

تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم للمدة (2016-2021) (مصرف اشور الدولي للاستثمار) حالة دراسة

The impact of dividends on stock prices for the period (2016-2021) (Ashur International Investment Bank) A case study

<https://doi.org/10.29124/kjeas.1549.15>

أ. د. افتخار محمد مناحي الرفيعي⁽²⁾

رسل علي عبد الواحد⁽¹⁾

Dr.iftkhr2011@yahoo.com

Alrusul96@gmail.com

المستخلص

يهدف البحث إلى تحليل العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم بالاعتماد على بعض المؤشرات المالية الخاصة بعينة الدراسة والمتمثلة بـ (ربحية السهم الواحد، نسبة توزيع الأرباح، القيمة السوقية للسهم إلى العائد مع النمو) وتأثيرها على أسعار أسهم مصرف اشور الدولي للاستثمار. وقد توصل البحث إلى وجود علاقة طردية بين الأرباح غير الموزعة وحصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح، وعلاقة عكسية بين حصة السهم من توزيعات الأرباح وعدد الأسهم المتداولة، وأوصى البحث ضرورة تطوير أنظمة التداول والمقاصة والتسوية باستخدام أنظمة التداول الإلكتروني لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وإدخال خدمة التداول عن بعد وذلك من أجل تمكين مؤسسات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها من دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

Abstract

The research aims to analyze the relationship between dividends and stock prices based on some financial indicators specific to the study sample, namely (earnings per share, dividend payout ratio, market value of the stock to return with growth) and their impact on Ashur International Investment Bank share prices. The research found that there is a direct relationship between undistributed profits and the share of dividends per share, and an inverse relationship between the share of dividends per share and the number of shares traded. The research recommended the need to develop trading, clearing and settlement systems using electronic trading systems to raise the efficiency and speed of dealing in securities and increase transparency. And security for dealers, and the introduction of the

remote trading service in order to enable brokerage institutions to complete transactions from their offices without the need for the presence of their representatives in the market.

المقدمة

يُعد الإعلان عن توزيعات الأرباح من القرارات المهمة التي تتخذها الإدارة في الشركة حيث يتمثل الهدف الاساس للمستثمرين في تحقيق الأرباح لأن أول ما ينظر إليه المستثمر عند إقباله للاستثمار في أسهم شركة ما هي العوائد التي تحققها هذه الشركة والتي تعود عليه بالنفع أو تلك السياسة التي تتبعها هذه الشركة من حيث توزيعاتها وطريقة تصرفها بهذه العوائد وكثيرة هي العوامل التي تؤثر في إقبال المساهم للاستثمار في أسهم شركة ومن هذه العوامل رغبته في الحصول مبكراً أم لا يكثرث لموعد تلك التوزيعات، وأن يكون هذا المستثمر يعتمد على هذه التوزيعات في تسيير شؤون حياته اليومية وتلبية مصاريفه أم هذا المستثمر أقبل على شراء هذه الأسهم فقط للمضاربة، وقد يكون هذا المستثمر يسعى إلى زيادة نسبة تملكه في أسهم الشركة وأن يكون من أصحاب القرار. ولذلك تسعى الشركة إلى الموازنة بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، تعتبر دراسة حركة اسعار الاسهم والاوراق المالية امراً هاماً في عالم المال والاستثمار لهذا السبب حاول العديد من الباحثين تحليل العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأسهم والأوراق المالية ودراساتها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه الاوراق، ونظراً لذلك فقد اهتم الباحثون بدراسة الأسهم والعوامل المؤثرة عليها مثل دراسة أثر الإعلان عن توزيع الأرباح في قيمتها السوقية والدفترية والاطلاع على اثار هذه القيم بحجم الإقبال على التداول أو عدمه ومعرفة إذا ما كانت هناك علاقة بين زيادة توزيعات الأرباح وارتفاع اسعار الأسهم نتيجة هذه الزيادة.

مشكلة البحث

التغيرات التي تصاحب توزيعات الأرباح في عينة البحث، لها تأثير في اسعار الأسهم بسبب الظروف المحيطة بها والمتعلقة بالعوامل الخارجية والداخلية.

هدف البحث

يهدف البحث إلى معرفة أثر توزيعات الأرباح على اسعار الأسهم المتداولة لعينة البحث وما مدى استجابة وتأثر القيمة السوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وبيان اثار توزيع الأرباح في سعر وحجم تداول الأسهم

فرضية البحث

تتمثل فرضية البحث بالآتي:

"أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر تأثيراً إيجابياً في سعر السهم وحجم التداول السوقي له "

اهمية البحث

يتناول البحث موضوع على قدر كبير من الاهمية حيث يستمدّها من سعيه للتحقق من أن توزيع الأرباح وتوقيت الاعلان عنها له اثر في أسعار أسهم عينة المصارف التجارية (الخاصة) المختارة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لتوزيعات الأرباح وأسعار الأسهم

أولاً: توزيعات الارباح

1- مفهوم توزيعات الأرباح

تُعد توزيعات الأرباح إحدى الأدوات المشجعة على الاستثمار وتدفع إلى احتفاظ المستثمرين بأسهمهم، مما ينعكس إيجاباً على القيمة الاسمية لأسهم أي مؤسسة، مما يميزها عن باقي المؤسسات المنافسة في المجال نفسه. حيث تعطي مجال للقادرين على الاستثمار زيادة رصيدهم من الأسهم وذلك باستثمار تلك التوزيعات في شراء أسهم جديدة. كما تمثل أسهم المؤسسات الموزعة استثماراً طويلاً الأجل، لأنها أكثر جدوى من بقاء أموالهم كودائع نقدية لدى المصارف.¹ ويمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها مجموعة النقود المدفوعة من الأرباح لحملة الأسهم في المؤسسة ويدفع هذا المقسوم عندما تتحقق أرباح حالية أو أن يتم دفعه من الأرباح المحتجزة لسنوات سابقة.²

يقصد بتوزيعات الأرباح ذلك الجزء من أرباح المؤسسة الذي يوزع على مساهميها، ويُعد بمثابة مكافأة للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة.

2- خصائص توزيعات الأرباح

تتمثل خصائص توزيعات الأرباح بالآتي:³

- أ- **التوزيعات مستقرة:** لا تفضل المؤسسات غالباً فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود ذلك إلى مجموعة من العوامل منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في السنوات المستقبلية والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.
- ب- **التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة** تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية.

¹ معاذ محمد شقير، أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، سوريا، 2019، ص 14.

² خديجة خوي، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 2011، ص 42.

³ ينظر :

- معاذ محمد شقير، مصدر سابق، ص 17.

- Aswath Damodaran, "Finance enterprise: Theory and practise, 2nd Edition, New York University, USA, 2006, p 900-905.

- ت- تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة وهذا نظراً لعمل المؤسسات على زيادة توزيعاتها والحفاظ على مستوياتها بشكل دائم، وقد أظهرت أبحاث متعددة أن التوزيعات أقل تغيراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وذلك لقدرة المؤسسة على التحكم في مقدار التوزيعات على عكس الأرباح.
- ث- اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول باعتبار أن التوزيعات تتبع في الغالب التغير في الأرباح المحققة، فهي تختلف كذلك من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى عدد من العوامل كالتغير في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، فضلاً عن التغير في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول.

