضافية لا تعتبر التزاماً عليها وإنما تكون فقط عندما يسمح حجم الأرباح بذلك، حتى يتم التمييز بين الأرباح العادية والأرباح الإضافية، وحتى لا تخسر الشركة مكانتها وثقة المساهمين فيها عندما تتوقف عن توزيع الزيادة في الأرباح.

3-2-5 سياسات التوزيعات المبنية على الفائض المتبقي من الأرباح:

Residual dividend policy

وفقاً لسياسة توزيع المتبقي فإن حجم التوزيعات يكون هو ذلك الجزء المتبقي بعد تمويل الفرصة الاستثمارية كاملة. فالأولوية هنا في هذه السياسة هي لنفقات رأس المال وتغطية الاحتياجات التشغيلية للأعمال، ولا يمكن للمساهمين في هذه الحالة توقع الحصول على إيرادات منتظمة، أي أن هذا النوع من السياسة يناسب المساهمين الذين لا يكرثون بكمية ونوع الأرباح الموزعة.

مثال: نفرض أن شركة ما حققت في أحد الأعوام أرباحاً صافية بقيمة 25 مليون دولار خصصت منها 10 مليون دولار لتمويل استثماراتها، فإن الجزء المتبقي من صافي الربح قيمته 15 مليون دولار هو ما يتم دفعه

¹ حيدر، مضر. مرجع سبق ذكره، ص 20.

² Retrieved July 6th, 2020 from <https://www.thestreet.com/personal-finance/education/dividend-policy-definition-examples-14963439>

³ Retrieved July 6th, 2020 from <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nue>

للمساهمين كأرباح، وبفرض أن العام الذي يليه حققت الشركة صافي أرباح بقيمة 20 مليون دولار وقيمة مشاريعها تساوي 15 مليون دولار فإنّ الربح المتبقي للتوزيع على المساهمين يساوي 5 مليون دولار. إنّ تطبيق هذه السياسة من شأنه أن يُؤدّي إلى تذبذب العائد النقدي بالنسبة للمساهمين، والذي يختلف من عامٍ لآخر تبعاً لتوافر المشاريع الاستثمارية وفرص النمو. فالشركات ذات مُعدّلات النمو المرتفع هي التي تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل المشاريع، أمّا الشركات التي يكون مُعدّل نموها منخفضاً تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها على المساهمين لعدم الحاجة لاستثمار هذه الأرباح¹.

مميزات هذه السياسة أنّها تُوفّر من تكاليف التمويل الخارجي باعتمادها على التمويل الداخلي إذا كان لدى الشركة فرصاً استثمارية كبيرة، وهذا التمويل لا يترتب عليه أيّ تكاليف، لكنها بالمقابل ذات مخاطر مرتفعة كون توزيعات الأرباح ستكون متقلبة من سنةٍ لأخرى، الأمر الذي قد لا يكون مرغوباً بالنسبة لبعض المساهمين.

3-2-6- سياسة توزيع إجمالي الأرباح:

اقترح (Rubner,1966) توزيع مجمل الأرباح، واستند اقتراحه من حقيقة أنّ المساهمين يُفضّلون الحصول على أكبر قدرٍ ممكنٍ من أرباح الأسهم، لكن عملياً المؤسسات لا تعتمد هذه الاستراتيجية لأنّها غير مُشجّعة من ناحية الضرائب ولا من ناحية المساهمين، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإنّ توزيع الأرباح سيؤثّر بشكلٍ واضحٍ جداً في التمويل الذاتي للمؤسسة².

مثال: قامت شركة المعاصرين العقارية الأردنية بتوزيع أرباح بنسب توزيع بلغت (150% - 86% - 144% - 307%) عن الأعوام 2013-2014-2015-2016 تزامن ذلك مع هبوط في سعر سهم الشركة تدريجياً من 1.54 دينار للسهم الواحد في عام 2013 حتّى وصل إلى قيمة 0.99 دينار؛ أي بانخفاض نسبته 64% من قيمة السهم³، وترجّح الباحثة هذا الانخفاض إلى أنّ توزيع قيمة الربح الصافي على المستثمرين كاملاً مع زيادة عن الربح المُحقّق يُعطي إنطباعاً جيداً لهم في الأمد القصير إلّا أنّه قد يثير مخاوفهم عن مستقبل الشركة كون أنّها توزّع أرباحاً أكثر من الهامش المعقول للتوزيع، كما يحمل مخاطرةً عاليةً للشركة إذا استخدمت هذه السياسة أكثر من مرة لأنّ القرار بتوزيع كامل الربح سيؤثّر في سيولة الشركة، ويُقلّل من قدرتها على مواجهة التزاماتها إذا تغير مستواها، ممّا سينعكس فعلاً بشكلٍ سلبيٍّ وكبيرٍ على قيمة السهم في المستقبل.

¹ مرهج، منذر (1999) أثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة المنشأة. رسالة ماجستير، جامعة عين شمس. القاهرة. ص231.

² Mondher, Bellalah. (2000). Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information. Université Paris-Dauphine, 2000(09), P4.

³ أُسترجعت بتاريخ 30 حزيران 2020

https://www.ase.com.jo/ar/company_guide/financial/493?fiscal_date%5Bmin%5D=2013&fiscal_date%5Bmax%5D=2018

3-2-7- سياسة عدم توزيع الأرباح:

يمكن للشركة أن تلجأ لسياسة عدم توزيع الأرباح على المدى القصير في الحالات الآتية:

- ❖ عدم قدرة الشركة على الاقتراض.
- ❖ عندما تكون تكاليف الاقتراض عالية.
- ❖ عند تفضيل المساهمين للأرباح الرأسمالية.
- ❖ عندما تكون الشركة في طور النمو السريع.
- ❖ عندما تكون الشركة في طور التأسيس¹.

إنَّ من أشهر الأمثلة المعروفة في الأدبيات المالية ما قامت به شركة Microsoft التي تأسست في عام 1975 وطرحت أسهمها للاكتتاب عام 1986 إلا أنَّها لم تقم بتوزيع أيِّ أرباحٍ حتَّى شهر نيسان 2004. حيث أعلنت الشركة عن خطتها دفع \$3 للسهم الواحد بإجمالي توزيعات بلغت 32,6 بليون دولار، كما أعلنت عن مضاعفة توزيعاتها السنوية بنسبة 32% للسهم الواحد مع الوعد بإعادة شراء أسهمها بما يعادل 30 بليون دولار.

علماً أنَّ الشركة لم تشر إلى رغبتها في إجراء أي توزيع، الأمر الذي سبَّب خسارة كبيرة للمستثمرين الذين باعوا أسهمهم قبل عام 2004².

مما سبق يمكن القول إنَّ اتباع الشركة لهذه السياسة يتطلب منها أن تقوم بتوعية المساهمين عن وضع الشركة في أيِّ من الحالات المذكورة أعلاه حتَّى لا يُؤثِّر سلباً في سعر السهم، ويتطلَّب ثقة كبيرة من المساهمين بقيمة الشركة التي قاموا بالاستثمار فيها.

3-2-8- سياسة غياب التوزيعات بالكامل:

توصَّل كلُّ من (Clarkson & Elliot, 1966) إلى أنَّ التوزيعات تعتبر شيئاً كمالياً وترفاً بالنسبة للإدارة والمساهمين فلا داعي لإجراء التوزيعات، إلا إنه نادراً ما تلجأ الشركات لمثل هذه السياسة في الواقع العملي، لأنه من الصعب إن نجد شركة تحتفظ بجميع أرباحها دون أي توزيع للأرباح³.

ومع ذلك فإن شركة Alphabet صاحبة أعلى قيمة سوقية في العالم، والشركة الأم لمحرك البحث العالمي Google هي شركة ناجحة في كل ما فعلته باستثناء مشاركة الأرباح مع مساهميها، خاصَّة أنَّها تعتبر ماكينة نقد عملاقة بقيمة سوقية تتجاوز 580 مليار دولار وعائدات تزيد عن 90 مليار دولار. فالمسألة هنا ليست في عدم القدرة على توزيع الأرباح ولكن ببساطة هي عدم الرغبة في ذلك. طالما أن شركة Alphabet

¹ أبو الرب، والظاهر، مفيد. (2006). أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة جامعة القدس المفتوحة، (8)، ص 261.

² جعفر، حسين. مرجع سبق ذكره. ص16.

³ رمضان، حميدة. (2012) تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة. ص 62.

تواصل إيراداتها في النمو والتوسع في مجالات الأعمال، فإن توزيع الأرباح ليس أمراً غير محتمل فحسب ولكنه غير ضروري بالنسبة للمستثمرين، فالأرباح في نمو مستمر وسعر السهم كذلك في صعود مستمر¹. بلغت قيمة سهم شركة Alphabet في منتصف عام 2015 حوالي \$571 للسهم الواحد، وواصلت قيمته الارتفاع حتى وصل سعر إقفال السهم في عام 2020 بداية الشهر السادس حوالي \$1434 حسب نشاط السوق المعلن عنه في بورصة ناسداك NASDAQ أي بنسبة ارتفاع 251% خلال خمس سنوات فقط². هذه السياسة تعتبر الأسهل والأقل كلفة بين السياسات وتسمح للشركة باستثمار كامل أموالها، وبالنسبة لبعض المساهمين يعتبر ارتفاع القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها أكثر أهمية من توزيع الأرباح، إلا أنه لا يمكن للشركة اتباع هذه السياسة على المدى البعيد كي لا تفقد ثقة المستثمرين في إمكانياتها ورغبتهم في شراء أسهمها.

وأخيراً في ختام الحديث لابد من الإشارة إلى ما جاء في التشريعات القانونية لمجتمع الدراسة (الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي) حول كيفية تنظيم توزيع الأرباح والتوزيعات العينية، فقد ورد في قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته لغاية القانون رقم (57) لسنة 2006 في المادة (87) ذكر موضوع التوزيعات العينية، فبين أنه يمكن للشركة المساهمة الخاصة بعد موافقة الهيئة العامة العادية توزيع أرباح على المساهمين، إما نقداً أو عيناً أو بإصدار أسهم جديدة، وفي حالة إصدار أسهم جديدة تعد هذه الأسهم زيادة في رأس المال بموافقة الهيئة العامة غير العادية، أما تجزئة الأسهم إلى أسهم مُصدرة أكثر فلا يعد زيادة في رأس المال. كما أوضح القانون في المادة نفسها أنه يجوز للشركة المساهمة توزيع الأرباح من أرباحها السنوية الصافية أو من أرباحها السنوية المدورة أو من الاحتياطي الاختياري، لكن لا يجوز توزيع الأرباح من الاحتياطي الإجباري للشركة، وذلك خلال ستين يوماً من تاريخ اجتماع الهيئة العامة أو التاريخ الذي حددته الهيئة العامة لتوزيع الأرباح، على أن لا تتجاوز مدة تأخير دفع الأرباح ستة أشهر من تاريخ استحقاقها.

¹ Retrieved July 5th, 2020 from <https://www.nasdaq.com/articles/will-alphabet-goog-googl-ever-pay-dividend-2017-04-06>

² Retrieved July 5th, 2020 from <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/googl>

خلاصة الفصل الثاني:

لقد تمّ التعريف في هذا الفصل بمفهوم الربح وسياسة توزيع الأرباح، وتناول المبحث الأول أهمّ النظريات في مجال سياسة توزيع الأرباح والتعريف بها ومناقشتها من نواحٍ مختلفة وبيان أسباب الاختلاف والجدل فيها، وبيان أنّ بعضاً منها يتشابه ويجتمع مع نظرية أخرى، في حين يتناقض مع نظرية أخرى. أمّا المبحث الثاني فقد تمّ التركيز فيه على أهمّ العوامل التي تُؤثّر في قرار المعنيين في توزيع الأرباح، وكيف أنّ اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح يتطلب دراسةً متأنيةً لوضع الشركة والمساهمين ووضع السوق. فيما ناقش المبحث الثالث الأنواع العديدة لسياسة توزيع الأرباح مابين نسبة ثابتة أو مبلغ ثابت أو سياسة مستقرة أو مبلغ ثابت مضافاً إليه زيادة أو توزيع الفائض أو عدم التوزيع بالكامل، مع الجوانب الإيجابية والسلبية لكلّ نوع في حال الاعتماد عليه مع أمثلة عملية عن تأثير ذلك على أسعار الأسهم.

الفصل الثالث

الإطار النظري للأداء المالي للشركات المساهمة

The Theoretical Framework of The Financial Performance of the Corporates

المقدمة.

المبحث الأول: مفهوم وخصائص الأداء المالي للشركات المساهمة.

المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي للشركات المساهمة.

3-1 المبحث الأول: مفهوم الأداء المالي

مقدمة: يُعدُّ الأداء المالي في الشركات والبنوك بكافة أنواعها واحداً من المواضيع الهامة الذي حظي باهتمام وانتباه الخبراء في الإدارة المالية والباحثين والمستثمرين والإداريين، إذ يعتبر الأداء المالي من المقومات الأساسية للشركات بتوفيره نظاماً متكاملاً من المعلومات الدقيقة والموثوق بها من أجل تحديد نقاط القوة والضعف في الشركة من خلال تحليل القوائم المالية والمؤشرات المالية للوقوف على التأثير الفعلي للسياسة المُعتمَدة من قبل إدارة الشركة في استخدام مواردها المالية وانعكاس ذلك على الربحية والسيولة والأمان، ويتمُّ ذلك بمقارنة الأداء الماضي بالأداء الحالي أو المنافسين في السوق في القطاع نفسه وفق معايير مُحدَّدة سلفاً لتحديد المركز المالي والموقف الاستراتيجي للشركة وموقعها في السوق .

يهدفُ الأداء المالي بشكلٍ عامٍّ إلى تقويم أداء الشركات، كما يساهم الأداء المالي في إرشاد الإدارة للقيام بخطوات نحو ترشيد سياساتها وخططها وقراراتها.

إنَّ موضوع البحث يتناول بشكلٍ أساسيٍّ موضوع علاقة سياسة توزيع الأرباح مع الأداء المالي دون غيره من أنواع الأداء الأخرى ونورد فيما سيأتي بعضاً من التعاريف لمفهوم الأداء المالي.

3-1-1 تعريف الأداء المالي

لابد من الوقوف على تعريفٍ مُنفردٍ لمفهوم الأداء المالي الذي عرّفه (الدوري، 2013) بأنَّه: "وصفٌ لوضع الوحدة الاقتصادية الآن، وتحديد الاتجاهات التي استخدمتها للوصول إلى هذا الوضع من خلال دراسة المبيعات والإيرادات والموجودات والمطلوبات، وتُستخدَم لقياسه النسب والمؤشرات المالية كالسيولة والربحية وغيرها من النسب التي تنتجُ للوحدة الاقتصادية معرفةً نقاط ضعفها وقوتها موقعها السوقي مُقارنةً بغيرها من الوحدات الاقتصادية المنافسة"¹.

ورد تعريفٌ مختلفٌ للأداء المالي من قبل (Jeniffer,2014) بيّن فيه أنَّ الأداء المالي "هو قدرةُ الشركة على إنتاج مصادر جديدة من عملياتها اليومية خلال فترة زمنية معينة، ويتمُّ قياسُ الأداء من خلال صافي الدخل والنقد المُتولد من العمليات التشغيلية"².

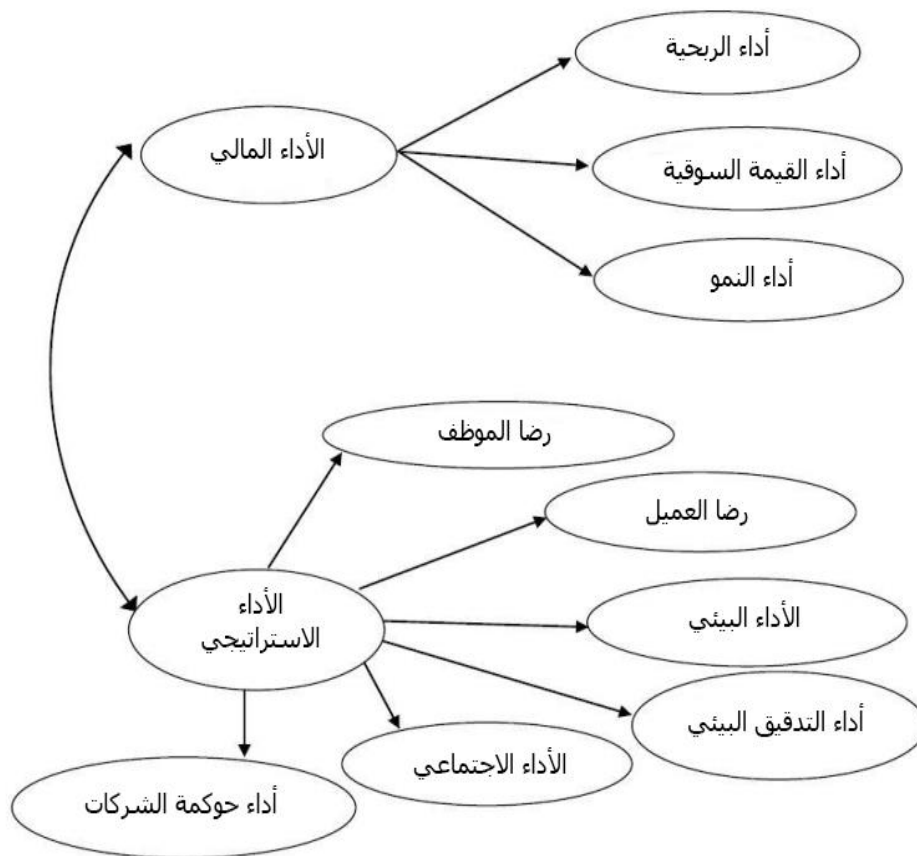
¹ الدوري، عمر. (2010) تقييم الأداء المصرفي: الإطار المفاهيمي والتطبيقي (ط.1). بغداد: دار الدكتور للعلوم. ص 25.

² JENIFFER, AKONG'A.C. (2014). *The Effect of Financial Risk Management on The Financial Performance of Commercial Banks in Kenya*. Master thesis, University of Nairobi, KENYA. P5.

بالاعتماد على المفاهيم السابقة يمكن تقديم تعريف مُقترح للأداء المالي: بأنه قدرة المؤسسة على استثمار إمكانياتها المالية من سيولة وقروض لتمويل الإنتاج من سلع وخدمات بهدف زيادة حجم المخرجات وزيادة الأرباح الصافية.

إنَّ خصائص الأداء المالي حسب هذا التعريف تتمثل في:

- قدرة المؤسسة على استثمار مالهيا من إمكانيات مالية متاحة.
- الحصول على قروض قصيرة الأجل.
- توفير السيولة اللازمة لتمويل عملية الإنتاج.
- زيادة الأرباح.



شكل رقم (4) الأداء المالي وعلاقته مع أنواع الأداء الأخرى.

Source: Selvam, Murugesan. Gayathri, Jayapal. Vasanth, Vinayagamoorthi. Lingaraja, Kasilingam & Marxiaoli, Sigo. (2016). Determinants of Firm Performance: A Subjective Model. *International Journal of Social Science*, 4(7), p95.

3-1-2 أهمية الأداء المالي: تكمن أهمية الأداء المالي في:

- ✓ زيادة فرص الحصول على تمويل خارجي أكبر، والذي يقود بدوره إلى فرص استثمارية أكبر.
 - ✓ الانخفاض في تكلفة رأس المال بسبب ارتفاع قيمة المؤسسة، وهذا يعطي المؤسسة فرصة لجذب استثمارات المستثمرين إليها.
 - ✓ أداء تشغيلي أفضل ناجم عن تخصيص أفضل للموارد المتاحة.
 - ✓ بناء علاقة أفضل مع كل من أصحاب وأطراف المصالح مما يساعد على تحسين العلاقات مع كل من المجتمع المحلي والدولي.
 - ✓ الاستفادة من البيانات التي تقدمها التقارير المالية، بما يمكن من اتخاذ القرارات السليمة وفي الوقت المناسب.
 - ✓ تساعد على توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الإشراف والمراقبة¹.
- من خلال التعدادات السابقة** يتبين أهمية الأداء المالي في أي مؤسسة كونه الواجهة الأساسية التي تعتمد عليها الأطراف الخارجية من مُشرعين ومُستثمرين ومقرضين للحكم على سلامة المؤسسة وتفحص سلوكها ومثانة مركزها المالي، كما أنه أحد المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة الداخلية في اتخاذ القرارات والتخطيط للفترة القادمة أو الرقابة والوقوف على الأخطاء التي حصلت في حال ظهور أي انخفاض عن الفترة السابقة.

3-1-3 أهداف الأداء المالي:

يرى "Anastasou. poulos J.P"² أن المؤسسات الرائدة في الأداء، هي تلك التي تستطيع نمذجة مستقبلها بناءً على أهداف واضحة، في ظل توزيع مواردها في المجال والوقت المناسب، وتفاذي عدم التأكد في بيئتها قدر الإمكان من خلال أساليب وقرارات منهجية سليمة.

إن ما يميز مؤسسة عن أخرى هو وجود هدف أو عدة أهداف تحكم الأنشطة التي تقوم بها وتوجه أفرادها نحو تحقيقها. وأبرز ما يمكن حصره من أهداف الأداء المالي يتمثل في ثلاث نقاط رئيسية:

- تجميع أكبر رصيد نقدي كافٍ في المؤسسة.
- تحقيق أقصى قدرٍ من الأرباح الممكنة.
- تحقيق أعلى قيمة للمؤسسة³.

¹ غزال، رقية. (2015). أثر السياسات الاقتصادية على تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية. رسالة ماجستير، جامعة حمه لخضر، الجزائر. ص 16.

² عبد الغني، دادن. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية. رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر.

³ العمري، سميرة. (2017). أثر السياسة النقدية على الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة حالة. رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر. ص 8.

يُضاف إلى ما ذكر أعلاه فيما يخص أهداف الأداء المالي هو الموازنة بين الربحية والسيولة لتفادي حالات نقص السيولة وخطر الإفلاس من جهة، بمقابل زيادة الأرباح المتوقعة نتيجة توظيف المؤسسة أكبر قدر ممكن من أموالها في استثمارات ذات عوائد مرتفعة من جهة أخرى. ولا يقتصر تحقيق أهداف الأداء المالي على الصعيد الداخلي للمؤسسة، وإنما يتعلق بالمساهمين، فالأداء المالي يسعى أن يحقق للمساهمين الأهداف الآتية:

➤ يُمكنُ المستثمر من متابعة و معرفة نشاط المؤسسة و طبيعته، و تقدير تأثير أدوات الأداء المالية من ربحية و سيولة و نشاط و مديونية على سعر السهم.

➤ يُساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل و المقارنة و تفسير البيانات المالية و فهم التفاعل بين البيانات لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسة¹.

إضافةً لما سبق يمكن القول بأن من أهداف الأداء المالي فيما يخص المساهمين هو زيادة قيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية وزيادة حجم التوزيعات السنوية من الأرباح الصافية، وهو ما يجذب أكبر عددٍ من المستثمرين لشراء أسهم المؤسسة.

بناءً على ما ذكر فإنه لا يمكن وجود أداءٍ ماليٍّ رائدٍ لأيِّ مؤسسة بدون تحديد أهداف رئيسة يتفرع منها أهداف ثانوية، فوضع الأهداف يساعد في وضع التوصايا المناسبة للوصول إلى النتائج المرغوبة في أثناء عملية التحليل، وهذا بدوره يتطلب إدارة قادرة على متابعة تنفيذ هذه الأهداف من خلال الاستخدام الأمثل لمواردها وتوظيفها في استثمارات قصيرة وطويلة الأجل بما يعود عليها بأكثر عائدٍ ممكنٍ وبأقل المخاطر المُحتملة، هذا التوظيف والاستخدام الأمثل للموارد سينعكس إيجاباً على المؤشرات التي تدخل في عملية التحليل لاتخاذ القرار في الاستثمار في أسهم هذه المؤسسة، كما سينعكس الاستخدام الأمثل للموارد على شكل زيادة في الطلب والإقبال على شراء أسهم المؤسسة المعنية.

4-1-3 العوامل المؤثرة على الأداء المالي:

إن العوامل المؤثرة على الأداء المالي كثيرة ومتعددة لا يمكن حصرها أو ضبطها، وبالأخص فيما يتعلق بالعوامل الخارجية التي قد تُشكّل إمّا فرصة يمكن استغلالها أو عائقاً يُؤثّر سلباً في الأداء المالي، إلا أنه بالمجمل يتم الحكم على أداء مؤسسة وتميزها من داخل المؤسسة نفسها وليس من محيطها الخارجي، لذلك سيتمّ فيما سيأتي مناقشة أهمّ العوامل الداخلية التي تحسّن من أداء المؤسسة عند التركيز عليها وهي:

4-1-3-1 الهيكل التنظيمي:

يقصد بالهيكل التنظيمي الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركات وأعمالها، فمن خلاله تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات. أمّا عن

¹ الخطيب، محمد. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة (ط.1). عمّان: المؤسسة العربية للدراسات والنشر. ص 47.

