



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة تشرين
كلية الاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادي
(دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية)

بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد الطالب

مضر محمود حيدر

إشراف

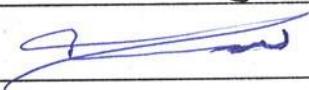
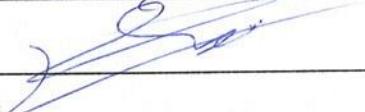
د. عبد الواحد حمودة
مدرس في قسم إدارة الأعمال
كلية الاقتصاد - جامعة تشرين

د. نهاد نادر
أستاذ مساعد في قسم إدارة الأعمال
كلية الاقتصاد - جامعة تشرين

2014/2013

تصريح

لقد قام الطالب بإجراء التعديلات المطلوبة

اسم الدكتور	التوقيع
د. نهاد نادر	
د. منذر مرھج	
د. قصي عمار	



قرار لجنة الحكم على رسالة ماجستير

٢٠١٤/١٦/٨٦
٢٠١٣/١١/٢٧

اجتمعت لجنة الحكم المشكلة بموجب قرار مجلس البحث العلمي رقم / ٢٢٠ / المتتخذ بالجلسة رقم / ٥ / المنعقدة بتاريخ / ٢٤ محرم / ١٤٣٥ هـ الموافق ٢٠١٣ / ١١ / ٢٧ م وذلك في تمام الساعة الثانية عشرة ظهرا من يوم الخميس

الموافق ١٦ / ١ / ٢٠١٤ م

والمؤلفة من السادة:

الدكتورة: نهاد نادر الأستاذة المساعدة في قسم إدارة الأعمال بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص / الادارة المالية/ عضواً ومشفراً.

الدكتور: منذر مرهج المدرس في قسم ادارة الاعمال بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص/ الادارة المالية/ عضواً.

الدكتور: قصي عمار المدرس في قسم ادارة الاعمال بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص / ادارة الإستثمارات / عضواً.

وناقشت اللجنة رسالة الماجستير التي تقدم بها الطالب : مصر محمود حيدر

عنوان: تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العاديـة – دراسة
تطبيـقـية على سوق عمان للأوراق المالية

وبعد المداولـة قررت لجنة الحكم:

مـوـعـدـ

٨٢

(١) منح الطالب مصر محمود حيدر علامة وقدره: (كتابـة درجة رقمـا) في كتابة درجة رقمـا
وبتقدير (صـفـة) في اختصاص إدارة الأعمال من قسم إدارة الأعمال في كلية الاقتصاد.

(٢) رفع هذا القرار إلى المجالس المختصة لمنحه الدرجة المذكورة واستصدار القرارات اللازمة لتمتعه بحقوق هذه الدرجة وامتيازاتها وفق الأصول النافذة.

اللـازـقـيـة: يوم الخميس في ١٦ / ١ / ٢٠١٤ م.

الدكتورة
نهاد نادر

الدكتور
منذر مرهج

الدكتور
قصي عمار

شهادة

نشهد بأن العمل الموصوف في هذه الدراسة هو نتيبة بحث قام به الطالب مصر حيدر بإشراف الدكتورة نهاد نادر وأي رجوع إلى بحث آخر في هذا الموضوع موثق في النص.

المشرف المشارك

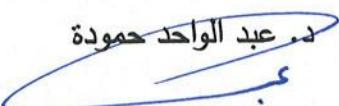
المشرف الرئيسي

المرشح

د. عبد الواحد حمودة

د. نهاد نادر

مصر حيدر







تصريح

أصرح بأن هذا البحث:

(تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادي (دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية))

لم يسبق أن قبل للحصول على أية شهادة ولا هو مقدم حالياً للحصول على شهادة أخرى.

المرشح

مصر حيدر



السيد الدكتور عميد كلية الآداب

جامعة تشرين

عملاً بقرار مجلس قسم اللغة العربية رقم ١ / تاريخ ٢٠١٣/١٢/١١ المتضمن
مدقاً لغويًا لرسالة الماجستير لمؤلفها الطالب فخر محمد حموده /
وهي بعنوان (تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار
الأدلة العادلة (دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية))
وتم تصويب الرسالة وتدقيقها بعد المناقشة النهائية ، كما تم الالتزام بملحوظات المدقق اللغوي
أصولاً

وتفضلوا بقبول الاحترام

اسم المدقق وتوقيعه د. فخر محمد حموده

عميد كلية الآداب والعلوم الإنسانية

الدكتور يوسف جابر



رئيس قسم اللغة العربية

د. يوسف جابر



الإهدا

أهدى هذا العمل إلى

نبع الحنان أمي

معلمي الأول أبي

مصدر إلهامي وشريكة حياتي زوجتي

قرة عيني وأملّي ولدي

أخوتي وأصدقائي الأعزاء

ملخص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد درجة استجابة أسعار أسهم الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للإعلان عن توزيع أرباح غير نقدية وهي توزيع أرباح في صورة أسهم في الأردن، وذلك بعد أن تضاربت نتائج الدراسات بشأن تأثير المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العاديّة.

ولتحديد ذلك الآخر قام الباحث باستخدام منهج دراسة الحدث حيث تم حساب متوسط العوائد غير العاديّة للشركات الأردنية التي أعلنت عن توزيع أرباح في صورة أسهم خلال فترة الإعلان من اليوم (20) قبل يوم الإعلان إلى اليوم (20) بعد يوم الإعلان وذلك خلال الفترة بين (2006-2010م)، حيث وجد الباحث أن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم يؤدي إلى حدوث عوائد غير عاديّة سلبيّة في اليوم (11) الذي يلي تاريخ الإعلان وذلك عند مستوى دلالة قدرها (0.01)، ووجد الباحث أيضاً عدم وجود علاقة بين حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم وتحقيق عوائد غير عاديّة أعلى. وقد فسر الباحث سبب حدوث العوائد غير العاديّة السلبية بأن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم في بورصة عمان يوصل رسالة للمستثمرين بأن عرض الأسهم سوف يزيد ، وأن تكلفة تداول الأسهم سوف تزيد مما يؤدي إلى إغراق البورصة بالمعروض من الأسهم دون أن يرافقه إشارات إيجابية عن أداء الشركات مستقبلاً الأمر الذي ينعكس سلباً على أسعار الأسهم السوقية ، ومن ثم تحقيق عوائد سلبيّة غير عاديّة ، وأن حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم لا يوصل أي محتوى إعلامي إضافي للسوق، أي لا يوصل أية معلومة إضافية للسوق حول مستقبل الشركة وربحيتها.

وبذلك يوصي الباحث الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان بالكف عن القيام بتوزيع أرباح في صورة أسهم لأن الاستمرار بذلك بالرغم من تحقيق عوائد سلبيّة غير عاديّة يؤدي إلى ابعاد المستثمرين عن الاستثمار بأسهم الشركة، ويوصي الباحث الشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بضرورة الفهم الصحيح لعملية توزيع الأرباح في صورة أسهم، وذلك من أجل الاستفادة من إيجابياتها كمصدر تمويلي للشركات، أو كوسيلة لجعل سعر السهم السوقي ضمن المدى التجاري الأمثل، واستخدامها من أجل إيصال رسالة للمستثمرين حول مستقبل الشركة وربحيتها.

كلمات مفتاحية:

توزيع الأرباح في صورة الأسهم- المحتوى الإعلامي- العوائد غير العاديّة- منهج دراسة الحدث.

رقم الصفحة	قائمة المحتويات
2	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
3	أولاً: الدراسات السابقة
8	ثانياً: ما يميز البحث الحالي عن الدراسات السابقة
9	ثالثاً: مشكلة الدراسة
9	رابعاً: أهمية الدراسة
10	خامساً: أهداف الدراسة
10	سادساً: متغيرات الدراسة
10	سابعاً- فرضيات الدراسة
10	ثامناً: منهجية الدراسة
11	تاسعاً: مجتمع الدراسة وعيتها
11	عاشرأ: محددات الدراسة
12	الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح
14	المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح النقدية
14	أولاً: تعريف السياسة العامة لتوزيع الأرباح
15	ثانياً: سياسة توزيع الأرباح النقدية
15	(1) تعريف سياسة توزيع الأرباح النقدية
17	(2) أنواع سياسات توزيع الأرباح النقدية
17	1-2- سياسة توزيع الأرباح المستقرة
17	أ- تعريف سياسة توزيع الأرباح المستقرة
17	ب- مزايا سياسة توزيع الأرباح المستقرة

19	ت- سلبيات سياسة توزيع الأرباح المستقرة
19	ث- أشكال سياسة توزيع الأرباح المستقرة
20	2- سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح
20	أ- تعريف سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح
21	ب- معادلة توزيع الأرباح في ظل اتباع سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح
22	ت- الخطوات التي تتبعها الشركات عند تحديد نسبة التوزيع المستهدفة في ظل هيكل التمويل المستهدف، وذلك في ظل سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح
22	ث- مزايا سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح
23	ج- عيوب سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح
23	3-2- معدل التوزيعات المثالي
24	4-2- اجراءات توزيع الأرباح النقدية
26	المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح غير النقدية
26	أولاً: توزيع الأرباح في صورة أسهم
26	1- تعريف توزيع الأرباح في صورة أسهم
26	2- النتائج المترتبة على توزيع الأرباح في صورة أسهم
28	ثانياً: تجزئة الأسهم
28	1- تعريف توزيع الأرباح في صورة تجزئة الأسهم:
29	2- النتائج المترتبة عن الأرباح الموزعة بشكل تجزئة أسهم
30	3- الفرق بين توزيع الأرباح في صورة أسهم، وتجزئة الأسهم
31	4- مزايا و مساوى توزيع الأرباح في صورة أسهم وفي صورة تجزئة الأسهم
31	أ- مزايا توزيع الأرباح في صورة أسهم وتجزئة الأسهم من وجهة نظر المساهمين
32	ب- مزايا توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم بالنسبة الشركة
33	ت- مساوى سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم من وجهة نظر الشركة

46	ثالثاً: مدرسة انعدام التأثير
46	1- حجج وبراهين مدرسة انعدام التأثير
47	2- الانتقادات التي وجهت إلى نظرية انعدام التأثير
48	رابعاً: نظرية تأثير عميل سياسة توزيع الأرباح
48	1- حجج وبراهين نظرية تأثير عميل سياسة توزيع الأرباح
49	2- الانتقادات التي وجهت بنظرية تأثير العميل
50	المبحث الثاني: المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح
50	أولاً: مفهوم المحتوى الإعلامي
51	ثانياً: المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح النقدية
52	ثالثاً: المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية
52	1- مفهوم المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية
52	1-1- المحتوى الإعلامي لسياسة تجزئة الأسهم
53	2-1- المحتوى الإعلامي لتوزيع الأرباح في صورة أسهم
54	3-1- المحتوى الإعلامي لإعادة شراء الأسهم
56	الفصل الرابع : الدراسة التطبيقية
57	أولاً: نبذة تاريخية عن بورصة عمان
57	ثانياً: مجتمع الدراسة
57	ثالثاً: عينة الدراسة
73	رابعاً: اختبار الفرضيات
84	النتائج
86	الوصيات
88	المراجع

رقم الصفحة	فهرس الجداول
27	الجدول (1): حقوق الملكية في ميزانية إحدى الشركات قبل توزيع الأرباح في صورة أسهم
27	الجدول (2): حقوق الملكية بعد توزيع الأرباح في صورة أسهم
29	الجدول (3): مكونات حقوق الملكية قبل تجزئة الأسهم
30	الجدول (4): مكونات حقوق الملكية بعد حدوث تجزئة الأسهم
58	جدول (5): الشركات الأردنية التي وزعت أرباحاً في صورة أسهم بين عامي (2010-2006)
63	الجدول (6): الشركات الأردنية التي وزعت أرباحاً في صورة أسهم بين عامي (2010-2006)، ومعدل تداولها اليومي خلال سنة تسبق الإعلان أكبر من . (%50)
65	الجدول (7): الشركات التي تمتلك إعلانات أخرى مرفقة للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم
67	الجدول (8): عينة الدراسة
71	الجدول (9): متوسط العوائد غير العادية في كل يوم من أيام فترة الإعلان وذلك حسب نموذج (MDR) ونموذج (MAR).
75	الجدول (10): قيم α المحسوبة خلال فترة الإعلان حسب نموذج (MAR)
78	الجدول (11): متوسط العوائد غير العادية المجمع خلال فترة الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم
80	الجدول (12): تقسيم العينة إلى مجموعتين حسب حجم التوزيع
81	الجدول (13): قيمة α المحسوبة بالنسبة للمجموعتين (توزيعات صغيرة الحجم، وكبيرة الحجم) خلال فترة الإعلان

رقم الصفحة	فهرس الأشكال
77	الشكل (1): العلاقة بين الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم وتحقيق أرباح غير عادية خلال فترة الإعلان
79	الشكل (2): تطور وسطي العوائد غير العادية المجمع خلال فترة الإعلان

رقم الصفحة	فهرس الملاحق
II	الملحق (أ) : العوائد غير العادية للشركات خلال فترة الإعلان وفقاً لنموذج (MDR)
X	الملحق (ب) : العوائد غير العادية للشركات خلال فترة الإعلان وفقاً لنموذج (MAR)

الفصل الأول
الإطار العام للدراسة

الإطار العام للدراسة

مقدمة:

يعتبر تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادية من أكثر موضوعات الإدارة المالية جدأً، إذ إنه يمثل حلقة الوصل بين قراري الاستثمار والتمويل في الشركة اللذين يحددان صافي التدفقات النقدية التي تتحققها الشركة والمخاطرة التي قد تتعرض لها هذه التدفقات النقدية، ومن ثم يحددان القيمة السوقية للشركة في ظل أسواق المال الكفوفة.