3- أشكال توزيعات الأرباح

تكون توزيعات الأرباح على أشكال متنوعة منها الآتي:

- أ- **التوزيعات النقدية:** تُشير التوزيعات عادةً إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، ومن ثم فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحاملة الأسهم، ويمكن اعتبارها كتوزيعات أو كجزء من سياسة التوزيعات. وتعد التوزيعات النقدية أكثر الأشكال شيوعاً، وغالباً ما تقوم المؤسسات المساهمة بدفعها بشكل مباشر ومنتظم للمساهمين وفق مراحل منتظمة من الأعمال.¹
- ب- **التوزيعات غير النقدية:** أي التوزيعات التي تكون في صورة أسهم، ويعتمد هذا الشكل غير النقدي للتوزيعات على دفع أسهم للمساهمين بدلاً من التوزيعات النقدية.²
- ت- **تجزئة السهم:** يتشابه هذا الشكل مع سابقه في قيامهما على مبدأ تقسيم الأسهم من دون المساس بالمركز الأساس للمساهمين، وتتم هذه العملية في حال تسعير أسهم المؤسسة في السوق بأسعار عالية جداً، مما يفرض ضرورة العمل على تخفيض الأسعار السوقية لهذه الأسهم، ويتم هذا عن طريق اللجوء إلى تجزئة الأسهم، وكون هذه العملية لا تؤثر في قيمة المؤسسة من الناحية النظرية فهي بذلك تُشابه توزيع الأسهم المجانية. وتتم عملية تجزئة الأسهم عن طريق زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم، بحيث يكون مثلاً سهم واحد من الأسهم القديمة يساوي ثلاثة أو يُستبدل بثلاثة أسهم جديدة، مما يسمح بتعزيز القابلية التسويقية وتحفيز نشاط السهم في السوق.
- ث- **تجزئة السهم المعكوسة:** تكون هذه الطريقة بعكس العملية السابقة، مما يعني عدم حدوث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة إلا عدد الأسهم، وتعتبر عن عملية تخفيض عدد أسهم المؤسسة، أي بتخفيض عدد أسهم المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، بحيث يتم على سبيل المثال استبدال سهمين قديمين بسهم واحد جديد، إذ تتضاعف القيمة الاسمية للسهم.

4- نظريات توزيع الأرباح

توجد نظريات متعددة تفسر توزيعات الأرباح في المؤسسات، ومنها الآتي:

- أ- **نظرية عدم ملائمة التوزيعات:** يرى كل من (Miller and Modigliani) في سنة 1961 عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم. حيث يُحدد سعر السهم وفق القدرة الإيرادية للمؤسسة ومخاطر أعمالها وليس وفق الطريقة التي توزع فيها الأرباح أو تحتجز، بمعنى آخر أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم وهي

¹ محمد علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010، ص 436-437.
² عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2017، ص 487.

أمر لا يهم المستثمر ولا يؤثر في القيمة السوقية للسهم وهو عنصر محايد، لذلك تدعى أحيانا نظرية الحياد، وأكدا على ان كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لقيمة المؤسسة.¹ أي ان قيمة المؤسسة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد الأرباح.²

ب- نظرية أثر المحتوى المعلوماتي: تقوم نظرية أثر المحتوى المعلوماتي على أساس أن توزيعات الأرباح تعطي مؤشرا عن توقعات الإدارة لأرباحها في المستقبل، ومن ثم فإن توزيع الأرباح بنسبة تفوق الجزء المتوقع يعطي مؤشرا أن إدارة المؤسسة لديها رؤى مستقبلية تتعلق بإمكانية زيادة الأرباح في المستقبل، ولديها القدرة للمحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، وهذا بدوره سيؤدي إلى رفع القيمة السوقية للأسهم، ويحدث العكس إذا وزعت المؤسسات نسبة أقل من المتوقع.³

ت- نظرية المتبقي من التوزيعات: تقوم هذه النظرية على أساس أن المؤسسة في البداية يجب أن تقوم بتمويل معظم الاستثمارات المربحة وذات الجدوى الاقتصادية، ومن ثم تقوم بتوزيع ما تبقى من الأرباح على المستثمرين.⁴ وتسمى أيضاً نظرية الفائض التي تؤكد قيام المؤسسة بسد احتياجاتها من التمويل عن طريق الأرباح الصافية ثم توزيع المتبقي، واستخراج نسبة التوزيع من المبلغ المتبقي من الأرباح، وتعتمد على قرار المستثمر في إمكانية احتجاز الأرباح إذا كانت تحقق معدل عائد على الاستثمار أعلى من معدل العائد المطلوب فيما لو استثمره بنفسه، وبذلك فإن النظرية بمثابة وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح بعد تغطية متطلبات قرارات الاستثمار المقترحة لدى المؤسسات.⁵

ث- نظرية الإشارة: يعتمد الأفراد والجهات واصحاب المصالح في المؤسسة على معلومات مالية لاتخاذ قرارات اقتصادية ومالية سليمة، ومن ثم تقتض هذه النظرية وجود معلومات لدى المديرين الذين يعملون في المؤسسة وضرورة نقل هذه المعلومات بشكل صحيح إلى اصحاب المصلحة، ولذلك فان القيمة السوقية للسهم سوف تتأثر وفقا لهذه المعلومات أما بالزيادة أو النقصان، حيث ان المستثمرين الحاليين والمتوقعين سوف يتفاعلون مع هذه الإشارات بالشراء أو البيع.⁶

5- سياسات توزيع الأرباح

لتوزيعات الأرباح سياسات متنوعة يمكن للمؤسسة أن تتعنها، ومن تلك السياسات ما يأتي:

1- سياسة توزيعات الأرباح الثابتة والمستقرة

توزع الأرباح وفقاً لهذه السياسة بشكل ثابت ومستقر لكل مدة زمنية محددة، وهناك الكثير من المؤسسات التي تقوم باتتباع هذه السياسة لذلك فان تغير الأرباح سواء بالزيادة أو النقصان لن يؤثر في مقدار الأرباح الموزعة لكل سهم.⁷

¹ منير هندي، مصدر سابق، ص 700 .

² أمجد ابراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2009، ص 30.

³ علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 1، الجامعة الأردنية، الأردن، 2014، ص 81.

⁴ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 304.

⁵ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2004، ص 666.

⁶ حسنين فيصل شومان وكوثر حميد الموسوي، مصدر سابق، ص 88.

⁷ وسيم سلمان مخلوف، أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2019، ص 14.

2- سياسة الفائض

تُشير سياسة الفائض إلى أن قرار توزيعات الأرباح لا يخرج عن كونه توزيعاً للأرباح التي حققتها المؤسسة بين حملة الأسهم والاستثمارات المتاحة للمؤسسة، فإذا كان العائد المتوقع من تلك الاستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم فلن يعترض حملة الأسهم على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات، وبعد استيفاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات.¹

3- سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات

يؤدي إعادة استثمار الأرباح المحتجزة إلى زيادة مقدار الأرباح، كما يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون، ومن ثم يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات مما يؤدي ذلك إلى تحويل المؤسسات من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو سنوي ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد المؤسسة معدل نمو مستهدف للتوزيعات وليكن 6% على سبيل المثال، ومن ثم تتم زيادة التوزيعات بتلك النسبة.²

4- سياسة استقرار نسبة الأرباح الموزعة

تُشير تلك السياسة إلى استقرار نمط التوزيعات التي تجريها المؤسسة، ومن ثم فإن زيادة التوزيعات من سنة لأخرى أو انخفاضها بصورة منتظمة تعد توزيعات مستقرة.³ ويمكن أن تلجأ المؤسسة إلى إجراء التوزيعات بنسبة ثابتة من الأرباح، ولكن نظراً لأن الربح غير مستقر من سنة لأخرى فإن مبلغ التوزيعات سيتقلب من سنة لأخرى وفقاً للتقلب في تلك الأرباح. ويلاحظ بأن سياسة التوزيعات النقدية المستقرة للسهم أفضل من سياسة التوزيعات بمعدل ثابت من الربح.

ثانياً: الأسهم

1- تعريف الأسهم

يُمثل السهم حصة من رأس المال، ويتمتع حامله بالحق في الحصول على عائد سنوي نتيجة استثمار رأسماله، وقد يختلف العائد من سنة إلى أخرى هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى في حالة الخسارة يضمن حامل السهم أن تسديد ديون المؤسسة سيكون في نطاق حصته فقط من دون أن تتعدى هذه الخسارة لتلحق بأمواله الخاصة.⁴ وعُرف السهم على أنه حصة في مؤسسة، ورأس المال في هذه المؤسسة مكون من عدد من الأسهم، ولا مانع من امتلاك الأسهم، مادام تعامل المؤسسة مباحاً في أصله.⁵

وإذا كان السهم يُعرف بأنه صك يمثل حصة في رأس مال المؤسسة بحيث تعني كلمة "سهم" حق الشريك في المؤسسة، كما تعني الصك ذاته المثبت لهذا الحق. ويلزم تحديد مدلول بعض المصطلحات التي يتم استعمالها في تداول

¹ محمد صالح الحناوي وجمال العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 406.