تأثير الهيكل التنظيمي على أداء المؤسسات فيبرز هذا التأثير من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال التي ينبغي القيام بها، ومن ثم تخصيص الموارد لها وتحديد دور كل فرد في المؤسسة والمساعدة في اتخاذ القرارات التي تُسهّل عمل الإدارة بفعالية وكفاءة¹. فكلما تطور الهيكل التنظيمي للمؤسسة وكان مرناً أدى ذلك إلى تحسن أداء المؤسسة وزيادة إنتاجيتها وأرباحها.

3-1-4-2 المناخ التنظيمي:

أي شفافية التنظيم وتنمية العنصر البشري، من خلال إدراك العاملين لأهداف المؤسسة ومهامها ونشاطاتها وارتباطها مع الأداء، فالمناخ التنظيمي يضمن سلامة الأداء من الناحية الإيجابية وكفاءته من الناحيتين المالية والإدارية، وتحديد مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء وتقديم المعلومات لمُتخذي القرار لتحديد صورة عن أداء المؤسسة².

3-1-4-3 المديونية:

وتعني نسبة الدين إلى حقوق الملكية في هيكل رأس مال الشركة. وبشكل عام كلما كان استخدام الشركة للديون أكبر، كلما قلّت الضريبة التي تدفعها مقابل ارتفاع المخاطر المالية. وبحسب نظرية المُفاضلة (trade-off theory) يمكن للشركة الاستفادة من الدين لتحقيق عائد أفضل على الأسهم³. إنَّ الديون أو القروض المصرفية تزيد من إمكانيات الشركة المالية، وتزيد من قدرتها على توليد الأرباح وزيادة العائد على رأس المال بما ينعكس إيجاباً على أدائها، شريطة أن يكون توظيف هذه القروض بالشكل الصحيح في زيادة الإنتاج وشراء أصول إنتاجية تساعد في تحسين نوعية السلع والخدمات التي تُقدّمها الشركة وتساهم في انتشارها وتوسّعها أفقياً.

3-1-4-4 السيولة:

في عام (1982) قدّم Jovanovic نموذجاً نظرياً اقترح فيه أنَّ كميةً معتدلةً من السيولة تساعد على أداء المشاريع، في حين أنَّ الوفرة في السيولة لها تأثير ضرر على الشركة أكثر من النفع. أي أنَّ السيولة تلعب دوراً مهماً في تحسين الأداء المالي، إذا كانت ضمن المستويات المثلى للسيولة وكنتيجة للموازنة بين (العائد – المخاطرة)⁴.

إنَّ توافر السيولة اللازمة هو وسيلة لحماية الشركة من العسر المالي وخطر الإفلاس وملاحقة الدائنين، بالمقابل لا بد من استثمار هذه الأموال بشكل صحيح يُؤدّي إلى رفع أداء الشركة المالي بما يعود عليها بزيادة عوائدها المالية.

¹ الخطيب، محمد. مرجع سبق ذكره. ص 48-49.

² زبيدي، البشير. (2011). دور التقارير المالية في تحسين الأداء للمؤسسة دراسة ميدانية في مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة البليدة، الجزائر. ص 72.

³ Omondi, M., & Muturi, W. (2013). Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*. 4(15), p100.

⁴ Omondi, Op.cit p100-103.

3-1-4-5 حجم الشركة:

يعدُّ الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات سلباً، فقد يُشكِّلُ الحجمُ عائقاً لأداء الشركات، لأنَّه بزيادة الحجم تُصبح إدارة الشركة أكثر تعقيداً، ويصبح أداؤها أقلَّ فعالية وإيجاباً، ويتطلب ذلك زيادة في عدد المُحلِّلين الماليين المهتمين بالشركة، إلَّا أنَّ دراسات عديدة أُجريت عن العلاقة بين أداء الشركات والحجم وتبيَّن أنَّ العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية¹.

3-1-4-6 عمر الشركة:

إنَّ الشركات الأقدم هي أكثر خبرةً وقدرةً على التعلُّم ومواجهة مُتطلَّباتِ الحداثة، ويمكنها الاستفادة من السمعة في تحقيق مبيعاتٍ أكثر. من ناحية أخرى فإنَّ الشركات القديمة قد تكون عُرضةً للبيروقراطية والروتين الذي يجعلها بعيدةً عن التغيرات التي تحصل في ظروف السوق، وليست لديها المرونة الكافية كما في الشركات الحديثة، لذلك فإنَّ النتائج قد تكون ثنائية الاتجاه بين العمر وأداء الشركة².

3-1-4-7 التكنولوجيا:

تعدُّ التكنولوجيا من أكبر التحديات التي تواجه المؤسسات، لذلك لابد لأيِّ مؤسسة من التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف المواءمة بين التقنية والأداء، تعمل التكنولوجيا والتقانات الحديثة على شمولية الأداء لأنَّها تزيد من القدرة التنافسية للشركة في الأسواق وتخفِّض التكاليف والمخاطر بالإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية³. بعبارة أخرى إنَّ دور التكنولوجيا في رفع الأداء المالي يتمثَّل في قدرة المؤسسة على تطوير آلاتها ومعداتها بشكلٍ مستمرٍ لإنتاج سلعٍ أكثر بتكاليف أقل وأرباحٍ أكبر وقادرة على المنافسة في الأسواق.

3-1-4-8 إنتاجية الشركة:

أي قدرة الشركة على توفير السلع والخدمات المناسبة والمُتنوعة لعملاء الشركة، والتي يتمُّ احتسابها من خلال حساب مُعدَّل دوران الأصول⁴. وتلعبُ الإنتاجية دوراً مهماً في حياة الشركات، فزيادة إنتاج الشركة مع حرصها على تقديم نوعية وجودة عالية من السلع والخدمات، يزيد من قدرة الشركة على المنافسة ويُمكنها من البحث عن أسواق جديدة لتصريف الإنتاج، أمَّا في حال انخفاض الإنتاجية فسوف تتراجعُ قدرة الشركة على المنافسة والانتشار وقد تتعرض للإفلاس في السوق الاحتكارية.

¹ الخطيب، محمد. مرجع سبق ذكره، ص51.

² Liargovas, P., & Skandalis, K. (2010). Factors Affecting Firms' Performance: The Case of Greece. *Global Business and Management Research*. 2(2), p187.

³ نصر الدين، بن نذير. أيوب، شملال. (2007، 25 أبريل). *لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE*. قدَّم إلى المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع بجامعة البليدة2، الجزائر. ص 10

⁴ Zhu, Lei Li & Lundin (2005, July 8). S&T activities and firm performance – microeconomic evidence from manufacturing in Shanghai. Retrieved September 16, 2019 from

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1002918. p12.

3-1-4-9 نسبة التداول:

تُستخدم نسبة التداول كمعيارٍ للتعرف على قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، من خلال قدرة الموجودات المتداولة على تغطية المطلوبات المتداولة، وهي مؤشر جيد على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المطلوبة في موعدها بدون الحاجة إلى التخلُّص من جزء من أصولها الثابتة أو اقتراض قروض طويلة¹. إن زيادة هذه النسبة له أهمية كأحد المؤشرات الإيجابية إلى وضع الشركة وأدائها المالي، والعكس صحيح فيما لو انخفضت هذه النسبة عن حدٍّ معين، فذلك قد يكون أحد المؤشرات السلبية عن وضع الشركة وارتفاع المخاطر لديها وتعثرها في الوفاء بالتزاماتها.

بعد البحث في العوامل المؤثرة على الأداء المالي يمكن أن نصنّف هذه العوامل إلى مؤشراتٍ نوعية ومؤشراتٍ كمية ومؤثراتٍ خارجية تُؤثر في الأداء المالي لأي مؤسسة، فمن جهة المؤشرات النوعية (الهيكل التنظيمي، والمناخ التنظيمي) يمكن للباحثة القول بأن العاملين في المؤسسة لهم دورٌ أساسي في التغلب على المشكلات والصعوبات بما يضمن سلامة الأداء، خاصّة في ظل وجود هيكلٍ تنظيميٍّ مرّنٍ يساعد في تحديد عمل ودور كلّ فردٍ فيه، ومناخٍ تنظيميٍّ يتمتع بالشفافية والتنظيم والحرص على تنمية موارد البشرية وتمكينها للمساعدة في اتخاذ ودعم القرارات.

وأما من جهة المؤشرات الكمية (المديونية، السيولة، الإنتاجية، نسبة التداول، عمر الشركة وحجمها) يمكن أن تصل المؤسسة إلى مستوى مقبول في هذه المؤشرات مع الاستفادة من خبراتها السابقة وإمكانياتها المادية المتوافرة بعد جمع المعلومات الضرورية والتخطيط المُسبق والرقابة والمتابعة الدورية لكلّ العمليات الإنتاجية في كلّ الأقسام كما سيرد مُفصّلاً في المبحث المُتعلق بتقييم الأداء المالي.

وفيما يتعلق بالمؤثرات الخارجية ممثلةً بالتكنولوجيا فإنّ اهتمام المؤسسة بهذا الجانب وإعطائه أهمية يُحقّق لها ميزةً تنافسيةً أكبر وعوائد أعلى، بالمقابل سيحدث العكس فيما لو أهملت المؤسسة الجانب التقني المتطور، فسيؤدي ذلك إلى تراجع مستوى أدائها بالمجالات كافّة وخصوصاً الأداء المالي نتيجة تراجع الإيرادات الناجمة عن تراجع الإنتاج وانخفاض الطلب عليها والتحوّل إلى منتجات أخرى مُنافسة بجودة ومزايا أفضل.

فيما يتعلق بجانب المُستثمرين فقد تجذب فئةٌ كبيرةٌ منهم نحو الشركات الأقدم والأعرق لما تتمتع به من سُمعةٍ وخبرةٍ، خاصّةً إذا اقترنت السمعة الجيدة برأسمالٍ كبيرٍ يدلُّ على متانة وسلامة المركز المالي لديها، فما يهّم المُستثمر بالدرجة الأولى هو أن يكون تاريخ الشركة خالياً من أيّ إفلاسات أو تعثرات ماليةٍ أو عجزٍ في السيولة، فمثل هذه الأمور تدخل بالحسبان عند اتخاذ القرار في الاستثمار في هذه المؤسسة التجارية أو تلك.

¹ أبو عودة، حسن. (2017). *مدى قدرة النسب المالية على تحسين نوعية المعلومات للشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين*. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة. ص 43-44.

المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي

تمهيد: بعد الكساد الكبير الذي تعرّضت له الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929 وانهيار معظم الشركات الكبرى، وانتشار حالات الغشّ والخداع آنذاك، ظهرت الحاجة إلى دراسة محتويات القوائم المالية للشركات لمعرفة أدائها المالي وتقييمه. فمن المعروف أنّه كلّما كبر حجم عمليات الشركات زادت نشاطاتها وأصبحت بياناتها المالية ضخمة ومعقدة، لذلك يتّم حصر المدخلات في النظام المحاسبي وتصنيفها وعرضها في القوائم المالية للتوصل إلى نتيجة أعمال الشركة خلال فترة مالية محدّدة وبيان مركزها المالي بتاريخ مُعيّن.

كما أنّ عملية تقييم أداء شركات الأعمال باستخدام أدوات التحليل المالي تهدف إلى الإحاطة بالموضوع من كلّ الجوانب، إذ إنّ تقييم الأداء يلعب دوراً مهماً في تزويد الأفراد والجهات المختلفة الذين يعملون داخل الشركة أو خارجها بمعلومات مالية عن أداء الشركة تساعد في اتخاذ قراراتهم، هذه المعلومات تساعد المساهمين في الحكم على أداء الشركة من خلال المؤشّرات التي تدل على زيادة أو نقصان في قيمة الشركة التي يمتلكون أسهمها بالإضافة إلى توزيعات الأرباح المُحقّقة في السنة المالية.

عندما يطبق تقييم الأداء المالي بصورة جيّدة وصحيحة، فإنه لا يوضّح مستوى الأداء الحالي فقط، وإنّما يكون له انعكاسات إيجابية على الأداء المُستقبلي المُتوقع، ويهدف تقييم الأداء المالي إلى تطوير وتحسين الأداء في الشركات، التي ترتفع فيها الرقابة من مستوى البحث عن الأخطاء وتصحيحها وإبداء الملاحظات، إلى مستوى دراسة النشاط ككل في محاولة لمعرفة مستوى تحقيق أهدافه ومدى التزام إدارته بقواعد الكفاءة والتوفير مع بيان المعوقات التي يُسفر عنها التقييم.

وأخيراً لا بد من الإشارة إلى وجود طرق تقليدية في تقييم الأداء، وأخرى حديثة مثل: بطاقة قياس الأداء المتوازن، إلّا أنّه سيتمّ التركيز في هذه الدراسة على المؤشّرات التقليدية التي تُستخدم في قياس الأداء بسبب تركيزها على الجانب المالي والربحية اللذين هما محور ومضمون هذا البحث.

3-2-1 مفهوم تقييم الأداء المالي:

إنّ وضع الأهداف من قبل الإدارة العليا دون مُتابعة أو التأكد من تنفيذها على النحو المخطط له هو أشبه بجهودٍ مهدورةٍ دون فائدة، من هنا جاء مفهوم تقييم الأداء بشكلٍ عامٍّ والمالي بشكلٍ خاصٍّ الذي هو بمثابة الرقابة على الخطط والأهداف الكلية والفرعية للوصول إلى نتائج مرضية وتحقيق الأهداف المخطط لها. فعملية التقييم متلازمة لعملية الرقابة ومتصلة بها.

إذ إنّ وجود تقييمٍ كليٍّ لعمل المنشأة بشكلٍ عامٍّ وتقييمٍ ماليٍّ لكلِّ وحدة عاملة يساعد في اكتشاف مواطن الضعف والخلل ومعالجتها في حينها ومواطن القوة وتقويتها، من خلال مُقارنة الأداء الفعلي بالمقاييس والمعايير المحدّدة سابقاً. لذلك تشكل عملية التقييم هذه واحدةً من الطرق التي تلجأ إليها الإدارة المالية في المؤسسة لتقييم قراراتها الإدارية والمالية المختلفة.

تعرّض العديد من الباحثين لمفهوم تقييم الأداء المالي، وفيما يلي بعضاً من التعريفات ووجهات النظر التي تناولت هذا المفهوم نذكر منها:

وجهة نظر (Poster & Streib, 2005) في تقييم الأداء المالي بأنه "عبارة عمّا تمّ إنجازه بالاعتماد على معايير العمل، حيث يتمّ وضع معايير لتقييم الأداء المالي من واقع الخطط والأهداف الاستراتيجية للمؤسسة، والتي تستند إلى استراتيجيات تقييم الأداء كموجّه ومراقب وضابط، لجهود العاملين في المستويات الإدارية كافة من أجل تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة"¹.

أمّا تعريف كلّ من (Malichová & Ďurišová, 2015) لتقييم الأداء المالي ورد فيه بأنّه: "تقييم الوضع الحالي للمنشأة ومقارنته بالأهداف الموضوعية، وهو واحدٌ من الأدوات المساعدة في إدارة المنشأة بكفاءة، ومحطّ اهتمام الملاك وحملة الأسهم، والاتجاه الحديث في تقييم الأداء المالي تغيّر من التركيز على الربح إلى تعظيم العائد على رأس المال"². وبحسب تعريف كلّ من (عتبة وكريم، 2017) لتقييم الأداء المالي بأنّه "استخدام نسب بسيطة بالاستناد إلى مؤشرات مالية يُفترض أنها تعكس إنجاز الأهداف الاقتصادية للمؤسسة ويمكن الوصول إليه من خلال دراسة المبيعات، الإيرادات، الموجودات، المطلوبات وصافي الثروة كما أنّه يعكس كفاءة السياسة التمويلية للمؤسسة"³.

استناداً إلى التعاريف السابقة يمكن الوصول إلى تعريف لتقييم الأداء المالي بأنّه: تقديم حكم ذو قيمة على النتيجة التي تمّ الوصول إليها خلال دورة مالية معينة، استناداً إلى معايير ومقاييس مُحددة سلفاً، تشمل دراسة الموجودات، المطلوبات وجميع الوحدات الإدارية التي تحصل على موارد مالية، من أجل التأكد من أنّها تنتفع من هذه الموارد بكفاءة وفعالية تُحقّق أهداف المؤسسة.

من هذا التعريف يمكن توضيح خصائص تقييم الأداء المالي وهي:

- 1- تحديد أهداف المؤسسة يتمّ بناءً على ما لدى المؤسسة من إمكانيات مادية وبشرية.
 - 2- يجري التنفيذ والمتابعة لتحقيق الأهداف استناداً إلى خطوات وآلية سير العمل في المؤسسة.
 - 3- المتابعة المستمرة من خلال مقارنة المخطط مع ما تمّ تنفيذه على أرض الواقع.
 - 4- تحقيق أهداف المؤسسة، يتطلب وضع معايير مُحددة قابلة للقياس، لتسهيل عملية التقييم.
 - 5- تحقيق أفضل النتائج والوصول إلى الأهداف هو نتيجة لاستخدام الموارد المادية بكفاءة وفعالية.
- من الجدير بالذكر أنّ الرقابة والتقييم يكمل كلّ منهما عمل الآخر، إذ إنّ الرقابة والتقييم هما أداتان من أدوات الإدارة التي تساعد في الحفاظ على التحكم في الأنشطة التجارية، فعند وضع خطة العمل وتنفيذها يكون دور

¹ Poster, Theodore H. & Streib, Gregory (2005). Elements of Strategic Planning and Management in Municipal Government. Status After Two Decades. *Public Administration Review*, 65(1), p 46.

² Malichová, Eva. Ďurišová, Mária. (2015, 30Apr-2May) *Evaluation of Financial Performance of Enterprise in IT Sector*. Research was submitted to Business Economics and Management 2015 Conference, BEM2015, Turkey. P238-239.

³ عتبة عبد الله، عتبة. كريم، تيطاوني. (2017). دور الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي: دراسة حالة مؤسسة (مبلينة عريب). رسالة ماجستير، جامعة الجليلي. الجزائر. ص 14.

الرقابة هو المتابعة، ومن ثم يأتي التقييم لما تم إنجازه، حيث تساعد الرقابة على وضع نتائج التقييم في مسارها الصحيح، وتوفير المعلومات لاستخدامها في التقييم، ولكن توجد بعض الفروقات والاختلافات بين عملية الرقابة والتقييم منها مثلاً: أنَّ الرقابة تتم من قبل طرفٍ داخلي، أمَّا التقييم يتم من قبل طرفٍ داخليٍّ أو خارجيٍّ، الرقابة تُحدّد العوائق أثناء عملية التنفيذ، أمَّا التقييم يُستخدم لاستخلاص النتائج بشأن أهمية وفعالية المشروع المُنفَّذ، الرقابة يكون توقيت نشاطها مستمر، أمَّا التقييم يكون نشاطه دوري (ربعي، نصفي، نهائي).

2-2-3 أهم الجوانب التي يتعرض لها تقييم الأداء المالي:

- مدى تحقيق الربحية في ظلّ الإمكانيات المادية المتاحة.
- مدى تغطية مستوى النشاط للتكاليف المباشرة وغير المباشرة.
- تحديد المزيج الأفضل من الأصول من خلال تحديد حجم ونوع الاستثمار المناسب، وحجم رأس المال المناسب والديون سواءً كانت قصيرة أو طويلة الأجل.
- مدى قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، فتسديد الالتزامات هو مؤشّر ضروريّ لاكتساب السمعة الجيدة مع الزبائن وتحقيق النمو والاستمرارية.
- تأثير السياسات المالية المتبناة من قبل المدراء على مردودية الأموال الخاصة¹.

3-2-3 أهداف تقييم الأداء المالي:

توجد مجموعة من الأهداف تسعى المنظمة إلى تحقيقها من عملية تقييم الأداء المالي، يمكن إبراز أهم هذه الأهداف في النقاط الآتية:

- توفير معلوماتٍ مُتجددة ودقيقة عن تقدّم الأداء المالي في مجالات الإنتاج والتسويق والتمويل.
- تحقيق التنسيق بين أوجه نشاط الوحدة المختلفة من إنتاج وتسويق وأفراد وتمويل لضمان تحقيق الوفورات المالية وتلافي الضياع والهدر فيها.
- المساهمة في اتخاذ القرارات السليمة لتصحيح مسار الأداء الفعلي لتحقيق الأهداف المحددة.
- التعرف إلى مدى تطوّر الأداء الفعلي من فترة لأخرى، بما يُمكن من قياس كفاءة الأقسام المختلفة وتحديد مواطن الخلل والضعف ومواطن القوة من أجل بثّ روح المنافسة بين هذه الأقسام لزيادة إنتاجيتها.
- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المُتاحة بطريقة رشيدة تُحقّق أعلى عائد بتكاليف أقل وبجودة أعلى.

¹ نصر الدين، بن نذير. أيوب، شلال. مرجع سبق ذكره، ص 6.

- مدى تمتع وتحقيق المنظمة لهامش أمانٍ عن ظاهرة الإفلاس والإعسار المالي؛ أي مدى قدرة المنظمة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية¹.

إنَّ الغاية من كلِّ ما ذكر أعلاه نابعٌ من مبدأ الندرة النسبية للموارد المالية لأيِّ مؤسسة مقارنةً باحتياجاتها المالية الكبيرة وغير المحدودة، والذي يحتمُّ عليها الاستغلال الأمثل لمواردها وتحقيق أقصى فائدة ممكنة بما يضمن سلامة المركز المالي لها، وما يتطلب ذلك من مخصصات، وحتى يتحقق ذلك لابد من الانطلاق من أهدافٍ ومعاييرٍ مُحدَّدةٍ سلفاً، ووجود إدارة قادرة على المتابعة واتخاذ الإجراءات الصحيحة اللازمة لضمان الوصول إلى نتائج مطابقة لما هو مخطط وكشف أيِّ انحرافات أو خلل في عمل الوحدات وتصويبها، من خلال النتائج التي تظهر من عملية تقييم الأداء المالي، ومن هذا المنطلق تأتي أهمية تقييم الأداء المالي الذي ركزت عليه الكثير من الدراسات المحاسبية والإدارية لما له من تأثير مباشر وغير مباشر على كلِّ الجوانب التفصيلية بمنشآت الأعمال.

3-2-4 مصادر معلومات تقييم الأداء المالي:

لابدَّ لمن يقوم بتقييم الأداء المالي من الاستناد إلى مصدرٍ موثوقٍ ومُعتمدٍ من المعلومات، إضافةً إلى ذلك لابد أن تكون هذه المعلومات متوافرة حين حاجتها، وذلك حتَّى تكون نتائج عملية التقييم صحيحة وتعكس صورة الواقع الذي تقيمه. إنَّ المعلومات التي تدخل في عملية التقييم تنقسم إلى قسمين: معلومات خارجية ومعلومات داخلية. وفيما سيأتي توضيح لهذين النوعين من المعلومات:

3-2-4-1 الفرع الأول: المصادر الخارجية:

هي المعلومات التي تحصل عليها المؤسسة من محيطها الخارجي، وتُصنَّف هذه المعلومات إلى نوعين من المعلومات:

- 1- **المعلومات العامة:** وهي المعلومات التي تتعلق بحالة الاقتصاد العامة في فترة مُعينة، ويرجع اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات إلى تأثر نتائجها بالوضع الاقتصادي للمحيط كالتدهور والتضخم، حيث تساعد هذه المعلومات على تفسير النتائج والوقوف على حقيقتها.
- 2- **المعلومات القطاعية:** تحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من إحدى الأطراف الآتية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجالات المتخصصة، وبعض مواقع الإنترنت... الخ حيث يتمُّ تجميع المعلومات وتحليلها واستخراج نسبٍ قطاعية، وبناءً عليها يتمُّ إجراء المقارنة إلا أنَّ هذا النوع من المعلومات غير متوافر في الدول النامية ممَّا يجعل القيام بدراسة مالية أو اقتصادية وافية علمية صعبة جداً². إذا كان الاقتصاد يمرُّ بحالة تضخمٍ فسوف تزداد السيولة وترتفع الأسعار

¹ محمود، صدام حسين، علي، حسون، ليث. (2012) الاستخدام المحاسبي للمقارنة المرجعية باعتماد النسب المالية وبطاقات الأداء المتوازن كأدوات لها في تقييم الأداء المالي للمصارف: دراسة تطبيقية في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار للسنوات 2003-2006. مجلة تنمية الريفين، (113)35، ص 44-45.

² Peyrad, Jossette. (1999). Analyse Financier (8^e Édition). Paris: Librairie Vùbret. P11-12.

وتزداد عمليات البيع والإنتاج لكي تتجاوب مع ارتفاع مستوى الطلب الكلي، أمّا في حالة الركود فسينخفض إنتاج المؤسسة نتيجة انخفاض مستوى الطلب على شراء منتجاتها.

ممّا سبق يتبيّن أنّ المعلومات من المصادر الخارجية هي معلومات إضافية، ودورها يعتبر دوراً ثانوياً ومكمّلاً للمعلومات من مصادر داخلية، وتأثيرها غير مباشر في التحليل، وإنّما تساعد في التقييم وتساهم في تفسير النتائج بشكل منهجي وموضوعي في حال كانت مؤشرات المؤسسة المدروسة تدلّ على الزيادة أو النقصان عند إجراء مقارنة مع وضع المؤسسات المنافسة أو كان الاقتصاد يمرّ بحالة تضخّم أو حالة من الركود الاقتصادي.