وفي ظل ما تعانيه معظم الأسواق المالية في الدول النامية من ضعف في الكفاءة ووجود تضارب معلومات بين الإدارة والمستثمرين، ف تكون أسعار أسهم الشركات بعيدة عن السعر الحقيقي لها، ولا تستجيب للتغيرات التي تطرأ على ربحية الشركة.

وانطلاقاً من كون المعلومات تعد مدخلاً شاملاً ومتاماً في تفسير أداء الشركات وتحليلها وتقييم أسهمها في السوق المالي، ولاسيما أن المعلومات المفصح عنها بالقارير المحاسبية غنية بالمعلومات المالية وذات قيمة اقتصادية تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية، من هنا ظهرت أهمية سياسة توزيع الأرباح وخاصة غير النقدية منها في تخفيف تضارب المعلومات وذلك من خلال استخدام إعلانات توزيع الأرباح غير النقدية مثل توزيع أرباح في صورة أسهم، وتجزئة الأسهم، وإعادة شراء الأسهم، في إيصال رسائل معينة للمستثمرين تخص مستقبل الشركة وربحيتها.

أولاً: الدراسات السابقة

أ- الدراسات العربية:

1- دراسة (منصور، 1995) "أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية":

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المتعلقة بالسياسات الخاصة بالأرباح الموزعة وبيان درجة العلاقة بين كل منها والسعر السوفي للسهم العادي في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، وشملت عينة الدراسة (46) شركة مساهمة يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، وغطت الدراسة الفترة ما بين (1986-1992م).

أظهرت نتائج الدراسة أن القيمة الدفترية للسهم بما تتضمنه من القيمة الاسمية للسهم العادي مضافة إليها نصيب السهم الواحد من الاحتياطييات الرأسمالية والأرباح المحتجزة تمثل العامل الأساس والرئيس ذا الارتباط القوي في تحديد اتجاهات أسعار الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية، وباقى العوامل المتعلقة بسياسات الأرباح الموزعة ليست ذات تأثير على السعر السوفي للسهم العادي.

2- دراسة (منذر مرهج، 1999) "أثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة المنشاة بالتطبيق على الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

هدفت هذه الدراسة إلى:

(1) تحديد الأثر النسبي الذي يحدثه الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم دون غيره من العوامل الأخرى المؤثرة.

(2) التعرف إلى بعض خصائص سوق الأوراق المالية المصرية وذلك من خلال معرفة طبيعة واتجاه رد فعل سعر السهم للمعلومات الصادرة عن المنشآت ذات العلاقة.

طبقت هذه الدراسة على الشركات المصرية المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية التي وزعت أرباحاً خلال الفترة ما بين (1992-1996م).

وقد نتج عن هذه الدراسة الآتي :

(1) إن الإعلان عن توزيع الأرباح كمحظى إعلامي تجسد بوضوح في حركة التداول على أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة التي تم رصدها وتحليلها حول تاريخ الإعلان وعلى مدى فترة طويلة نسبياً.

- 2) كان للأثر الإعلامي اتجاه واحد في كل الحالات التي وجد فيها، فقد كانت العائد غير العادي المتحقق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات سالبة ومتواقة مع فرض المحتوى الإعلامي، بانخفاض العائد غير العادي نتيجة لانخفاض مستوى التوزيعات، ولكنها كانت سالبة أيضاً في حالة الإعلان عن زيادة التوزيعات بمعدلات تقل عن 25%， وبشكل مخالف لما هو متوقع لها.
- 3) قلة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين في بورصة الأوراق المالية المصرية، ورغبتهم في الحصول على دخل ثابت ومعقول.
- 4) إن استقرار توزيع الأرباح وعدم اختلافها عما هو متوقع، يؤدي إلى تشجيع حركة التداول على الأسهم بشكل كبير وملحوظ والحفاظ على قيمتها الحقيقية التي تتعدل وفقاً لظروف المنشأة، ودرجة نجاحها بالشكل الذي يمكن التنبؤ به وتوقعه مسبقاً.
- 5) انخفاض مستوى كفاءة السوق المالي المصري، حيث إن المعلومات الجديدة المنقولة من خلال الإعلان عن توزيعات الأرباح لا تتعكس مباشرة على سعر السهم.
- 6) عدم وجود علاقة قوية بين حجم التغير غير المتوقع في التوزيعات ورد الفعل السوقي المتمثل بحجم العائد غير العادي المحقق.

3- دراسة (أبو الهيجاء، 2004) "سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم"

دراسة ميدانية في سوق عمان المالي:

هدفت هذه الدراسة إلى:

- 1) بيان أثر سياسات توزيع الأرباح في القيمة السوقية للسهم.
- 2) بيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على القيمة السوقية للسهم.
- 3) دراسة هذه العلاقة على مستوى الشركة الواحدة وكذلك على مستوى كل قطاع اقتصادي وعلى مستوى السوق ككل.
- 4) بيان دور عنصر الزمن في التأثير على العلاقة.
- 5) الوصول إلى نتائج تفسر التعارض بين نتائج الدراسات السابقة وتفسر العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

وقد خرجت هذه الدراسة بنتائج على الشكل الآتي:

- 1) وجد الباحث أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم، وأن التباين في النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في هذا الإطار مردها الاختلاف في عينة البحث واختلاف المنهجية المتبعة في الحصول على النتائج.
- 2) إن الشركات الأردنية تتبع سياسات متشابهة في توزيع الأرباح، حيث تبين أن الشركات في الأردن قد حاولت المحافظة على عائد مستقر للسهم في حدود معينة.

4- دراسة (رمضان، 2004) "أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية":

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة، وإلى البحث فيما إذا كانت الشركات الأردنية من الناحية العملية تتبع منهج (متبقى التوزيعات) كسياسة لتوزيع الأرباح على المساهمين، وسعت أيضاً إلى الوقوف على الأسباب التي تدفع المستثمرين الأردنيين إلى تفضيل الربح النقدي على الأرباح الرأسمالية.

ونتج عن هذه الدراسة ما يأتى:

- 1) هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات الأردنية.
- 2) الشركات الأردنية على مستوى السوق ككل لا تتبع سياسة متبقى التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

5- دراسة (بني سعيد، 2004) "أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان":

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة توضيح شكل العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية.

وكانت نتائج هذه الدراسة:

- 1) وجود علاقة عكسية تتسم بضعفها بين الأرباح الموزعة وأسعار الأسهم.
- 2) برز تأثير عائد السهم كعامل نشيط ومهم من حيث ارتباطه وتأثيره على القيمة السوقية.
- 3) يهتم المستثمر الأردني بالأرباح الرأسمالية أكثر من اهتمامه بالأرباح الموزعة.

6- دراسة (زعرب، شراب، 2007) "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح والأرباح النقدية الموزعة والأرباح المحتجزة والأسهم العينية وتاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية في اقبال المستثمرين في سوق فلسطين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحاً، وتكون مجتمع البحث من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها (28) شركة وذلك عن طريق استخدام أسلوب المسح الشامل وغطى البحث الفترة ما بين (1997 - 2005 م) ونتج عن هذه الدراسة أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر في سعر السهم السوفي وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر تداول السهم في السوق وقيمه ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوفي له.

بـ- الدراسات الأجنبية:

1- دراسة (Grinblatt, 1984)

(The effects valuation of stock splits and stock dividend)

(تقييم تأثيرات تجزئة الأسهم وتوزيع الأرباح في صورة أسهم)

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر تجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم على أسعار الأسهم العادي.

غطت هذه الدراسة الفترة ما بين (1967-1976م) وتم اختيار العينة من الشركات المدرجة في بورصة نيويورك وتم استخدام نموذج البرمجة الخطية، ونتج عن هذه الدراسة أنه في المتوسط هناك علاقة ذات دلالة معنوية تجلت في زيادة أسعار الأسهم الشركات عند الإعلان عن تجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم، وبشكل عام هذه الزيادة في أسعار الأسهم لا يمكن نسبها إلى إعلانات أخرى معاصرة ويمكن نسب هذه الزيادة إلى توقعات المستثمرين في الزيادة الوشيكة في التوزيعات النقدية مستقبلاً.

2- دراسة (Dividend , stock : (Mark D. Vaughan , Michael G. Wiliams, 1998 repurchases and signaling)

(التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، والمحتوى الإعلامي)

هدفت هذه الدراسة إلى اختيار قوة محتوى المعلومات لتوزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم وتأثيرها على التغير في الدخل المستقبلي.

غطت هذه الدراسة الفترة ما بين (1977-1994) وتم اختيار البيانات من قاعدة البيانات .(COMPUSTAT)

ونتج عن هذه الدراسة أن التغيرات في توزيعات الأرباح هي الإشارة الأقوى للسوق حول التغيرات في الدخل المستقبلي، وبعد تجزئة العينة لاختبار أثر التغير في السياسة الضريبية وجدت الدراسة تناقصاً معنرياً في الأثر الضريبي السلبي لتوزيعات الأرباح، ووجدت هذه الدراسة أنه لا يوجد دليل على أن إعادة شراء الأسهم لها محتوى معلومات مؤثر في الدخل المستقبلي.

3- دراسة (Stock split :(Rodney D. Boehme ,Bartley R. Danielsen, 2007 post -announcement return under reaction or market friction)

(استجابة السوق للإعلان عن تجزئة الأسهم):

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين تجزئة الأسهم العوائد طويلة الأجل اللاحقة للإعلان عن تجزئة الأسهم، غطت هذه الدراسة الفترة ما بين (1950-2000م) وتم اختيار العينة من قاعدة البيانات CRSP وتضمنت هذه العينة 5.550 حالة تجزئة و 556 حالة توزيعات أسهم كبيرة الحجم

مدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية وقد تم استخدام نموذج (Calender – time Portfolio) الذي اقترحه (Stafford AND Michel) ونتج عن هذه الدراسة : لم يتم إيجاد الدليل على وجود عوائد غير اعتيادية طويلة إيجابية بعد تجزئة الأسهم ، ولكن نجد عوائد إيجابية بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم لا تستمر بعد تاريخ التجزئة الفعلي.