² محمد صالح الحناوي، مصدر سابق، ص 408.

³ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2002، ص 409.

⁴ د محمد فرح عبد الحليم، الاسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013، ص 51

⁵ د سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار الراية، عمان، الاردن، 2009، ص 85.

الأسم فكتيراً ما يقرأ عن اختلاف قيم الأسهم وتجدر التفرقة بين القيمة الاسمية للسهم، وقيمة الإصدار وقيمتة الحقيقية وقيمتة في البورصة، ويمكن توضيحها بالآتي:

أ- **القيمة الاسمية:** قيمة يتم تخصيصها عند إصدار السهم وتطبع على شهادة السهم، وهذه القيمة ليست لها أية علاقة بأي تقسيم آخر للسهم.¹

ب- **القيمة الحقيقية:** يُقصد بها النصيب الذي يصيب السهم في أصول المؤسسة بعد خصم ديونها، فإذا لم يكن على المؤسسة ديون فإن أصولها تعادل رأسمالها، وتكون القيمة الحقيقية للسهم مساوية لقيمتة الاسمية. وتُحتسب القيمة الحقيقية كالآتي:
2

القيمة الحقيقية للسهم = قيمة الموجودات - الالتزامات وحقوق الأسهم في السوق الممتازة

ت- **القيمة السوقية:** وتمثل قيمة السهم في البورصة أو قيمته التجارية يجب أن تكون مماثلة لقيمتة الحقيقية في المبدأ، بمعنى أن السهم يجب أن يباع بثمن عادل مساو للمبلغ الذي يحصل عليه صاحب السهم فيما لو انحلت المؤسسة مباشرة بعد الشراء.³

ث- **القيمة الدفترية:** هي قيمة السهم طبقاً لدفاتر المؤسسة المحاسبية، وهذه القيمة تُحتسب وفقاً للصيغة الآتية:⁴

القيمة الدفترية للسهم = حقوق المساهمين - عدد الأسهم المصدرة.

ج- **قيمة السهم حسب العائد:** وتمثل القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح الحصول عليه مقابل استثمار أمواله، وتُحتسب وفقاً للصيغة الآتية:⁵

قيمة السهم حسب = معدل العائد الذي - القيمة الاسمية × نسبة التوزيع العائد يطلبه المستثمر للسهم المعلنة
--

ح- **القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم أن يحصل عليها في حالة تصفية المؤسسة وسداد الالتزامات التي عليها، وتُحتسب القيمة التصفوية للسهم بالاعتماد على المعادلة الآتية:⁶

القيمة التصفوية للسهم = الموجودات - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة

خ- **قيمة الإصدار:** تُمثل القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من القيمة الاسمية سواء عند تأسيس المؤسسة أم عند زيادة رأس المال، لأن رأس المال يكون غير مكتتب فيه بالكامل في هذه الحالة، وإن جاز إصداره بأكثر من قيمته ففي هذه الحالة يُطلق على فرق القيمة علاوة الإصدار**، وتُحتسب هذه القيمة وفقاً للصيغة الآتية:⁷

قيمة الإصدار = القيمة الاسمية للسهم + علاوة الإصدار
--

¹ سيد سالم عرفه، مصدر سابق، ص 91.

² محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، الطبعة الاولى، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013، ص 101

³ المصدر نفسه، ص 101.

⁴ د محمد فرح عبد الحليم، مصدر سابق ص 56.

⁵ شقيري نوري موسى وآخرون، مصدر سابق ص 64.

⁶ المصدر نفسه، ص 64.

⁷ د محمد فرح عبد الحليم، مصدر سابق ص 56.

2- خصائص الأسهم

تُعد الأسهم استثمارات طويلة الأجل تصدر لمدة حياة المؤسسة، وتتسم بالخصائص الآتية:

- أ- تساوي قيمة الأسهم: يجب أن تتساوى قيمة الأسهم في المؤسسة فلا يجوز أن تصدر المؤسسة أسهمها بقيم مختلفة والمقصود بالقيمة المتساوية القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم، وعلى ذلك لا يصح إصدار أسهم بدون قيمة محددة، وتساوي القيمة في الأسهم يعني أن تتساوى بالضرورة الحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهمين.¹ ويدخ
- ب- يقتضي السهم تسلم المساهم صكاً قابلاً للتداول، وقد يكون اسماً أو لحاملاً لكن يجوز أن لا تعطي المؤسسة مثبناً لحق المساهم بل تكتفي بقاء اسمه في سجل خاص، إذ يجب إيداعها في الصندوق المركزي للودائع والنقل الحسابي، ويترتب على هذا الإيداع أن يفقد السهم ذاتيته. ويكون للمساهم حق مقدر عن عدد معين من الأسهم لكنه ليس له أي حق على الصك المادي الممثل للسهم.²
- ت- القابلية على التداول: يتميز السهم بقابليته للتداول، إما بالطرق التجارية كالتداول من يد إلى أخرى، أو بالقيود في سجل المؤسسة أو بالتظهير إن كان أذنياً، وإما بالطرق المدنية كحوالة الحقوق، وقد تنتقل ملكية السهم بطريق الميراث، وهو ما يميز السهم عن الحصة الشخصية للشريك.³
- ث- التجزئة: لا يقبل السهم التجزئة، ومعنى عدم قابلية الأسهم للتجزئة أنه لا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام المؤسسة إذا ما ألت ملكية السهم إلى أكثر من شخص كما في حالة الميراث فإن السهم لا يتجزأ عليهم في مواجهة المؤسسة، ولا يكون لكل منهم صوت في الجمعية العمومية، وإنما عليهم أن يختاروا أحدهم ليمثلهم في مباشرة الحقوق الناشئة عن السهم أمام المؤسسة.⁴

3- مخاطر الاستثمار في الأسهم

إن الاستثمار في الأسهم له مخاطر كثيرة، منها ما تحتمه طبيعة الاستثمار التجاري بأشكاله جميعها، نتيجة وجود عنصر المخاطر متى ما أقدم الشخص أو المؤسسة على الاستثمار في تجارة معينة، ومنها ما هو خاص بالأسهم ذاتها. ومن المعروف أن تداول الأسهم بشكل عام يُعد أكثر خطراً من بعض وسائل الاستثمار الأخرى، كونه يمر بمراحل صعود وهبوط من الصعب التنبؤ بها كما إن الاستثمار في الأسهم يتطلب من المستثمر الثقة في قدرته غير على التصرف برأس ماله.⁵ بدأ مفهوم المخاطر يستحوذ على اهتمام المستثمرين في الآونة الأخيرة وذلك على أثر تطوير إدارة محفظة الاستثمار، وقد قسم خبراء الاستثمار المخاطر كما يأتي:

- أ- **المخاطر المنتظمة:** يُقصد بها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، وإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح الأوراق المالية كافة التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع أحداث كبيرة تتأثر معها السوق بأكملها كحدوث حروب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي، ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدماً احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر،⁶ وتُصنف المخاطر المنتظمة إلى:

¹ المصدر نفسه، ص 57.

² محمد علي سويلم، مصدر سابق، ص 103.

³ المصدر نفسه، ص 103.

⁴ محمد فرح عبد الحليم، مصدر سابق، ص 58.

⁵ فهد عبد الله الحويمان، مصدر سابق، ص 149.

⁶ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٦، ص 17.