2-4-2-3 الفرع الثاني: المصادر الداخلية:

أ- **الميزانية (قائمة المركز المالي):** هي بيان ماليّ منظمّ ومُستخرج من الدفاتر في تاريخ مُعيّن بأرصدة الحسابات التي لم تقفل بترحيلها إلى قائمة الدخل، وكذلك رصيد قائمة الدخل بحيث يُعطي صورةً أمينةً وصادقةً عن المركز المالي للمؤسسة في ذلك التاريخ أو الحالة المالية للمؤسسة، وذلك في لحظةٍ معيّنة. وتبيّن هذه القائمة مصادر الأموال واستخداماتها كما تُحدّد الزيادة والنقص في بنودها، ويتمّ إعداد قائمة المركز المالي على أساس الاستحقاق.

ب- **جدول حسابات النتائج (قائمة الدخل):** تقيس قائمة الدخل مدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح في فترةٍ محدّدة عن طريق مقابلة الإيرادات بالمصروفات في فترةٍ معيّنة غالباً ما تكون عاماً مالياً، وتعدّ قائمة الدخل وفقاً لأساس الاستحقاق وعلى أساس تراكمي. قد تحقق المؤسسة دخلاً صافياً مرتفعاً، لكن لديها تدفّقات نقدية مُنخفضة من النشاطات المختلفة، وبالعكس فقد يكون لديها تدفّقات نقدية مرتفعة من النشاطات التشغيلية والنشاطات الاستثمارية والتمويلية رغم أنّها لم تُحقّق ربحاً صافياً، لذلك تعدّ قائمة الدخل وقائمة التدفّقات النقدية مكملتان لبعضهما بعضاً لتفسير نتائج عمل المؤسسة.

ج - **جدول تدفّقات الخزينة (قائمة التدفّقات النقدية):** هي قائمةٌ سنويةٌ تعد استناداً إلى الأساس النقدي، وخلصتها إظهار التغير في النقدية والنقدية المعادلة في أول الفترة وآخرها. وتوضح قائمة التدفّقات النقدية الأثر النقدي للنشاطات كافة التي قامت بها المؤسسة خلال الفترة المالية وطبيعة هذا التدفّق سواء كان تدفقاً نقدياً داخلياً أم تدفقاً نقدياً خارجياً¹.

¹ عطا درغام ، سوزان.(2008). العلاقة بين التدفّقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (7). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.

إنَّ كلمة النقدية لها مفهومٌ واسعٌ وشاملٌ فهي تشمل النقدية والنقدية المعادلة، والنقدية المعادلة هي: الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة مثل: سندات الخزينة، والأوراق التجارية، والأوراق المالية والغرض منها هو تحقيق عائدٍ مُؤقَّتٍ للنقدية العاطلة بدلاً من الاحتفاظ بها¹.
تتصف قائمة التدفُّقات النقدية بدرجة عالية من الموضوعية، لأنها تأخذ بعين الاعتبار الإيرادات المُحصَّلة والنفقات المُسدَّدة فعلياً مقارنة بصافي الدخل.
يمثِّل جدول تدفُّقات الخزينة لوحة القيادة أمام قَمَّة الإدارة المالية، حيث تُتخذ على ضوءها القرارات المهمة والاستراتيجية كتغيير النشاط أو توسيعه أو الإنسحاب منه².

د- الملاحق: الملحق هو: وثيقة شاملة تنشئها الشركة بهدف تكملة وتوضيح فهم الميزانية وقائمة الدخل، فهو يُقدِّم المعلومات التي تحتويها الميزانية و جدول حسابات النتائج بأسلوب آخر وتُقدِّم هذه الملاحق نوعين من المعلومات:

- ❖ المعلومات الكمية أو الرقمية المُوجَّهة لتكملة وتفصيل بعض عناصر الميزانية و جدول حسابات النتائج.
- ❖ المعلومات غير الرقمية وتتمثِّل بالتعليقات³.

تُعَدُّ المعلومات من مصادرٍ داخليةٍ والمُستخرَجة من القوائم السابقة أساسيةً وجوهريةً ، ولها تأثير مباشر في عملية التحليل المالي وتقييم وضع المؤسسة من خلال مقارنة المؤسسة مع نفسها أو بالمعايير المخطط لها لمعرفة مواطن الخلل والضعف والعمل على تصحيحها وتقويتها ومواطن القوة والنشاط ودعمها. وتعدُّ هذه القوائم المالية (الميزانية – قائمة الدخل – قائمة التدفُّقات النقدية) قوائم مالية مكملّة لبعضها بعضاً فلا يمكن الاعتماد على قائمة وترك أخرى، لأنَّ كلاً منها لها دورٌ محدَّد بإعطاء معلوماتٍ مُحدَّدة.

3-2-5 أسس استخدام النسب في تقييم الأداء المالي:

- إنَّ تحديدَ الهدف من عملية التحليل المالي بوضوح وبدقة يُساعد المحلل على فهم طبيعة عمله من أجل اختيار التسلسل المنطقي والصحيح لعملية التحليل.
- ضرورة وجود نسب معيارية للنسب المحسوبة من أجل تفسير معاني النسب الخاصة بالشركة بالمقارنة مع النسب المعيارية الموضوعية.
- اختيار النسب التي تحقق الهدف المرجو من عملية التحليل.

¹ Garrison, Ray, Noreen, Eric, Brewer Peter. (2006). *Managerial Accounting* (11th) New York: McGraw-Hill. p750.

² غربية، ليندة. (2015). *تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام نسب النشاط ونسب الربحية*. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر. ص 8

³ دزايث، خديجة. معطالله، مبروك. (2013). *تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية. دراسة حالة شركة البناء للجنوب والجنوب الكبير*. مذكرة لسانس، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر. ص18

- تحديد المعنى الصحيح والتعبير الواقعي لما تعنيه كل نسبة، والدلائل والمؤشرات التي تسير عليها تلك النسبة¹.

3-2-6 معايير قياس الأداء المالي:

لابدّ لمُتخذ القرارات ولاسيما القرارات المالية من وجود هدفٍ مُحدّدٍ أو عدة أهداف تحكم الأنشطة التي يقوم بها أو يُوجّه الأفراد نحو تحقيقها. إنّ وجود أهدافٍ عامة للمؤسسة يقتضي كذلك وجود أهدافٍ خاصّةٍ لها، ومنها الأهداف المالية لأنّ ذلك يعني تحديد نسب ومؤشرات مالية تستخدمها المؤسسة لقياس أدائها تُعرف بالنسب المعيارية، والتي تستخدم لمقارنة نسب الأداء الفعلي معها، وتحديد مقدار الانحراف إن وُجد وأسبابه، وبالتالي تقديم تغذية راجعة لأصحاب القرار من أجل اتخاذ القرارات التصحيحية المناسبة. هناك أربعة مصادر رئيسة لتحديد النسب المعيارية:

3-2-6-1 المعايير المطلقة: Absolute Standards

هي النسب والمعدّلات التي تُستخدم كمعايير للحكم على وضع الشركة بالرغم من اختلاف طبيعة عمل الشركة وعمرها والنشاط الذي تقوم به، هذا المعيار هو معيار ضعيف المدلول نظراً لصعوبة تطبيقه على كلّ الشركات.

على سبيل المثال تُحدّد النسبة المعيارية للسيولة السريعة بـ (1) مرة. وبعد استخراج نسبة السيولة السريعة للشركة يتمّ مقارنتها مع النسبة المعيارية، وبالتالي معرفة مدى التطابق أو الانحراف وأسبابه. لكن الاختلاف في طبيعة عمل الشركات يزيد من صعوبة إيجاد نسبة مُحدّدة يمكن تعميمها على كلّ الشركات حتّى لو كانت تعمل في المجال نفسه.

3-2-6-2 المعايير القطاعية (الصناعية): Industry Standards

يتمّ مقارنة أداء الشركة في صناعةٍ ما بمعيار تلك الصناعة، ويتمّ تحديد هذا المعيار عادةً من قبل غرف الصناعة أو اتحاد الصناعيين أو المسؤولين عن هذا القطاع الصناعي.

فإذا حققت الشركة المُعدّل، فهذا يُعطي مؤشراتٍ إيجابية أنّ إدارتها جيدة ونجحت في تسيير أعمالها، أمّا إذا لم تكون النتائج جيدة، فهذا يعني أنّ إدارة الشركة لم تعمل بجِدٍّ وعليها وضع خطط جديدة للوصول إلى المؤشرات المطلوبة.

واجه هذا المعيار بعض الصعوبات نظراً لاختلاف عمل الشركات من صناعةٍ إلى أخرى، فالشركة التي تعمل في صناعة الحديد تختلف عن الشركة التي تعمل في صناعة الألبسة، إضافةً إلى اختلاف الظروف والأهداف وطبيعة العمل والأسواق وأذواق المستهلكين.

¹ ملياني، آمنة. عزيزي، فتيحة. (2017). دور الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة. رسالة ماجستير، جامعة محمد بوضياف. الجزائر. ص17.

3-6-2-3 المعيار التاريخي للشركة: Historical Standards

يَعتمدُ هذا المعيار على أداء الشركة في الماضي واعتباره معياراً للحكم على أدائها الحالي، أي تُقارَن نسبة السيولة والأرباح والعائد على الأصول وغيرها من النسب كأداءٍ سابقٍ للشركة مع أدائها الحالي، وبناءً عليه يتمُّ الحكم على أداء الشركة. هل حققت إنجازات أم تراجعت؟.

من الانتقادات التي تعرّض لها هذا المعيار:

I. الفترات الواجب استخدامها لاستخراج المعدّل المطلوب، هل هي فترة عادية، أم عدة فترات

متلاحقة؟

II. التطوُّر المُتسارع في الظروف الداخلية والخارجية، يجعل من الصعوبة الاعتماد على

الماضي في استقراء المستقبل.

III. تطور الآلات ورأس المال ونوعية السلع¹.

4-6-2-3 المعايير المستهدفة: Target or Budgetary ratios

يتمُّ التخطيط للوصول إلى نسب معينة من خلال الموازنات التقديرية، وفي نهاية السنة المالية يتمُّ مقارنة الأداء الفعلي مع الأداء التقديري والوصول إلى مدى التطابق بين الأداء الفعلي والأداء التقديري أو معرفة سبب الانحرافات إن وُجدت والقيام بالإجراءات التصحيحية تجاه هذه الانحرافات غير المرغوبة² إنَّ النسبَ والمؤشرات المالية من الأساليب التي يتمُّ استخدامها كمؤشرات في تقييم الأداء المالي للمنظمات، بمعنى أنَّ تقييم الأداء المالي يستند إلى عملية التحليل المالي من خلال ما يُعرف بتحليل النسب، لأنَّها تُوفِّر عدداً كبيراً من المؤشرات المالية التي يمكن الاستفادة منها في تقييم أداء المنظمة في مجالات السيولة، الربحية، الكفاءة، وإدارة الأصول والخصوم³.

هذه النسب المالية تعبر عن علاقة كمية بين متغيرين، ويتمُّ حساب النسبة من خلال قسمة أحد العناصر في القائمة المالية على عنصرٍ آخر في القائمة المالية. إن هذه النسب نظراً لتعددتها وتنوعها، فقد تمَّ تقسيمها من قبل الباحثين تقسيمات مختلفة ومتنوعة كلٌّ حسب رؤيته ومفهومه. إذ لا يكاد يوجد مرجع يتشابه مع آخر من ناحية التصنيف.

فعلى سبيل المثال وفقاً لـ (النجار، 2007) فقد قسّم النسب المالية إلى مجموعتين: الأولى تتمثّل في نسب مستويات الأداء وتتضمن (نسب النشاط، ونسب هيكل التكلفة)، والمجموعة الثانية فتتمثّل في نسب السياسات المالية وتتضمن (نسب الرفع المالي، ونسب السيولة)⁴.

¹ كنعان، علي. (2015). إدارة المصارف والسياسات المصرفية. بيروت: دار المنهل اللبنانية. ص 440-441.

² العلي، أسعد حميد. (2012). الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية (ط2). عمان: دار وائل للنشر. ص 78.

³ العظمة، سلمى. (2015). أثر إدارة علاقات العملاء في الأداء المالي للشركات - دراسة مسحية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق. ص 29.

⁴ النجار، عبد العزيز. (2007). أساسيات الإدارة المالية. الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

أما وفقاً لـ (كنعان، 2015) فقد صنّف المعايير المالية للمصارف إلى مؤشرات السيولة، ومؤشرات ملاء رأس المال، ومؤشرات توظيف الأموال وأخيراً مؤشرات الربحية¹. فيما سيأتي شرح مفصّل عن النسب والمؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون في قياس الأداء المالي للمنظمات:

- العائد على حقوق الملكية:

يتمّ حسابه بالمعادلة الآتية: $\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد الضرائب} / \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$.

يقيس هذا المعدّل كفاءة استخدام حقوق الملكية، ويُعبّر عن العلاقة بين الأموال المستثمرة من قبل مالكي الشركة والعوائد المستثمرة منها، ويعتبر هذا المعدّل من مؤشرات الأداء الشائعة الاستخدام في مجال التحليل المالي، إذ يعكس أداء كلّ من الأنشطة التشغيلية والأنشطة التمويلية معاً². يمكن إن يؤدي تحمّس فريق الإدارة لزيادة معدّل العائد على الملكية إلى تحمّل أعباءٍ لديونٍ جديدةٍ، وهذا يعني أن أيّ انخفاض في التدفّقات النقدية والتشغيلية سيؤدي إلى تعرّض في سداد الديون قد ينتهي بالإفلاس. لذلك لا بد عند التحليل المالي من جمع هذه النسبة مع تحليل الديون المترتبة على المنظمة وتكلفة الفائدة³.

- العائد على الاستثمار (الأصول):

هو مقياس عامّ وشموليّ للإنجاز. يقيس قدرة وحدة النقد الواحدة المستثمرة في أصول الشركة على توليد الأرباح. يُعبّر عنه بالمعادلة الآتية: $\text{العائد على الاستثمار (الأصول)} = \text{صافي الربح بعد الضرائب} / \text{مجموع الأصول}$.

إن أي زيادة في العائد على الاستثمار (الأصول)، يتمّ ذلك من خلال زيادة هامش صافي الربح. إلا إن معدّل العائد لا يتأثر بكفاءة الإدارة في توليد الأرباح، وإنما يتأثر بالهيكل المالي الذي يختلف من شركة لأخرى، ويختلف من وقت لآخر بالنسبة للشركة الواحدة، لذلك التفاوت في معدّلات العائد على الاستثمار بين المنظمات لا يعود فقط إلى تفاوت في قدرتها على توليد الأرباح من الأصول وإنما اختلاف هيكلها المالي، وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليه وحده في الحكم على كفاءة إدارة الأصول⁴.

¹ كنعان، علي. مرجع سبق ذكره، ص 444-447.

² نديم، مريم. (2013). تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة قياس الأداء المتوازن (دراسة اختبارية في شركة طيران الملكية الأردنية). رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن. ص 11-12.

³ Bragg, Steven M. (2007). Business Ratios and Formulas A Comprehensive Guide. (2^{ed}) Canada: John Wiley & Sons, Inc. P126.

⁴ العظمة، سلمى. مرجع سبق ذكره. ص 31.

نسبة Tobin - Q:

تُحسب هذه النسبة من خلال المعادلة الآتية:

نسبة Tobin - Q = القيمة السوقية للشركة + مجموع الديون (الخصوم) / القيمة الدفترية لأصول الشركة.

مقياس قائم على السوق إذ يعكس تطلعات المساهمين بشأن الأداء المستقبلي للشركة، ويقوم على أساس الأداء السابق أو الحالي، تُفسّر نسبة Q المرتفعة النجاح الذي حقته الشركة في توظيف استثماراتها ويظهر ذلك من خلال ارتفاع القيمة السوقية للشركة وتخفيض ديونها مقارنةً مع قيمتها الدفترية، وكنتيجة لذلك إذا كانت قيمة Tobin q للشركة أعلى من الواحد صحيح فهذا يعني أن الشركة نجحت في الوصول إلى أداءها المخطط له، لكن إذا كانت قيمة Tobin q للشركة أقل من الواحد صحيح فإن الشركة تحتاج إلى مراجعة أداءها في الأجل القصير. لذلك من المهم أن تقوم الشركة بمراجعة أهدافها من وقت لآخر إذا كانت ترغب في أن تبقى على قائمة المنافسة في السوق. ولأهمية هذه النسبة فقد اعتمدت عليها حوالي 74 دراسة وبحث حول العالم في تحليل أداء الشركة المعتمد على السوق¹.

مثال توضيحي: لنفرض أنّ الشركة A والشركة B القيمة الدفترية لأصول كلا الشركتين هو 600 مليون دينار، القيمة السوقية للشركة A هي 200 مليون دينار ومجموع التزاماتها بقيمة 400 مليون دينار، أمّا الشركة B قيمتها السوقية هي 400 مليون دينار ومجموع التزاماتها 200 مليون دينار. إن نسبة Tobin - Q لكلا الشركتين هي الواحد صحيح لكن بالتحليل فإن الشركة B أفضل أداءً من الشركة A في توظيف استثماراتها وتخفيض ديونها ورفع قيمتها السوقية.

القيمة السوقية للسهم:

وهو السعر الذي يتمّ التعامل به في سوق الأوراق المالية، والذي يأتي نتيجة لتفاعل في قوى العرض والطلب في السوق المالي والمضاربين في السوق.

تعتبر القيمة السوقية للسهم من المقاييس المهمة للأداء المالي وخاصةً من وجهة نظر الملاك الذين يريدون الحصول على أعلى قيمةٍ سوقيةٍ ممكنةٍ وأعلى أرباح رأسمالية موزعة. يمكن للقيمة السوقية لأيّ منظمة أن تكون أعلى أو أدنى أو مساوية للقيمة الدفترية للشركة، أي أنّها القيمة المفترضة للشركة في حال قررت التصفية الكاملة وبيع جميع أصولها وتسديد ديونها، وتوزيع ما تبقى على المساهمين².

مُعَدَّل المديونية:

يُوصف الرفع المالي بأنّه متاجرةً بالملكية Trading on the equity لأنّه وبسبب وجود أموال الملكية يرغب الدائنون في إقراض المشروع، فأموال الملكية هي عنصر أمانٍ بالنسبة للدائنين. أمّا من وجهة نظر

¹ Al-Matari, Ebrahim M. Al-Swidi, Abdullah K. Fadzil, Faudziah H. (2014). The Measurement of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), P33-34.

² Halim, R.E. (2007). *The Financial Impact and Shareholder Wealth Effect Of The Role Of Relationship Bonding Tactics, Relationship Quality and Customer Asset Management*. A Research Agenda, P1-31.

المشروع، فالهدف من الرفع المالي هو تحسين الربحية عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة ومنخفضة نسبياً وتشغيل الأموال المقترضة لتحقيق عائد أفضل من كلفة الاقتراض.

إن استخدام الرفع المالي وزيادة نسبة المديونية في الهيكل المالي تؤدي إلى تقليص التمويل الممّلك وزيادة المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم العادية وتقود إلى توزيع صافي الربح على قليل من المساهمين. والمساهمون يستفيدون من مزايا الرفع المالي عندما يكون العائد على الاستثمار أكبر من تكلفة الاقتراض، أمّا في حال العكس وهو أنّ تكلفة الاقتراض أكبر من العائد على الاستثمار، فإن زيادة الرفع المالي ستؤدي إلى أن يكون تأثير العائد على المساهمين سالباً.

هناك العديد من النسب المستخدمة لقياس المخاطرة المالية، منها هذان المقياسان وهما:

درجة الرفع المالي يعبر عنه بالمعادلة الآتية:

أ- $DFL = \text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب} / \text{صافي الربح بعد الضرائب}$.

ب- نسبة الدين إلى حقوق الملكية $D/E = \text{الديون الكلية} / \text{حقوق الملكية}$ ¹.

تعتبر الديون مصدراً أقل تكلفة بالمقارنة مع التمويل عن طريق الأسهم العادية، فالديون تمنح ميزة الوفر الضريبي بسبب طرح الفائدة على الديون من صافي الربح قبل الضريبة، أي تخفيض الأرباح الخاضعة للضرائب وبالتالي دفع ضرائب أقل².

نسبة هامش الربح التشغيلي:

هامش الربح التشغيلي = صافي الربح التشغيلي / صافي المبيعات.

مؤشر مفيد لقياس الربحية الناتجة عن النشاط الأساسي للمؤسسة، ويعكس هذا المعدّل العلاقة بين الربح التشغيلي والمبيعات، كما يُظهر العائد من النشاط الأساسي -قبل المصاريف غير التشغيلية والإيرادات والضرائب- قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من أعمالها الأساسية، وهذه النسبة تبين كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح التشغيلية، وارتفاعها مقارنة بالسنوات الأخرى، وإلى ارتفاع المبيعات من سنة لأخرى رغم ارتفاع التكاليف التسويقية والإدارية³.

3-2-7 أبرز خصائص النسب المعيارية للأداء المالي:

في ضوء الاستعراض السابق لأبرز النسب المعيارية المستخدمة لقياس الأداء المالي يمكن استخلاص بعض الخصائص والميزات التي تتمتع بها هذه المعايير منها على سبيل المثال:

✓ معايير محدّدة، واضحة وسهلة التطبيق على أي شركة.

¹ صافي، وليد. موسى، شقيري. (2006). الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية*، ص 159-161.

² Bragg, Steven M. (2007). op.cit. P111.

³ مصيطفى، عبد اللطيف. زواويد، لزهاري. (2016). التدفّق النقدي التشغيلي ودوره في تقييم جودة الأرباح داخل المؤسسة الصناعية- دراسة حالة مؤسسة NCA الروبية الجزائر 2010-2014. *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية* جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي الجزائر، (7)، ص 502

- ✓ تعطي نظرةً عن وضع الشركة واستخدامها الأمثل لمواردها بالشكل الذي يعود على الشركة بأعلى عائد ممكن وأقل مخاطر ممكنة.
- ✓ أداة من أدوات الرقابة المالية والتخطيط واتخاذ القرارات الاستراتيجية.
- ✓ على الرغم من أنها معايير قديمة وتقليدية إلا إنها مازالت موجودة في أغلب المراجع العلمية الحديثة وتستخدم في تقييم الأداء المالي للشركات حتى اليوم.
- ✓ متوافرة ومُتاحة بالنسبة للمحللين الخارجيين من مؤسسات وأفراد، أمّا بالنسبة للمحلل الداخلي فلهذه قاعدة أوسع من المعلومات من داخل الشركة نفسها.
- ✓ أمّا أبرز عيوب ومساوئ النسب المعيارية تتمثل بالنواحي الآتية:
- ✓ تهتمُّ بالعوامل الكمية فقط، ولا تقيس العوامل النوعية مثل ارتفاع مستوى تأهيل العاملين ومهارات المدير العام.
- ✓ لا تعطي معلومات شاملة عن وضع الشركة، والأسباب المباشرة لمقدار التحسُّن أو التراجع.
- ✓ مشكلات في المقارنة في النسب نفسها ما لم تتوافر معلومات كاملة عن معايير الشركة سابقاً والشركات المنافسة لها، ممّا يُؤدِّي إلى صعوبة في الوصول إلى استنتاجات وقرارات صائبة.
- ✓ صعوبة المُقارنة بين النسب عند استخدام الشركات المنافسة أو الشركة نفسها لطرق محاسبية جديدة.
- ✓ تكاليف تدريب كوادر بشرية مؤهَّلة وتتمتع بخبرات وكفاءات عالية لكي تتمكن من وضع معايير مُستهدفة قد تكون باهظة الثمن.

3-2-8 مراحل تقييم الأداء المالي:

يمكن حصر عملية تقييم الأداء المالي بخمسة مراحل مكملة ومتّمة لبعضها البعض ولا يمكن الاستغناء عن أي من هذه المراحل فغياب أي واحدة منها يعرقل ويؤثر على نتائج التقييم فيما بعد وهي بالترتيب كما يلي¹:

- I. جمع المعلومات الضرورية: يتطلب تقييم الأداء توافر البيانات والتقارير والمعلومات اللازمة لحساب النسب والمعايير المطلوبة عن نشاط المؤسسة المالي، هذه المعلومات التي يمكن الحصول عليها من الميزانية العمومية والأرباح والخسائر في سنة معينة إضافة إلى السنوات السابقة وبيانات المؤسسات المشابهة في القطاع نفسه لأهميتها في إجراء المقارنات بما يخدم عملية التقييم.
- II. تحليل ودراسة البيانات والمعلومات الإحصائية: بعد جمع البيانات والمعلومات اللازمة لحساب النسب والمعايير والمؤشرات لأجل تقييم الأداء المالي لابد من التأكد من إن هذه المعلومات على مستوى من الموثوقية والاعتمادية، ويتمّ ذلك بالاستعانة ببعض الطرق الإحصائية المعروفة.
- III. إجراء عملية التقييم: إن إجراء عملية التقييم يتمّ باستخدام المعايير والنسب الملائمة للنشاط الذي تمارسه الوحدة الاقتصادية وجميع مراكز المسؤولية فيها بهدف الوصول إلى حكم موضوعي ودقيق.
- IV. اتخاذ القرار المناسب عن نتائج التقييم: في حال أظهرت النسب وجود أي انحرافات، يتمّ حصرها وتحديد أسبابها ووضع الخطط المناسبة لمعالجة هذه الانحرافات للسير بنشاط الوحدة نحو الأفضل مستقبلاً.
- V. تحديد المسؤوليات ومتابعة العمليات التصحيحية للانحرافات: بعد التوصل إلى نتائج التقييم، يتمّ تزويد الإدارات التخطيطية والجهات المسؤولة عن المتابعة بالمعلومات التي أظهرتها عملية التقييم للأداء المالي للاستفادة منها مستقبلاً في رسم الخطط وزيادة فعالية المتابعة والرقابة.