4- دراسة (Satyajit Dhar and Sweta Chhaochharia, 2008)

(Market reaction around the stock split and Bonus issue)

(استجابة السوق للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم وتجزئة الأسهم)

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد فيما إذا كان هناك عوائد غير اعتيادية حول تاريخ الإعلان عن تجزئة الأسهم أو توزيعات الأسهم وما هي سرعة محتوى المعلومات لتجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم في التأثير على أسعار الأسهم، وأجريت هذه الدراسة على الأسهم المدرجة في السوق الهندية وتم احتساب العوائد غير الاعتيادية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وتم إجراء اختبار T. test لاختبار المعنوية والعينة مكونة من 90 حالة تجزئة أسهم و 82 حالة توزيعات أسهم لشركات مدرجة في بورصة الهندية وغطت هذه الدراسة الفترة ما بين (2001-2007)، وقد نتج عن هذه الدراسة أن الإعلان عن توزيع الأسهم له دلالة معنوية إيجابية حيث كانت العوائد غير الاعتيادية الناتجة عنها 1.8%، والإعلان عن تجزئة الأسهم له دلالة معنوية إيجابية حيث كانت العوائد غير الاعتيادية الناتجة عن الإعلان 0.8%.

5- دراسة (Garcia de Andoain , Carlos –Bacon Frank. w, 2009)

(The impact of stock split announcements on stock price , test of market efficiency (تأثير الإعلان عن تجزئة الأسهم على أسعار الأسهم)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فيما إذا كان المستثمر يستطيع تحقيق عوائد غير اعتيادية بالاعتماد على محتوى معلومات الإعلان عن تجزئة الأسهم وهدف أيضاً إلى اختبار متى وكيف يؤثر الإعلان عن تجزئة الأسهم الأمامية والعكسية في أسعار الأسهم العادي وذلك لاختبار نظرية كفاءة السوق، هذه الدراسة تضمنت عينة من الشركات أعلنت عن تجزئة الأسهم (1 for 2), (2for 1), (3 for 2) وتجزئة عكسية، وهذه الشركات أسهمها تتداول في بورصة نيويورك وبورصة ناسداك وتم استخدام نموذج : (Standard, risk, adjusted, event study).

نتائج عن هذه الدراسة ما يأتي :

إن الإعلان عن تجزئة الأسهم لا يؤثر في أسعار الأسهم في يوم الإعلان ونتج أيضاً أنه في حالة التجزئة (1 for 2) والتجزئة (2 for 1) أن أسعار الأسهم تبدي ردة فعل معنوية إيجابية بعد (27) يوماً من يوم الإعلان، أما بالنسبة إلى عينة التجزئة العكسية فإن أسعار الأسهم تبدي ردة فعل معنوية سلبية بعد (30) يوماً من يوم الإعلان عن تلك التجزئة وهذا يدعم نظرية كفاءة شبه القوية ، ولا يستطيع أحد من المستثمرين تحقيق عوائد غير اعتيادية في يوم الإعلان عن التجزئة، وينظر

المستثمرين إلى التجزئة الأمامية للأسهم على أنها ذات محتوى معلومات جيدة لهم وأن التجزئة العكسية ذات محتوى معلومات سيئة لهم.

6- دراسة (Chandrapala, 2009)

(The information content of stock dividend announcements: Evidence from Srilanka)

(المحتوى الإعلامي لتوزيع الأرباح في صورة أسهم)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار رد فعل السوق على الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم في فترة ما بين عامي (1998 - 2007) في السوق السيرلنكية ، واستخدمت منهاج دراسة الحدث حيث تم الربط بين الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم كمتغير مستقل وحدوث عوائد غير عادية في يوم الإعلان كمتغيرتابع ، ونتج عن هذه الدراسة حدوث عوائد غير عادية إيجابية ذات دلالة معنوية في يوم الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم.

7- دراسة (Nobanee, et al, 2009)

(An Analysis of the Informational Content of Dividend Change Payments at Amman Stock Exchange)

"تحليل المحتوى الإعلامي للتغيرات في التوزيعات النقدية في سوق عمان للأوراق المالية"

اختبرت هذه الدراسة رد فعل السوق المالية على الإعلان عن التغيرات في الأرباح النقدية الموزعة خلال الفترة ما بين عامي(1996-2002م) في سوق عمان المالي، وقد استخدمت منهاج دراسة الحدث لاختبار فيما إذا كان هناك عوائد غير عادية في يوم الإعلان أو حوله ونتج عن هذه الدراسة أن السوق تستجيب بشكل سلبي للإعلان عن تغيرات في الأرباح النقدية الموزعة وذلك من خلال تحقق عوائد غير اعتيادية سلبية.

ثانياً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

إن أهم ما يميز الدراسة الحالي عن الدراسات السابقة هو ما يأتي :

1- بالنسبة إلى لدراسات العربية لم يتطرق أي منها للمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية، حيث ركزت تلك الدراسات على تأثير سياسات توزيع الأرباح النقدية على القيمة السوقية للأسهم العادية بينما ركز الباحث في دراسته على المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية وأثرها في أسعار الأسهم العادية.

2- بالنسبة إلى الدراسات الأجنبية فهي مطبقة غالباً في أسواق مالية متقدمة، بينما يقوم الباحث بتطبيق دراسته على سوق عمان للأوراق المالية التي تعتبر من الأسواق الناشئة¹.

¹ جاء في دراسة (ابن حاسين وأخرون، 2009) أن سوق عمان للأوراق المالية تعتبر من الأسواق الناشئة.

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة البحث في تحديد مدى وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية (توزيع الأرباح في صورة أسهم في الأردن) على أسعار الأسهم العادية لدى الشركة، ومن ثم هل يوجد تأثير موجب، أم سالب، أم لا يوجد أي تأثير لهذا المحتوى الإعلامي على أسعار الأسهم العادية للشركة.

ويمكن صياغة مشكلة البحث على الشكل الآتي:

- 1) هل توجد علاقة بين الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم وبين تحقيق عوائد غير عادلة خلال فترة الإعلان.
- 2) هل توجد علاقة بين حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين تحقيق عوائد غير عادلة خلال فترة الإعلان.

رابعاً: أهمية الدراسة:

(1) الأهمية العملية:

تبعد أهمية البحث من محاولته الكشف عن واقع سياسات توزيع الأرباح غير النقدية المطبقة في الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وتحديد أثر المحتوى الإعلامي سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم في أسعار الأسهم العادية. وقد طبق هذا البحث دراسته وتحليله على سوق عمان للأوراق المالية التي تعتبر من الأسواق الناشئة. ومن ثم يمكن استخدام نتائجه وتحليلاته في تطوير سوق الأوراق المالية السورية التي تعتبر من الأسواق حديثة العهد، وذلك من خلال الفهم الصحيح لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية، والاستفادة من إيجابيات كل سياسة من السياسات (توزيع الأرباح في صورة أسهم، تجزئة الأسهم، إعادة شراء الأسهم)، ومن ثم تطوير آلية عمل سوق دمشق للأوراق المالية واستجابتها للمعلومات المالية المتداولة من قبل الشركات.

(2) الأهمية العلمية:

تتمثل الأهمية العلمية من خلال الإضافة العلمية التي يسعى الباحث إلى الوصول إليها وتعلق بدراسة تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادية، وبالرغم من جود العديد من الدراسات التي تتناول سياسة توزيع الأرباح النقدية بالدراسة والتحليل، إلا أنه تدر نسبياً الدراسات التي تتناول تأثير المحتوى الإعلامي سياسة توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم، لذلك يتوقع أن يلقي البحث الضوء على جوانب لم تحظ بالاهتمام الكافي في المكتبة العربية.

خامساً: أهداف الدراسة:

نتمثل أهداف الدراسة في:

- 1) دراسة العلاقة بين الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم والعوائد غير العادية خلال فترة الإعلان.
- 2) تحديد مدى استجابة أسعار الأسهم العادية للمعلومات التي ينقلها الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم.
- 3) تحديد مدى استجابة أسعار الأسهم العادية للمعلومات التي ينقلها حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم.

سادساً: متغيرات الدراسة:

• المتغير المستقل: سياسة توزيع الأرباح غير النقدية.

المتغير التابع: الأسعار السوقية للأسهم العادية المسجلة في بورصة عمان.

سابعاً - فرضيات الدراسة:

- 1) توجد علاقة ذات دلالة بين الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين العوائد غير العادية خلال فترة الإعلان.
- 2) توجد علاقة ذات دلالة بين حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين تحقيق عوائد غير عادية خلال فترة الإعلان.

ثامناً: منهجية الدراسة:

- 1) الدراسة النظرية: اعتمدت على أهم ما ورد في المراجع العربية والأجنبية والمقالات والدوريات والدراسات المتعلقة بأدبيات البحث وذلك من أجل توضيح أهم الأسس والمفاهيم العامة النظرية للموضوع المدروس.
- 2) الدراسة الميدانية: لقد اعتمد الباحث على البيانات والقوائم المالية المأخوذة من سوق عمان للأوراق المالية ومن هيئة الأوراق المالية الأردنية (مركز إيداع الأوراق المالية) وهي بيانات ثانوية اعتمدت عليها الباحث في الدراسة وتم اختبار فروض الدراسة باستخدام أسلوب اختبار فروض حول متوسط المجتمع، والذي يتمثل في اختبار أن متوسط العائد غير العادي يساوي صفرًا، ولهذا سيتم استخدام إحصاء (t)، لاختبار معنوية اختلاف العوائد غير العادية عن الصفر خلال فترة الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم وقام الباحث باستخدام اختبار (Mann Whitney) لاختبار الفرضية الثانية المتعلقة بالعلاقة بين حجم توزيع الأرباح وتحقيق عوائد غير عادية أعلى.

تاسعاً: مجتمع الدراسة وعينتها :

- 1) تكون مجتمع الدراسة من الشركات الأردنية المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية.
- 2) عينة البحث تكونت من الشركات التي وزعت أرباحاً في صورة أسهم بين عامي (2006-2010) والتي معدل تداولها اليومي خلال (200) يوم التي تسبق اليوم (20) للإعلان عن توزيع ارباح في صورة أسهم، لا يقل عن (50%)، ولا تمتلك إعلانات أرباح وإعلانات توزيع ارباح نقدية متزامنة مع الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم خلال فترة الإعلان.

عاشرأً: محدودات الدراسة:

- 1) لم تشمل الحالة العملية في هذه الدراسة على حالات تجزئة الأسهم، وحالات إعادة شراء الأسهم، وذلك بسبب عدم توفر عدد مشاهدات كافي للقيام بالدراسة العملية، فقد اقتصرت فقط على حالات توزيع الأرباح في صورة أسهم.
- 2) غطت هذه الدراسة حالات توزيع الأرباح بين عامي (2006-2010)، ولم يستطع الباحث الحصول على بيانات أحدث، بسبب التأخير في نشر بعض التقارير المالية سواء من قبل سوق عمان للأوراق المالية، أو هيئة الأوراق المالية الأردنية.

الفصل الثاني

سياسة توزيع الأرباح

مقدمة:

تتمثل القرارات المالية بالنسبة إلى أية شركة في قرار الاستثمار، وقرار التمويل، وقرار توزيعات الأرباح (منير الهندي، 1999)، وبالرغم من أهمية تأثير قراري الاستثمار والتمويل على أسعار الأسهم العادلة لدى أية شركة، إلا أن تأثير قرار توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم العادلة يعد من أكثر موضوعات الإدارة المالية جدلاً، إذ أنه يمثل حلقة الوصل بين قراري الاستثمار والتمويل في الشركة اللذين يحددان صافي التدفقات النقدية التي تتحققها الشركة والمخاطرة التي قد تتعرض لها هذه التدفقات النقدية، ومن ثم يحددان القيمة السوقية للشركة في ظل أسواق المال الكفوعة (Brealey, et, al, 2003, p 606)، وتقوم الشركات بالإنتاج من أجل تلبية حاجات المجتمع الاستهلاكية، ولا سبيل لها إلى النمو والتتوسع من دون إشباع الطلب على السلع والخدمات الاستهلاكية، بينما يقوم المستثمر باستثمار أمواله في الشركة، ويقوم بتأخير حصوله على منافع استهلاكية حاضرة في سبيل حصوله على منافع استهلاكية أكبر في المستقبل أي أنه يستثمر على أمل الحصول على أرباح يخصص جزء منها -على الأقل- لإشباع حاجاته الاستهلاكية (ولاسيما في سوق عمان للأوراق المالية التي تعتبر سوقاً ناشئة بدرجة كفاءة منخفضة، يصعب على المستثمر معها بيع أسهمه بالقيمة العادلة، من أجل توفير دخله الاستهلاكي)، ومن ثم لابد أن تقوم الشركة بتوزيع جزء من أرباحها على مساهميها حتى يتمكنوا من تأمين حاجاتهم الاستهلاكية.