- **مخاطر السوق:** تُشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعوداً أو هبوطاً نجد أن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث.¹
- **مخاطر الإفلاس:** تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير في سلامة المركز المالي للمؤسسة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد.²
- **ب- المخاطر غير المنتظمة:** وهي المخاطر المتبقية بعد طرح المخاطر المنتظمة من إجمالي المخاطر التي يُمكن أن يتعرض لها السهم في السوق، وهذا النوع من المخاطر ينتج عن أحداث معينة قد تؤثر في عوائد سهم محدد، و يستطيع المستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل.³ وتُصنف المخاطر غير المنتظمة إلى:
- **مخاطر الإدارة:** يقصد بها المخاطر الناجمة عن الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في المؤسسة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة في مسار المؤسسة ومستقبلها.⁴
- **مخاطر الصناعة:** يُقصد بها المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح من دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع.⁵
- **مخاطر الرفع المالي والتشغيلي:** تحدث مخاطر الرفع المالي نتيجة استخدام المؤسسة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، وتكمن المخاطر في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى الانخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر.⁶ أما الرفع التشغيلي فيرتبط بنمط هيكل تكاليف المؤسسة، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي عن طريق قسمة التكاليف الثابتة للمؤسسة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم.⁷

ثالثاً: العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم

تُعد العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم ذات أهمية كبيرة لأي مؤسسة، وذلك لأهميتها من الجانب الاستثماري والتمويلي والذي ينعكس على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، إذ يُعد تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة هدف أساس تسعى إليه المؤسسات كافة عن طريق تعظيم سعر السهم. ويُمكن أن تفسر العلاقة بين أسعار الأسهم ومستوى

¹ حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص 9.

² المصدر نفسه، ص 12.

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠٢، ص ٣٣٣.

⁴ حامد العربي الحصري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، ٢٠٠٠، ص ٤.

⁵ محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 48.

⁶ حامد العربي الحصري، مصدر سابق، ٢٠٠٠، ١٨٨.

⁷ المصدر نفسه، ص 190.

النشاط الاقتصادي عن طريق أنموذج مقسوم الأرباح لتقييم الأسهم، إذ يمكن احتساب سعر السهم السوقي وفقاً للصيغة الآتية:¹

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{معدل الخصم - نسبة الأرباح}}$$

تستمد أسعار الأسهم علاقتها من مستوى النشاط الاقتصادي عن طريق الأرباح المتوقع توزيعها، وكذلك معدلات الخصم أو نسب الرسملة* السائدة. فعندما يتوسع الاقتصاد بمعدلات جيدة فإن أرباح المؤسسات في الغالب ترتفع، ومن ثم ترتفع الأرباح المخصصة للتوزيع على المساهمين، وعلى العكس من ذلك تماماً إذا شهد الاقتصاد تراجعاً، فإن أرباح المؤسسات تميل إلى الانخفاض أو التذبذب، وهذا بدوره سوف يؤدي إلى انخفاض الأرباح الموزعة أو توقفها ومن ثم تنخفض القيمة السوقية للسهم.² ويعكس سعر سهم المؤسسة في السوق قيمتها، وعليه لا بد أن تضع المؤسسة في الاعتبار متطلبات هذا السوق عند تحديد واتباع سياسة توزيع الأرباح. حيث يفضل المساهمون الاستمرارية في دفع الأرباح الموزعة لأن ذلك من شأنه أن يبديد المخاوف وعدم التأكد حول عدم قدرة المؤسسة في دفع الأرباح. هذه التفضيلات من دون شك تدعم سعر سهم المؤسسة في السوق الذي تنافس فيه. أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية فإن توزيع الأرباح له محتوى إعلامي لأن توزيعات أرباح المؤسسة تشكل مؤشراً حول مستقبل هذه المؤسسة، حيث ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة، فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه، فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة لأخرى يترك تأثيراً إيجابياً لدى المتعاملين في سوق رأس المال عن فاعلية أداء المؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها العادية. أن تأثير التغير في مقدار التوزيعات في أسعار الأسهم يمكن أن يكون وقتياً، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية للمؤسسة، بعبارة أخرى إذا حدث تغير حقيقي في أسعار الأسهم، فإن هذا لا يرجع في الأساس إلى التغير في سياسة التوزيعات بقدر ما يرجع التغيرات الإيجابية المتوقعة في ربحية المؤسسة. ويمكن القول بأن معدل التوزيعات ليس بالمؤشر الجيد للقيمة الحقيقية للسهم، وتبرير ذلك لأن التوزيعات تتقلب وتتغير عبر الزمن، مما يخلق علاقة غير دقيقة بين النمو في التوزيعات والنمو في الأرباح.³

رابعاً: نماذج سياسة توزيع أرباح الأسهم

إن الفكر المالي ليس موحداً حول أثر توزيع الأرباح في القيمة السوقية للمؤسسة والمتمثلة في سعر السهم، وهناك نماذج متنوعة فسرت العلاقة بين أسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح، فهناك مجموعة ترى أن قرار توزيع الأرباح من المتغيرات الهامة والمؤثرة في قيمة المؤسسة، ومن أهم روادها (ولتر وجوردن). كما توجد مجموعة أخرى ترى أن قرار التوزيع ليس له أي أثر في قيمة المؤسسة، ومن أهم روادها (ميلر ومودكلياني)، حيث تطرقت هذه النماذج جميعها

¹ سعود جايد مشكور وزهور عبد السلام صادق، مصدر سابق، ص 382.
 * نسبة الرسملة : يقصد بها التصرف القانوني الذي يتم بموجبه تعديل عقد المصرف بزيادة رأسماله أثناء حياة المصرف وذلك وفقاً للأساليب والإجراءات التي يحددها النظام. للمزيد من الإيضاح ينظر:
 - سجي فتحي محمد الطائي، الرسملة المصرفية ودورها في تعزيز القدرة التنافسية، جامعة تكريت، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 19، المجلد 6، العراق، 2010، ص 85.
² خالد محمد اللوزي، أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2013، ص 43.
³ المصدر نفسه، ص 237.

إلى أهم العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح واعتمدت على فرضيات متعددة للوصول إلى نتائج أكثر واقعية، وعلى هذا الأساس سنتطرق لكل من هذه النماذج كما في الآتي:

1- أنموذج ولتر Walter's Model : يعتمد أنموذج (ولتر) على توضيح أثر معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، حيث تتأثر قيمة السهم بسبب قرارات توزيع الأرباح على وفق مفهوم الأنموذج، وترتفع قيمة المؤسسات عندما تدفع أرباحاً عالية مقارنة بالمؤسسات التي تدفع أرباحاً منخفضة. ويهدف تعظيم العائد يقوم المساهمون بإعادة استثمار توزيعات الأرباح التي تتلقاها المؤسسة ويتعين عليهم دفع تكلفة هذه التوزيعات التي يشار إليها باسم تكلفة الفرصة البديلة* أو تكلفة رأس المال. ويفترض هذا الأنموذج أيضاً أنه إذا لم تدفع المؤسسة أرباحاً ولجأت إلى إعادة استثمار الأموال في مشروعات مربحة فستزيد من العائدات المستقبلية للمساهمين.¹ وعلى وفق أنموذج (ولتر) إذا كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار أقل من تكلفة رأس المال، فإن توزيع الأرباح هو الحل الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، وإذا كان معدل العائد أعلى من تكلفة رأس المال، فإن المؤسسة يجب أن تستثمر الأرباح المحتجزة في المشروعات المربحة، ومن ثم ضرورة فهم العلاقة بين معدل العائد وتكلفة رأس المال. وقد بني هذا الأنموذج على مجموعة من الافتراضات، وهي:²

1. اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط.
 2. ثبات كل من معدل العائد المطلوب (الداخلي) وتكلفة التمويل.
 3. يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة وهي أما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها.
 4. ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.
- وقد صاغ (ولتر) معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة:³

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{r(R - D)/WACC}{WACC}$$

حيث:

P = سعر السهم

D = توزيعات الأرباح

WACC = تكلفة التمويل

r = معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب)

¹ Shrikant Panigrahi & Yuserrie Zainuddin, **Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues**, University Malaysia, Malaysia, Reports on Economics and Finance, Vol1, No1, 2015, pp47-48.

*تكلفة الفرصة البديلة: هي مقدار العوائد الضائعة نتيجة اختيار عمل معين بدلا عن عمل آخر، فالتكلفة هي تضحية بمورد، وان استعمال المورد في غرض واحد فإنه سيمنع من استعماله في اغراض اخرى، وهذا العائد الضائع يمثل تكلفة الفرصة البديلة. للمزيد من الايضاح ينظر:
- محمد وفي عباس، **التكلفة الفرصة ودورها في محاسبة المسؤولية**، اطروحة دكتوراه، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد، العراق، 2007، ص 131.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 362.