3-2-9 ركائز تقييم الأداء المالي:

لابد لنظام تقييم الأداء المالي من ركائز أساسية يعتمد عليها حتى يتمكن من النجاح في مهمته من هذه الركائز:

- 1- **التحديد الدقيق لأهداف الشركات في مختلف المجالات**: لابد للشركة من تحديد واضح ودقيق للهدف الرئيسي الذي تسعى إليه، ويتضمن هذا الهدف مجموعة أهداف تفصيلية يمكن تصنيفها إلى أهداف قصيرة المدى وطويلة المدى، أهداف رئيسية وأخرى فرعية. مع ضرورة إن تكون هذه الأهداف واضحة ومفهومة لجميع العاملين في الشركة.
- 2- **وضع الخطط التفصيلية في كل المجالات مع مراعاة التنسيق بينهما**: بعد إن يتمّ تحديد الأهداف لابد من وضع خطط تفصيلية بالشكل والصيغ والمدد الزمنية المطلوبة، هذه الخطط تتضمن تحديد للموارد

¹ الكرخي، مفيد. (2007). تقييم الأداء باستخدام النسب المالية. (ط.1) عمان دار المناهج للنشر والتوزيع. ص39.

- المتاحة وأسلوب استخدامها عملياً بأقل كلفة ممكنة، مع مراعاة إن تكون هذه الخطط واقعية ومتناسقة مع الأهداف المحددة، بالإضافة إلى إنها مرنة وقابلة للتعديل في حال استدعت الضرورة ذلك التغيير.
- 3- التحديد الواضح لمراكز المسؤولية:** من المعروف إن لكل شركة نشاط وفعاليات خاصة بها، وتبعاً لذلك يوجد مراكز مسؤولية تابعة لهذا النشاط أو الفعالية تعمل على اتخاذ القرارات الكفيلة بتنفيذ هذا النشاط وتحديد النتائج التي ستحصل عليها، لذلك فإن تحديد مسؤولية هذه المراكز يسهل عملية الرقابة وتشخيص الانحرافات والتقليل من أثارها السلبية ووضع حلول ناجحة للتغلب عليها.
- 4- الاختيار السليم لمؤشرات تقييم الأداء المالي:** إن اختيار وتحديد مؤشرات تقييم الأداء المالي من أهم القواعد الأساسية في نظام تقييم الأداء المالي وأكثرها صعوبة بسبب تشعب المؤشرات وتنوعها واختلاف الآراء فيها.
- 5- إنشاء نظام متكامل للمعلومات وتطويره:** إن وجود نظام معلومات متطور يساهم في اتخاذ قرارات صائبة ويضمن عدم السير في اتجاهات تؤدي إلى تحقيق أداء غير مرغوب فيه¹.

¹ غزال، رقية. (2015). مرجع سبق ذكره. ص18.

3-2-10 مقومات الأداء المالي الجيد:

بعد التعرف على أهم المراحل التي تمرُّ بها عملية التقييم والركائز التي تساعد في نجاح عملية تقييم الأداء المالي، لابدَّ من الحديث عن أهم المقومات التي تساعد في أن يكون الأداء المالي للمؤسسة جيداً أو غير جيد. هذه المقومات يمكن حصرها بالنقاط الآتية¹:

1- الإدارة الاستراتيجية: هي الإطار العام المرشد للتفكير والمستمدُّ من الأهداف العليا للمؤسسة، وهو بمثابة الموجه للقرارات المصيرية المستقبلية التي تتخذها الإدارة حول موقفها التنافسي ومواطن قوتها، وهي أيضاً خطة بعيدة المدى تعتمد على تحليل وضع المؤسسة من حيث طبيعة العمل ووضعها التنافسي وموقعها بالسوق وتحديد أهدافها المستقبلية.

2- الشفافية: كلما كانت المعلومات المتعلقة بالظروف والقرارات والأعمال الحالية متاحة ومتطورة ومفهومة وبشكل أكثر تحديداً، وكانت القرارات المتصلة بالسياسات المتعلقة بالمجتمع معلومة ومتاحة للنشر بالوقت المناسب كلما ساعد ذلك في إعطاء صورة عن أداء مالي جيد للمؤسسة. كما يجب على المُقيِّم أو المحلل المالي أن يتصف بالعدل والنزاهة والصدق والموضوعية، ويتجرد من المصالح الشخصية، ولا يُخضع أحكامه لآراء الآخرين وأن يبتعد عن المواقف التي تجعله يقع تحت تأثير الغير.

3- إقرار مبدأ المساءلة الفعالة: إمكان تقييم وتقدير أعمال الإدارة التنفيذية والتأكد من قيامها بتنفيذ المهمات التي من شأنها ضمان القيام بالأعمال بدقة من قبل بقية الموظفين بالمؤسسة.

4- وجود النظم المحاسبية: إن وجود نظام محاسبي متكامل يهتم بكافة الأعمال من جمع وتسجيل وتصنيف وتبويب ومعالجة وتوصيل المعلومات القيمة إلى أصحاب القرار حول الأحداث الاقتصادية في الماضي والحاضر والمستقبل، من أجل توصيلها إلى الأطراف المستفيدة من أجل مساعدتهم في اتخاذ القرار.

يمكننا أن نلاحظ من خلال هذه المقومات الأربعة (الإدارة الاستراتيجية - الشفافية - المساءلة الفعالة ووجود نظم محاسبية) أنها كلها ذات أهمية نسبية واحدة للحكم على جودة الأداء المالي، إذ إنَّ كل مقوم من هذه المقومات متَّم ومكْمَل لعمل آخر. بحيث لا يمكن القول بوجود أداء مالي جيد دون وجود هذه العناصر الأربعة مجتمعة. إلا أنَّه يمكن القول إنَّ وجود إدارة استراتيجية فعالة هو العنصر الأهم ويعدُّ بمثابة نقطة الارتكاز للوصول إلى الشفافية والمساءلة الفعالة ووجود الأنظمة المحاسبية، الأمر الذي يجب أن تحرص عليه الإدارة العليا في المؤسسات لكي تحصل على تقييم جيد. ومما يساعد في الوصول إلى تقييم مالي جيد هو التقييم بصورة مستمرة ودورية (شهرية - ربع سنوية - نصف سنوية)، ويتمُّ تحديد ذلك حسب طبيعة نشاط المؤسسة المعنية وبحسب طبيعة العناصر الخاضعة للتقييم.

¹ العمري، بشرى. ماني، حنان. (2018). دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية للوضع المالي لديوان الترقية والتسيير العقاري/. رسالة ماجستير، جامعة ألكلي محند أولحاج. الجزائر. ص 52-53.

11-2-3 صعوبات تقييم الأداء المالي:

إن عملية تقييم الأداء المالي لشركة مساهمة متعددة الإدارات والأفرع والأقسام ليس بالأمر السهل إن لم يكن بدرجة بالغة الصعوبة والتعقيد وذلك من أجل الوصول إلى تقييم مالي دقيق، تبرز الصعوبة في تحديد وتطوير معايير واحدة لقياس الأداء المالي خاصّة وإن لكل شركة أهدافها وخصائصها وسياستها التي تميّزها عن غيرها، إلا إنه بالعموم أبرز الصعوبات تتمثل في:

- الصعوبة في تحديد نموذج متكامل وواضح على درجة من الدقة والموضوعية لتقييم الأداء المالي.
- الصعوبة في تحديد المتغيّرات المرغوب قياسها والعلاقات فيما بينها.
- الصعوبة في تحديد بداية عمليات التشخيص ودراسة الأداء المالي بهدف تقييمه.
- النقص في الكوادر البشرية المُدربة لقياس الأداء المالي وتقييمه حيث تتطلب هذه العملية درجة عالية من الخبرات والكفاءات والمهارات اللازمة¹

¹ الواعر، ريم. (2015). دور بطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية – دراسة حالة مؤسسة نפטال وحدة GPL بأم البواقي. رسالة ماجستير، جامعة لعربي بن مهدي. الجزائر. ص25.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد تمّ التطرق في الفصل الثالث من هذه الدراسة إلى مفهوم الأداء المالي للمؤسسات وتقييمه. تضمن المبحث الأول تعريفاً للأداء المالي وأهميته وأهدافه ومن ثم مناقشة أبرز العوامل المؤثرة فيه. وفي الختام تعرّض المبحث الثاني إلى تقييم الأداء المالي وتعريفه وتحديد مصادر معلومات تقييم الأداء المالي وأبرز النسب المستخدمة فيه والحديث عن مراحله وركائزه والمقومات التي تساعد في تحقيق أداءٍ ماليٍّ جيّد. وأخيراً تمّ التطرق إلى أبرز الصعوبات التي تواجه عملية تقييم الأداء المالي.

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

The Empirical Study

4-1 المبحث الأول: واقع الاقتصاد الأردني وسوق عمّان المالي

تمهيد: إنّ الحرب التي عانى منها بلدنا الحبيب خلال السنوات الفائتة انعكست آثارها سلباً على مختلف مجالات الحياة الاقتصادية الاجتماعية الصناعية والسياحية... الخ. ولم يقتصر الأمر عند هذا الحدّ فحسب، بل امتد تأثير تلك الحرب إلى البلدان المجاورة بما فيها المملكة الأردنية الهاشمية. إذ إنّ الاقتصاد الأردني تأثر كاقتماديات دول المنطقة الأخرى بالعوامل والتحديات المحليّة والإقليمية، ومن بين أبرز الصعوبات التي واجهت الأردن نتيجة تردّي الأوضاع الأمنية في منطقتنا بما فيها سورية والعراق هو تدفّق اللاجئين إليه وماتبه من أعباءٍ مترتبة على استضافتهم، والإغلاق شبه التام لممرات التجارة مع كلّ من سورية والعراق وبالتالي صعوبة في حركة البضائع والشحن البري عبر الحدود، ومايتبع ذلك من تأثيره السلبي على حركة التجارة الخارجية لكلاً من هذه البلدان، إضافةً إلى ذلك مايعانيه الأردن من مشكلات داخلية نتيجة ارتفاع الدّين العام لديه داخلياً وخارجياً، وعدم إمكانية تقليص العجز في ميزانه التجاري بسبب ارتفاع وارداته على حساب صادراته خاصّة في ظل ارتفاع قيمة الفاتورة النفطية.

سنستعرض في هذا المبحث ومن خلال التقارير السنوية الصادرة عن جهاتٍ رسميةٍ مثل صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأردني وغرفة تجارة عمّان أبرز مؤشّرات الواقع الاقتصادي الأردني، حتّى يكون تفسير نتائج هذه الدراسة - توزيع الأرباح والأداء المالي في الشركات الأردنية المُدرجة في سوق عمّان المالي- في ضوء المعطيات الموجودة على أرض الواقع وليست بعيدة عنها، الأمر الذي يعطي فهماً أعمق وأشمل ممّا لو تمّ تفسير النتائج دون أن يكون هناك أيّ مناقشة أو استعراض للأداء الاقتصادي في الأردن.

4-1-1 لمحة عامة عن الاقتصاد الأردني:

يُصنّف الاقتصاد الأردني حسب دراسة (نور، 2008) على أنّه اقتصاد صغير الحجم ولكنه منفتح على الاقتصاد العالمي ومرتبّط به على المستويين الإقليمي والدولي من خلال المتغيّرات الاقتصادية الكلية الخارجية المتمثلة بالتجارة الخارجية والحوالات والاستثمارات الخارجية والسياحية.

إنّ أهمّ سمات وثوابت الاقتصاد الأردني هو ندرة الموارد الطبيعية نسبةً إلى ما هو متّاح منها في محيطه الإقليمي، لذلك توجّهت جهود التنمية إلى استغلال القدر الأكبر من الموارد الطبيعية في الفوسفات والأسمدة والبوتاس وتعظيم النفع منها، ونتيجةً لشح الموارد كان من الضرورة استيراد المتطلبات الأساسية والكمالية للمستهلك الأردني لتغطية الطلب الفائض عن إمكانيات الإنتاج المحلي¹.

¹ نور، محمود. طاقة، محمد. عجلان، حسين. (2008، أيار). الاستثمار العربي وأثره على الاقتصاد الأردني. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (17)، ص25.

4-1-1-1 الناتج المحلي الإجمالي:

يتكون الناتج المحلي بمجموعه من قطاع الزراعة وصيد الأسماك، قطاع النقل والتخزين والاتصالات، قطاع الخدمات الشخصية والاجتماعية، قطاع الكهرباء والمياه، قطاع خدمات المال والتأمين والعقار، قطاع تجارة الجملة والتجزئة والمطاعم والفنادق، قطاع الصناعة وأخيراً قطاع التشييد¹.

يساهم في الناتج المحلي بشكل كبير قطاع الخدمات من مياه وكهرباء واتصالات ومطاعم وفنادق... الخ أي أن الاقتصاد الأردني هو اقتصاد خدمي بالدرجة الأولى. كما وتعد القطاعات الخدمية الأكثر تشغيلاً للعمالة الأردنية، لاسيما قطاعات "الإدارة العامة والدفاع والضمان الاجتماعي" و"تجارة الجملة والتجزئة والتعليم" حيث يُشكّل عدد العاملين ما نسبته حوالي 54% من إجمالي المشتغلين.

وقد أكد خبراء صندوق النقد الدولي في تقريرهم لدى زيارتهم إلى عمان تشرين الثاني 2019 لإجراء مناقشات ومراجعة أداء الاقتصاد الأردني بأن متوسط نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لايزال في حدود (2.5%-2) فقط منذ عام 2010، حيث لاتزال وتيرة الإصلاح المالي أبطأ مما كان متوقعاً. أما العائدات المتوقعة من جهود زيادة الإيرادات وتوسيع القاعدة الضريبية فإنها لم ترق إلى المستويات المنشودة لدعم الاحتياجات المالية للأردن، مما أدى إلى لجوء السلطات لخفض النفقات عن طريق تخفيض الاستثمارات العامة².

4-1-1-2 الدين العام:

أخذ الدين العام (الداخلي والخارجي) منحىً تصاعدياً بداية عام 2012 ووصل إلى أعلى مستوى له في عام 2018 حيث بلغت قيمة الدين العام 28.3 مليار دينار أردني (39.9) مليار دولار لعام 2018 بنسبة (54.1%) للدين العام الداخلي من الناتج المحلي و(40.3%) للدين العام الخارجي من الناتج المحلي. جاء الارتفاع في إجمالي الدين العام كنتيجة لسد الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة، إضافة إلى القروض المكفولة لكل من شركة الكهرباء الوطنية وسلطة المياه الأردنية. حيث إن الارتفاع في رصيد الدين العام الداخلي والذي مصدره الديون المُقدّمة من المصادر البنكية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، سببه توجه الحكومة نحو الاقتراض بالسندات المحلية لتغطية عجز الموازنة وعجز سلطة المياه، بالإضافة إلى تسديد قروض سلطة المياه، أما الارتفاع في رصيد الدين العام الخارجي والذي هو عبارة عن ديون من القطاع الخاص ومن حكومات ومؤسسات مالية دولية وإقليمية³.

¹ التقرير السنوي لأداء اقتصاد الأردن للعام 2018 الصادر عن غرفة تجارة عمان.

² Retrieved May 10th, 2020 from <https://www.imf.org/ar/News/Articles/2019/11/25/pr19435-jordan-imf-staff-completes-2019-article-iv-mission>

³ التقرير السنوي 2018 الصادر عن البنك المركزي الأردني.

4-1-1-3 الميزان التجاري:

تعتبر الملابس من أهم الصادرات الوطنية التي يُصدّرها الأردن، يليها الخضار والفواكه في المرتبة الثانية ومن ثمّ البوتاس، الفوسفات، الأسمدة، بالإضافة إلى منتجات دوائية وصيدلانية. في حين أنّها تستورد بالمرتبة الأولى المشتقات النفطية، النفط الخام، وسائل نقل وقطعها، وخيوط نسيجية ونسج ومنتجاتها.

بلغ العجز أعلى قيمة له في عام 2014 ما مجموعه (10,327) مليون دينار أردني، حيث ارتفعت مستوردات المملكة من المشتقات النفطية والنفط الخام، وسائل النقل وقطعها، الخيوط النسيجية، اللدائن والحديد الصلب، اللحوم والأسماك بنسبة (6.4%) خلال عام 2014 على الرغم من انخفاض أسعار النفط عالمياً خلال الربع الرابع من عام 2014.

وقد عملت الحكومة على تقليص **العجز** في الميزان التجاري عام 2018، حيث وصلت قيمة **العجز** إلى (8,917.3) مليون دينار أردني من خلال تخفيض قيمة مستوردات المملكة بنسبة 1.4% وجاء ذلك الانخفاض كُـمـصـلـةً لانخفاض فاتورة المستوردات من وسائل النقل وقطعها والآلات والأجهزة الكهربائية بنسبة 6.4% باستثناء الطاقة.

4-1-1-5 المستوى العام للأسعار والتضخم:

يرتبط معدّل التضخم في الأردن ارتفاعاً أو انخفاضاً بارتفاع أو انخفاض أسعار الغاز والمشتقات النفطية في الأسواق العالمية وتأثير ذلك على السلع المرتبطة بهما، إضافةً إلى ارتباط معدّل التضخم بأسعار الغذاء في الأسواق العالمية وانعكاسها على السلع المحلية، وارتفعت أسعار الغذاء والإيجارات بسبب ازدياد الطلب عليهما الناجم عن تدفق أعداد كبيرة من اللاجئين السوريين إلى المملكة، كما يعود ارتفاع معدّل التضخم إلى جملة من العوامل منها: اتخاذ الحكومة حزمة من الإجراءات منها: تحرير أسعار الخبز بسبب (ارتفاع أسعار الحبوب ومنتجاتها) ورفع الضريبة العامة على المبيعات لعددٍ من السلع والخدمات كانت شبه معفاة من الضريبة، ورغم ارتفاع معدّل التضخم إلا أنّه لا يزال ضمن الحدود المناسبة للنشاط الاقتصادي وبما يُؤدّي إلى تحفيز وتنشيط البيئة الاستثمارية.

4-1-1-6 البطالة وسوق العمل:

يواجه سوق العمل من ناحية الطلب تراجع قدرة القطاع العام على التوظيف، وصعوبة في استحداث فرص عمل تستوعب الأعداد الداخلة إليه، وأمّا من ناحية عرض العمل فهو يعاني من ضعف في مواءمة النظام التعليمي والتدريبى مقارنة باحتياجات السوق. وعلى مرّ سنوات الدراسة تأثر معدّل البطالة ارتفاعاً بسبب التحديات التي واجهته من العمالة السورية المُتدنية الأجر، والتي استحوذت على جزءٍ من فرص العمل

المستحدثة في الاقتصاد وساهمت في رفع مُعدّلات البطالة الأردنية، كما سجّل أعلى مُعدّل بطالة حسب المستوى التعليمي بين حملة الشهادة الجامعية (بكالوريوس فأعلى)، وهو ما يعكس عدم مواءمة بعض التخصصات الجامعية مع احتياجات سوق العمل. فمشكلة البطالة في المملكة هي مشكلة هيكلية، وتعدّ القطاعات الخدمية الأكثر تشغيلاً للعمالة الأردنية، لاسيما قطاعات " الإدارة العامة والدفاع والضمان الاجتماعي " و"تجارة الجملة والتجزئة والتعليم" حيث يُسكّل عدد العاملين ما نسبته حوالي 54% من إجمالي المُشتغلين.

استناداً إلى ما تمّ ذكره وحسب ملاحظات المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في ختام زيارته إلى الأردن في عام 2017، والذي أقرّ بالبيئة الصعبة التي تواجه الاقتصاد الأردني، بما في ذلك النمو الاقتصادي الأقل من المستوى الممكن، والبطالة المرتفعة، والأوضاع الاجتماعية الصعبة، فإن سمات الأوضاع الاقتصادية للأردن تتمثّل في الآتي:

- ✓ تباطؤ نمو إجمالي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وكان التباطؤ واسع النطاق في عام 2016 نتيجة تراجع النشاط في مجالات الزراعة والتعدين والتشييد.
- ✓ عجز الحساب الجاري من إجمالي الناتج المحلي في انعكاس للأوضاع الإقليمية الصعبة، وأزمة اللاجئين السوريين، وتباطؤ النشاط في دول مجلس التعاون الخليجي، وهذا بدوره أثر في الصادرات وتحويلات العاملين وغيرها من التدفّقات.
- ✓ الحاجة إلى إصلاحات لمعالجة التهرّب الضريبي وزيادة الامتثال، وترشيد النفقات مع دعم شبكات الأمان الاجتماعي وتعزيز الرقابة على الشراكات بين القطاعين العام والخاص.
- ✓ الحفاظ على الإصلاحات في قطاعي الطاقة والمياه.
- ✓ السياسة النقدية ملائمة وسعر الصرف المربوط بالدولار الأمريكي لا يزال ركيزة مهمة للاقتصاد نظراً لقيام الولايات المتحدة بتقديم مساعدات سنوية للأردن¹.

¹ Retrieved May 17th.2020 from <https://www.imf.org/ar/News/Articles/2017/07/24/pr17291-jordan-imf-executive-board-concludes-2017-article-iv-consultation>.

4-1-2-1 تقديم مجتمع الدراسة: بورصة عمّان للأوراق المالية:

4-1-2-1-1 نشأة بورصة عمّان: لقد كانت الضرورة والحاجة ملحة في الأردن لظهور سوق منظمة للأوراق المالية، وذلك من أجل سهولة وسرعة التعامل وإيجاد آلية لتحديد سعر عادل للورقة المالية وحماية صغار المدخرين، ولتحقيق هذه الغاية بدأت الجهود بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية من خلال قيام البنك المركزي خلال عامي 1975-1976 بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من السمتثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة. وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تمّ بموجبه تأسيس ما كان يُعرف بسوق عمّان المالي Amman Financial Market AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمّان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16 وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

أمّا بورصة عمّان فقد تأسست في 1999/3/11 كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرّح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية استناداً لأحكام قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليوافق الأسواق المالية الدولية، تكمن الصفة الأساسية في هذه الهيكلية الجديدة في فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، حيث كان سوق عمّان المالي يقوم بهذين الدورين معاً.

سُجلت بورصة عمّان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل من قبل الحكومة الأردنية في 20 شباط 2017، وبرأس مال يبلغ 4,774,525 دينار، وتعتبر شركة بورصة عمّان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمّان. وتدار شركة بورصة عمّان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ودير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة¹.

¹ استرجعت بتاريخ 2020/10/26 <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/adart-alshrkat/swq-ras-almal>

تتمثل غايات الشركة فيما يلي:

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها.
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل.
- نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة.
- أي غايات أخرى تقوم بها أسواق الأوراق المالية وفقاً لما هو منصوص عليه في القوانين والأنظمة والتعليمات ذات العلاقة.

4-1-2-1-2 هيكل سوق عمّان الثانوي للأوراق المالية:

ينقسم السوق المالي في عمّان إلى عدة أنواع من الأسواق وهي:

- **السوق الثانوي:** هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها.
- **السوق الأول:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان.
- **السوق الثاني:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان.
- **حقوق الاكتتاب:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المُدرجة في البورصة.
- **سوق السندات:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسة العامة والشركات.
- **التحويلات المستثناة من التداول:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية وغيرها¹.

¹ بحث صادر عن سوق عمّان للأوراق المالية، "تقسيمات السوق"، 2012/11/7.

4-1-2-1-3 أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة:

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك إسنادات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة، وتشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصة الآتي:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول؛
- إسناد القروض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات؛
- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية؛
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار؛
- إسناد خيار المساهمة؛
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية؛
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع؛
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية¹.

4-1-2-1-4 مؤشر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان:

تعدّ الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم، وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.

ونتيجةً للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية، وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول)، بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة العالية ويخفض ثقلها، حيث تمّ احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي لكل شركة، وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم، وتعدّ من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد اند بورس S&P، وقد تمّ تطبيق معايير شركة داو جونز في اختيار عينة الشركات التي يتمّ احتساب هذا الرقم على أساسها.

¹ استرجعت في تاريخ <https://www.ase.com.jo/ar/almntjat-w-alkhdmak/khdmak-altawl/anwa-alawraq-almalyt> 2020/10/15

يشمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان، فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها أقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة، والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع.

ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، ويُحدّد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدّد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% حداً أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر.

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغير أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة، وسحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة، وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات، ويتم إجراء اللازمة على الأرقام القياسية لاستبعاد أي أثر للتغيرات الناجمة عن عوامل غير التغيير في حركة أسعار الأسهم، وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.