ويمكن للمساهم أن يمارس ضغطاً على الشركة من أجل الحصول على قدر مناسب من توزيعات الأرباح، يكفي لإشباع حاجاته للدخل الجاري، وتبدأ هذه الضغوط بقيام المساهمين ببيع أسهمهم التي يمتلكونها في الشركة مسببين انخفاض في أسعار الأسهم ومن ثم انخفاض قيمتها السوقية، وتنتهي بالتصويت على عزل مجلس الإدارة وتعيين مجلس إدارة جديد يلتزم باتباع سياسة توزيع أرباح تلبى حاجاتهم للدخل الجاري، (Brigham and Ehrhardt, 2011, p 545) ومن هنا تبدو أهمية سياسة توزيع الأرباح كأدلة أساسية لإرضاء المساهمين، وجذب أموال الاستثمار، واستمرار ونمو الشركات في دنيا الأعمال، إضافة إلى نمو أسعار أسهمها في سوق المال.

قسم الباحث هذا الفصل إلى مبحدين، وقد حاول الباحث أن يغطي في المبحث الأول سياسة توزيع الأرباح النقدية، وسياسة توزيع الأرباح غير النقدية في المبحث الثاني.

المبحث الأول:

سياسة توزيع الأرباح النقدية:

مقدمة:

سيتحدث الباحث في هذا المبحث عن تعريف السياسة العامة لتوزيع الأرباح، وتعريف سياسة توزيع الأرباح النقدية، وأنواع توزيعات الأرباح (توزيع أرباح مستقرة، أو نموذج المتبقى لتوزيع الأرباح)، ومزايا وعيوب كل نوع، والتاريخ المرتبط بتوزيع الأرباح.

أولاً: تعريف السياسة العامة لتوزيع الأرباح:

- عُرفت على أنها "الطريقة التي يتم بموجبها تقسيم الأرباح الصافية بعد الضرائب إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين، وفائض يحتجز ويعاد استثماره في الشركة مستقبلاً (Fred Weston, 1973, p. 389).
- وُعرفت على أنها "قرار تقسيم أرباح الشركة الصافية إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين، والجزء المتبقى يتم احتجازه من أجل إعادة استثماره، وبيان ما هي سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر الأفضل بالنسبة إلى المساهمين وبالنسبة إلى الشركة" (Brealey and stewart, 2003, p. 606).
- كما عُرفت سياسة توزيع الأرباح على أنها "قرار المنشأة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المالك وبين احتجاز تلك الأرباح بغض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة". (منير الهندي، 1999، ص. 689).
- وُعرفت أيضاً بأنها توزيع أرباح نقدية أو أسهم أو أي نوع من الملكية تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين ويمكن لمجلس إدارة الشركة أن يعلن عن توزيع أرباح في أي وقت يريد ولا يعتبر ملزماً للشركة أن توزع أرباحاً (Fabozzi and Peterson, 2003, p. 543).
- وُعرفت السياسة العامة لتوزيع الأرباح بأنها عملية مفاضلة بين توزيع أرباح نقدية وبين اصدار أسهم جديدة عن طريق رسملة الأرباح أو إعادة شراء الشركة لأسهمها (رمضان، 2004 ، ص. 29).
- وُعرفت أيضاً بأنها قرار تقسيم أرباح الشركة الصافية إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين والجزء المتبقى يتم احتجازه من أجل إعادة استثماره وبيان ما هي سياسات الأرباح الموزعة الأكثر شيوعاً بين الشركات وأية سياسة من هذه السياسات تعتبر الأفضل بالنسبة إلى المساهمين وبالنسبة إلى الشركة (عبابنه، 2005، ص.22).

وفي ضوء التعريف السابقة يتبعن للباحث ما يأتي :

تتعلق السياسة العامة لتوزيع الأرباح بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية التي تحصل عليها بعد اقتطاع النفقات من الإيرادات إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين، والجزء المتبقى يتم احتجازه، وتتعلق السياسة العامة لتوزيع الأرباح أيضاً بسياسة توزيع الأرباح غير النقدية (سياسة توزيع أرباح في صورة أسهم، تجزئة الأسهم، توزيع الأرباح في صورة إعادة شراء الأسهم) وبالتالي فإن المساهم يحصل على الأرباح من خلال مجموعة من السياسات، يمكن أن تكون مجتمعة في سياسة واحدة .

ثانياً: سياسة توزيع الأرباح النقدية

1) تعريف سياسة توزيع الأرباح النقدية:

- عُرفت على أنها عبارة عن توزيعات أرباح نظامية ربعية تكون على شكل دفعات نقدية تدفع مباشرة للمساهمين عندما لا ترى الإدارة مانعاً من دفع الأرباح (Brealey, et al, 2003, p.606).
- وُعرفت أيضاً بأنها ذلك الجزء الذي تحدده الشركة من أرباحها الصافية لكي تدفعه للمساهمين بشكل أرباح موزعة نقدية وفي الغالب تدفع الشركات هذه الأرباح بشكل ربع سنوي (Rebort H. Smith, 2001, p.214).
- كما عُرفت التوزيعات النقدية بأنها عبارة عن مدفوعات تسلم مباشرة للمساهمين حسب نسبة ملكيتهم وتدفع التوزيعات النقدية على الأسهم القائمة ولا تدفع على أسهم الخزينة ويمكن أن تدفع بشكل شهري أو ربعي أو نصف سنوي أو سنوي (Fabozzi and Peterson, 2003, p545).
- وُعرفت بأنها ذلك الجزء من الأرباح الصافية الذي تقوم الشركة بتوزيعه على حملة الأسهم لديها وهو عبارة عن العائد على استثمار هؤلاء المستثمرين بأموالهم في الشركة مع ملاحظة أن هذا الجزء من الأرباح الموزعة يخص حملة الأسهم العادية وأن حملة الأسهم الممتازة غير معنيين بهذه الأرباح (أبو الهيجاء، 2004 ، ص. 19).
- وُعرفت أيضاً بذلك الجزء الذي تحدده الشركة من أرباحها الصافية لكي تدفعه للمساهمين بشكل أرباح موزعة نقدية وفي الغالب تدفع الشركات هذه الأرباح بشكل ربع سنوي (عبابنه، 2005 ، ص.23).
- كما عُرفت بأنها خطة عمل للشركة يتم اتباعها عندما تحتاج لاتخاذ قرار يتعلق بتوزيع الأرباح النقدية بحيث تقدم هذه الخطة عدة بدائل يمكن للشركة الاختيار بينها للوصول إلى الهدف المنشود ويتم وضع هذه الخطة مع الأخذ بعين الاعتبار هدفين أساسين هما تعظيم ثروة حملة الأسهم وتلبية احتياجات الشركة لتمويل استثماراتها (رمضان، 2004 ، ص. 30).

وفي ضوء ما تقدم يرى الباحث أن سياسة توزيع الأرباح النقدية هي عبارة عن خطة عمل للشركة تتعلق بتوزيع الأرباح النقدية، وتقدم هذه الخطة بداخل عدّة تتعلق بالنقاط الآتية:

◆ مدى استقرار التوزيعات ومدى تفضيل المساهمين لذلك الاستقرار وتحديد أثر ذلك في الإقبال في أسهم الشركة.

يجب أن ترتبط سياسة توزيع الأرباح بكلية الأموال السائلة المتاحة للشركة وليس بمقدار الأرباح القابلة للتوزيع فقط، ومع أنه يمكن للشركة اللجوء إلى الاقتراض لتمويل عملية توزيع الأرباح النقدية، أو إصدار أسهم جديدة لتمويل عملية التوزيع، إلا أن الشركة في الغالب لا تلجأ إلى ذلك بسبب التكاليف المرتفعة لمثل هذا القرار (Brigham and Ehrhardt, 2011, 550) التوزيعات حيث إن تذبذب قيمة التوزيعات قد يحمل في مضمونه تكلفة قد تكون أعلى من تكاليف تمويل التوزيعات من مصادر تمويل خارجية، (Damodaran and Aswath, 1997, p.572).

◆ تحديد علاقة سياسة توزيع الأرباح النقدية بسياسي التمويل والاستثمار، فتوزيع الأرباح قد يكون من مصادر أو من أحدهما (Brigham, Ehrardt, 2011, p.552) الأول: النقدية الناجمة عن العمليات.

الثاني: الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة.

فتكون سياسة توزيع الأرباح قراراً استثمارياً إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول وهو النقدية الناجمة عن العمليات التشغيلية وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة وخاصة عند اتباع سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح حيث يتم تحديد الفرص الاستثمارية المتاحة وتقوم الشركة بتمويلها وبعد ذلك تقوم بتوزيعباقي على المساهمين.

وقد تلّجأ الشركة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيع الأرباح وهنا يمكن اعتبار قرار توزيع الأرباح تابعاً للقرارات التمويلية.

◆ يجب أن تقوم الشركة بوضع نسبة توزيع مستهدفة، ويجب أن تكون التوزيعات النقدية في ضوء تلك النسبة.

◆ يجب أن تكون نتيجة قرار توزيع الأرباح النقدية هي تعظيم القيمة السوقية للمنشأة.

2- أنواع سياسات توزيع الأرباح النقدية:

2-1- سياسة توزيع الأرباح المستقرة (Dividend stability)

أ- تعريف سياسة توزيع الأرباح المستقرة:

- عُرفت سياسة توزيع الأرباح المستقرة بأنها "استقرار نمط توزيعات الأرباح، فالتوزيعات التي تزداد من عام لآخر أو تتحفظ من عام لآخر بانتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة. (منير الهندي، 1991، ص.715).

- كما عُرفت على أنها "توزيع أرباح بصورة منتظمة وذلك حتى في حالة تذبذب عائدات الشركة من سنة إلى أخرى ، وأية زيادة في الأرباح الموزعة يجب أن تكون بعد أن تتحقق الشركة من أنها زيادة مستقرة، ولا تحفظ الأرباح الموزعة حتى تتأكد إدارة الشركة أن مستوى الأرباح قد انخفض بصورة نهائية ودائمة(Hampton, 1983, p.570).

يستنتج الباحث من التعريفات السابقة أن التعريف الثاني قد عبر بشكل أكبر من التعريف الأول عن استقرار توزيع الأرباح، ويرى الباحث أنه من الممكن تعريف سياسة توزيع الأرباح المستقرة على الشكل الآتي:

تعني سياسة الأرباح الموزعة المستقرة بأن الشركة لن تقوم بزيادة نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما زادت الأرباح الصافية إلا إذا كانت الشركة تعتقد بأن الزيادة في الأرباح الصافية تعبّر عن مستوى جديد للأرباح ومن الممكن الاستمرار في تحقيقه، و لن تقوم الشركة بتخفيض الأرباح الموزعة كلما انخفضت الأرباح الصافية إلا إذا كانت الشركة تعتقد بأن الانخفاض في مستوى الأرباح الصافية ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادي العام أو بوضع الصناعة أو بمقدرة الشركة على المنافسة في سوق الصناعة وأن الانخفاض سوف يستمر لفترة زمنية طويلة نسبياً.

ب- مزايا سياسة توزيع الأرباح المستقرة:

- من خلال تفسير نظرية تأثير العميل (Clientele effect) فإن الشركة تجذب المساهمين الذين يرغبون بسياسة توزيع الأرباح الخاصة بها، فالشركة التي توزع أرباحاً مستقرة عالية تجذب المساهمين الراغبين في الدخل الجاري، والشركة التي توزع أرباحاً قليلة مستقرة، فإنها تستقطب المساهمين المعنيين في الأرباح الرأسمالية (Black and scholes, 1974, pp1-12).

- عندما تقوم الشركة بتوزيع أرباح بصورة دائمة ومنتظمة فهذا يمكن أن يوصل رسالة إلى المستثمرين على أنه استمرار للنشاط العادي للمنشأة، ومن ثم إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة ومن ثم زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعار أسهمها (Hampton, 1983, p.570).