³ المصدر نفسه، ص 363.

$$R = \text{ربحية السهم}$$

في المؤسسات النامية والتي يكون فيها معدل العائد الداخلي أعلى من تكلفة التمويل، وهو ما يعكس فرصا استثمارية مربحة للمؤسسة تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها عن طريق احتجاز كل الأرباح ليتم إعادة استثمارها، لينتج عنها معدل عائد أعلى مما هو مطلوب من قبل المستثمرين، والتي تمثل على وفق (ولتر) سياسة التوزيع المثلى لمؤسسات النمو. بينما تتساوى في المؤسسات العادية كل من تكلفة التمويل ومعدل العائد الداخلي، الأمر الذي يستبعد تأثير سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم، مما يعني عدم وجود سياسة توزيعات مثلى لهذه المؤسسات على وفق (ولتر)، وعلى العكس من ذلك المؤسسات ذات معدلات النمو المنخفضة، والتي لا تكون لها أي فرص استثمارية مربحة كون تكلفة التمويل أعلى من معدل العائد الداخلي، فتكون سياسة التوزيعات المثلى في مثل هذه المؤسسات التي تقضي بتوزيع كل الأرباح، ليتم إعادة استثمارها من قبل المستثمرين بأنفسهم.¹

2- إنموذج ميلر ومودكلياني Miller and Modigliani Model : يرى (ميلر ومودكلياني Miller and Modigliani)

Modigliani وعلى وفق هذا الانموذج أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر في سعر السهم أو تكلفة رأس المال، وأن قيمة المؤسسة تعتمد على سياسة الاستثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح وإدارة المخاطر وليس على كيفية توزيع الأرباح. حيث أن قيمة المؤسسة تتحدد بقدرة أصولها على توليد الربحية، ومن ثم يكون الدخل المتولد من إدارة الأصول هو المحدد لقيمة هذه المؤسسة، ويرى (ميلر ومودكلياني) في ظل هذا الانموذج عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة أموال المؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيعات الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر السهم حتما بالقدرة الإيرادية للمؤسسة على وفق مخاطر أعمالها وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز.² وقام هذا الانموذج على عدد من الافتراضات من بينها افتراض أن المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام فقد أكد كل من (ميلر ومودكلياني) أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة في تغيراتها عن أي تصرفات تمارسها الإدارة المالية عند اتخاذها لقرارات توزيع الأرباح،³ كون فكر (ميلر ومودكلياني) يقوم على أن ثروة المساهمين قبل إجراء توزيعات تتمثل في القيمة السوقية للأسهم العادية، والتي تعكس الأرباح التي تحققت اثناء المدة، فإذا ما قررت المؤسسة توزيع جزء من تلك الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم بعد الإعلان عن إجراء توزيعات سوف تنخفض بالقيمة نفسها التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم، أي أن سياسة التوزيع لا تمثل شيء بالنسبة لحامل السهم، ومن ثم تختار المؤسسة سياسة التوزيع التي تناسبها من دون أن تشغل نفسها بمدى جاذبية هذه السياسة لحملة الأسهم. ومن ثم تتحدد قيمة المؤسسة بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على تحقيق الأرباح.⁴ في ظل هذه الافتراضات يكون المستثمر غير مبال بين توزيعات الأرباح الآن أو احتجازها، ومن ثم الحصول على أرباح رأسمالية لاحقا. وأن قيمة المؤسسة تتحدد وفقا للعلاقة الآتية:⁵

¹ عبد الكريم بو حدرا، اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2011، ص125.
² عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 1، السعودية، 2003، ص44.
³ حمزة محمود الزبيدي، مصدر سابق، ص917.
⁴ أحمد البدوي محمد، محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 12، السودان، 2008، ص31.
⁵ عبد القادر محمد احمد، خالد عبد العزيز السهلاوي، مصدر سابق، ص482.

$$nP = \frac{1}{(1+k)} [(n + \Delta n)P_1 - C + Re]$$

حيث:

nP = قيمة المؤسسة وهي عبارة عن عدد الأسهم مضروب في القيمة السوقية للسهم.

n = عدد الأسهم العادية المصدرة.

Δn = التغير في عدد الأسهم العادية المصدرة.

P_1 = القيمة السوقية للسهم اثناء المدة.

K = معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم.

C = الاحتياجات المطلوبة من رأس المال.

Re = الأرباح المحتجزة اثناء المدة.

ويعود أساس افتراض كل من (ميلر ومودكلياني) ثبات العائد المطلوب من المستثمرين إلا أنه وفي حالة اختلافها فإن المستثمر سيقوم ببيع الأسهم ذات العائد المنخفض بغية اقتناء الأسهم ذات العائد المرتفع، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم ذات العائد المنخفض نتيجة زيادة المعروض منها، وعلى العكس من ذلك الأسهم ذات العائد المرتفع والتي تحقق ارتفاعاً في أسعارها وتستمر هذه العملية إلى غاية اختفاء الاختلافات بين العوائد، ويُعد هذا التحليل نتيجة افتراض (ميلر ومودكلياني) بعدم وجود اختلاف في درجات المخاطر بين المؤسسات، ومن ثم فيكون بالإمكان قياس العائد وفق الصيغة الآتية:¹

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

حيث:

K = معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم.

D = توزيعات الأرباح.

P_1, P_0 = سعر السهم في بداية المدة ونهاية المدة على التوالي.

P = سعر السهم.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مصدر سابق، 381.

المبحث الثاني: تحليل العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم لمصرف آشور الدولي للاستثمار للمدة (2016-2021)

أولاً: مصرف آشور الدولي للاستثمار

تأسس مصرف آشور الدولي للاستثمار عام 2005 بصفته شركة مساهمة خاصة ضمن القطاع الخاص وأول مصرف استثماري متكامل الخدمات، ليعمل على تقديم حزمة متكاملة من الخدمات المصرفية للمؤسسات التجارية والأفراد في العراق. ونظراً لنمو أعمال المصرف والنجاح الذي حققه، فقد تم رفع رأسمال المصرف تباعاً ليصل في العام 2014 إلى 250 مليار دينار عراقي (215 مليون دولار تقريباً). ويوضح الجدول (1) حصة السهم من توزيعات الأرباح لمصرف آشور الدولي للاستثمار للمدة (2016-2021) والعلاقة بين الأرباح غير الموزعة (الفائض المتراكم) وعدد الأسهم المتداولة وحصة السهم من توزيعات الأرباح، حيث بلغت أعلى حصة للسهم الواحد من توزيعات الأرباح (13.9) دينار عراقي لكل سهم واحد عام 2020. عند أعلى سعر بلغ (0.34) دينار عراقي للسهم الواحد وأدنى سعر (0.20) دينار عراقي للسهم الواحد. وهذا ناتج عن حدوث زيادة طفيفة في عدد الأسهم المعروضة للتداول من قبل المصرف مقابل تحقق زيادة كبيرة في الأرباح غير الموزعة لدى المصرف والتي بلغت (153.7) مليار دينار عراقي. في حين بلغت أدنى حصة للسهم الواحد من توزيعات الأرباح (0.19) دينار عراقي لكل سهم واحد عام 2018 عند أعلى سعر للسهم الواحد يتمثل في (0.36) دينار عراقي للسهم الواحد وأدنى سعر يتمثل في (0.22) دينار عراقي للسهم الواحد، وهذا ناتج عن زيادة المعروض من الأسهم في ذلك العام والذي بلغ (8283.3) مليون سهم مقابل انخفاض في مقدار الأرباح غير الموزعة لدى المصرف، حيث بلغت (1596) مليون دينار عراقي وبمعدل تغير قدر بـ (-43.3%) مقارنة بعام 2017.