أشكال الرقم القياسي:

يوجد لدى بورصة عمان شكلين من الأرقام القياسية، رقم قياسي غير مرجح، ورقم قياسي مرجح.

الرقم القياسي غير المرجح:

يعطي هذا الرقم أوزاناً متساوية لكافة شركات العينة بغض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر سهمها، ويقاس هذا الرقم التغير النسبي في أسعار الأسهم، ويمكن استخدامه في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات. ويتم احتساب الرقم القياسي العام غير المرجح والأرقام القياسية القطاعية باعتماد أسلوب المعدلات الهندسية (الوسيط الهندسي). تمّ تحديد نهاية كانون الأول 1991 فترة أساس تساوي 100 نقطة، ومن ثمّ تغيرت قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من مطلع 2004.

الرقم القياسي المرجح:

يعتمد هذا الرقم أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تُعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل. وكما هو الحال في الرقم القياسي غير المرجح يتم احتساب أرقام قياسية قطاعية مرجحة. ولاحتساب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية والأرقام القياسية القطاعية تستخدم صيغة باش المعدلة. تمّ إعطاؤه قيمة أساس 1000 نقطة، ولا يُسمح للشركة بأن يزيد وزنها في هذا المؤشر عن 10% من إجمالي القيمة السوقية لشركات العينة¹.

¹ دليل المستثمر في سوق عمان للأوراق المالية، 2018/10/9.

4-1-2-1-5 التوزيع القطاعي في بورصة عمّان:

مع تطور الأنشطة التي تقوم بها الشركات المدرجة وكذلك مع زيادة عدد هذه الشركات من 66 شركة في عام 1978 إلى 214 شركة في الوقت الحالي وتطور المعايير الدولية الصادرة عن المؤسسات المعنية بالأسواق المالية، كان لابد من إعادة النظر في التوزيع القطاعي للشركات المعمول به حالياً في بورصة عمّان وذلك بهدف إعطاء صورة أوضح عن الشركات المدرجة، وللتسهيل على المهتمين لغايات تقييم أداء الشركة ومقارنته بأداء الشركات التي تعمل في المجال نفسه بدقة أكبر.

لقد قامت بورصة عمّان بدراسة المعايير العالمية المطبقة في هذا المجال، وكذلك الاطلاع على التصنيفات القطاعية لبعض البورصات العربية والعالمية والمؤسسات الدولية، حيث تمّ الاعتماد على المعايير المتبعة من قبل مؤسسة ستاندر آند بورز **Standard & Poor's** عمل توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة في البورصة يتماشى مع المعايير العالمية في هذا المجال، مع إجراء تعديلات طفيفة لتتلاءم مع طبيعة عمل الشركات الأردنية. وقد تمّ تصنيف الشركات المدرجة في البورصة بناءً على الآتي:

- المعايير المتبعة من قبل مؤسسة ستاندر آند بورز.
 - النشاط التشغيلي الرئيسي للشركة وذلك من خلال دراسة الأنظمة الداخلية للشركة وغاياتها الرئيسية التي أنشئت من أجلها.
 - تمّ تصنيف الشركات القابضة حسب مصدر الإيرادات الرئيس للشركة وحسب طبيعة عمل الشركات التابعة لها.
- لذلك تمّ تصنيف الشركات المدرجة في بورصة عمّان ضمن ثلاث قطاعات رئيسية و(23) قطاعاً فرعياً وذلك على النحو التالي:

أولاً: القطاع المالي: ويضمُّ أربعة قطاعات فرعية وهي:

البنوك، التأمين، الخدمات المالية المتنوعة، العقارات.

ثانياً: قطاع الخدمات: ويضمُّ ثمانية قطاعات فرعية وهي:

الطاقة والمنافع، التعليم، التكنولوجيا والاتصالات، الصحة، الخدمات التجارية مثل مراكز البيع والأسواق الحرة، الإعلام، النقل، السياحة والفنادق.

ثالثاً: قطاع الصناعة: ويضمُّ أحد عشر قطاعاً فرعياً وهي:

الصناعات الدوائية، الصناعات الكيماوية، الورق والكرتون، الطباعة والتغليف، الأغذية والمشروبات، التبغ والسجائر، التعدين والصناعات الاستخراجية، الصناعات الهندسية والإنشائية، الصناعات الكهربائية، الصناعات الزجاجية والخزفية، الأنسجة والجلود¹.

¹ بحث صادر عن سوق عمّان للأوراق المالية، "الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة والتوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمّان".

وأخيراً لا بدّ من التطرق إلى موضوع الكفاءة في سوق عمّان المالي حيث بينت دراسة (محمد، 2014) وعند اختبار كفاءة سوق عمّان للأوراق المالية على المستوى الضعيف أن نتائج هذه الدراسة جاءت متفقة مع جميع الدراسات السابقة التي تناولت هذه السوق والتي كانت نتیجتها عدم تمتع سوق عمّان المالي بخاصية الكفاءة على المستوى الضعيف، حيث أنّ أسعار الأسهم لا تسير بشكل عشوائي وهناك ارتباط بين البيانات التاريخية والأسعار المستقبلية للأسهم ممّا يوفر للمستثمرين فرصة لتحقيق عوائد غير اعتيادية من خلال القيام ببعض الدراسات والتنبؤات الرياضية لحركة الأسعار، بسبب عدم تمتع السوق بكفاءة على المستوى الضعيف¹.

كما لم تحقّق بورصة عمّان ما هو مرغوب منها كوسيلة تمويلٍ فعّالةٍ حسب دراسة (كمال وحليمة، 2016) وظهر ذلك من خلال زيادة أعباء الدّين العام الداخلي والخارجي المترتب على الحكومة الأردنية، إذ لجأت الأخيرة خلال كل عام إلى إصدار سندات خزينة وكذلك أدونات لتغطي بها عجز الميزانية، في حين اقتصرّت عمليات إصدار الأسهم الخاصة بالشركات في نقل ملكيتها من مستثمرٍ إلى آخر دون أيّ إضافةٍ تُذكر للاقتصاد الوطني. كما أنّ تداعيات الأزمة المالية العالمية خلّفت أثراً كبيراً أدّت إلى ضعف الدور الذي يؤديه السوق الأردني في تمويل استثمارات المملكة، إضافةً إلى أزمة المديونية الخارجية التي عانت منها المملكة والتي كان لها دورٌ كبيرٌ في ركود السوق الأولي².

¹ محمد، سام. (2014). عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمّان للأوراق المالية. مجلة العلوم الإدارية، 41(2). ص 422.

² كمال، بن يمينة. حليمة، عطية. (2016). الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات – دراسة حالة بورصة عمّان للأوراق المالية - مجلة المالية والأسواق، 4(1)، ص 266.

4-1-2-2-2 تعريف بعينة الدراسة:

4-1-2-2-1 البنوك الأردنية:

بلغ عدد البنوك الأردنية المرخصة في نهاية عام 2018 حسب التقرير السنوي الصادر عن جمعية البنوك في الأردن (16) بنكاً وعدد البنوك غير الأردنية (6) بنوك.

وكان من أبرز التعليمات الصادرة عن البنك المركزي الأردني المتعلقة بالجهاز المصرفي الأردني بحسب التقرير الأربعين الصادر عن جمعية البنوك في الأردن هو الآتي:

- تعليمات رأس المال التنظيمي وفقاً للمعيار المعدّل رقم (15) الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB).
- تعليمات تطبيق المعيار الدولي للتقارير المالية (9).
- تعليمات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب الخاصة بالبنوك المرخصة.
- تعليمات التعامل بالعملات الأجنبية والمعادن الثمينة الرئيسية على أساس الهامش لصالح العملاء.
- الدليل الإرشادي للحوسبة السحابية.

أمّا أبرز التطورات المصرفية خلال عام 2018 فكانت في ارتفاع الموجودات والودائع والتسهيلات الائتمانية خلال عام 2018، واتخذت معظم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك العاملة في الأردن شكل القروض والسلف وشكلت حوالي 65% من إجمالي التسهيلات الائتمانية، بينما شكلت ذمم البنوك الإسلامية 21.7% من إجمالي التسهيلات، واستحوذ قطاع الإنشاءات وقطاع التجارة العامة وقطاع الخدمات والمرافق العامة وقطاع الصناعة على 69.8% من إجمالي التسهيلات الائتمانية، وحقق رصيد رأس المال والاحتياطيات والمخصصات لدى البنوك العاملة في الأردن نمواً بنسبة 3.6%، وأظهرت مؤشرات المتانة المالية القوة والسلامة المالية للبنوك العاملة في الأردن، وشهدت أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية ارتفاعاً خلال عام 2018 حيث ارتفع سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي من 4% في نهاية عام 2017 إلى 4.75% في نهاية عام 2018، وارتفع الوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع لأجل، وانخفض الوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض والسلف.

4-1-2-2-2 الشركات العقارية الأردنية:

يضمُّ الأردن العديد من الشركات العقارية التي تقدم خدماتها للمواطنين والمستثمرين، وتتنافس تلك الشركات لتقديم أفضل ما لديها في مجال التطوير العقاري، وإنشاء المشاريع العقارية، وفيما يأتي أكبر الشركات العقارية في الأردن بحسب رأس المال المصرح به والمُعلن عنه في سوق عمَّان:

شركة الأردن ديكابولس للأملاك، شركة الديرة للاستثمار والتطوير العقاري، شركة عمد للاستثمار والتنمية العقارية، شركة فينيكس للتطوير العربية القابضة، شركة إعمار للتطوير العقاري.

وتشكّل مشكلة السيولة أحد الأسباب الأساسية التي تجعل القطاع يدخل في ركود، إذ إنّ المصارف المحلية مستمرة في الحجز على العشرات من الشقق السكنية المباعة للمواطنين لعدم قدرتهم على تسديد الأقساط المستحقة عليهم¹.

تراجعت قيمة تداول (مبيعات) قطاع العقارات في الأردن، بنسبة 11 بالمائة، خلال الشهور السبعة الأولى من عام 2018، على أساس سنويٍّ إلى 4.359 مليارات دولار. وبحسب التقرير الشهري الصادر عن دائرة الأراضي والمساحة الأردنية، تراجعت الإيرادات الحكومية من قطاع العقارات حتى نهاية تموز 2018 بنسبة 12 بالمائة، إلى 222.575 مليون دولار في حين بلغت الإيرادات الحكومية 253.020 مليون دولار، خلال نفس الفترة من 2017. ويتزامن انخفاض مبيعات العقارات في المملكة، مع استمرار تأثر الاقتصاد المحلي، بالأوضاع الإقليمية، إلى جانب أزمة ارتفاع أسعار الإسمنت في السوق المحلية بشكلٍ مفاجئٍ وبنسبةٍ تجاوزت 95 بالمائة حسب ما ذكر موقع وكالة الأناضول².

¹ استُرجعت بتاريخ 2020/11/22 تحسن-طفيف-لا-يعكس-واقع-الركود-بسوق-العقار-الأردني/ alarab.co.uk

² استُرجعت بتاريخ 2020/11/21 اقتصاد/مبيعات-العقارات-في-الأردن-تراجع-29-بالمئة-حتى-سبتمبر/1997332/aa.com.tr/ar

4-2 المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية.

تمهيد: تعدُّ منهجية الدراسة محوراً أساسياً يعتمدُ عليه الجانب التطبيقي في جمع البيانات المطلوبة وتحليلها إحصائياً للوصول إلى نتائج يتمُّ تفسيرها، وبالتالي تحقيق الهدف الذي من أجله صُمِّمت هذه الدراسة.

يشملُ هذا المبحث على تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، والنماذج المُستخدمة في اختيار النموذج المناسب منها للبيانات فيما لو كان الانحدار التجميعي أو من نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، واختبارات استقرار السلاسل الزمنية.

مصادر جمع المعلومات:

تمَّ الحصول على البيانات من المصادر الآتية:

- المراجع العربية والأجنبية (الكتب والدوريات والمقالات) والدراسات والرسائل العلمية والتقارير المنشورة والمواقع الالكترونية المتعلقة بموضوع البحث بهدف بناء إطار نظري للدراسة.
- التقارير المالية السنوية المُجمَّعة للشركات عينة الدراسة والنشرات الخاصة التي تقوم بإصدارها بورصة عمان.

4-2-2 الأدوات القياسية المستخدمة في الدراسة:

- نماذج بانل:

تُعرَّف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data: أنها مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كلٍّ من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية مُعينة في حين أنَّ بيانات بانل تعمل على دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد، وبالتالي تأخذ بعين الاعتبار أثرُ تغير الزمن وأثرُ تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حدٍّ سواء.

مميزات نماذج (بانل) : يتفوق تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، بالعديد من المزايا:

-التحكُّم بالتباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يُفضي إلى نتائج مُتحيّزة.

- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، و بالتالي يمكن الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أنَّ مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقلَّ حدَّةً من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات (بانل) عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية و كذلك بكفاءة أفضل.

- تُمكن بيانات (بانل) من الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى، وتُساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المُهملة، الناتجة من خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات مُتحيزة.
- تُخفّض من مشكلة عدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية؛ الشائعة الظهور.
- وتساعد هذه النماذج في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حدّ الخطأ Heteroscedasticity .

النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي :

- نموذج الانحدار التجميعي ((Pooled Regression (PRM))
- نموذج التأثيرات الثابتة ((Fixed Effects Model (FEM))
- نموذج التأثيرات العشوائية ((Random Effects Model (REM)).

-اختبارات تحديد النموذج الملائم:

من أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال معطيات بانل يُستخدَم ما يُسمَّى باختبارات التحديد.

- اختبار مضاعف لاغرنج: (LM) Lagrange Multiplier Test

يُستخدَم للمفاضلة بين النموذجين التجميعي والتأثيرات الثابتة أو العشوائية

في هذا الاختبار تكون الفرضيات على النحو الآتي:

H0: نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم .

H1: نموذج التأثيرات الثابتة و /أو العشوائية هو الملائم .

- اختبار (Hausman):

يُستخدَم للمفاضلة بين التأثيرات الثابتة و العشوائية

حيث تكون الفرضيات على النحو الآتي:

H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم .

- اختبار الاستقرار :

إذا كان لإحدى السلاسل الزمنية جذر وحدة، فهذا يعني أنَّ السلسلة غير مُستقرة، فاختبار الاستقرار هو

للتأكد من عدم وجود جذر الوحدة (Unit Root Tests)، وبالتالي فالسلاسل الزمنية مُستقرَّة وفق اختبار

(Levin, Lin & Chu t*) .

- اختبار التكامل المشترك : (لتقدير نموذج الانحدار السليم)، وكل ما سبق سيتمُّ تحليله وفق برنامج

EViews.10.

- اختبار ستيودنت للعينات المستقلة :

ويُستخدَم لاختبار الفروق في الأداء المالي بين المصارف والشركات العقارية وذلك وفق برنامج SPSS-

.24

4-2-3 الإحصائيات الوصفية لبيانات المصارف:

أولاً: تدقيق البيانات :

تمّ تشخيص البيانات وحذف القيم المتطرفة منها لـ (15) مصرفاً، حيث حُذفت بيانات البنك التجاري الكويتي لعدم توزيعه أيّ أرباح خلال السلسلة الزمنية المدروسة، وبيانات كلّ من بنك المال وبنك صفوة الإسلامي لعدم توزيع الأرباح لغالبية السلسلة الزمنية المدروسة، وحُذفت كذلك بيانات عامي 2012 و2013 لكون غالبية المصارف لم تُوزع الأرباح فيهما، لتصبح البيانات المناسبة للتحليل الإحصائي لـ (12) مصرفاً كما هو موضح في الجدول الآتي :

جدول رقم (4) بيانات المصارف الملائمة للتحليل الإحصائي

المصرف	DATEID	DPR	ROA	ROE	TOB	PM	MPR	LEV	TOT
البنك الإسلامي الأردني	2014	46.62	1.27	15.99	0.4666	96139423	3.68	3.921363947	3554739368
	2015	46.18	1.28	15.66	0.4589	112559288	3.55	3.891636985	3798991435
	2016	41.65	1.32	15.76	0.4595	127567858	3.86	3.807577026	4099519696
	2017	49.87	1.29	14.44	0.4485	123403809	3.65	3.285643239	4211617666
	2018	54.21	1.2	12.66	0.41	124478594	2.88	3.030948148	4160642210
البنك الأردني الكويتي	2014	42.97	1.78	10.78	0.997	101193083	4.29	5.032046171	2609714566
	2015	51.87	1.36	8.6	0.9844	102209528	4.1	5.329005321	2844731503
	2016	67.23	1.09	6.47	0.974	102112039	3.94	4.948545988	2739985416
	2017	74.2	0.95	5.75	0.9582	105886145	3.5	5.046410266	2832207026
	2018	47.46	1.55	9.46	0.88	102345561	2.9	5.107895883	2721445139
بنك الإسكان	2014	73.35	1.63	12.21	1.1652	300356079	9.1	6.657627735	7594929467
	2015	66.22	1.54	12.29	1.1694	294346612	9.45	6.94729394	7922698728
	2016	61.07	1.68	12.22	1.1641	295079918	9.3	6.673761817	7820225195
	2017	51.7	1.54	11.46	1.1867	291683524	8.37	6.611387476	8145194167
	2018	52.32	1.14	8.8	1.19	306896779	8.37	7.035650893	8300037601
بنك الاستثمار	2014	78.7	1.31	11.6	1.0508	53319067	2.05	7.765615783	1750223699
	2015	84.45	1.19	10.65	1.0362	61468816	1.91	7.854100095	1793206868
	2016	85.69	1.16	10.55	1.0191	58365641	1.7	7.97936195	1809584756
	2017	84.46	0.87	8.04	1.0235	53462903	1.75	8.146249076	1838025827
	2018	87.06	0.76	7.96	0.99	52631553	1.28	9.328349523	2033090419
بنك الاتحاد	2014	33.24	1.17	9.73	0.9671	76333421	1.8	7.290836259	2256420333
	2015	43.35	1.21	9.83	0.9568	94913866	1.52	7.145389738	2389129640
	2016	42.76	1.14	9.43	0.977	94913866	2.01	7.254752399	2559740250
	2017	51.01	0.97	8.46	0.9442	136089019	1.62	8.401431689	3572275253
	2018	62.68	1.06	9.49	0.95	151801482	1.6	9.02693677	3868069132
	2014	73.65	1.22	9.14	0.9754	38613177	1.09	6.483368136	1099926447

1029034055	5.735523486	1.16	42130588	0.9755	10.24	1.52	63.28	2015	بنك المؤسسة العربية
1113522127	6.087640965	1.32	41106598	0.9893	8.95	1.26	70.38	2016	
1128063057	6.0397551	1.17	38580101	0.972	8.09	1.15	42.42	2017	
1145903091	6.153901354	0.94	36452318	0.95	6.07	0.85	84.91	2018	
805163338	4.529470019	1.22	30116223	0.9698	8.46	1.53	56.87	2014	البنك الاستثماري
845419891	4.492560921	1.34	34821702	0.9756	9.27	1.69	56.12	2015	
949576672	4.845998472	1.49	41044765	0.9838	9.44	1.61	65.37	2016	
1073246133	5.144048914	1.53	40025521	0.976	8.67	1.47	66.34	2017	
1152102916	5.586239711	1.32	43360439	0.96	8.88	1.34	71.06	2018	
866560175	6.131137667	1.07	17893608	0.9832	7.57	1.06	43.47	2014	بنك مؤسسته جنرال
1210141450	8.484831405	1.01	19985276	0.978	7.85	0.83	49.95	2015	
1303175615	8.765944809	0.95	23358018	0.9705	8.17	0.84	64.17	2016	
1352051323	9.083011002	1.1	21123021	0.9822	5.82	0.58	96.03	2017	
1703297579	12.32483878	1	20947280	0.98	6.48	0.49	60.35	2018	
2532062104	7.232260685	2.55	121763619	1.0397	13.38	1.63	38.86	2014	بنك القاهرة
2532062104	7.232260685	2.55	121763619	1.0397	13.38	1.63	38.86	2015	
2491183233	6.597420188	1.85	116724345	0.9983	10.74	1.41	61.62	2016	
2794346747	7.270981792	1.5	112908982	0.9724	9.01	1.09	71.2	2017	
2935413805	7.6964797	1.33	117641984	0.96	8.96	1.03	53.77	2018	
2190187366	5.511091128	2.65	111360253	1.0325	14.04	2.05	65.82	2014	بنك الأردن
2206221873	5.077484016	2.6	111360253	1.0165	11.27	1.85	75.96	2015	
2338839064	4.75130348	2.88	116245124	1.0699	10.21	1.77	86.96	2016	
2565131939	4.902340619	3	127201892	1.0627	10.79	1.78	76.93	2017	
2619080210	5.345164773	2.45	135335561	1.03	10.08	1.59	86.69	2018	
2325144263	6.529055837	1.32	101469265	0.9665	11.06	1.47	51.23	2014	البنك الأهلي
2494628998	6.956872473	1.25	105911998	0.962	7.28	0.92	76.64	2015	
2815518550	8.302412872	1.15	107001718	0.964	2.07	0.22	139.44	2016	
2728951577	7.912717272	1.18	106329077	0.9673	4.35	0.49	68.98	2017	
2783487914	8.237882423	1.08	103262108	0.97	7.06	0.76	54.41	2018	
25859777000	6.268282023	7.1	777486000	1.0188	6.12	0.84	31.38	2014	البنك العربي
25859162000	6.350234684	6.45	778657000	1.0238	4.38	0.6	104.01	2015	
24254246000	5.92829004	6.17	791976000	1.0187	6.07	0.88	90.5	2016	
24361572000	5.862590562	5.6	819354000	1.0016	5.49	0.8	131.43	2017	
25545338000	5.95940117	6.21	903016000	1.01	11.81	1.7	66.52	2018	

ثانياً: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (5) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	DPR	D/E	OP	ROA	ROE	TOT
Mean	65.2650	6.455544	1.62E+08	1.22350	9.4823	4.64E+09
Median	63.7250	6.416801	1.05E+08	1.2150	9.3500	2.55E+09
Maximum	139.440	12.32484	9.03E+08	2.0500	15.990	2.59E+10
Minimum	31.380	3.030948	17893608	0.2200	2.0700	8.05E+08
Std. Dev.	21.1668	1.688861	2.11E+08	0.38715	2.8844	6.50E+09
Skewness	1.16989	0.531296	2.523749	-0.2516	0.1243	2.652167
Kurtosis	5.146417	4.041085	8.250684	2.6097	3.0748	8.670880

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

عند القيام بالتحليل الإحصائي نلاحظ نتائج المقاييس الإحصائية الوصفية في الجدول رقم (5) للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة، حيث يتبين انتفاء خاصية التوزيع الطبيعي لكلٍّ من نسبة التوزيع، المديونية، الربح التشغيلي، العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، وأخيراً إجمالي الموجودات وفقاً لمعامل الالتواء حيث تتوزع البيانات بانحرافٍ موجبٍ نحو اليمين تبعاً لقيم معامل الالتواء لأنَّ الوسط الحسابي في هذه الحالة أكبر من الوسيط، كما يُلاحظ أن التوزيع مدبب تبعاً لمعامل التفرطح إذ إنَّ جميع القيم أكبر من 3 وهذا يعني أنَّ العدد الأكبر من القيم يتركز بالقرب من منتصف المنحنى، عدا ROA حيث كان التوزيع فيها مفلطحاً أو مسطحاً، وذلك لأنَّ قيمة معامل التفرطح أصغر من 3 أي أنَّ العدد الأكبر من بيانات ROA يتوزع على طرفي المنحنى ويقل في المنتصف لذلك يكون شكل المنحنى مفرطحاً.

ثالثاً: تحديد النموذج القياسي المناسب لدراسة العلاقة بين مُتغيّرات الدراسة:

1- اختبار مضاعف لاغرانج :

H0: نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم .

H1: نموذج التأثيرات الثابتة و /أو العشوائية هو الملائم .

نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذجي الآثار الثابتة و العشوائية من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة، تمّ استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار المُتجمّع ونموذجي التأثيرات الثابتة و العشوائية ، وكانت النتائج كما يلي:

جدول (6) نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

الاختبار	F –statistic	P-VALUE
LM Breusch-Pagan	4.22	0.0003

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تقودنا نتائج الجدول أعلاه إلى رفض فرضية العدم بكون نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم ، حيث إن: ($p\text{-value} < 0.05$) وبآلاتي النموذج الملائم للبيانات المدروسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية، والذي يُحدّده الاختبار الآتي:

2- اختبار (Hausman) :

H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم .

-نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي الآثار الثابتة و العشوائية .

جدول رقم (7) نتائج اختبار Hausman

الاختبار	Chi-Sq. Statistic	P-VALUE
Hausman	9.54	0.216

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تشير نتائج هذا الاختبار الذي يتّبع توزيع (كاي تربيع) إلى أنّ القيمة المحسوبة بلغت (9.54) وباحتمالٍ يساوي ($p\text{-value} = 0.216 > 0.05$) وعليه نقبل فرضية العدم، وبآلاتي نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب لتحليل البيانات المتعلقة بالمصارف.