- إن اتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة يحسن من سمعة الشركة وقدرتها عادة في الحصول على الأموال بشروط مرضية (Hampton, 1983, p.570).
- حسب تفسير تأثير العميل (Clientele effect) فإن سياسة توزيع الأرباح سوف تجذب الكثير من المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على إيرادات منتظمة ومرتفعة من أجل تدعيم دخولهم الجارية (محمود صبح، 2000)، وهذا النوع من المساهمين يكون مستعداً لدفع علاوة للحصول على أسهم ذات عائد مستقر ومرتفع، كما أن الشركات التي توزع أرباحاً مستقرة منخفضة قد تجذب كبار المستثمرين الذين يفضلون احتجاز القسم الأكبر من الأرباح وذلك بسبب عدم تفضيلهم لدفع ضرائب كبيرة على التوزيعات النقدية، ورغبتهم في تجنب تكاليف إعادة استثمار التوزيعات المرتفعة.
- هناك مجموعة من المستثمرين يفضلون أن تكون درجة التأكيد عالية في توزيعات الأرباح، بحيث يكون بمقدور المستثمر التنبؤ بدخله، مما يساهم في رفع سعر السهم وهذا ما تتحققه سياسة توزيع الأرباح المستقرة (Brigham and Ehrhardt, 2008, p. 560).

ت- سلبيات سياسة توزيع الأرباح المستقرة:

هناك مجموعة من السلبيات الناجمة عن اتباع سياسة توزيع الأرباح المستقرة وهي (Brigham and Ehrhardt, 2011, p. 658)

- إن اتباع سياسة توزيع الأرباح المستقرة قد يقيد من مرونة الشركة في تمويل الفرص الاستثمارية، ففي بعض الأحيان تكون أمام الشركة فرص استثمارية ذات معدل عائد مرتفع ولا تستطيع الحصول على تمويل لازم لها وخاصة من مصادر التمويل الداخلية مما يضيّع على الشركة تلك الفرصة.
- إن الظروف الاقتصادية متقلبة بشكل مستمر والبيئة التي تعمل بها الشركة تتصرف بالتغيير المستمر، وهذا ما ينعكس على أرباح الشركة، ويؤدي إلى نقلها، مما يؤدي إلى تشكيل ضغوط على الشركة لكي تحافظ على استقرار التوزيعات، وفي حال تحققت أرباح عالية في إحدى السنوات، ولا يوجد فرص استثمارية أمام الشركة، سوف تقوم الشركة بتوزيع الكمية المعتادة من الأرباح، وسوف تجمد باقي الأرباح، وفي حال تدني مستوى الأرباح بشكل كبير، قد تضطر الشركة للجوء إلى مصادر التمويل الخارجية (إصدار أسهم، أو سندات) لتمويل توزيع الأرباح وذلك للمحافظة على استقرار توزيع الأرباح، ويرافق ذلك ارتفاع تكلفة التمويل، مما يؤثر في هيكل التمويل لدى الشركة و يؤثر في قيمة المنشأة السوقية.

ثـ. أشكال سياسة توزيع الأرباح المستقرة:

• سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع:

في ظل هذه السياسة يتم تحديد نسبة مئوية ثابتة من الأرباح الصافية يتم توزيعها سنويًا (lawerance, 2003, p. 581) فنسبة توزيع 70% من الأرباح المتحققة بعد الفوائد والضرائب تعني أن الشركة سوف توزع 70% من أرباحها وتحتفظ بـ 30% منها كأرباح محتجزة.

ويلاحظ الباحث بأن هذه السياسة تؤدي إلى نقلب الأرباح الموزعة تبعاً للتغيرات التي تحدث في الأرباح الصافية، وهذا ما يتناقض مع تسمية هذه السياسة بـ«سياسة توزيع أرباح مستقرة».

• سياسة توزيع مبلغ ثابت من الأرباح سنوياً:

وتنصمن هذه السياسة توزيع أرباح نقدية ثابتة في كميتها في كل سنة لأن تدفع الشركة مثلاً (0.30) دولاراً كأرباح نقدية لكل سهم في كل سنة تقوم الشركة بالثبات على هذه القيمة.

وتحمي هذه السياسة بأنها تعطي مؤشراً إيجابياً عن الشركة بسبب ثبات كمية الأرباح الموزعة سنوياً، مما يؤدي إلى تقليل مخاطر عدم التأكيد بالنسبة للمساهمين، (Brigham and Houston, 1998, p. 556) ويرى الباحث أن هذه السياسة سوف لن تكون مناسبة للمستثمرين مع مرور الوقت وذلك بسبب انخفاض القيمة الحقيقة للنقد عاماً بعد عام، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة مبلغ التوزيعات.

• سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات:

تحت ضغط التضخم فإن القوة الشرائية للنقد ستختفي في المستقبل، ومن ثم ستختفي قيمة مبلغ التوزيعات في حال اتباع سياسة توزيع مبلغ ثابت من الأرباح سنويًا.

ولذلك تلجأ الشركات إلى هذه السياسة لتعويض الانخفاض في القوة الشرائية للنقد (الميداني، الحناوي، 2000، ص. 379) ، وأدى ذلك إلى تحول الشركات من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد الشركات معدل نمو مستهدف، وتنتمي زيادة التوزيعات سنوياً وفقاً لهذا المعدل، ويجب أن ترتبط هذه السياسة بشكل وثيق بنمو الأرباح، بشكل يسمح معه زيادة قيمة التوزيعات ويرى الباحث أنه في حال عدم حدوث نمو للأرباح، فقد تضطر الشركة إلى التوقف عن زيادة مقدار التوزيعات وهذا ما يعيب هذه السياسة أي أنها لا تطبق إلا في الشركات التي تشهد نمو في أرباحها بشكل منتظم وثابت.

• سياسة التوزيعات الإضافية:

وهذه السياسة هي عبارة عن مزيج من سياستين وهما (سياسة توزيع مبلغ ثابت + سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات).

تتميز هذه السياسة بأنها تحقق قدرًا كبيراً من المرونة لقرار توزيع الأرباح، وذلك من خلال توزيع أرباح منخفضة للسهم وبصورة منتظمة، ومستمرة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية، وذلك في الفترات التي تزداد فيها الأرباح (Hampton, 1983, p. 514).

ويرى الباحث أن هذه السياسة تقدم حلًا للشركات التي تتصرف أرباحها وتدفعاتها النقدية بالنقلب الشديد.

إذاً بعد أن عرض الباحث أشكال استقرار توزيعات الأرباح، وجد أن أكثر سياسة من بين تلك السياسات تحقق الاستقرار للشركة والمساهم هي سياسة التوزيعات الإضافية لأنها توزع مبلغ ثابت بشكل مستمر وتعالج مشكلة التضخم (انخفاض القيمة الشرائية للنقدود مع مرور الوقت) وتعالج مشكلة تقلب الأرباح الشديد بحيث لا يؤثر ذلك في استقرار التوزيعات لأنه عندما تقوم الشركة بتوزيعات إضافية فهذا لا يعتبر التزاماً على الشركة يجب أن تقوم به سنوياً، فالتوزيعات الإضافية هي توزيعات استثنائية لا تقوم الشركة بتوزيعها إلا عند تحقيق أرباح إضافية.

2-2- سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح:

أ- تعريف سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح:

• عُرفت سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح على أنها: "تقوم على فكرة مفادها أن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد المتوقع على استثمار الأرباح يساوي على الأقل معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، أي إذا كان لدى المنشأة اقتراحات استثمارية يفوق معدل العائد المتوقع منها معدل العائد المطلوب لدى المستثمرين، فإن على المنشأة أن تحتجز ما تحتاجه من أرباح للاستثمار في تلك الاقتراحات، وما يتبقى بعد ذلك يمكن توزيعه، أما إذا لم يبق شيء فلن تجري أية توزيعات." (الزبيدي، 2004 ، ص. 891).

• وقد عُرفت أيضاً على الشكل الآتي: "تقوم سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح على أساس أن المساهمين يفضلون الشركات التي تحتجز الأرباح وتعيد استثمارها مرة أخرى بدلاً من دفعها على شكل أرباح موزعة، ولكن بشرط أن يكون إعادة استثمار الأرباح المحتجزة يحقق عائدًا يزيد أو يساوي على الأقل معدل العائد الذي يستطيع المساهم أن يحصل عليه من الاستثمارات الأخرى المشابهة من حيث درجة المخاطرة". (Lawrence, 2003, p. 363)

• كما عرفت أيضاً بأنها "تقوم سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح على أساس توزيع ما يفيض عن احتياجات الشركة لتمويل الفرص الاستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة، والمتحدة للشركة على المساهمين كأرباح نقدية" (Brigham and Ehrhardt, 2011, p. 569).

من تلك التعريف يرى الباحث أنها جميئاً ركزت على فكرة أن المساهم يفضل احتياج الأرباح على توزيعها، وتعتبر أن قرار توزيع الأرباح هو تابع لقرار الاستثمار.

إذاً يستنتج الباحث أنه من الممكن تعريف سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح على أنها السياسة التي يتم بموجبها تحديد الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة وتحديد مقدار الأرباح التي سيتم احتياجها في ظل هيكل رأس المال المستهدف، وتتمويل تلك الفرص، ومن ثم توزيع ما يتبقى من الأرباح على المساهمين.

لقد ركز الباحث في تعريفه على مجموعة من النقاط الرئيسية:

- أن يكون قرار توزيع الأرباح تابعاً للقرارات الاستثمارية.
- أن يتم احتياج الأرباح وذلك تبعاً لهيكل رأس المال المستهدف بما يساهم في تخفيض تكلفة التمويل، وبما أن تكلفة التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإنَّ هذا يشجع الشركات على احتياج الأرباح لأنها تضاف إلى حقوق الملكية ومن ثم تزيد قدرة الشركة على الاقتراض، وهذا يخفض احتمال أن الشركة ستقوم بإصدار أسهم جديدة في وقت لاحق لتمويل المشاريع الاستثمارية في المستقبل، مع ملاحظة أنه إذا كان لدى الشركة فرص استثمارية كثيرة فإنها تستطيع في ظل سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح أن تحتجز كل الأرباح لتمويل الاستثمارات الجديدة.

بـ- معادلة توزيع الأرباح في ظل اتباع سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح:

التوزيعات = الدخل الصافي - الأرباح المحتجزة الازمة لتمويل الاستثمارات الجديدة

$$= \text{الدخل الصافي} - (\text{نسبة حقوق الملكية المستهدفة} \times \text{إجمالي الموازنة الرأسمالية})$$

(Lawrence, 2003, p. 363)

وللتوضيح هذه المعادلة يورد الباحث المثال الآتي:

بفرض شركة ما حققت 60 مليون ليرة سورية كدخل صافي، وهيكل رأس المال المستهدف هو على الشكل الآتي:

60% حقوق ملكية، 40% ديون إذا توقعت الشركة فرص استثمارية قليلة، عند ذلك تكون الموازنة الرأسمالية 40 مليون ليرة سورية مثلاً، وللحافظة على هيكل رأس المال المستهدف سيكون 40% من 40 مليون ليرة سورية أي 16 مليون ليرة سورية على شكل دين و 60% من 40 مليون أي 24 مليون ليرة سورية على شكل

حقوق ملكية أي أرباح محتجزة لتمويل الاستثمارات الجديدة، وعند ذلك يتم توزيع 36 مليون ليرة سورية للمساهمين، ولتوضيح ذلك تطبق المعادلة السابقة:

التوزيعات = الدخل الصافي [نسبة حقوق الملكية المستهدفة × الموازنة الرأسمالية].

$$= 60 \text{ مليون} - ((40 \text{ مليون}) * \%60)$$

$$= 60 \text{ مليون} - 24 \text{ مليون}$$

$$= 36 \text{ مليون ليرة سورية}$$

36 مليون

ولذلك يكون معدل التوزيعات لدى الشركة =

$$60 \text{ مليون}$$

$$\%60 =$$

ت- الخطوات التي تتبعها الشركات عند تحديد نسبة التوزيع المستهدفة في ظل هيكل التمويل المستهدف، وذلك في ظل سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح (Brigham and Ehrhardt, 2008, p. 569):

- تحديد الموازنة الرأسمالية المثالية.
- تحديد حجم حقوق الملكية التي تحتاجها الشركة لتشكيل الموازنة الرأسمالية وهيكل رأس المال للشركة.
- تستخدم الأرباح المحتجزة لمقابلة متطلبات تمويل حقوق الملكية إلى أقصى حد ممكن.
- تقوم الشركة بدفع التوزيعات فقط في حال كان هناك فائض في الأرباح عن حاجة تمويل الموازنة الرأسمالية المثالية.