جدول (1)

حصة السهم من توزيعات الأرباح لمصرف آشور الدولي للاستثمار للمدة (2016-2021)

السنة	(1) عدد الأسهم (بالملايين)	(2) معدل تغير عدد الأسهم %	الأرباح غير الموزعة (مليون دينار)	معدل تغير الأرباح غير الموزعة %	(3) توزيعات الأرباح (دينار)	حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح	معدل تغير حصة السهم من توزيعات الأرباح %	أعلى سعر (دينار)	أدنى سعر (دينار)
2016	1270	(95.3)	2831	(72.4)	2.2	478.9	0.4	0.2	5
2017	1009	(20.6)	2817	(0.5)	2.8	27.3	0.5	0.2	

7	5							7
0.2 2	0.3 6	(93.2)	0.19	(43.3)	1596	721	8283. 8	201 8
0.1 9	0.2 4	563.2	1.26	(14.3)	1367	(86.9)	1084. 2	201 9
0.2 0	0.3 4	1003. 2	13.9	1019. 8	1530 7	1.7	1102. 6	202 0
0.2 8	0.5 0	(45.5)	7.58	47.3	2254 6	169.6	2972. 2	202 1

المصدر: عُد بالاعتماد على :

- بيانات العمود (3,1)، سوق العراق للأوراق المالية، التقرير المالي السنوي للأعوام (2016-2021)، موقع السوق، تمت زيارته بتاريخ 2023/6/4- <http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html?currLanguage=ar>
- بيانات العمود (5) أحتُسب من قبل الباحثة بالاعتماد على الصيغة الرياضية الآتية: $\frac{\text{الأرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الاسهم}}$
- بيانات العمود (6,4,2) أحتُسبت من قبل الباحثة بالاعتماد على الصيغة الآتية: $\%100 \times \left(\frac{\text{السنة الحالية} - \text{السنة السابقة}}{\text{السنة السابقة}} \right)$
- بيانات العمود (8,7)، سوق العراق للأوراق المالية، على الموقع الإلكتروني للسوق، تمت زيارته بتاريخ 2023/6/4 <http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html?currLanguage=ar>
- الارقام بين قوسين () تعني إشارتها سالبة

اما فيما يخص الأرباح غير الموزعة فقد استمرت بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض وبلغت (1367) مليون دينار عراقي عام 2019 وتمثل أدنى مقدار من صافي الأرباح اثناء مدة البحث وبمعدل تغير قُدر بـ(-14.3%) مقارنة بعام 2018 ويعود ذلك الى انخفاض ارباح المصرف الصافية للعام ذاته نتيجة انخفاض إيراد العمولات والحوالات والتسهيلات الائتمانية غير المباشرة.¹ وبلغت الارباح غير الموزعة (15307) مليون دينار عراقي عام 2020 وبمعدل تغير قُدر بـ(-1019.8%) مقارنة بعام 2019 وفي العام ذاته سجلت حصة السهم من توزيعات الارباح اعلى قيمة لها اثناء مدة البحث حيث بلغت (13.9) دينار عراقي للسهم الواحد وبمعدل تغير قُدر بـ(1003.2%) يمثل اعلى معدل تغير سُجل اثناء مدة البحث، ويعكس هذا العلاقة الطردية بين الأرباح غير الموزعة وحصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة. فيما

¹ مصرف اشور الدولي للاستثمار، التقرير المالي السنوي، 2019، ص 30

بلغت الارباح غير الموزعة أعلى مقدار لها عام 2021 حيث بلغت (22546) مليون دينار عراقي وبمعدل تغير قُدر بـ (47.3%) مقارنة بعام 2020 بسبب الايراد الاستثنائي الذي حصل عليه المصرف نتيجة اعادة تقييم العملة الاجنبية الناتج عن تغير سعر صرف الدينار العراقي من (1190) دينار عراقي لكل دولار واحد إلى (1460) دينار عراقي لكل دولار واحد.¹

ثانياً: تحليل بعض المؤشرات وعلاقتها بسعر السهم

1- تحليل مؤشر ربحية السهم لمصرف اشور الدولي للاستثمار

يتضح من الجدول (2) أن ربحية السهم لمصرف اشور الدولي للاستثمار بلغت (11.6) دينار عراقي للسهم الواحد عام 2016 وذلك لارتفاع مقدار صافي الدخل حيث بلغ (14.7) مليار دينار عراقي وبمعدل تغير قُدر بـ (37.4%) والذي رافقه انخفاض مقدار التداول بالأسهم بشكل كبير جداً وبمعدل تغير قُدر بـ (95.3%) وأستمر بالارتفاع عام 2017.

جدول (2)

تحليل ربحية السهم لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2016-2021)

السنة	صافي الدخل (مليار دينار)	معدل تغير صافي الدخل %	عدد الأسهم (مليار سهم)	معدل تغير عدد الأسهم %	ربحية (عائد السهم (دينار) = (3÷1)	معدل تغير ربحية السهم %
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
2016	14.7	37.4	1.270	(95.3)	11.6	2874.4
2017	13.4	(8.8)	1.009	(20.6)	13.3	14.7
2018	4.7	(64.9)	8.283	721	0.57	(95.7)
2019	6.05	28.7	1.084	(86.9)	5.6	882.5
2020	14.8	144.6	1.102	1.7	13.4	139.3
2021	7.6	(48.6)	2.972	169.6	2.6	(80.6)

المصدر: عُد بالاعتماد على:

¹ مصرف اشور الدولي للاستثمار، التقرير المالي السنوي، 2021، ص 26

- بيانات العمود (1)، مصرف اشور الدولي للاستثمار، التقرير المالي السنوي للأعوام (2016-2021)، موقع المصرف، تمت زيارته بتاريخ 2023/6/4 <https://ashurbank.iq>

- بيانات العمود (2,4,6)، أُحْتُسِبَتْ من قبل الباحثة بالاعتماد على الصيغة الآتية: $\left(\frac{\text{السنة الحالية} - \text{السنة السابقة}}{\text{السنة السابقة}} \right) \times 100\%$

- بيانات العمود (5)، أُحْتُسِبَتْ من قبل الباحثة باستخدام الصيغة الآتية:

$$\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} =$$

- بيانات العمود (3)، سوق العراق للأوراق المالية، التقرير المالي السنوي للأعوام (2010-2021)، على الموقع الإلكتروني للسوق، تمت زيارته بتاريخ 2023/6/4 <http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html?currLanguage=ar>

- الارقام بين قوسين () تعني إشارتها سالبة

ثم عاودت ربحية السهم الواحد لمصرف اشور الدولي للاستثمار إلى الانخفاض مجدداً عام 2018 وذلك لانخفاض صافي الدخل الذي انخفض بدوره نتيجة انخفاض اجمالي الدخل بسبب انخفاض العمولات من إيرادات نافذة بيع وشراء العملة وإيرادات عمولات الحوالات والتسهيلات الائتمانية غير المباشرة.¹

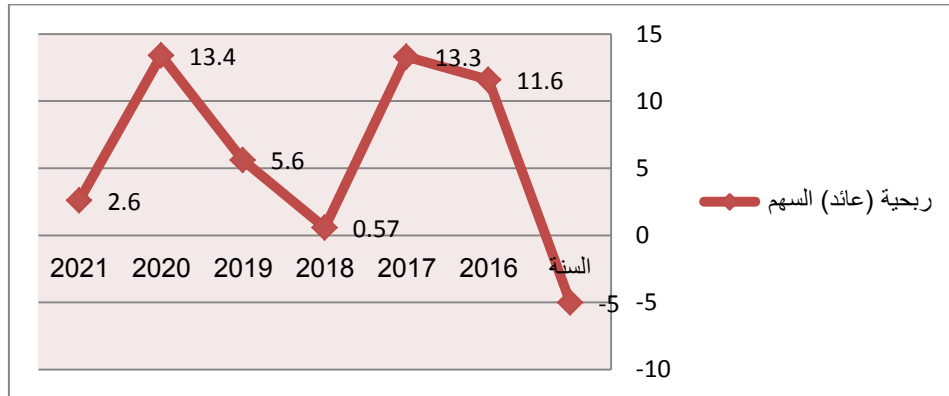
وقد أخذت بالارتفاع حتى عام 2020 فقد بلغت (13.4) دينار عراقي للسهم الواحد، وتمثل أعلى مستوى ربحية أثناء مدة البحث، وذلك للارتفاع الكبير الذي حصل في صافي الدخل نتيجة الحصول على مبلغ (48.7) مليار دينار عراقي ارباح ناتجة عن تقييم الموجودات الأجنبية حسب سعر الصرف الرسمي الجديد والاحتفاظ بهذه الأرباح كمخصصات اضافية حسب تعليمات البنك المركزي.²

وانخفضت ربحية السهم عام 2021 إلى (2.6) دينار عراقي للسهم الواحد نتيجة الانخفاض الكبير الحاصل في صافي الدخل مقارنة بعام 2020 وبمعدل تغير قدر بـ (-48.6%) وذلك بسبب الايراد الاستثنائي الذي حصل عام 2020 عن اعادة تقييم العملة الاجنبية نتيجة تغير سعر الصرف من 1190 دينار عراقي مقابل كل دولار امريكي واحد إلى 1460 دينار عراقي مقابل كل دولار امريكي واحد. والشكل (1) يوضح التذبذب في ربحية الأسهم لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2016-2021).