3- اختبار استقرار (سكون) السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة :

سيتم اختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة عن طريق اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t^*) كما في الجدول الآتي :

H0: السلسلة الزمنية غير مستقرة (غير ساكنة).
H1: السلسلة الزمنية مستقرة (ساكنة) .

جدول رقم (8) اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t^*)

مستوى السكون	النتائج الإحصائية	DPR	LEV	MPR	PM	ROA	ROE	TOB	TOT
المستوى	T-statistic	-4.74	-2.67	-5.59	-8.03	-19.6	-1.85	-16.25	-13.8
	P-VALUE	0	0.0037	0	0	0	0.032	0	0
الرتبة		I(0)	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تشير نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية أنَّ القيم الاحتمالية كافة قيمتها ($p\text{-value} < 0.05$)، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل، وبذلك تكون المتغيرات كافة مستقرة عند المستوى، حيث يعد شرط السكون شرطاً أساسياً في دراسة السلاسل كونها تؤدي إلى الحصول على نتائج سليمة ومنطقية، لأنَّه ومن دون استقرار السلاسل قد تكون النتائج زائفة ومُضلَّلة، كما أنَّها مرحلة سابقة لاختبار التكامل المشترك لصياغة نموذج الانحدار السليم عند اختبار الفرضيات لاحقاً.

4-2-4 الإحصائيات الوصفية للشركات العقارية:

أولاً: تدقيق البيانات:

تمَّ تشخيص البيانات وحذف القيم المتطرفة منها لـ (33) شركة عقارية، حيث تمَّ استبعاد بيانات الشركات العقارية التي لا يوجد لديها بيانات، والشركات التي لم تحقق أرباحاً أو لديها خسائر، بالإضافة إلى الشركات التي لم تُوزَّع أرباحاً مطلقاً لكامل السلسلة الزمنية المدروسة، لتصبح البيانات المناسبة للتحليل الإحصائي (5) شركات عقارية فقط كما هو موضح في الجدول الآتي :

جدول رقم (9) بيانات الشركات العقارية الملائمة للتحليل الإحصائي

TOT	D/E	MPR	PM	TOB	ROE	ROA	DPR	DATE ID	الشركة
1920575	0.234877	1.48	110800	0.6833	0.36	0.29	0	2012	الشامخة العقارية
1887739	0.230738	0.78	113340	0.6833	29.79	1.61-	0	2013	
2703849	0.165272	1.39	860516	0.7587	29.79	25.57	20.83	2014	
2552124	0.174972	1.34	117085	0.779	0.18-	0.15-	0	2015	
2398862	0.104814	1.11	177452	0.6501	0.09	0.08	0	2016	
2301826	0.035445	0.88	180655	0.493	1.72	1.66	156.87	2017	
2341099	0.100912	0.71	112718	0.46	1.57-	1.43-	0	2018	
18006174	0.352898	1.87	7658000	1.092	7.281182	5.381915	82.55	2012	عمد للاستثمار
15925290	0.212068	1.6	5653500	0.9787	2.340931	3.953517	127.06	2013	
13525841	0.07053	1.31	3838100	0.8407	2.340931	2.186703	0	2014	
14719326	0.137883	1.16	2677000	0.7516	2.326831	2.044876	531.58	2015	
12186624	0.045653	1.51	3563500	1.0349	2.692955	2.575381	318.62	2016	
10949840	0.023139	0.99	1467000	0.7459	0.445179	0.435111	0	2017	
10885202	0.014436	0.72	1492000	0.54	0.261903	0.258176	4270.01	2018	
8963373	0.054257	1.63	5677869	1.143	7.101151	6.74	99.38	2012	المعاصرون
8563166	0.051733	1.54	3907827	1.1282	5.903869	2.80137	150.07	2013	
8731282	0.05575	1.49	4621363	1.0767	5.903869	5.592111	86.02	2014	
8631966	0.060257	1.2	3685202	0.8909	3.576416	3.37316	144.25	2015	
8467408	0.0566	0.99	3406073	0.7551	3.649119	3.453642	307.76	2016	
8148820	0.179721	0.82	3653510	0.7561	2.634576	2.233219	0	2017	
7508359	0.087659	0.56	1445884	0.53	0.497362	0.457277	0	2018	
2858052	0.058704	0.61	1145758	0.546	4.14	4.39	205.81	2012	التحديث للاستثمارات العقارية
2755022	0.070003	0.75	970495	0.6916	4.9	4.01	131.17	2013	
2803766	0.094254	0.71	1006132	0.6686	4.9	4.48	36.66	2014	
2976084	0.15836	0.67	935167	0.6545	2.06	1.78	260.58	2015	
2834900	0.154321	2.55	831843	2.2025	1	0.87	0	2016	
2756335	0.133213	1.06	597462	1.0021	0.97-	0.86-	0	2017	
2591932	0.106099	0.51	0	0.55	0.36-	0.33-	0	2018	
49914764	0.071194	0.4	1227972	0.415	0.61	0.53	0	2012	
48149694	0.018648	0.4	3084982	0.3838	2.65	0.53	0	2013	
49558391	0.036331	0.63	10783300	0.5922	2.65	2.4	0	2014	

42029077	0.081931	0.57	3271685	0.548	0.12	0.07	2434.69	2015	المهنية للاستثمارات العقارية
41906149	0.091319	0.5	5117606	0.4985	2.29	1.97	104.92	2016	
41085175	0.085276	0.39	3593535	0.408	1.1	0.95	0	2017	
41256470	0.069171	0.29	3959225	0.31	1.37	1.28	199.99	2018	

ثانياً: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (10) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

TA	ROE	ROA	OP	D/E	DPR	المتغيرات
14422702	3.811894	2.51332	2598416	0.105098	276.2520	Mean
8563166	2.326831	1.7800	1492000	0.085276	36.6600	Median
49914764	29.7900	25.570	10783300	0.352898	4270.010	Maximum
1887739	-1.5700	-1.6100	0.000	0.014436	0.000000	Minimum
16137043	6.852416	4.49405	2434979	0.073366	809.0827	Std. Dev.
1.288564	3.188002	3.97805	1.287396	1.374526	4.133735	Skewness
3.067125	12.55575	21.0879	4.932180	5.001942	19.51628	Kurtosis

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

نلاحظ نتائج المقاييس الإحصائية الوصفية في الجدول رقم (10) للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة للشركات العقارية عند القيام بالتحليل الإحصائي ، حيث يتبين انتفاء خاصية التوزيع الطبيعي لكل من نسبة التوزيع، المديونية، الربح التشغيلي، العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، وأخيراً إجمالي الموجودات وفقاً لمعامل الالتواء حيث تتوزع البيانات بانحراف موجب نحو اليمين تبعاً لقيم معامل الالتواء لأن الوسط الحسابي في هذه الحالة أكبر من الوسيط، كما يُلاحظ أن التوزيع مدبب تبعاً لمعامل التفرطح إذ إن جميع القيم أكبر من 3 وهذا يعني أن العدد الأكبر من القيم يتركز بالقرب من منتصف المنحنى.

ثالثاً: تحديد النموذج القياسي المناسب لدراسة العلاقة بين مُتغيّرات الدراسة:

1- اختبار (Hausman) :

H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم .

- نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي الآثار الثابتة و العشوائية .

جدول (11) نتائج اختبار Hausman

الاختبار	Chi-Sq. Statistic	P-VALUE
Hausman	3.73	0.809

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تشيرُ نتائج هذا الاختبار الذي يتَّبع توزيع (كاي تربيع) إلى أنَّ القيمة المحسوبة بلغت (3.73) وباحتمال يساوي ($p\text{-value} = 0.809 > 0.05$)، وعليه نقبل فرضية العدم، وبالتالي فنموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب لتحليل البيانات المُتعلقة بالشركات العقارية.

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات والنتائج الإحصائية

الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأداء المالي في سياسة توزيع الأرباح لدى المصارف المدرجة في سوق عمان.

يتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية الآتية:

اختبار الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على الموجودات في توزيع الأرباح لدى المصارف المدرجة في سوق عمان.

لاختبار هذه الفرضية سوف نختبر التكامل المشترك بين المتغيرين بعد تحقق استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات كافة كما سبق أعلاه، ويعتبر المتغيران متكاملان تكاملاً مشتركاً في حال كانت سلسلة البواقي (أخطاء التقدير) مستقرة، لذلك قامت الباحثة بتطبيق اختبار السكون "عن طريق اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t*) على سلسلة البواقي فكانت مستقرة عند المستوى، وبالتالي فالتكامل المشترك مُحقق بين المتغيرين وبناءً عليه يكون نموذج الانحدار المناسب هو نموذج المربعات الصغرى المعمم (GLS) وفق نموذج التأثيرات العشوائية كما في الجدول الآتي:

جدول رقم (12)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط لدالة العائد على الأصول (ROA) في توزيع الأرباح

Dependent Variable: DPR				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 60				
P-value.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0002	-4.005809	7.165087	-28.70197	ROA
0.0000	10.41629	9.637003	100.3819	C
65.265	Mean dependent var		0.209879	R-squared
21.168	S.D. dependent var		0.196256	Adjusted R-squared
15065.15	Sum squared resid		16.11658	S.E. of regression
1.597114	Durbin-Watson stat		15.40646	F-statistic
			0.000233	Prob(F-statistic)

المصدر: إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (12) أنَّ قيمة معامل التحديد المُعدَّل بلغت (0.196)، والتي تدل على أنَّ التغير في (ROA) كمتغيرٍ وحيدٍ يُفسَّرُ (19.6 %) من التغير في (DPR) في مصارف عمان، والباقي يعود تفسيره إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أنَّ قيمة F فيشر الإحصائية المحسوبة لتحليل تباين الانحدار كانت معنوية حيث (p-value < 0.05) ممَّا يدل على جودة نموذج الانحدار.

وتبين أنَّ قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (100.38)، والتي تدلُّ على قيمة (DPR) عندما تتعدم نسبة (ROA)، كما تبين أنَّ قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (-28.7) والتي تدلُّ على مقدار الانخفاض في (DPR) عندما ترتفع نسبة (ROA) بمقدار درجة واحدة، وكان معامل الانحدار معنوياً حيث (p-value < 0.05).

0.05) ¹، نجد أنَّ المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى رفض الفرضية العدمية وقبول فرضية البديلة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمَع الدراسة ومُفادها :
يوجد أثرٌ (سلبى) ذو دلالة إحصائية للعائد على الموجودات في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عَمَّان.

اختبار الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثرٌ ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق الملكية (ROE) في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عَمَّان .

لاختبار هذه الفرضية سوف نختبر التكامل المشترك بين المتغيرين بعد تَحَقُّق استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات كافة كما سبق أعلاه، ويعتبر المتغيران متكاملان تكاملاً مشتركاً في حال كانت سلسلة البواقي (أخطاء التقدير) مُستقرة، وقامت الباحثة بتطبيق اختبار السكون "عن طريق اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t*)" على سلسلة البواقي، فكانت مستقرة عند المستوى، وبالتالي فالتكامل المشترك مُحَقَّق بين المتغيرين، وبناءً عليه يكون نموذج الانحدار المناسب هو نموذج المربعات الصغرى المعمم (GLS) وفق نموذج التأثيرات العشوائية كما في الجدول الآتي :

جدول رقم (13)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط لدالة العائد على حقوق الملكية في توزيع الأرباح

Dependent Variable: DPR Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Periods included: 5 Cross-sections included: 12 Total panel (balanced) observations: 60				
P-value.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-4.656528	0.946612	-4.407924	ROE
0.0000	11.07760	9.664762	107.0624	C
65.265	Mean dependent var		0.268516	R-squared
21.168	S.D. dependent var		0.255905	Adjusted R-squared
14355.04	Sum squared resid		15.73215	S.E. of regression
1.558561	Durbin-Watson stat		21.29091	F-statistic
			0.000022	Prob(F-statistic)

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم(13) أنَّ قيمة معامل التحديد المُعَدَّل R^2 بلغت (0.255) والتي تدل على أنَّ التغير في (ROE) كمُتغيرٍ وحيدٍ يُفسَّر (25.5 %) من تغير (DPR) في مصارف عَمَّان، والباقي يعود تفسيره إلى متغيراتٍ أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أنَّ قيمة (F) فيشر الإحصائية المحسوبة لتحليل تباين الانحدار كانت معنوية حيث ($p\text{-value} < 0.05$) ، ممَّا يدلُّ على جودة نموذج الانحدار.

¹ الملحق رقم (5).

كما تبين أنَّ قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (107.06)، والتي تدلُّ على قيمة (DPR) عندما تنعدم نسبة (ROE)، كما تبين أنَّ قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (-4.408)، والتي تدلُّ على مقدار الانخفاض في (DPR) عندما ترتفع نسبة (ROE) بمقدار درجة واحدة، وكان معامل الانحدار معنوي حيث (p-value < 0.05)¹، نجد أنَّ المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمَع الدراسة ومفادها :

يوجد أثرٌ (سلبى) ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق الملكية في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عمَّان.

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثرٌ ذو دلالة إحصائية للربح التشغيلي (op) في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عمَّان .

لاختبار هذه الفرضية سوف نختبر التكامل المشترك بين المتغيرين بعد تحقُّق استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات كافة كما سبق أعلاه ، ويعتبر المتغيران متكاملان تكاملاً مشتركاً في حال كانت سلسلة البواقي (أخطاء التقدير) مستقرة ، ولذلك قامت الباحثة بتطبيق اختبار السكون "عن طريق اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t*)" على سلسلة البواقي فكانت مُستقرة عند المستوى، وبالتالي فالتكامل المشترك مُحَقَّق بين المتغيرين وبناءً عليه يكون نموذج الانحدار المناسب هو نموذج المربعات الصغرى المُعمَّم (GLS) وفق نموذج التأثيرات العشوائية كما في الجدول الآتي :

جدول رقم(14)

لمعاملات الانحدار الخطي البسيط لدالة الربح التشغيلي في توزيع الأرباح

Dependent Variable: DPR				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 60				
P-value.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	12.87363	4.764420	61.33540	C
0.1816	1.351946	1.80E-08	2.43E-08	OP
65.265	Mean dependent var		0.030930	R-squared
21.168	S.D. dependent var		0.014222	Adjusted R-squared
19892.02	Sum squared resid		18.51934	S.E. of regression
1.828838	Durbin-Watson stat		1.851190	F-statistic
			0.178909	Prob(F-statistic)

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم(14) أنَّ قيمة معامل التحديد المُعدَّل بلغت (0.0142) والتي تدلُّ على أنَّ التغير في (OP) كمُتغيِّرٍ وحيدٍ يُفسَّر (1.42%) من التغير في (DPR) في مصارف عمَّان، والباقي يعود تفسيره إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه

¹ الملحق رقم (7).

المرحلة، كما تبين أنَّ قيمة إحصائية فيشر (F) المحسوبة لتحليل تباين الانحدار كانت غير معنوية حيث (p-value > 0.05) ممَّا يدلُّ على عدم معنوية نموذج الانحدار.

كما تبين أنَّ قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (2.43E-08) والتي تدلُّ على مقدار الارتفاع في (DPR) عندما ترتفع نسبة (OP) بمقدار درجة واحدة، وكان معامل الانحدار غير معنوي حيث (p-value > 0.05)، نجد أنَّ المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية العدمية مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمَع الدراسة ومُفادها :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربح التشغيلي في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عَمَّان. اختبار الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية (D/E) في توزيع الأرباح لدى المصارف المُدرجة في سوق عَمَّان .

لاختبار هذه الفرضية سوف نختبر التكامل المشترك بين المتغيرين بعد تحقق استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات كافة كما سبق أعلاه، ويعتبر المتغيران متكاملان تكاملاً مشتركاً في حال كانت سلسلة البواقي (أخطاء التقدير) مُستقرة، وقامت الباحثة بتطبيق اختبار السكون "عن طريق اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t*)" على سلسلة البواقي فكانت مستقرة عند المستوى، وبالتالي فالتكامل المشترك محقق بين المتغيرين، وبناءً عليه يكون نموذج الانحدار المناسب هو نموذج المربعات الصغرى المعمم (GLS) وفق نموذج التأثيرات العشوائية كما في الجدول الآتي :

جدول رقم (15)

لمعاملات الانحدار الخطي البسيط لدالة المديونية في توزيع الأرباح

Dependent Variable: DPR Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Periods included: 5 Cross-sections included: 12 Total panel (balanced) observations: 60				
P-value.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0011	3.428189	13.96670	47.88048	C
0.1991	1.299039	2.073041	2.692960	D/E
65.265	Mean dependent var		0.028539	R-squared
21.168	S.D. dependent var		0.011790	Adjusted R-squared
19424.94	Sum squared resid		18.30062	S.E. of regression
1.857821	Durbin-Watson stat		1.703886	F-statistic
			0.196935	Prob(F-statistic)

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (17) أنَّ قيمة معامل التحديد المُعدَّل بلغت (0.0117) والتي تدلُّ على أنَّ التغير في (D/E) كمتغير وحيد يفسر (1.17 %) فقط من التغير في (DPR) في مصارف عَمَّان، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أنَّ قيمة (F) فيشر الإحصائية المحسوبة لتحليل تباين الانحدار كانت غير معنوية حيث (p-value > 0.05) مما يدلُّ على عدم معنوية نموذج الانحدار.

كما تبين أنَّ قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (47.88)، التي تدلُّ على قيمة تغير (DPR) عندما تنعدم نسبة (D/E) كما تبين أنَّ قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (2.69) والتي تدلُّ على مقدار الارتفاع في (DPR) عندما ترتفع نسبة (D/E) بمقدار درجة واحدة ، وكان معامل الانحدار غير معنوي حيث (p-value > 0.05)، نجد أنَّ المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية العدمية مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية D/E في توزيع الأرباح لدى المصارف المدرجة في سوق عمان.

اختبار الفرضية الفرعية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإجمالي الموجودات (TA) في توزيع الأرباح لدى المصارف المدرجة في سوق عمان .

لاختبار هذه الفرضية سوف نختبر التكامل المشترك بين المتغيرين بعد تحقُّق استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات كافة كما سبق أعلاه، ويعتبر المتغيران متكاملان تكاملاً مشتركاً في حال كانت سلسلة البواقي (أخطاء التقدير) مُستقرة، وقامت الباحثة بتطبيق اختبار السكون "عن طريق اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) وفق اختبار (Levin, Lin & Chu t*)" على سلسلة البواقي، فكانت مستقرة عند المستوى، وبالتالي فالتكامل المشترك مُحقق بين المتغيرين، وبناءً عليه يكون نموذج الانحدار المناسب هو نموذج المربعات الصغرى المعمم (GLS) وفق نموذج التأثيرات العشوائية كما في الجدول الآتي :

جدول رقم (16)

لمعاملات الانحدار الخطي البسيط لدالة إجمالي الموجودات في توزيع الأرباح

Dependent Variable: DPR Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Periods included: 5 Cross-sections included: 12 Total panel (balanced) observations: 60				
P-value.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	13.31023	4.647118	61.85421	C
0.2132	1.258746	5.84E-10	7.36E-10	TA
65.265	Mean dependent var		0.027010	R-squared
21.168	S.D. dependent var		0.010234	Adjusted R-squared
20007.89	Sum squared resid		18.57320	S.E. of regression
1.808911	Durbin-Watson stat		1.610076	F-statistic
			0.209550	Prob(F-statistic)

المصدر : إعداد الباحثة بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews 10)

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (16) أنَّ قيمة معامل التحديد المُعدَّل بلغت (0.0102)، والتي تدلُّ على أنَّ التغير في (Total Assets) كمتغير وحيد يُفسَّر (1.02 %) فقط من التغير في (DPR) في البنوك الأردنية، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أنَّ قيمة (F) فيشر الإحصائية المحسوبة لتحليل تباين الانحدار كانت غير معنوية، حيث (p-value > 0.05) ممَّا يدلُّ على عدم معنوية نموذج الانحدار.

وتبيّن أنّ قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (61.85)، والتي تدلّ على قيمة (DPR) عندما تنعدم نسبة Total Assets وأنّ قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (7.36E-10) والتي تدلّ على مقدار الارتفاع في (DPR) عندما ترتفع نسبة (TA) بمقدار درجة واحدة، وكان معامل الانحدار غير معنويّ حيث (p-value > 0.05)¹؛ أي أنّ المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية العدمية مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمّع الدراسة ومفادها :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإجمالي الموجودات TA في توزيع الأرباح لدى المصارف المدرجة في سوق عمّان.

ثانياً : التحقق من فرضيات البحث إحصائياً :

تمّ اختبار الفرضيات السابقة نفسها على الشركات العقارية وبالمنهج نفسه الذي طُبّق على المصارف في المبحث الأول أعلاه فكانت النتائج على النحو الآتي:

- 1) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على الموجودات (ROA) في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المدرجة في سوق عمّان.
 - 2) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق الملكية (ROE) في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المدرجة في سوق عمّان .
 - 3) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربح التشغيلي (OP) في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المدرجة في سوق عمّان .
 - 4) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية (D/E) في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المدرجة في سوق عمّان .
 - 5) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإجمالي الموجودات (TA) في توزيع الأرباح لدى الشركات العقارية المدرجة في سوق عمّان .
- أي أنّه لا يوجد أيّ متغيّر من متغيرات الأداء المالي للشركات العقارية ذو أثر معنويّ في نسبة توزيع الأرباح في ظلّ البيانات المدروسة.

¹ الملحق رقم (8).

المبحث الرابع : دراسة مقارنة بين المصارف والشركات العقارية في توزيع الأرباح والأداء المالي:

سيتم في هذا المبحث اختبار الفروق في توزيع الأرباح والأداء المالي بين المصارف والشركات العقارية وفق اختبار ستودنت للعينات المستقلة باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) الإصدار (24)، وذلك من خلال اختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عن الفرضية الرئيسة الآتية:

الفرضية الرئيسة :

لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) ويتفرع عن هذه الفرضية الأساسية الفرضيات الفرعية الآتية:

1-لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في العائد على الموجودات للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) .

2-لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في العائد على حقوق الملكية للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) .

3-لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في الربح التشغيلي للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) .

4-لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في إجمالي الموجودات للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) .

5-لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في المديونية للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) .

6-لا يوجد اختلاف دالّ إحصائياً في توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق عمّان باختلاف القطاع (مصارف، شركات عقارية) .

قامت الباحثة بتلخيص نتائج اختبار الفرضيات الفرعية أعلاه في جدول واحد، والتي تم اختبارها بشكل مُفصّل (في الملحق) وكانت النتائج كما في الجدول الآتي:

الجدول رقم (17) اختبار (T-test) للفروق في الأداء المالي حسب نوع القطاع

المتغيرات	نوع القطاع	Mean	Std. Deviation	T	Sig	النتيجة
DPR	المصارف	65.265	21.166179	-1.542	0.132	لا يوجد فرق معنوي
	الشركات العقارية	276.252	809.082656			
ROA	المصارف	1.2235	.387158	-1.694	0.099	لا يوجد فرق معنوي
	الشركات العقارية	2.51333	4.494059			
ROE	المصارف	9.48233	2.884427	5.62	0	الفرق معنوي لصالح قطاع المصارف
	الشركات العقارية	3.81189	6.852416			
O.P	المصارف	161598088.4	210678556	5.84	0	الفرق معنوي لصالح قطاع المصارف
	الشركات العقارية	2598415.89	2434979.36			
D/E	المصارف	6.45554	1.688861	-7.01	0	الفرق معنوي لصالح قطاع المصارف
	الشركات العقارية	.1051	.073366			
T A	المصارف	4637266400	6503576156	5.5	0	الفرق معنوي لصالح قطاع المصارف
	الشركات العقارية	14422701.6	16137042.96			

المصدر : إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبيّن من الجدول السابق (17) لاختبار (T-test) للفروق في متغيرات الدراسة تبعاً لنوع القطاع أنّ القيم الاحتمالية المقابلة للفروق عند كلّ من مُتغير: (T A - D/E - ROE - O.P - MP) كانت أصغر من مستوى الدلالة المُستخدَم (0.05)، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية لكلّ منها ونقبل الفرضية البديلة بوجود فرق دالّ إحصائياً تبعاً لنوع القطاع، وبالنظر إلى قيم المتوسطات الحسابية نجد أنّ هذه الفروق كانت جميعها لصالح القطاع المصرفي؛ أي أنّ متوسط درجات كلّ متغير من هذه المتغيرات في القطاع المصرفي كانت أعلى بفرق معنويّ منها لدى القطاع العقاري. في حين تبين عدم وجود فرق دالّ إحصائياً تبعاً لنوع القطاع عند كلّ من مُتغير (DPR-ROA)، حيث إنّ القيم الاحتمالية المقابلة للفروق كانت أكبر من مستوى الدلالة المُستخدَم (0.05) وبالتالي نقبل الفرضية العدمية لكلّ منهما بعدم وجود فرق دالّ إحصائياً تبعاً لنوع القطاع؛ أي أنّ القطاع المصرفي والقطاع العقاري متكافئين من حيث متوسط درجات كلّ من مُتغير (DPR-ROA).