ث- مزايا سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح:

- يساهم اتباع سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح في تخفيض تكلفة التمويل بسبب الاعتماد على المصادر الداخلية وهي الأرباح المحتجزة، والتي تكلفتها أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة، وزيادة الاعتماد على الأرباح المحتجزة يزيد من قدرة الشركة على الاقتراض (Brigham and Ehrhardt, 2008, p. 470).

- من خلال تطبيق نظرية تأثير العميل فإن سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح سوف تجذب المستثمرين الذين يفضلون احتجاز الأرباح أي يفضلون الأرباح الرأسمالية وذلك في الشركات التي تتميز بأن لديها فرصاً استثمارية متاحة بشكل مستمر (Brigham and Ehrhardt, 2008, p. 470)

ج- عيوب سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح:

نظراً لكون فرص الاستثمار والأرباح متغيرة من سنة إلى أخرى، ففي إحدى السنوات قد لا تدفع الشركة أية توزيعات لأنها تحتاج الأرباح لتمويل فرص الاستثمار الجديدة، ولكن في السنة الآتية، من الممكن أن تدفع توزيعات كبيرة لأن فرص الاستثمار قليلة، ولذلك لا تحتاج الشركة أن تحفظ بالأرباح، لذلك فإن التمسك بسياسة المتبقى لتوزيع الأرباح يؤدي إلى توزيعات غير مستقرة، وأيضاً، الأرباح المتقلبة يمكن أن تؤدي إلى توزيعات غير مستقرة حتى لو كانت فرص الاستثمار ثابتة (Brealey, et al, 2003, p. 607) ولذلك يستنتج الباحث أن سياسة المتبقى لتوزيع الأرباح سوف تكون جيدة فقط في حال كان المساهم لا يتاثر بالتوزيعات المتقلبة، ولكن من الصعوبة بمكان وجود هكذا مساهمين لا يبدون أي تأثر بتقلب سياسة توزيع الأرباح.

3-2- معدل التوزيعات المثالي (optimal dividends rate):

يتم تحديد نسبة التوزيع المثالية بالنسبة إلى أية شركة من خلال النقاط الآتية (Brigham and Ehrhardt, 2008, 472):

- تفضيل المستثمر للتوزيعات النقدية مقابل الأرباح الرأسمالية.
- فرص الاستثمار المتاحة للشركة.
- هيكل رأس المال المستهدف.
- وفرة وتكليف رأس المال الخارجي.

و على أية شركة تزيد تحديد معدل توزيعات مثالية أن ترتب أولوياتها بالنسبة للنقاط سابقة الذكر، وتحاول أن تصنف نوع من التوازن بين تلك النقاط بحيث تصل إلى هدف تعظيم القيمة السوقية للمنشأة (Brigham and Ehrhardt, 2008, 472)

2-4- إجراءات توزيع الأرباح النقدية:

نص قانون الشركات الأردني في المادة (171) منه الفقرة (أ) أن الإعلان عن توزيع الأرباح هو من صلاحيات الهيئة العامة وتكون إجراءات توزيع الأرباح كما يأتي (قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته لغاية القانون رقم 57 ، 2006)

عند اجتماع الهيئة العامة للشركة الذي تقرر فيه مقدار الأرباح التي ستوزعها ويتحدد في هذا الاجتماع:

- موعد الإعلان عن توزيع الأرباح: في هذا التاريخ تعلن الهيئة العامة عن المبالغ التي ستقوم بتوزيعها على المساهمين، وكما في المادة (191) من قانون الشركات الأردني فإن حق المساهم في الأرباح السنوية ينشأ بصدور قرار الهيئة العامة بتوزيعها.
- تاريخ تسجيل حاملي الأسهم: في هذا التاريخ يتم تحديد قائمة بالمساهمين الذين لهم الحق في الحصول على التوزيعات.
- موعد فقدان حق الحصول على الأرباح الموزعة للأسهم: وهو التاريخ الذي يحدد صاحب الحق في توزيعات الأرباح وعادة يكون هذا التاريخ قبل يومي عمل من تاريخ تسجيل حاملي الأسهم، فإذا حدثت صفقة تداول أسهم قبل هذا التاريخ يكون صاحب الحق في التوزيعات هو المشتري، أما إذا حدثت الصفقة في هذا التاريخ وما بعد تكون التوزيعات من حق البائع.
- تاريخ الدفع: وهو التاريخ الذي ترسل فيه التوزيعات لحاملي الأسهم العادي.

اعتبر (Elton and Gruber) أن أهم تاريخ من بين تلك التواريخ هو تاريخ فقدان حق الحصول على توزيعات الأرباح، وذلك لأن الشخص الذي يشتري سهماً عادياً قبل ذلك التاريخ سوف يحصل على التوزيعات الحالية، بينما الشخص الذي يشتري السهم العادي في ذلك اليوم أو بعده لن يحصل على أية توزيعات للأرباح، وتأتي أيضاً أهمية ذلك التاريخ من كونه مؤشراً لكفاءة السوق حيث إن السوق يربط وبشكل منطقي قيمة السهم بالتوزيعات النقدية (Elton and Gruber, 1970, pp. 68-74).

لقد فسر (Elton and Gruber) التغيرات في سعر السهم التي تحصل بعد توزيع الأرباح على الشكل الآتي:

◆ إذا كان الهبوط في سعر السهم بعد أن أصبح السهم خالياً من الأرباح مساوياً لقيمة الأرباح النقدية، فإن المستثمر لن يتاثر سواء أكان العائد على شكل أرباح نقدية أم أرباح رأسمالية، ولن يكون هناك أثر للضريبة على ثروة حملة الأسهم.

♦ إذا كان الهبوط في سعر السهم بعد أن أصبح السهم خالياً من الأرباح أقل من قيمة الأرباح النقدية، فإن ذلك يعني أن نسبة الضرائب على الأرباح النقدية أكبر من نسبة الضرائب على الأرباح الرأسمالية ويكون المستثمر بأفضل حال إذا كان العائد على شكل أرباح رأسمالية.

♦ إذا كان الهبوط في سعر السهم بعد أن أصبح السهم خالياً من الأرباح أكبر من قيمة الأرباح النقدية فإن ذلك يعني أن نسبة الضرائب على الأرباح الرأسمالية أكبر من الضرائب على الأرباح النقدية، ويكون المستثمر بأفضل حال إذا كان العائد على شكل أرباح نقدية (Elton and Gruber, 1970, pp. 68-74).

وهنا يعتقد الباحث أن (Elton and Gruber) قد ركزا على تفسير التغير في أسعار الأسهم بناءً على التفسير الضريبي، وأهملا تفسير المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح ودورها في التأثير على أسعار أسهم الشركات، حيث يعتقد الباحث أن الإعلان عن توزيع الأرباح يتضمن رسالة أو إشارة للمساهمين من قبل الشركة عن مستقبل الشركة وريحيتها، فإذا كان الهبوط في سعر السهم بعد أن أصبح السهم خالياً من الأرباح أقل من قيمة الأرباح النقدية، فهذا يدل على وصول رسالة إلى المساهمين مضمونها أن الشركة قد تحقق أرباحاً أكثر في المستقبل، فإذا كان الهبوط في سعر السهم بعد أن أصبح السهم خالياً من الأرباح أكبر من قيمة الأرباح النقدية، فهذا يدل على وصول رسالة إلى المساهمين ذات محتوى سلبي تتعلق بمستقبل الشركة وريحيتها.

المبحث الثاني

سياسة توزيع الأرباح غير النقدية

مقدمة:

سوف يتطرق الباحث في هذا المبحث لأنواع سياسة توزيع الأرباح غير النقدية، وهي سياسة توزيع أرباح في صورة أسهم، وتجزئة الأسهم، وتوزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم، وعرض مفهوم كل سياسة من تلك السياسات، كما قام بعرض مزايا وعيوب كل سياسة من وجهتي نظر كل من المستثمر وإدارة الشركة.

أولاً: توزيع الأرباح في صورة أسهم: (stock dividend)

-1- تعريف توزيع الأرباح في صورة أسهم:

- عُرفت بأنها "إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم في المنشأة" (الزيبيدي، 2004، ص. 878).
- وُعرفت أيضاً على أنها توزيع أسهم إضافية للمساهمين الحاليين ويكون التوزيع على شكل نسبة مئوية من الأسهم (Fabozzi, Peterson, 2003, p. 565).

يستنتج الباحث من التعريف السابقة أن توزيع الأرباح في صورة أسهم هو عبارة عن توزيع أسهم إضافية للمساهمين الحاليين وذلك بحسب نسبة ما يملكونه من أسهم عادية في المنشأة وتكون هذه التوزيعات على شكل نسبة مئوية فمثلاً:

مساهم يملك (100) سهم في شركة ما قررت توزيع أرباح في صورة أسهم بنسبة (10%) يعني أن ذلك المساهم سوف يحصل على (10) أسهم إضافية فيصبح ما يملكه من أسهم (110) أسهم.

-2- النتائج المتربطة على توزيع الأرباح في صورة أسهم:

يمكن تلخيص النتائج المتربطة عن الأرباح الموزعة بشكل أسهم وفق الآتي:

- إعادة هيكلة لحقوق المساهمين.
- تغيير في حساب الأرباح المحتجزة.

- تغيير في حساب الأسهم العادي.
- تحويل دفترى لمبالغ من حساب الأرباح المحتجزة إلى حساب الأسهم العادي وحساب علاوة الإصدار.

• لا يحدث تغيير على القيمة الاسمية للأسهم العادي.

• لا يحدث تغيير على إجمالي حقوق الملكية.

للتوضيح تلك التغيرات يفترض الباحث أن الجدول الآتي يمثل حقوق الملكية في ميزانية إحدى الشركات:

الجدول (1): حقوق الملكية في ميزانية إحدى الشركات قبل توزيع الأرباح في صورة أسهم

القيمة الإسمية للأسهم العادي	
10.000.000	($10 \times 1.000.000$ ليرة سورية)
4.000.000	الزيادة في رأس المال المدفوع
5.000.000	الأرباح المحتجزة
19.000.000	حقوق الملكية

الجدول من إعداد الباحث

ويفترض الباحث أن سعر سهم الشركة قد ارتفع إلى 30 ليرة سورية وهو ارتفاع كبير يخشى معه انخفاض الطلب على أسهمها، ولهذا قررت الشركة أن إجراء توزيع أرباح في صورة أسهم على أن يتم إصدار 100.000 سهم جديد حيث كانت نسبة التوزيع 10%， ماذا سيحدث لحقوق الملكية بعد حصول توزيع الأرباح في صورة أسهم؟

الجدول (2): حقوق الملكية بعد توزيع الأرباح في صورة أسهم

القيمة الإسمية للأسهم العادي	
11.000.000	($11 \times 1.000.000$ ليرة سورية)
6.000.000	الزيادة في رأس المال المدفوع
2.000.000	الأرباح المحتجزة
19.000.000	حقوق الملكية

الجدول من إعداد الباحث

نلاحظ من الجدول (2) أن القيمة الكلية لحقوق الملكية لم تتغير مما كانت عليه في الجدول الأول، فالأسهم التي حصل عليها المساهمين تبلغ قيمتها (300.0000) ليرة سورية (100.000×30 ليرة سورية) قد اقتطعت من رصيد الأرباح المحتجزة، ونلاحظ ذلك من الجدول الثاني فقد تم توزيع قيمة الأسهم الجديدة بين القيمة الاسمية للأسمم المنحأة فقد زادت بمقدار (1.000.000) ليرة سورية وهو يماثل عدد الأسهم الجديدة مضروباً بالقيمة الاسمية للسهم التي تبلغ (10) ليرات سورية، وبين الزيادة في رأس المال المدفوع فقد زادت بمقدار 2 مليون ليرة سورية وهذه الزيادة تمثل عدد الأسهم الجديد مضروبة بالفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين قيمته الاسمية.