¹ مصرف اشور الدولي، التقرير المالي السنوي، 2018، ص30.
² مصرف اشور الدولي، التقرير المالي السنوي، 2020، ص26.

الشكل (1)

معدل تغير ربحية السهم لمصرف اشور للمدة (2021-2016)



المصدر: عُد من قبل الباحثة استناد إلى بيانات الجدول (2)

2- تحليل مؤشر نسبة توزيع الأرباح لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2021-2016)

يتضح من الجدول (3) أن مؤشر نسبة توزيع الأرباح لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2021-2016) كان متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، حيث بلغت (0.18%) عام 2016 وبمعدل تغير قُدر بـ (-81.4%) حيث سجلت ادنى نسبة لتوزيع الأرباح اثناء مدة البحث، ويعود ذلك لارتفاع عائد السهم للعام نفسه حيث بلغ (11.6) دينار عراقي للسهم الواحد وبمعدل تغير قُدر بـ (2874.4) مقارنة بعام 2015 والناتج عن ارتفاع مقدار صافي الدخل لعام 2016 حيث بلغ (14.7) مليار دينار عراقي.

جدول (3)

تحليل نسبة توزيع الأرباح لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2021-2016)

السنة	توزيعات ارباح السهم (دينار)	معدل تغير توزيعات ارباح السهم %	عائد السهم (دينار)	معدل تغير عائد السهم %	نسبة توزيع الأرباح % (3÷1)	معدل تغير نسبة توزيع الأرباح %
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
2016	2.2	478.9	11.6	2874.4	0.18	(81.4)
2017	2.8	27.3	13.3	14.7	0.21	16.7
2018	0.19	(93.2)	0.57	(95.7)	0.33	57.1

2019	1.26	563.2	5.6	882.5	0.23	(30.3)
2020	13.9	1003.2	13.4	139.3	1.03	347.8
2021	7.58	(45.5)	2.6	(80.6)	2.9	181.6

المصدر: عُد بالاعتماد على:

- بيانات العمود (1)، مصرف اشور الدولي للاستثمار، التقرير المالي السنوي للأعوام (2010-2021)، موقع المصرف،

تمت زيارته بتاريخ 2023/6/4 <https://ashurbank.iq>

- بيانات العمود (2,4,6)، أحتسبت من قبل الباحثة بالاعتماد على الصيغة الآتية: $\%100 \times \left(\frac{\text{السنة الحالية} - \text{السنة السابقة}}{\text{السنة السابقة}} \right)$

- بيانات العمود (3)، من الجدول (14)

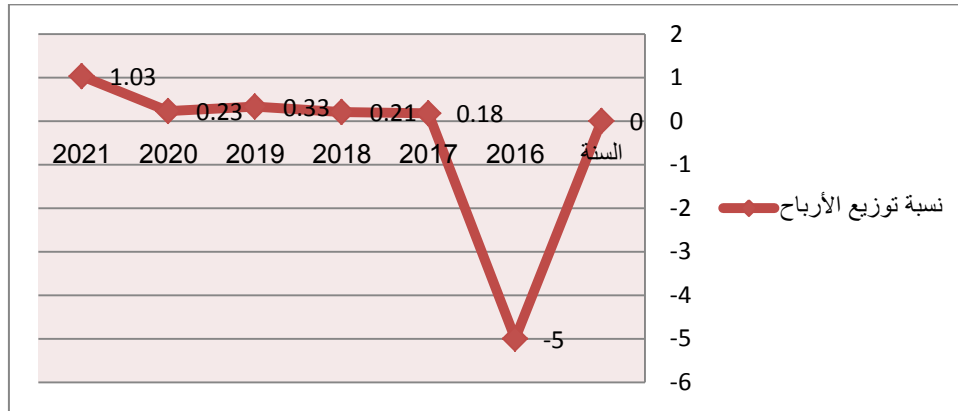
- بيانات العمود (5)، أحتسبت من قبل الباحثة باستخدام الصيغة الآتية: نسبة توزيع الأرباح = $\frac{\text{توزيعات ارباح السهم}}{\text{عائد السهم}}$

- الأرقام بين قوسين () تعني إشارتها سالبة

وقد أخذت نسبة توزيع الأرباح للعامين (2017-2018) بالارتفاع ولن تستمر على هذا النحو لكنها عاودت إلى الانخفاض عام 2019، وقد بلغت (0.23%) وذلك لأن عائد السهم حقق زيادة كبيرة جداً حيث بلغ (5.6) دينار عراقي للسهم الواحد في حين كان عام 2018 (0.57) دينار عراقي للسهم الواحد، فضلاً عن زيادة توزيعات أرباح السهم والتي بلغت (1.26) دينار عراقي للسهم الواحد عام 2019 بينما عام 2018 كانت (0.19) دينار عراقي للسهم الواحد. ثم عاودت إلى الارتفاع في العامين (2020-2021) فقد قُدرت بـ (1.03% و 2.9%) لكلا العامين وبمعدل تغير بلغ (347.8% و 181.6%) على التوالي مسجلة بذلك أعلى نسبة توزيع للأرباح اثناء مدة البحث، وهذا الارتفاع ناتج عن ارتفاع توزيعات ارباح السهم الواحد حيث بلغت (13.9 و 7.58) دينار عراقي للسهم الواحد على التوالي الذي نتج بدوره عن الارتفاع الحاصل في الأرباح غير الموزعة، كما في الشكل (2) الذي يوضح ذلك.

شكل (2)

معدل تغير نسبة توزيع الارباح لمصرف اشور الدولي للمدة (2021-2016)



المصدر: عُد من قبل الباحثة استناد إلى بيانات الجدول (18)

3- تحليل مؤشر القيمة السوقية للسهم إلى العائد والنمو لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2021-2016)

تمثل القيمة السوقية للسهم استعداد المستثمرين للدفع مقابل الحصول على حصة نسبية من الأرباح السنوية الموزعة أو المحتجزة التي تجنيها المؤسسة للسهم الواحد وهي نسبة مالية تستخدم في التقييم، ويوضح الجدول (4) القيمة السوقية للسهم إلى العائد والنمو لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2021-2016)، حيث سجلت النسبة قيمة سلبية للعامين (2018-2017) حيث قُدرت بـ (-6.36% و -15.5%) ويُعزى ذلك إلى انخفاض معدل نمو صافي الأرباح للعامين المذكورين حيث قُدر بـ (8.8%) عام 2017 و (64.9%) عام 2018 بعد أن كان (37.4%) عام 2016. ويتبين من ذلك أنه كلما ارتفع معدل النمو في صافي الأرباح ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى العائد والنمو وارتفاع جاذبية السهم في السوق المالية، حيث أن السمة الرئيسية لسوق الأسهم موجهة نحو المستقبل وتوقعات الأداء، فإن نسبة القيمة السوقية إلى العائد والنمو المرتفعة سوف تكون إيجابية. كما في الشكل (3) الذي يوضح ذلك.