نتائج البحث (Research Result)

حاولت هذه الدراسة الإجابة عن الأسئلة الرئيسية وتسأولاتها الفرعية، وعلى ضوء استعراض وتحليل الجانب النظري، توصلت الباحثة إلى أهم الاستنتاجات الخاصة فيما يخص سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمصارف والشركات العقارية منها مثلاً:

- إن أي شركة أمامها العديد من البدائل فيما يخص اختيار سياسة توزيع أرباح معينة دون غيرها، ومن الطبيعي ألا تظل أية شركة متمسكة بسياسة معينة، فالسياسة قابلة للتغيير تبعاً للظروف، ودرجة الأهمية النسبية للمتغيرات المؤثرة في قيمة الشركة.
- الاختيار الناجح لسياسة توزيع ملائمة للشركة والمساهمين وطبيعة السوق، هو واحد من المعايير والمؤشرات لتقييم أداء الشركات، فالمستثمر لا ينظر إلى توزيع الأرباح كمصدر للدخل فقط، وإنما وسيلة لتقييم عمل الشركات من وجهة نظره.
- عدم كفاءة سوق عمان المالي على المستوى الضعيف، تجعل المستثمرين يتخوفون من الدخول إلى السوق والاستثمار فيه للحصول على عوائد، لكنه يتيح أمامهم مزيداً من الفرص لأرباح غير عادية.
- تبين من نتائج تحليل البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة لكل من المصارف والشركات العقارية أن سلسلة بيانات النسب لكل من توزيع الأرباح، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، الأرباح التشغيلية، المديونية، وإجمالي الموجودات خلال فترة دراسة الظاهرة لا تتبع توزيعاً طبيعياً، وذلك اعتماداً على نتائج معاملات التلفطح والالتواء للمؤشرات، وهذا يعني أن سوق عمان المالي تعاني شذوذاً في بيانات الظاهرة المدروسة، بسبب أن بيانات القيم الشاذة بعيدة عن قيم المتوسط للبيانات المدروسة، الأمر الذي يتنافي مع خصائص الكفاءة في السوق المالية.
- وبالعودة إلى الجدول رقم (17) توصلت الباحثة إلى بعض النتائج فيما يخص الأداء المالي وتوزيع الأرباح للمصارف والشركات العقارية منها مثلاً:
 - بلغ متوسط العوائد على الأصول للمصارف تقريباً 1.22%، ووسطي حجم الأصول للمصارف 4.6 مليار دينار ووسطي عمر المصارف الأردنية 40 سنة، أما الشركات العقارية فقد بلغ متوسط العوائد على الأصول 2.5% ووسطي حجم الشركات العقارية 144 مليون دينار ومتوسط أعمارها هو 20 سنة تقريباً.
 - وبالنظر إلى العائد على الأصول للشركات العقارية نجد أنها أفضل من المصارف في توظيف أصولها واستثمارها وأن المصارف رغم كبر أصولها إلا أن العوائد على أصولها تعد قليلة مقارنة بالشركات العقارية، وهذا يعود إلى مذكرناه سابقاً بأن الحجم يشكل عائقاً لأداء الشركات إذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن المصارف شركات قديمة والشركات العقارية هي شركات حديثة بالمقارنة بين أعمارهما.

- إن وسطي العوائد على الملكية في المصارف هو 9.4% ووسطي العوائد على الملكية في الشركات العقارية هو 3.8% ومن وجهة نظر الباحثة فإنَّ أحد الأسباب التي أدت إلى الارتفاع الكبير للعوائد على الملكية للمصارف مقارنةً بالشركات العقارية هو اعتماد المصارف بدرجة كبيرة على الرفع المالي، حيث بلغ وسطي الرافعة المالية لديها 6.4 مرّة من حجم حقوق الملكية لديها، أمّا الشركات العقارية بلغ وسطي الرافعة المالية 0.1 مرّة من حجم حقوق الملكية. فالمديونية للمصارف انعكست في ارتفاع العائد على مساهميتها رغم المخاطرة المالية الكبيرة، أمّا الشركات العقارية فقد اعتمدت على الرفع المالي بشكلٍ ضعيفٍ لذلك كان العائد على مساهميتها أقل.

- إنَّ مجموع الشركات العقارية المُسجَّلة في سوق عمّان المالي هو 33 شركة عقارية، تمَّ استبعاد 28 شركة عقارية خارج التحليل المالي والإحصائي، وذلك لأنَّ مؤشّرات العوائد لتلك الشركات كانت سالبة نتيجةً لتحقيقها خسائر على مدار سنوات الدراسة، ويَتَّضحُ من ذلك ماتمَّ ذكره من قبل بأنَّ من مقومات الأداء المالي الجيد هو وجود إدارة استراتيجية قادرة على تحديد أهداف الشركة وخطتها المُستقبلية وتقوية مركزها ووضعها التنافسي في السوق، وكون أنَّ هذه الشركات قد حقَّقت خسائر متتالية، فهذا يدلُّ على وجود ضعف في إدارة الشركات العقارية للتوجُّه نحو مشاريع مربحة ذات عوائد مرتفعة.

وعلى الصعيد العملي لموضوع البحث وللوصول إلى إجابةٍ علميةٍ قامت الباحثة بإدخال البيانات المُستخرجة من سوق عمّان المالي وإدخالها في برنامج EViews و SPSS معاً وتمَّ التوصل إلى النتائج الآتية:

- تبين أنَّ هناك علاقةً عكسيةً بين كلِّ من العائد على الموجودات والعائد على الملكية وبين نسبة توزيع الأرباح، إذ إنَّه في ظل الأوضاع الإقليمية الصعبة، وتباطؤ مُعدَّل النمو، وحالة الانكماش التي يعيشها اقتصاد الأردن، فإنَّ المصارف اعتمدت مبدأ التحفظ على أرباحها كلّما تحسَّن أدائها المالي لمواجهة حالات عدم التأكد في المستقبل ونقص السيولة.

وإذا أخذنا بعين الاعتبار أنَّ المصارف الأردنية يبلغ وسطي أعمارها (40) عاماً، فهذا يعني أنَّها تجاوزت طور النمو وصارت في طور النضج. فمن الناحية النظرية يجب أن تكون العلاقة طردية بين الأرباح وأدائها المالي، ولكن عملياً فقد تمَّ إثبات العكس.

- الأرباح التشغيلية المتولدة عن طبيعة عمل المصارف، ليس لها أيُّ تأثيرٍ على نسب توزيع الأرباح سلباً أو إيجاباً، ولذلك تُرجَّح الباحثة أنَّ المصارف الأردنية لاتقوم بتوزيع أرباح على مساهميتها من أرباحها التشغيلية، وإنما من أرباحها الصافية.

- زيادة أو نقصان نسب المديونية ليس له أيُّ تأثيرٍ على نسب توزيع الأرباح، وهذا يعني أنَّ زيادة الديون أو تخفيضها لا يدخلُ ضمن قرار زيادة الأرباح أو تقليصها.

- توصّلت الدراسة إلى أنّ حجم المصرف ممثلاً بقيمة الموجودات لا يوجد له تأثير في زيادة أو نقص توزيع الأرباح على المساهمين.
- بالنسبة للشركات العقارية فقد بينت النتائج لـ 5 شركات فقط من أصل 33 شركة عقارية تقوم بتوزيع أرباح منتظمة بأنّه لا يوجد أيّ مُتغيّر من متغيرات الأداء المالي ذو أثرٍ معنوي في نسب توزيع الأرباح في ظلّ البيانات المدروسة، وتعزو الباحثة هذه النتيجة إمّا إلى غياب الشفافية والمصادقية في الإفصاح المحاسبي لهذه الشركات، أو اتباع هذه الشركات سياسات مالية ومحاسبية بعيدة عن الأطر المالية، خاصّةً وأنّ قطاع العقارات هو قطاعٌ خدميٌّ يساهم في نمو القطاعات الاقتصادية بحسب تقرير البنك المركزي، ومع ازدياد الطلب على العقارات مع تدفّق اللاجئين السوريين، مما يعني أنّ عمليات الشراء والبيع والإيجار تتمّ خارج الشركات المساهمة، أو غياب الرقابة والتدقيق على أعمال هذه الشركات العقارية.
- توصّلت الدراسة إلى أنّه لا يوجد اختلافات بين نسبة توزيع الأرباح والعائد على الموجودات بين الشركات العقارية والمصارف؛ أي أنّهم متكافئين في التوزيع وتوظيف العائد على الموجودات، لكن مع أخذ متغيرات أخرى بالحسبان وهي العائد على الملكية، والربح التشغيلي، والمديونية تبين أن الفروق معنوية كلها لصالح المصارف ممّا يعني تفوق المصارف بأدائها المالي على الشركات العقارية. وتعود هذه النتيجة وهي تميّز القطاع المصرفي في الأداء المالي إلى التقيد بمبادئ العلوم المالية والمحاسبية وإلى رقابة وإشراف المصرف المركزي عليه.

المقترحات:

في ضوء النتائج التي أسفرت عنها نتائج البحث تقترح الباحثة الآتي :

- قيام إدارة سوق عمّان المالي بتكثيف الجهود والخبرات سعياً للوصول إلى سوق تتمتع بالكفاءة على المستوى الضعيف، من خلال البحث والتطوير في أساليب الإفصاحات الدورية المتعلقة بالشركات الموجودة في السوق المالي، وبتنح للمستثمرين الحصول على معلوماتٍ كاملةٍ ومباشرةٍ وبشكلٍ سريعٍ ممّا يؤدي بالنتيجة إلى جذب للاستثمارات المختلفة التي تدعم الاقتصاد الوطني في المملكة الأردنية الهاشمية.
- توجيه سوق عمّان المالي (السُلطة المشرفة على دراسة التشريعات) بإصدار تشريعٍ يُلزم الشركات التي حققت أرباح بتوزيع نسبة 50% من أرباحها على المساهمين.
- تطوير القواعد والضوابط والقوانين اللازمة لعمل الشركات العقارية الأردنية، إضافةً إلى تنظيم وتقييم أعمالها بما يضمن سلامة أوضاعها ومراكزها المالية ومنعها من التعثر، لكي تكون مركزاً لجذب وثقة المساهمين وكسب ثقتهم كي يقوموا بالاكتتاب على أسهمها والاستثمار في القطاع العقاري.

- اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تُحفز الشركات السورية العقارية على التحول من الشركات العائلية والمحدودة المسؤولية والمساهمة الخاصة إلى الشركات المساهمة المُعَفَّلة وإدراج أسهمها في السوق المالي تشجيعاً ودعماً للاستثمار في المجال العقاري.
- بالنسبة للمساهمين وعند الرغبة في الاستثمار بشركةٍ ما دون غيرها، فإنَّ اختيار شركة بحجم موجودات أكبر لتوزيع أرباح أكثر ليس ذا أهمية، كما أنَّ ارتفاع نسبة المديونية في الشركة أو انخفاضها لا تُشكِّلُ أيَّ مخاطر على توزيع الأرباح سلباً أو إيجاباً.
- بالنسبة للمساهمين وعند الرغبة في الاختيار بين الاستثمار في القطاع العقاري أو الاستثمار في القطاع المصرفي، فإنَّه لا يُكتفى بالنظر إلى نسبة توزيع الأرباح كرقمٍ مطلق، ولكن لابدَّ من أخذ عوامل أخرى بعين الاعتبار تتعلق بالأداء المالي.

الأبحاث المستقبلية (Future Research)

- ❖ الدراسة لم تشمل الأبعاد والمؤثرات على توزيع الأرباح كافة، وبالتالي يمكن القيام بإعادة إجراء الدراسة مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير الأرباح المحتجزة على توزيع الأرباح وعوامل أخرى.
- ❖ عمل مقارنة بين قطاعات أخرى مع إضافة مُتغيِّرات جديدة وتوسيع فترة الدراسة لتشمل 10 سنوات بدلاً من 7 سنوات.
- ❖ دراسة أثر العوامل غير المالية على سياسة توزيع الأرباح على القطاع نفسه والقطاعات الأخرى.

الكتب

1. حنفي، وقرياقص، رسمية. (2000). أساسيات الاستثمار والتمويل. القاهرة: مؤسسة شباب الجامعة.
2. حنفي، وقرياقص، رسمية. (2002). مدخل معاصر في الإدارة المالية. (ط.1). الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع.
3. الحياي، وليد. شحادة، حسين. (2015). مدى تأثير المزيح التمويلي على السياسات المالية للشركات (ط.1). عمّان: مركز الكتاب الأكاديمي.
4. الخطيب، محمد. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة (ط.1). عمّان: المؤسسة العربية للدراسات والنشر.
5. الدوري، عمر. (2010). تقييم الأداء المصرفي: الإطار المفاهيمي والتطبيقي (ط.1). بغداد: دار الدكتور للعلوم.
6. الزبيدي، حمزة. (2008). الإدارة المالية المتقدمة. (ط.1). عمّان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
7. العامري، محمد علي. (2010). الإدارة المالية المتقدمة. (ط.1). الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
8. العلي، أسعد حميد. (2012). الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية (ط.2). عمّان: دار وائل للنشر.
9. الكرخي، مفيد. (2007). تقويم الأداء باستخدام النسب المالية. (ط.1) عمّان دار المناهج للنشر والتوزيع.
10. كنعان، علي. (2015). إدارة المصارف والسياسات المصرفية. بيروت: دار المنهل اللبنانية.
11. القاضي، حسن. (2014). الإدارة المالية العامة. عمّان: المنهل للتوزيع.
12. النعيمي عدنان، والتميمي، أرشد. (2012) الإدارة المالية المتقدمة (ط.1). عمّان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
13. النعيمي، الساقى، سلام، وشقيري، موسى. (2009). الإدارة المالية – النظرية والتطبيق (ط.3). عمّان – الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
14. هندي، منير. (2007). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (ط.6). الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

15. أبو الرب، والظاهر، مفيد. (2006). أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة جامعة القدس المفتوحة، (8).
16. حسين، هاشم. (2008، أيار) العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (17)، 209-230.
17. حفصي، رشيد. (2016) دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي – حالة سوق دبي المالي في الفترة بين 2011-2014. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، (2)، ص 39-52.
18. زرقون، محمد. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. مجلة الباحث، (8)، ص 81-96.
19. شروقي، زين الدين. (2018، حزيران) محدّدات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية. مجلة نماء للاقتصاد والتجارة (3)، ص 153-171.
20. صافي، وليد. موسى، شقيري. (2009). الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المُحقّقة ودرجة المخاطرة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمّان للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (21)، ص 153-176.
21. الطائي، بشرى. العاني، حافظ. (2018). تأثير سياسة التوزيعات على جودة الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 24 (104)، ص 474-502.
22. عبد القادر، عيسى، بدروني. (2013، حزيران) محدّدات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية - قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، (10)، ص 12-22.
23. كمال، بن يمين. حليلة، عطية. (2016). الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات – دراسة حالة بورصة عمّان للأوراق المالية. - مجلة المالية والأسواق، 4 (1)، ص 246-269.
24. محمد، سام. (2014). عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمّان للأوراق المالية. مجلة العلوم الإدارية، 41 (2)، ص 417-423.
25. محمود، صدام. حسين، علي. حسون، ليث. (2012) الاستخدام المحاسبي للمقارنة المرجعية باعتماد النسب المالية وبطاقات الأداء المتوازن كأدوات لها في تقويم الأداء المالي للمصارف: دراسة تطبيقية

في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار للسنوات 2003-2006. مجلة تنمية الرافدين، 35(113)، ص 40-76.

26. مصيطفى، عبد اللطيف. زواويد، لزهاري. (2016). التدقق النقدي التشغيلي ودوره في تقييم جودة الأرباح داخل المؤسسة الصناعية- دراسة حالة مؤسسة NCA الروبية الجزائر 2010-2014. "مجلة الدراسات المالية والمحاسبية" جامعة الشهيد حمة لخضر – الوادي الجزائر، (7)، ص 493-512.
27. نادر، نهاد. حيدر، ونام. (2015). العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 37(3)، ص 145-162.
28. نور، عبد الناصر. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز، 17(1)، ص 41-67.
29. نور، عبد الناصر. الفضل، مؤيد. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة دراسات العلوم الإدارية – الجامعة الأردنية، 30(1)، ص 1-30.
30. نور، محمود. طاقة، محمد. عجلان، حسين. (2008، أيار). الاستثمار العربي وأثره على الاقتصاد الأردني. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (17)، ص 17-52.

الرسائل الجامعية

31. أبو عودة، حسن. (2017). مدى قدرة النسب المالية على تحسين نوعية المعلومات للشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة.
32. البطاينة، تهاني. (2007) أثر سياسات توزيع الأرباح على حجم تداول أسهم الشركات الخدمية في بورصة عمان. رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، عمان.
33. بو حادرة، عبد الكريم. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسات توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم. رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة - الجزائر.
34. جعفر، حسين. (2015). سياسة توزيع الأرباح محدّداتها وأثرها على القرار الاستثماري. رسالة ماجستير، جامعة تشرين، اللاذقية.
35. حيدر، مضر. (2014) تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادية. رسالة ماجستير، جامعة تشرين، اللاذقية.

36. حيدر، وئام. (2015) دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات. رسالة دكتوراه، جامعة تشرين، اللاذقية.
37. خليل، إسلام. (2011) أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان.
38. ذرايت، خديجة. مبروكة، معطالله. (2013). تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية. دراسة حالة شركة البناء للجنوب والجنوب الكبير. مذكرة ليسانس، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
39. رمضان، حميدة. (2012) تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
40. زبيدي، البشير. (2011). دور التقارير المالية في تحسين الأداء للمؤسسة دراسة ميدانية في مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة البليدة، الجزائر.
41. زواويد، لزهاري. (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
42. شراب، صباح. (2006) أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
43. عبد الغني، دادن. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية. رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر.
44. عتبة عبد الله، عتبة. كريم، تيطاوني. (2017). دور الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي: دراسة حالة مؤسسة (ملبنة عريب). رسالة ماجستير، جامعة الجليلي، الجزائر.
45. عطا درغام، سوزان. (2008). العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (7). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.
46. العظمة، سلمى. (2015). أثر إدارة علاقات العملاء في الأداء المالي للشركات- دراسة مسحية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.
47. العمري، بشرى. ماني، حنان. (2018). دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية للوضع المالي لديوان الترقية والتسيير العقاري. رسالة ماجستير، جامعة أكلي محند أولحاج. الجزائر.
48. العمري، سميرة. (2017). أثر السياسة النقدية على الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة حالة. رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر.
49. غربة، ليندة. (2015). تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام نسب النشاط ونسب الربحية. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.

50. غزال، رقية. (2015). أثر السياسات الاقتصادية على تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية. رسالة ماجستير، جامعة حمه لخضر، الجزائر.
51. الكلوت، سامر. (2014). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح – دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
52. محمد، حواش. (2017). أثر السياسات الاقتصادية على تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية. رسالة ماجستير، جامعة مستغانم، الجزائر.
53. مرهج، منذر (1999) أثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة المنشأة. رسالة ماجستير، جامعة عين شمس. القاهرة.
54. ملياني، أمينة. عزيزي، فتيحة. (2017). دور الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة. رسالة ماجستير، جامعة محمد بوضياف. الجزائر.
55. نديم، مريم. (2013). تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة قياس الأداء المتوازن (دراسة اختبارية في شركة طيران الملكية الأردنية). رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
56. الواعر، ريم. (2015). دور بطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية – دراسة حالة مؤسسة نفطال وحدة GPL بأم البواقي. رسالة ماجستير، جامعة لعربي بن مهدي. الجزائر.

المؤتمرات والندوات

57. نصر الدين، بن نذير. أيوب، شملال. (2007، 25 أبريل). لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE. قُدم إلى المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع بجامعة البليدة2، الجزائر.

Books

1. Bragg, Steven M. (2007). Business Ratios and Formulas A Comprehensive Guide. (2^{ed}) Canada: John Wiley & Sons, Inc.
2. Brigham, Ehrhardt, Michael. (2013). Financial Management Theory and Practice (13th) United States: South -Western Cengage Learning.
3. Garrison, Ray, Noreen, Eric, Brewer Peter. (2006). Managerial Accounting (11th) New York: McGraw-Hill
4. Damodaran, Aswath. (2006). Corporate Finance Theory and Practice. (2nded) P 903
5. H. Kent BAKER. (2009). Dividend and Dividend Policy. New Jersey: John Wiley & sons.
6. Kretlow, Moyer. (2001). Contemporary Financial Management. (8thEd.). Southwestern college Publishing.
7. Peyrad, Jossette. (1999). Analyse Financier (8^e Édition). Paris : Librairie Vùbret.
8. Saunders, Mark.Lewis, Philip. Thornhill, Hill. (2009). Research Methods for Business Students (5th). UK: Pearson Education Limited.

Researches

9. Abu Manneh, Marwan. (2014). Determinants of Dividends Policy: Evidence from Non-Financial Companies Listed on Abu Dhabi Securities Exchange (ADX). Master Thesis, Cardiff Metropolitan University. United Kingdom
10. Ada, Berine A. (2013). The Relationship Between Corporate Governance Practices and Dividend Payout of Commercial Banks in Kenya. Master Thesis, University of Nairobi. Kenya.
11. JENIFFER, AKONG'A.C. (2014). The Effect of Financial Risk Management on The Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. Master thesis, University of Nairobi, KENYA.
12. Musyoka, Carolyne. (2015). The Effect of Dividend Policy on The Financial Performance of Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange. Master thesis, UNIVERSITY OF NAIROBI, Kenya.

Articles

13. Baker, H Hent. Veit, E Theodore. Powell, Gary. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. The financial Review, 36(3). P19-37

14. Budagaga, Akram. (2017). Dividend Payment and its impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. International Journal of Economics and Financial Issues, 7(2), P:370-376.
15. Gul, Sajid, Razzaq, Iqbal & Khan, M. Bilal. (2012, April) The Relationship between Dividend Policy and Shareholder's Wealth. Economics and Finance Review, 2(2), P:55-59.
16. Halim, R.E. (2007). The Financial Impact and Shareholder Wealth Effect of The Role Of Relationship Bonding Tactics, Relationship Quality and Customer Asset Management. A Research Agenda, P:1-31.
17. Hussain, Haroon. Md-Rus, Rohani. Al-Jaifi, hamdan. (2018). Life Cycle Theory of Dividends: A Review of literature. International Journal of Business and Tehnopreneurship, 8(1). P45-54.
18. Lease, John, Kalay, Loewenstein, Sarig. (2000). Dividend policy-Its impact on firm value Boston: Harvard Business School Press.
19. Liargovas, P., & Skandalis, K. (2010). Factors Affecting Firms' Performance: The Case of Greece. Global Business and Management Research. 2(2).
20. Al-malkawi, Rafferty, Pilai, Rekha. (2010) Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. International Bulletin of Business Administration, (9), P: 171-200.
21. Al-Matari, Ebrahim M. Al-Swidi, Abdullah K. Fadzil, Faudziah H. (2014). The Measurement of Firm Performance's Dimensions. Asian Journal of Finance & Accounting, 6(1), P:24-49.
22. Komrattanapanya, Pornumpai. Suntrauk, Phassawan. (2013). Factors Influencing Dividend Payout in Thailand: A Tobit Regression Analysis. International Journal of Accounting and Financial Reporting, 3(2), P:255-268.
23. Murtaza, Muhammad. Iqbal, Malik. Ullah, Zia. Rasheed, Haroon. (2018). An Analytical Review of Dividend Policy Theories. Journal of Advanced Research in Business and Management Studies, 11(1).
24. Myers, Melissa; Bacon, Frank. (2004) The Determinants of Corporate Dividend Policy. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 8(3), P: 17-28.
25. Omondi, M., & Muturi, W. (2013). Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya. Research Journal of Finance and Accounting. 4(15). P: 99-104
26. Pontoh, Winston. (2015, July). Signaling, Bird in the Hand, and Catering effect in Indonesia. Journal of Life Economics, 2(3). 1-24.

27. Poster, Theodore H. & Streib, Gregory (2005). Elements of Strategic Planning and Management in Municipal Government. Status After Two Decades. *Public Administration Review*, 65(1).
28. Selvam, Murugesan. Gayathri, Jayapal. Vasanth, Vinayagamoorthi. Lingaraja, Kasilingam & Marxiaoli, Sigo. (2016). Determinants of Firm Performance: A Subjective Model. *International Journal of Social Science*, 4(7)
29. Tanushev, Christian. (2016, September). Theoretical Models of Dividend Policy. Economic Alternative, (3),

Conferences

30. Malichová, Eva. Ďurišová, Mária. (2015,30Apr-2May) *Evaluation of Financial Performance of Enterprise in IT Sector*. Research was submitted to Business Economics and Management 2015 Conference, BEM2015, Turkey.