يرى الباحث من خلال التغيرات التي سببها توزيع الأرباح في صورة أسهم أنها عملية نقل للأموال بين حسابات حقوق الملكية، ولا تتضمن أية تدفقات نقدية خارجة.

ولاحظ الباحث ميلاً كبيراً للشركات الأردنية للقيام بتوزيع الأرباح في صورة أسهم فكان عدد الشركات خلال سنوات الدراسة (2006-2010م) (153) شركة، معظمها من القطاع المصرفي.

ثانياً: تجزئة الأسهم

١- تعريف تجزئة الأسهم:

- عرفت على أنها "تحفيض لقيمة الاسمية للسهم، مما يزيد من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 587).
- وقد عرف أيضاً على أنها "زيادة عدد أسهم الشركة القائمة بدون أي تغيير في إجمالي حقوق الملكية"(Ross, et al, 2001, p. 545).

يلاحظ الباحث أن التعريف الأول أفضل ومعبر أكثر من التعريف الثاني لأنه يوضع الفرق بين تجزئة الأسهم وتوزيع الأرباح في صورة أسهم، فتجزئة الأسهم هي عبارة عن تحفيض لقيمة الاسمية للسهم بينما في التعريف الثاني لا يمكن توضيح الفرق بين تجزئة الأسهم وتوزيع الأرباح في صورة أسهم.

وهناك عدة أنواع من تجزئة الأسهم :(Fabozzi, Peterson, 2003, p. 542)
تجزئة أسهم (2:1) سهمان مقابل كل سهم واحد، وهذه التجزئة تشير إلى أن كل سهم يملكه المساهم سوف يصبح سهرين.

مثال: مساهم يملك (1000) سهم وعندما تحصل تجزئة أسهم (1:2) سهمين مقابل كل سهم، فإن هذا يعني أن ذلك المساهم سوف يحصل على (1000) سهم إضافي فيصبح مجموع الأسهم التي يملكها (2000) سهم.

تجزئة أسهم (2:3) ثلاثة أسهم مقابل كل سهمين يملكها المساهم.

مثال: مساهم يملك (1000) سهم، عندما تحصل تجزئة أسهم (3:2) فإن المساهم سوف يحصل على (500) سهم إضافي أي يصبح عدد الأسهم التي يملكها (1500) سهم ويمكن أن تحدث تجزئة الأسهم في نسبة.

لم يجد الباحث أية حالة تجزئة أسهم خلال سنوات الدراسة (2006-2010م).

النتائج المرتبة على تجزئة الأسهم -2

- لا تحدث إعادة هيكلة لحقوق المساهمين.
- لا يحدث تغيير في حساب الأرباح المحتجزة.
- لا يحدث تغيير في حساب الأسهم العادية.
- لا يحدث تحويل دفترى.
- يحدث تغيير في القيمة الإسمية للسهم العادي وزيادة في عدد الأسهم العادية.
- لا يحدث تغيير على إجمالي حقوق المساهمين.

وللوضيح تلك التغيرات يورد الباحث المثال الآتي:

الجدول الآتي يمثل حقوق الملكية لإحدى المنشآت:

الجدول (3): مكونات حقوق الملكية قبل تجزئة الأسهم

القيمة الإسمية للأسهم العادية
12.000.000
$1.000.000 \times 12 \text{ ليرة سورية}$
4.000.000
الزيادة في رأس المال المدفوع
4.000.000
الأرباح المحتجزة
20.000.000
حقوق الملكية

الجدول من إعداد الباحث

في حال قامت هذه الشركة بتجزئة أسهمها (3for1) كيف ستتأثر حقوق الملكية؟

الجدول(4): مكونات حقوق الملكية بعد حدوث تجزئة الأسهم

القيمة الإسمية للأسهم العادية
12.000.000
$3.000.000 \times 4$ ليرة سورية)
4.000.000
الزيادة في رأس المال المدفوع
4.000.000
الأرباح المحتجزة
20.000.000
حقوق الملكية

الجدول من إعداد الباحث

يلاحظ الباحث من المثال السابق أنه بعد أن قامت الشركة بتجزئة الأسهم (3 for 1) أي إعطاء المساهم ثلاثة أسهم مقابل كل سهم قديم، وبذلك يبلغ العدد الكلي للأسهم: (3000000) سهم أي تم تخفيض القيمة الإسمية للسهم بنفس نسبة التجزئة، ويلاحظ الباحث أيضاً من الجدول أن قيمة حقوق الملكية لم تتغير، والقيمة السوقية للأسهم التي يملكها كل مساهم لم تتغير.

3- الفرق بين توزيع الأرباح في صورة أسهم، وتجزئة الأسهم؟

لاحظ الباحث أن الكثير من الكتاب والباحثين في مجال الإدارة المالية قد خلط ما بين السياسيين واعتبرهما سياسة واحدة فمثلاً قد اعتبر (Fred Weston) أن هناك تشابه كبير بين توزيع الأرباح في صورة أسهم وتجزئة الأسهم، حيث اعتبر أن توزيع الأرباح في صورة أسهم بنسبة أقل من (25%) من الأسهم المتداولة بأنها توزيع أرباح في صورة أسهم، وإذا زادت النسبة عن (25%) من الأسهم المتداولة فإن ذلك يعتبر تجزئة أسهم، وهذا ما يتبع في بورصة نيويورك (Weston , 1993, p.382) وقد وافق (Fabozzi and Peterson) على هذا الرأي وأقر بأن الشركات عندما تريد أن تجري تخفيضاً كبيراً في سعر سهامها فتفوم بإجراء تجزئة أسهم وعندما تزيد الشركة أن توصل محتوى إعلامي أو رسالة لمساهمي الشركة عن مستقبل الشركة، غالباً ما تعلن عن توزيع أرباح في صورة أسهم (Fabozzi, Peterson, 2003,p. 556)، ومن خلال دراسة الباحث لكل من السياسيين يرى أن هناك تشابهاً بينهما من ناحية أن كلاهما لا يسبب تغييراً في إجمالي حقوق الملكية ولكن في حالة توزيع الأرباح في صورة أسهم يحدث تحويل دفترى من حساب الأرباح المحتجزة إلى حساب الأسهم العادية، أي ينخفض مقدار الأرباح المحتجزة، أما في حالة تجزئة الأسهم، لا يحدث أي تحويل دفترى، أي تبقى الأرباح المحتجزة كما هي، ولاحظ الباحث أيضاً أنه في حالة تجزئة الأسهم تنخفض القيمة الإسمية

للسهم بنفس نسبة التجزئة، ولكن في حالة توزيع الأرباح في صورة الأسهم، تبقى القيمة الاسمية للسهم كما هي، في الأردن يعتبر توزيع الأرباح في صورة أسهم وسيلة من وسائل زيادة رأس مال الشركة أي يعتبر مصدر من مصادر التمويل، في حين لا تعتبر عملية تجزئة الأسهم زيادة في رأس المال¹.

4- مزايا و مساوئ توزيع الأرباح في صورة أسهم وفي صورة تجزئة الأسهم:

لقد دمج الباحث سياستي توزيع الأرباح في صورة أسهم وتجزئة أسهم عند عرضه لمزايا ومساوئ كل من السياسيين وذلك بسبب التشابه الكبير بينهما فيما يتعلق بمزايا كل منها ومساوئهما، وسيحاول الباحث أن يعرض مزايا تلك السياسيين ومساوئهما من وجهتي نظر كل من الشركة والمساهمين.

أ- مزايا توزيع الأرباح في صورة أسهم وتجزئة الأسهم من وجهة نظر المساهمين:

- إن استخدام سياستي توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم قد يجذب عدد كبير من المساهمين الذين يفضلون الأرباح الرأسمالية ويؤمنون بضرورة نمو حصصهم في الشركة، ومن دون دخول شركاء جدد إلى الشركة يقومون بمشاركةهم في الربح (Brigham, Ehrhardt, 2008, p. 460).
- وهذا يرى الباحث أن توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم لا تغنى المساهم عن الأرباح النقدية.
- الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم يجعل الأسهم في متداول عدد أكبر من المستثمرين، أي عدد أكبر من المستثمرين يستطيع الحصول على عدد أكبر من وحدات الشراء لأن تجزئة الأسهم وتوزيع الأرباح في صورة أسهم تؤدي إلى تخفيض سعر السهم السوقي (round lot)² للشركة وهذا يعتبر تفسير المدى التجاري الأمثل (optimal trading range) (Brigham, Ehrhardt, 2008, p 460).
- يساهم الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم في تخفيض تضارب المعلومات بين المساهمين والمديرين (Asymetric Information) مما يجعل المساهمين على اطلاع على مستقبل الشركة (Grinblatt, et al, 1984, p. 490).

¹ جاء في المادة (87) من قانون الشركات الأردنية لعام 2006 أن للشركة المساهمة الخاصة بموافقة الهيئة العامة العادية توزيع ارباح على المساهمين اما نقدا او عينا او باصدار أسهم جديدة، وفي حالة اصدار أسهم جديدة فتعتبر هذه الأسهم زيادة في رأس المال بموافقة الهيئة العامة غير العادية، ولا يعتبر تقسيم الأسهم المصدرة الى أسهم اكبر عددا زيادة في رأس المال.

²: هي كمية الشراء المسموح بها وبمضاعفاتها وهي في العادة 100 سهم.

بـ- مزايا توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم بالنسبة للشركة:

- لا يتضمن توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم أي تدفق نقدi خارج ومن ثم يساعد الشركة على استخدام الأرباح المحتجزة ذات التكلفة القليلة نسبياً بين مصادر التمويل كمصدر تمويلي. (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 5587)
- يساعد توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم لشركة في السيطرة على أسعار الأسهم، وتحقيق مرونة في تداول الأسهم وهذا ما يدعى تفسير المدى التجاري الأمثل (Optimal trading rang) حيث أن هناك سعراً مثالياً لأسهم الشركات، ومعظم الشركات تعتقد أن هذا السعر محصور بين (50 - 20) دولار فالشركات تعتقد أن المستثمرين ينظرون للسهم ذي السعر الأقل من 20 دولار على أنه خطير ومثير للقلق، في حين ينظر المستثمرون للسهم ذي السعر الأعلى من 50 دولاراً على أنه مرتفع الثمن لذلك تحاول الشركات إبقاء أسعار أسهمها ضمن ذلك المجال، أو ما يعرف المدى التجاري المثالى، فإذا تجاوز سعر السهم عتبة الـ 50 دولاراً تقوم الشركة بتوزيع أرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم لتخفيف سعر السهم دون 50 دولاراً . (Grinblatt, etal, 1984, p. 463)
- يستخدم توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم في إعطاء فكرة أو إشارة للمستثمرين بأن هناك نمواً مرتفعاً يجب أن ينعكس في ارتفاع سعر السهم ومن ثم إيصال رسالة إلى المستثمرين عن نمو الشركة، وتلك السياسة تعتبر وسيلة قليلة التكلفة لإيصال تصور الإدارة إلى المساهمين عن ربحية الشركة ومستقبلها .(Hampton, 1983)
- اعتبر (Srivastava and Radhly) أن توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم يساعد في تعزيز ثقة الدائنين، وخلق هامش أمان بينهم وبين الشركة، فالإعلان عن إجراء توزيع أرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم يعني عدم خروج تدفقات نقدية إلى المساهمين، ومن ثم الاعتماد على الأرباح المحتجزة في تمويل الاستثمارات الجديدة مما يزيد من قدرة الشركة على الاقتراض .(Srivastava, Radhly, 1984, p. 654)

بعد أن عرض الباحث مزايا توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم من وجهتي نظر الشركة والمساهمين، وبما أن هاتين السياستين لا يرافقهما أي تدفق نقدi خارج للمساهمين، فلا يمكن أن يشكلان بديلاً عن توزيع الأرباح النقدية، ويكون توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم مفيداً للشركة والمساهمين بقدر ما يستنتاج المساهم دوافع الشركة للقيام بتوزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم، ويتوقف أيضاً على نظرة المساهم إلى الأسهم الجديدة التي يحصل عليها، هل تشكل قيمة مضافة له، هل تساهم في زيادة ثروته، هل يكون لها محتوى إعلامي إيجابي عن مستقبل الشركة؟

وهنا يتadar إلى الذهن التساؤل الآتي:

إذا أرادت الشركة تخفيض أسعار أسهمها فهل يجب أن تلجأ إلى توزيع أرباح في صورة أسهم أو إلى تجزئة الأسماء؟

لقد أجاب (Brigham, Ehrhardt, 2011,p.585) عن هذا التساؤل حيث اعتبر أن تجزئة الأسهم مستخدمة عادة بعد الارتفاع الحاد لأسعار الأسهم وذلك لإجراء تخفيض كبير على أسعار الأسهم، بينما يتم استخدام توزيع الأرباح في صورة أسهم على أساس سنوي ودوري منتظم.