جدول (4)

تحليل القيمة السوقية للسهم إلى العائد لمصرف اشور الدولي للاستثمار للمدة (2021-2016)

السنة	(1) القيمة السوقية (مليار دينار)	(2) صافي الأرباح (مليار دينار)	(3) معدل النمو في صافي الأرباح %	(4) السهم (مليار سهم)	(5) السهم من صافي الأرباح (دينار) = (4 ÷ 2)	(6) العائد إلى السهم = (5 ÷ 1)	(7) القيمة السوقية نسبة القيمة السوقية للسهم إلى العائد والنمو % (3 ÷ 6)
2016	85	14.7	37.4	1.270	11.6	0.73	1.96

(6.36)	0.56	13.3	1.009	(8.8)	13.4	75	2017
(15.5)	10.03	0.57	8.283	(64.9)	4.7	57.5	2018
4.9	1.40	5.6	1.084	28.7	6.05	60	2019
0.36	0.52	13.4	1.102	144.6	14.8	70	2020
(9.26)	4.50	2.6	2.972	(48.6)	7.6	110	2021

المصدر: عُد بالاعتماد على :

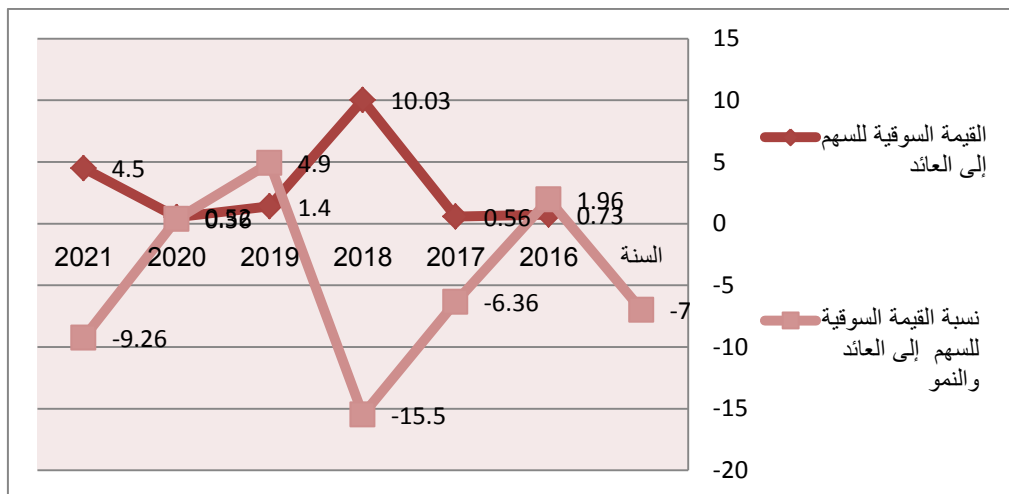
- بيانات العمود (4,2,1) سوق العراق للأوراق المالية، التقرير المالي السنوي للأعوام (2010-2021)، موقع السوق، تمت زيارته بتاريخ 2023/6/4

<http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html?currLanguage=ar>

- بيانات العمود (3) أحتُسبت من قبل الباحثة بالاعتماد على الصيغة الآتية : $\left(\frac{\text{السنة الحالية} - \text{السنة السابقة}}{\text{السنة السابقة}} \right) \times 100\%$
- بيانات العمود (5,6,7) أحتُسبت من قبل الباحثة
- الأرقام بين قوسين () تعني إشارتها سالبة

شكل (3)

تحليل القيمة السوقية للسهم إلى العائد والنمو لمصرف اشور الدولي للمدة (2021-2016)



المصدر: عُد من قبل الباحثة استناد إلى بيانات الجدول (4)

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

توصلت الباحثة عن طريق دراسة جانبي البحث النظري والتحليلي إلى بعض استنتاجات يمكن تلخيصها بالآتي:

1. كلما ارتفع معدل نمو صافي الأرباح ارتفعت القيمة السوقية للسهم وجاذبية السهم في السوق المالية، حيث أن السمة الرئيسية لسوق الأسهم موجهة نحو المستقبل وتوقعات الأداء، فإن نسبة القيمة السوقية إلى العائد والنمو المرتفعة سوف تكون إيجابية.
2. يؤثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة تأثيراً إيجابياً في سعر السهم وحجم التداول السوقي له، وهذا ما يُثبت فرضية البحث.
3. وجود علاقة طردية بين الأرباح غير الموزعة وحصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة.
4. تؤثر الظروف الاقتصادية للبلد في أرباح المصرف.
5. ارتفاع نسبة القيمة السوقية للسهم إلى العائد والنمو يعني ارتفاع القيمة السوقية للسهم وأن المستثمرين مستعدين لدفع مبالغ أكبر عن كل وحدة من الدخل، والذي يمثل مؤشر إيجابي للمصرف.

ثانياً: التوصيات

بناءً على الاستنتاجات التي توصلت إليها الباحثة، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات تتمثل بالآتي:

1. يوصي البحث الاستثمار في المصارف ذات سياسة توزيع الأرباح المستقرة.
2. يمكن للمصرف اتباع سياسة توزيع أرباح توسعية في حال كان هناك أثر إيجابي لنسبة توزيع الأرباح في أسعار الأسهم، وأتباع سياسة توزيع أرباح انكماشية في حال كان هناك أثر سلبي لنسبة توزيع الأرباح في أسعار الأسهم.
3. السعي إلى تبني استراتيجيات تسعى إلى زيادة صافي أرباح المصرف لغرض رفع جاذبية أسهم المصرف في السوق المالية.
4. إجراء المزيد من الدراسات والبحوث في بيانات أخرى لاختبار أثر توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم.

المصادر والمراجع

أولاً: المصادر العربية

1. البراجنة، امجد ابراهيم، اختبار العلاقة بين توزيع الارباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، فلسطين، 2009.
2. بو حدرا، عبد الكريم، اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2011.
3. حداد، فايز سليم، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
4. الحضيرى، حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، ٢٠٠٠.

5. الحليم ، محمد فرح عبد، الاسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013.
6. حمدان، علام محمد موسى، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 1، الجامعة الاردنية، الاردن، 2014.
7. الحناوي، صالح الحناوي والعبد، جلال ، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر، 2002.
8. الحناوي، محمد صالح وآخرون، تحليل وتقييم الاوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2002.
9. الحناوي، محمد صالح ومصطفى، نهال فريد، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، مصر، 2005.
10. خوخي، خديجة، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 2011.
11. رمضان، زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠٢ .
12. السلطان، حسن، ادارة مخاطر الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2009.
13. سويلم، محمد علي، ادوات الاستثمار في البورصة، الطبعة الاولى، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013.
14. شقير، معاذ محمد، أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، سوريا، 2019.
15. شومان، حسنين فيصل والموسوي، كوثر حميد، أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم في قيمة الشركة، مجلة مركز دراسات الكوفة، مجلد2، العدد 1، جامعة الكوفة، 2012.
16. الطائي، سجي فتحي محمد، الرسملة المصرفية ودورها في تعزيز القدرة التنافسية، جامعة تكريت، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 19، المجلد6، العراق، 2010.
17. العامري، محمد علي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
18. عرفه، سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار الراية، عمان، الاردن، 2009.
19. لطفي، أمين السيد أحمد ، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٦ .
20. اللوزي،خالد محمد، اثر ممارسة إدارة الأرباح على اسعار الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الاوسط، عمان، الاردن، 2013.

21. محمد، أحمد البدوي ، محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 12، السودان، 2008.
22. مخلوف، وسيم سلمان، أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2019.
23. مصرف اشور الدولي، التقرير المالي السنوي للأعوام (2016-2021).
24. مطر، محمد وتيم، فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
25. النعيمي، عدنان تايه والساقي سعدون مهدي، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2017.
26. نور، عبد الناصر إبراهيم، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 1، السعودية، 2003.
27. هندي، منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.

ثانياً: المصادر الاجنبية

- 1- Aswath Damodaran, "Finance enterprise: Theory and practise, 2nd Edition, New York University, USA, 2006.
- 2- Shrikant Panigrahi & Yuserrie Zainuddin, **Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues**, University Malaysia, Malaysia, Reports on Economics and Finance, Vol1, No1, 2015.