Internet

31. Zhu, Lei Li & Lundin (2005, July 8). S&T activities and firm performance – microeconomic evidence from manufacturing in Shanghai. Retrieved September 16, 2019 from

مواقع الانترنت

<https://www.ase.com.jo>

سوق عمَّان للأوراق المالية

<https://www.cbj.gov.jo>

البنك المركزي الأردني

<https://ammanchamber.org>

غرفة تجارة عمَّان

<https://www.imf.org>

صندوق النقد الدولي

<https://www.nasdaq.com>

بورصة ناسداك

<https://www.se.com.sa>

الشركة السعودية للكهرباء

<https://www.tadawul.com.sa>

السوق المالي السعودية

القوانين والتقارير

1. قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته لغاية القانون رقم (57) لسنة 2006.
2. التقرير السنوي لأداء اقتصاد الأردن للعام 2018 الصادر عن غرفة تجارة عمّان.
3. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني 2018
4. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني 2017
5. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني 2016
6. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني 2015
7. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني 2014
8. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني 2013
9. التقرير السنوي الأربعون لجمعية البنوك في الأردن لعام 2018.

مخرجات برنامج EVIEWS 10 :

المُلحق رقم (1) اختيار نموذج الانحدار التجميعي المناسب لتحليل البيانات Panel Data

Dependent Variable: DPR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 02/16/20 Time: 00:39
 Sample: 2014 2018
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 60

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0010	3.472299	27.71433	96.23246	C
0.0775	-1.800805	25.01468	-45.04657	ROA
0.8470	0.193957	2.899490	0.562376	ROE
0.0261	2.290836	1.25E-07	2.87E-07	PM
0.1325	-1.528324	3.882793	-5.934167	D/E
0.0383	-2.126161	4.06E-09	-8.64E-09	TOT
65.26500	Mean dependent var	0.356456	R-squared	
21.16618	S.D. dependent var	0.269825	Adjusted R-squared	
8.751781	Akaike info criterion	18.08655	S.E. of regression	
9.031026	Schwarz criterion	17010.42	Sum squared resid	
8.861009	Hannan-Quinn criter.	-254.5534	Log likelihood	
1.286005	Durbin-Watson stat	4.114655	F-statistic	
		0.001155	Prob(F-statistic)	

المُلحق رقم (2) اختبار نموذج التأثيرات الثابتة لعينة المصارف

Method: Panel Least Squares

Date: 02/14/20 Time: 20:11

Sample: 2014 2018

Periods included: 5

Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 60

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1241	1.569884	123.7764	194.3147	C
0.6225	-0.496017	36.21613	-17.96380	ROA
0.2515	-1.163255	4.747311	-5.522333	ROE
0.0013	3.453247	1.43E-07	4.94E-07	PM
0.4634	0.740120	4.425937	3.275725	D/E
0.0015	-3.397084	7.62E-09	-2.59E-08	TOT

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

65.26500	Mean dependent var	0.698555	R-squared
21.16618	S.D. dependent var	0.566213	Adjusted R-squared
8.360046	Akaike info criterion	13.94058	S.E. of regression
9.023255	Schwarz criterion	7967.934	Sum squared resid
8.619464	Hannan-Quinn criter.	-231.8014	Log likelihood
2.576880	Durbin-Watson stat	5.278407	F-statistic
		0.000005	Prob(F-statistic)

المُلحق رقم (3) اختبار نموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/14/20 Time: 20:12
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0002	4.019687	33.55613	134.8851	C
0.2346	-1.202499	25.10103	-30.18397	ROA
0.3657	-0.912538	3.127059	-2.853560	ROE
0.0005	3.697888	1.18E-07	4.38E-07	PM
0.6496	-0.456927	3.396150	-1.551791	D/E
0.0009	-3.538602	3.94E-09	-1.39E-08	TOT
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.4432	12.43846	Cross-section random		
0.5568	13.94058	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
29.24438	Mean dependent var	0.426536	R-squared	
17.69969	S.D. dependent var	0.349338	Adjusted R-squared	
10599.61	Sum squared resid	14.27721	S.E. of regression	
1.890943	Durbin-Watson stat	5.525277	F-statistic	
		0.000086	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
65.26500	Mean dependent var	0.298528	R-squared	
1.080989	Durbin-Watson stat	18541.59	Sum squared resid	

المُلحق رقم (4) اختبار العلاقة بين العائد على الموجودات وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/16/20 Time: 01:46
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0002	-4.005809	7.165087	-28.70197	ROA
0.0000	10.41629	9.637003	100.3819	C

Effects Specification	
Rho	S.D.
0.3634	11.93190
0.6366	15.79188

Weighted Statistics	
33.24294	Mean dependent var
17.97686	S.D. dependent var
15065.15	Sum squared resid
1.597114	Durbin-Watson stat
0.209879	R-squared
0.196256	Adjusted R-squared
16.11658	S.E. of regression
15.40646	F-statistic
0.000233	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics	
65.26500	Mean dependent var
1.006176	Durbin-Watson stat
0.095313	R-squared
23913.07	Sum squared resid

المُلحق رقم (5) اختبار العلاقة بين العائد على الملكية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف

Dependent Variable: DPR

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 02/16/20 Time: 03:39

Sample: 2014 2018

Periods included: 5

Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 60

Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-4.656528	0.946612	-4.407924	ROE
0.0000	11.07760	9.664762	107.0624	C

Effects Specification

Rho	S.D.
0.3026	10.26867
0.6974	15.58917

Weighted Statistics

36.65959	Mean dependent var	0.268516	R-squared
18.23786	S.D. dependent var	0.255905	Adjusted R-squared
14355.04	Sum squared resid	15.73215	S.E. of regression
1.558561	Durbin-Watson stat	21.29091	F-statistic
		0.000022	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

65.26500	Mean dependent var	0.231594	R-squared
1.101541	Durbin-Watson stat	20310.83	Sum squared resid

المُلحق رقم (6) اختبار العلاقة بين مُعدَّل المديونية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/01/20 Time: 17:06
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0011	3.428189	13.96670	47.88048	C
0.1991	1.299039	2.073041	2.692960	D/E
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.2684	11.13828	Cross-section random		
0.7316	18.38925	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
38.76635	Mean dependent var	0.028539	R-squared	
18.40946	S.D. dependent var	0.011790	Adjusted R-squared	
19424.94	Sum squared resid	18.30062	S.E. of regression	
1.857821	Durbin-Watson stat	1.703886	F-statistic	
		0.196935	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
65.26500	Mean dependent var	0.026496	R-squared	
1.402455	Durbin-Watson stat	25732.06	Sum squared resid	

المُلحق رقم (7) اختبار العلاقة بين الربح التشغيلي وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف

Dependent Variable: DPR

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 02/29/20 Time: 01:12

Sample: 2014 2018

Periods included: 5

Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 60

Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	12.87363	4.764420	61.33540	C
0.1816	1.351946	1.80E-08	2.43E-08	OP

Effects Specification

Rho	S.D.
0.2262	10.07680
0.7738	18.63768

Weighted Statistics

41.59782	Mean dependent var	0.030930	R-squared
18.65245	S.D. dependent var	0.014222	Adjusted R-squared
19892.02	Sum squared resid	18.51934	S.E. of regression
1.828838	Durbin-Watson stat	1.851190	F-statistic
		0.178909	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

65.26500	Mean dependent var	0.055281	R-squared
1.456849	Durbin-Watson stat	24971.21	Sum squared resid

المُلحق رقم (8) اختبار العلاقة بين إجمالي الموجودات وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية لعينة المصارف

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/01/20 Time: 23:45
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	13.31023	4.647118	61.85421	C
0.2132	1.258746	5.84E-10	7.36E-10	TA
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.2236	10.04647	Cross-section random		
0.7764	18.72285	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
41.78474	Mean dependent var	0.027010	R-squared	
18.66898	S.D. dependent var	0.010234	Adjusted R-squared	
20007.89	Sum squared resid	18.57320	S.E. of regression	
1.808911	Durbin-Watson stat	1.610076	F-statistic	
		0.209550	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
65.26500	Mean dependent var	0.052122	R-squared	
1.444539	Durbin-Watson stat	25054.71	Sum squared resid	

المُلحق رقم (9) اختبار الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات المصرفية

TA	ROE	ROA	OP	D/E	DPR	
4.64E+09	9.482333	1.223500	1.62E+08	6.455544	65.26500	Mean
2.55E+09	9.350000	1.215000	1.05E+08	6.416801	63.72500	Median
2.59E+10	15.99000	2.050000	9.03E+08	12.32484	139.4400	Maximum
8.05E+08	2.070000	0.220000	17893608	3.030948	31.38000	Minimum
6.50E+09	2.884427	0.387158	2.11E+08	1.688861	21.16618	Std. Dev.
2.652167	0.124328	-0.251611	2.523749	0.531296	1.169891	Skewness
8.670880	3.074892	2.609753	8.250684	4.041085	5.146417	Kurtosis
150.7371	0.168597	1.013811	132.6173	5.532401	25.20421	Jarque-Bera
0.000000	0.919157	0.602357	0.000000	0.062901	0.000003	Probability
2.78E+11	568.9400	73.41000	9.70E+09	387.3326	3915.900	Sum
2.50E+21	490.8753	8.843565	2.62E+18	168.2829	26432.42	Sum Sq. Dev.
60	60	60	60	60	60	Observations

المُلحق رقم (10) اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحليل البيانات المتعلقة بالمصارف

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.2161	7	9.541629	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.6397	681.546021	-30.183970	-17.963797	ROA
0.4550	12.758463	-2.853560	-5.522333	ROE
0.4833	0.000000	0.000000	0.000000	PM
0.0890	8.055085	-1.551791	3.275725	D/E
0.0669	0.000000	-0.000000	-0.000000	TOT

المُلحق رقم (11) اختبارات جذر الوحدة لعينة الشركات العقارية

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(DPR)

Date: 02/15/20 Time: 02:09

Sample: 2014 2018

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 0

Total (balanced) observations: 36

Cross-sections included: 12

Prob.**	Statistic	Method
0.0171	40.8886	ADF - Fisher Chi-square
	NA	ADF - Choi Z-stat

Test statistic value of 'NA' due to the present of a p-value of one or zero

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results D(DPR)

Obs	Max Lag	Lag	Prob.	Cross section
3	0	0	0.5562	1
3	0	0	0.9172	2
3	0	0	0.0001	3
3	0	0	0.2617	4
3	0	0	0.4371	5
3	0	0	1.0000	6
3	0	0	0.0314	7
3	0	0	0.2101	8
3	0	0	0.6529	9
3	0	0	0.3505	10
3	0	0	0.5060	11
3	0	0	0.2967	12

المُلحق رقم (12) نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والعشوائية لبيانات المصارف

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: EQ02				
Test cross-section fixed effects				
Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test	
0.0003	(11,41)	4.229931	Cross-section F	
0.0000	11	45.504051	Cross-section Chi-square	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: DPR				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/16/20 Time: 00:54				
Sample: 2014 2018				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 60				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0010	3.472299	27.71433	96.23246	C
0.0775	-1.800805	25.01468	-45.04657	ROA
0.8470	0.193957	2.899490	0.562376	ROE
0.0261	2.290836	1.25E-07	2.87E-07	PM
0.1325	-1.528324	3.882793	-5.934167	D/E
0.0383	-2.126161	4.06E-09	-8.64E-09	TOT
65.26500	Mean dependent var		0.356456	R-squared
21.16618	S.D. dependent var		0.269825	Adjusted R-squared
8.751781	Akaike info criterion		18.08655	S.E. of regression
9.031026	Schwarz criterion		17010.42	Sum squared resid
8.861009	Hannan-Quinn criter.		-254.5534	Log likelihood
1.286005	Durbin-Watson stat		4.114655	F-statistic
			0.001155	Prob(F-statistic)

المُلحق رقم (13) اختبارات جذر الوحدة لعينة المصارف

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
 Series: RESID02
 Date: 02/16/20 Time: 03:40
 Sample: 2014 2018
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified lags: 0
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Total (balanced) observations: 48
 Cross-sections included: 12

Prob.**	Statistic	Method
	-	
0.0207	2.03898	Levin, Lin & Chu t*

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on RESID02

Obs	Band- width	Max Lag	Lag	HAC of Dep.	Variance of Reg	2nd Stage Coefficient	Cross section
4	3.0	0	0	1.1217	3.7893	-0.74118	1
4	0.0	0	0	39.502	18.190	-1.15479	2
4	0.0	0	0	8.9377	4.9209	0.21896	3
4	3.0	0	0	8.5005	26.396	-0.63137	4
4	1.0	0	0	40.608	47.923	-0.16353	5
4	3.0	0	0	149.98	165.96	-1.35747	6
4	3.0	0	0	3.3902	15.017	-0.43818	7
4	1.0	0	0	358.61	204.50	-0.91576	8
4	0.0	0	0	108.46	52.990	-1.22310	9
4	3.0	0	0	6.0528	2.4325	-2.01178	10
4	3.0	0	0	408.55	622.75	-1.16120	11
4	3.0	0	0	754.31	245.90	-1.02858	12

Obs	sig*	mu*	SE Reg	t-Stat	Coefficient	
48	0.919	-0.554	1.638	-3.381	-0.46840	Pooled

=====

المُلحق رقم (14) اختبار نموذج التأثيرات العشوائية لعينة الشركات العقارية

Dependent Variable: DPR

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/03/20 Time: 01:46

Sample: 2012 2018

Periods included: 7

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 35

Wallace and Hussain estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3752	-0.901624	2485.000	-2240.537	D/E
0.6586	-0.446798	9.17E-05	-4.10E-05	P_M
0.8823	-0.149473	49.02601	-7.328057	ROA
0.9970	-0.003780	31.76407	-0.120073	ROE
0.9115	0.112257	1.79E-05	2.01E-06	TOTAL_ASSETS
0.1796	1.377653	535.7128	738.0263	C

Effects Specification

Rho	S.D.
0.1664	374.7374
0.8336	838.6015

Weighted Statistics

178.4022	Mean dependent var	0.081685	R-squared
780.9398	S.D. dependent var	-0.156396	Adjusted R-squared
19041695	Sum squared resid	839.7904	S.E. of regression
1.753204	Durbin-Watson stat	0.343098	F-statistic
		0.926576	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

276.2520	Mean dependent var	0.057672	R-squared
1.591737	Durbin-Watson stat	20973306	Sum squared resid

المُلحق رقم (15) اختبار العلاقة بين المديونية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في الشركات العقارية

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/03/20 Time: 01:52
Sample: 2012 2018
Periods included: 7
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 35
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1743	-1.388393	1905.452	-2645.516	D/E
0.0366	2.178649	254.4197	554.2911	C
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.0491	180.8391	Cross-section random		
0.9509	795.5946	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
236.7398	Mean dependent var	0.056583	R-squared	
796.3836	S.D. dependent var	0.027994	Adjusted R-squared	
20343578	Sum squared resid	785.1574	S.E. of regression	
1.750765	Durbin-Watson stat	1.979224	F-statistic	
		0.168821	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
276.2520	Mean dependent var	0.053869	R-squared	
1.691372	Durbin-Watson stat	21057946	Sum squared resid	

المُلحق رقم (16) اختبار العلاقة بين الربح التشغيلي وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في الشركات العقارية

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/03/20 Time: 02:13
Sample: 2012 2018
Periods included: 7
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 35
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.8782	-0.154459	5.56E-05	-8.59E-06	OP
0.1386	1.517927	196.6962	298.5704	C
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.0000	0.000000	Cross-section random		
1.0000	789.5438	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
276.2520	Mean dependent var	0.000668	R-squared	
809.0827	S.D. dependent var	-0.029615	Adjusted R-squared	
22242029	Sum squared resid	820.9756	S.E. of regression	
1.524151	Durbin-Watson stat	0.022066	F-statistic	
		0.882817	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
276.2520	Mean dependent var	0.000668	R-squared	
1.524151	Durbin-Watson stat	22242029	Sum squared resid	

المُلحق رقم (17) اختبار العلاقة بين العائد على الأصول
وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية في
الشركات العقارية

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/03/20 Time: 02:14
Sample: 2012 2018
Periods included: 7
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 35
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5322	-0.631237	31.32307	-19.77229	ROA
0.0533	2.004624	162.5972	325.9462	C
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.0076	71.85484	Cross-section random		
0.9924	819.9176	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
269.1128	Mean dependent var	0.012108	R-squared	
806.6589	S.D. dependent var	-0.017828	Adjusted R-squared	
21855879	Sum squared resid	813.8178	S.E. of regression	
1.582684	Durbin-Watson stat	0.404456	F-statistic	
		0.529183	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
276.2520	Mean dependent var	0.012350	R-squared	
1.573602	Durbin-Watson stat	21982018	Sum squared resid	

المُلحق رقم (18) اختبار العلاقة بين العائد على الملكية وتوزيع الأرباح وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية للشركات العقارية

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/03/20 Time: 02:15
Sample: 2012 2018
Periods included: 7
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 35
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.4496	-0.765257	20.54329	-15.72091	ROE
0.0425	2.110093	159.3192	336.1784	C

Effects Specification	
Rho	S.D.
0.0000	0.000000Cross-section random
1.0000	820.8300Idiosyncratic random

Weighted Statistics		
276.2520	Mean dependent var	0.017728R-squared
809.0827	S.D. dependent var	-0.012038Adjusted R-squared
21862334	Sum squared resid	813.9379S.E. of regression
1.576902	Durbin-Watson stat	0.595578F-statistic
		0.445762Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics		
276.2520	Mean dependent var	0.017728R-squared
1.576902	Durbin-Watson stat	21862334Sum squared resid

المُلحق رقم (19) اختبار العلاقة بين إجمالي الموجودات وتوزيع الأرباح وفقا لنموذج التأثيرات العشوائية للشركات العقارية

Dependent Variable: DPR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/03/20 Time: 02:16
Sample: 2012 2018
Periods included: 7
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 35
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5951	0.536684	8.91E-06	4.78E-06	TA
0.2872	1.081857	191.5685	207.2496	C
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.0271	128.2945	Cross-section random		
0.9729	768.5418	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
252.7026	Mean dependent var	0.007793	R-squared	
801.3023	S.D. dependent var	-0.022274	Adjusted R-squared	
21660778	Sum squared resid	810.1773	S.E. of regression	
1.592849	Durbin-Watson stat	0.259186	F-statistic	
		0.614067	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
276.2520	Mean dependent var	0.010776	R-squared	
1.567073	Durbin-Watson stat	22017055	Sum squared resid	

المُلحق رقم (20) اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحليل البيانات المتعلقة بالشركات العقارية

Correlated Random Effects – Hausman Test
Equation: EQ01
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.8096	7	3.736338	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
	879020.72891	-		
0.2940	2	-2240.536615	1256.642971	D/E
0.9892	0.000000	-0.000041	-0.000040	P_M
0.6186	962.582163	-7.328057	8.116141	ROA
0.8593	454.190803	-0.120073	-3.898369	ROE
0.2202	0.000000	0.000002	-0.000093	TOTAL_ASSETS

المُلحق رقم (21) اختبار
نموذج التأثيرات العشوائية
لعينة الشركات العقارية

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: DPR
Method: Panel Least Squares
Date: 03/03/20 Time: 01:49
Sample: 2012 2018
Periods included: 7
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 35

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0884	1.779596	1116.056	1986.128	C
0.6406	-0.473137	2655.983	-1256.643	D/E
0.7071	-0.380387	0.000106	-4.02E-05	P_M
0.8900	0.139889	58.01838	8.116141	ROA
0.9197	-0.101915	38.25110	-3.898369	ROE
0.2543	-1.169268	7.95E-05	-9.29E-05	TOTAL_ASSETS

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

276.2520	Mean dependent var	0.268824	R-squared
809.0827	S.D. dependent var	-0.080869	Adjusted R-squared
16.57330	Akaike info criterion	841.1616	S.E. of regression
17.10657	Schwarz criterion	16273714	Sum squared resid
16.75739	Hannan-Quinn criter.	-278.0328	Log likelihood
1.926131	Durbin-Watson stat	0.768743	F-statistic
		0.666323	Prob(F-statistic)

المُلحق رقم (22) اختبار الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات العقارية

Date:
03/03/20
Time: 02:39

Sample: 2012 2018

TA	ROE	ROA	Op	D/E	DPR	DATEID	
14422702	3.811894	2.513327	2598416.	0.105098	276.2520	2015.000	Mean
8563166.	2.326831	1.780000	1492000.	0.085276	36.66000	2015.000	Median
49914764	29.79000	25.57000	10783300	0.352898	4270.010	2018.000	Maximum
1887739.	-1.570000	-1.610000	0.000000	0.014436	0.000000	2012.000	Minimum
16137043	6.852416	4.494059	2434979.	0.073366	809.0827	2.029199	Std. Dev.
1.288564	3.188002	3.978059	1.287396	1.374526	4.133735	-1.21E-17	Skewness
3.067125	12.55575	21.08795	4.932180	5.001942	19.51628	1.750000	Kurtosis
9.692229	192.4502	569.4408	15.11252	16.86571	497.4935	2.278646	Jarque-Bera
0.007859	0.000000	0.000000	0.000523	0.000218	0.000000	0.320036	Probability
5.05E+08	133.4163	87.96646	90944556	3.678439	9668.820	70525.00	Sum
							Sum Sq.
8.85E+15	1596.490	686.6831	2.02E+14	0.183007	22256901	140.0000	Dev.
35	35	35	35	35	35	35	Observations

مخرجات برنامج SPSS إصدار 24:

المُلحق رقم (23) حساب المتوسطات والانحرافات لكل من المصارف والشركات العقارية

Group Statistics

	نوع القطاع	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DPR	مصارف	60	65.26500	21.166179	2.732542
	شركات عقارية	35	276.25200	809.082656	136.759930
ROA	مصارف	60	1.22350	.387158	.049982
	شركات عقارية	35	2.51333	4.494059	.759635
ROE	مصارف	60	9.48233	2.884427	.372378
	شركات عقارية	35	3.81189	6.852416	1.158270
OP	مصارف	60	161598088.40	210678556.000	27198484.630
	شركات عقارية	35	2598415.89	2434979.364	411586.634
D/E	مصارف	60	6.45554	1.688861	.218031
	شركات عقارية	35	.10510	.073366	.012401
TA	مصارف	60	4637266400.00	6503576156.00	839608071.400
	شركات عقارية	35	14422701.60	16137042.960	2727658.103

المُلحق رقم (24) اختبار الفروقات بين الأداء المالي وتوزيع الأرباح للمصارف والشركات العقارية

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
DPR	Equal variances assumed	14.786	.000	-2.027	93	.046	-210.987000	104.111994	-417.732786	-4.241214
	Equal variances not assumed			-1.542	34.027	.132	-210.987000	136.787226	-488.963919	66.989919
ROA	Equal variances assumed	18.580	.000	-2.218	93	.029	-1.289827	.581658	-2.444885	-.134770
	Equal variances not assumed			-1.694	34.295	.099	-1.289827	.761277	-2.836439	.256784
ROE	Equal variances assumed	3.674	.058	5.627	93	.000	5.670440	1.007651	3.669445	7.671434
	Equal variances not assumed			4.661	41.138	.000	5.670440	1.216657	3.213602	8.127277
OP	Equal variances assumed	21.783	.000	4.455	93	.000	158999672.600	35692234.290	88121968.950	229877376.200
	Equal variances not assumed			5.845	59.027	.000	158999672.600	27201598.660	104569920.700	213429424.400
D/E	Equal variances assumed	51.217	.000	22.184	93	.000	6.350445	.286264	5.781982	6.918909
	Equal variances not assumed			29.079	59.381	.000	6.350445	.218383	5.913520	6.787371
TA	Equal variances assumed	20.882	.000	4.196	93	.000	4622843698.000	1101766815.000	2434953158.000	6810734238.000
	Equal variances not assumed			5.506	59.001	.000	4622843698.000	839612502.100	2942783704.000	6302903692.000

Abstract

The Purpose of this thesis is to identify the effect of the relationship between dividends and some of financial performance indicators, which are (return on assets, return on equity, operating profits, Tobin q, market price per share, debt ratio, and the size of company measured by the value of the assets) for companies listed on the Amman Stock Exchange, which are banking and real estate companies, and explain the differences between dividends and the financial performance of both.

The sample of the study included banks listed in the market, which are (15) banks and (33) real estate companies. Data were collected from the published annual financial 4the study, a group of statistical methods were used, including the Generalized Least Squares Model (GLS) to test hypotheses depending on (EViews 10) program and the (T-test) to study the differences between the two sectors depending on the SPSS statistical analysis program.

The Study demonstrated the existence of a statistically significant negative effect between return on assets, return on equity and dividend payout ratio. The study also found that the dividends payout ratio is not affected by the value of the operating profits, the size of assets and the debt ratio. As for the Real Estate companies, the results concluded that there is no significant differences between the dividend payout ratio and the return on assets between banks and real estate companies, while there are significant differences between (return on equity, operational profit, debt ratio and finally company assets) in favor of banks at the expense of real estate companies.

The study presented number of proposals, including for example, that the management of Amman financial market could issue legislation requiring companies making profits to distribute at least 50% of their profits to their shareholders. The study also suggested that shareholder should not be satisfied with the amount and percentage of dividends payout ratio only, but rather study other ratios related to financial performance when they want to invest in one sector at the expense of another sector.



Ministry of Higher Education

Damascus University

Faculty of Economy

Department of Banking & Insurance

**Study the Relationship Between the Dividends
and the Financial Performance of Some Listed
Companies on Amman Stock Exchange
(Real Estate & Banking Companies)**

A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the
Requirements for the Master Degree in
Banking & Insurance Sciences

Prepared by
Soumaya Adnan Almalki

Supervised by
Afeef Abd Alkareem Sundouq