ت- مساوى سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم من وجهة نظر الشركة:

- لا يرى الباحث أن سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم توفر للشركة بدليلاً كاملاً عن توزيع أرباح نقدية، فلا يمكن للشركات أن تقوم باحتجاز جميع أرباحها، وتقوم بتوزيع أرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم للتعويض عن ذلك.
- لقد وجد(586 Brigham, ehrhardt, 2011, p. 586) أن عمولة السمسرة تكون أعلى نسبياً في الأسهم ذات السعر الأقل ، وكما ذكر الباحث سابقاً أن توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم يؤدي إلى انخفاض سعر السهم، مما يؤدي إلى زيادة عمولة السمسرة ، ومن ثم إلى تخفيض سيولة أسهم الشركة، وهنا يرى الباحث أن توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم تساهم من ناحية أخرى في زيادة سيولة أسهم الشركة من خلال تمكين عدد أكبر من المستثمرين من المتاجرة بوحدات التداول غير الكسرية (100) سهم، والذي عادة ما تكون تكلفة التداول بها أقل من تكلفة التداول بوحدات تداول الكسرية أقل من (100) سهم.

ث- مساوى سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم من وجهة نظر المساهم: (Brigham, Ehrhardt, 2008, p. 463)

- إن توزيع أرباح في صورة أسهم أو تجزئة أسهم لا يكون له أي تأثير على أسعار أسهم الشركة من وجهة نظر نظرية تأثير العميل (clientele effect) فحسب هذه النظرية فإن سياسة التوزيع المتتبعة في الشركة تجذب نوع محدد من المستثمرين الذين يرغبون بذلك السياسة ومن ثم فإن توقف الشركة عن توزيع أرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم يؤدي إلى بيع المساهمين الذين يفضلون تلك السياسة لأسهم الشركة، وهذا لم يجد الباحث أن هناك نوعاً من المساهمين يفضل فقط توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم، وإن وجد، فيعتقد الباحث أن عددهم قليل جداً ومن ثم فإن هذه السياسة قد لا ترضي عدد كبير من المساهمين ومن ثم فإن اتباع هذه السياسة قد يؤدي إلى آثار سلبية على أسعار أسهم الشركة.
- تؤدي سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم إلى زيادة تكلفة تداول الأسهم، وهذا يعني تكلفة أعلى على المستثمرين عندما يتداولون أسهم الشركة مما يؤدي إلى عدم اقبال المساهمين على أسهم الشركة ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم ومن ثم انخفاض ثروة كل مساهم، ولكن كما ذكر

الباحث أن اتباع سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم أو تجزئة الأسهم يكون لها أثر معاكس لذلك الأثر من خلال إتاحة الفرصة لعدد أكبر من المستثمرين للتداول بأسهم الشركة وهنا يرى الباحث أن على المستثمر أن يقارن بين التكلفة الناتجة عن التداول بالأسهم ذات السعر الأقل وبين المنفعة التي يحققها المساهم نتيجة زيادة مقداره من الحصول على عدد أكبر من أسهم الشركة وبوحدات تداول غير كسرية (100) سهم والتي تكون تكلفة التداول بها أقل من وحدات التداول الكسرية الأقل من (100) سهم وبعد إجراء عملية المقارنة يختار المستثمر البديل ذات التكلفة الأقل.

ثالثاً- التجزئة العكسية للأسهم (reverse stock split)

١- تعريف التجزئة العكسية للأسهم :

عرفت على أنها عبارة عن زيادة في سعر سهم الشركة من خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 587)

إن عملية التجزئة العكسية للأسهم هي عكس عملية تجزئة الأسهم، وسبب زيادة سعر السهم هو أن ملكية الشركة سوف تقسم على عدد أقل من الأسهم.

ويمكن أن تكون التجزئة العكسية للأسهم بأشكال عدّة (Fabozzi, Peterson, 2003, 554). تجزئة عكسية للأسهم (1:2) أي سهم مقابل كل سهرين أي كل سهرين يملكون المساهم يتحولان إلى سهم واحد.

تجزئة عكسية (2:3) كل ثلاثة أسهم يملكون المساهم تصبح سهرين. ويمكن أن تكون التجزئة العكسية للأسهم بأي نسب أخرى.

٢- أسباب لجوء الشركات للتجزئة العكسية للأسهم :

- تفسير المدى التجاري الأمثل (Optimal trading range) أي عندما تنخفض أسعار أسهم الشركة إلى ما دون المدى التجاري الأمثل (هناك مدى مثالي لسعر السهم بحيث إذا انخفض سعر السهم عن الحد الأدنى أو ارتفع عن الحد الأعلى لهذا المدى، يصبح السهم غير جذاباً من أجل تداوله من قبل المساهمين ، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة صفقات تداول الأسهم بالنسبة للأسهم التي يكون سعرها منخفضاً جداً) (Fabozzi, Peterson , 2003 , p. 555).
- وأيضاً هناك بعض الأسهم يكون سعرها أقل من دولار واحد وهذا يقدم محتوى إعلامياً سلبياً عن سمعة الشركة ومستقبلها والحل هو إجراء تجزئة عكسية للأسهم (Ross et al, 2002, p. 544).

لم يجد الباحث الكثير من المراجع حول التجزئة العكسية للأسهم ولم يجد الكثير من حالات التجزئة العكسية للأسهم إلا في حالات نادرة، ولا توجد أية حالة تجزئة عكسية للأسهم لدى الشركات الأردنية.

رابعاً: توزيع الأرباح عن طريق إعادة شراء الأسهم:

1- تعريف إعادة شراء الأسهم:

- عُرفت على الشكل الآتي: يحدث إعادة شراء الأسهم عندما تقوم الشركة بإعادة شراء بعض أسهمها القائمة (Brigham, d Ehrhardt, 2011, p. 580).
- وُعرفت أيضاً بأنها " عملية توزيع أرباح على مساهمي الشركة وذلك من خلال إعادة شراء بعض من أسهم الشركة، وذلك عندما تكون الموارد المالية المتاحة للمنشأة تفوق احتياجاتها" (هندى، 1999، ص. 726).
- كما عُرفت أيضاً كما يأتي: هي أن تقوم الشركة باستعمال فائض النقد لديها من أجل شراء جزء من أسهمها المتداولة حيث إن هذه العملية تزيد نصيب السهم الواحد من الارباح مما يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر السهم السوقي ومن ثم فإن الأرباح الرأسمالية هي البديل عن توزيع أرباح نقدية على أن الشركة لا تقوم بهذه العملية إلا إذا كان سعر السهم السوقي أقل من السعر الحقيقي للسهم (بني سعيد، 2004، ص. 36)

يرى الباحث أنه من الممكن تعريف إعادة شراء الأسهم على الشكل الآتي: هو قيام الشركة بتوزيع الأرباح على جزء من مساهمي الشركة من خلال قيامها بإعادة شراء جزء من أسهمها العادية القائمة من خلال الأموال الفائضة المتاحة للمنشأة التي تفوق احتياجاتها، مما يؤدي إلى انخفاض عدد الأسهم العادية لدى الشركة وزيادة نصيب السهم من الأرباح.

يتميز هذا التعريف عن التعريفات السابقة أن عملية إعادة شراء الأسهم تؤدي إلى توزيع الأرباح على الجزء من المساهمين الذين قاموا ببيع أسهمهم لإدارة الشركة، وأن تلك العملية تؤدي إلى انخفاض عدد الأسهم القائمة لدى الشركة وزيادة نصيب السهم من الأرباح، وتسمى الأسهم المعاد شراؤها بأسهم الخزينة(treasury stock)، وتظهر أسهم الخزينة في الميزانية العمومية كرقم سالب ضمن حقوق الملكية ويمكن توضيح ذلك كما يأتي: (هندى، 1999، ص. 726).

رأس المال وحقوق المساهمين:

رأس المال المدفوع

+ احتياطي إجباري

+ احتياطي اختياري

+ علاوة / (خصم) الإصدار

+ أرباح متحجزة

- (أسهم الخزينة)

مجموع حقوق المساهمين

2- المعالجة المحاسبية لأسهم الخزينة:

يوجد طريقتين متعارف عليهما محاسبياً لمعالجة أسهم الخزينة. (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 580)

- طريقة التكلفة (cost method) بموجب هذه الطريقة يتم تنزيل أو تخفيض رأس المال المدفوع في الميزانية العمومية بقيمة أسهم الخزينة المشتراء، وفي حال بيع أسهم الخزينة من قبل الشركة في السوق المالي، يجعل حساب رأس المال المدفوع مديناً أو دائناً وفقاً لسعر بيع أسهم الخزينة فيما لو بيعت بأكثر أو أقل من تكلفة شرائها.
- طريقة القيمة الاسمية (par value method) بموجب هذه الطريقة عند شراء الأسهم نجعل حساب الأسهم العادية مديناً وحساب أسهم الخزينة دائناً، وعند بيع أسهم الخزينة يجعل حساب الأسهم العادية دائناً وحساب أسهم الخزينة مديناً.

يلاحظ الباحث من خلال طرق معالجة أسهم الخزينة أن أية عملية تخص أسهم الخزينة لن تغير من رصيد الأرباح المتحجزة، ففي حال تم بيع أسهم الخزينة بأعلى من سعر الشراء فإنه وفقاً للطريقة الأولى (طريقة التكلفة) الحساب الذي يتغير هو رأس المال المدفوع بالزيادة وليس الأرباح المتحجزة، ووفقاً للطريقة الثانية الحساب الذي يتغير هو حساب الأسهم العادية.

3- إعادة شراء الأسهم في الأردن: أصدرت هيئة الأوراق المالية الأردنية بتاريخ 8/3/2006 تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها وذلك استناداً لقانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 وتحديداً المواد (123/ف، 123/ب).

ويمكن تلخيص أهم ما جاء في هذه التعليمات:

- على الشركة المساهمة العامة تزويد هيئة الأوراق المالية بقرار هيئتها العامة في اجتماعها غير العادي المتعلق بشراء الأسهم الصادرة عنها فور صدوره، والإعلان عن ذلك في صحيفتين يوميتين على الأقل وأن يتضمن الإعلان قرار الهيئة العامة عدد الأسهم التي تتوى الشركة شراءها وتاريخ بدء عملية الشراء.
- اشترطت التعليمات بأن لا يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها (5%) من عدد الأسهم المكتتب بها للشركة، إلا أنه يجوز وبموافقة هيئة الأوراق المالية أن تبلغ هذه النسبة ما لا يتجاوز (15%).
- أن لا يزيد المبلغ المخصص لشراء الشركة لأسهمها عن مجموع الأرباح المدورة والاحتياطيات الاختيارية للشركة.
- تتم عملية الشراء من خلال البورصة بحيث لا يتجاوز حجم الطلب اليومي في جلسة التداول الواحدة ما نسبته (2%) من عدد الأسهم المكتتب بها في الشركة، وأن لا تتجاوز مدة تنفيذ الشراء (30) يوماً وبأسعار السوق، وهذا يمكن الشركة من اختيار الأسعار والأوقات المناسبة لإعادة شراء أسهمها.
- يجب أن لا تقل فترة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر من تاريخ أول عملية شراء، وأن لا تزيد على ثمانية عشر شهراً من ذلك التاريخ.
- عدم جواز إصدار أية أوراق مالية جديدة من قبل الشركة خلال مدة احتفاظها بأسهم في حال رغبت الشركة في بيع أسهم الخزينة، يجب إبلاغ الهيئة مسبقاً بعملية البيع وتاريخ بدئها، والإعلان في صحيفتين يوميتين على الأقل عن رغبة الشركة في بيع تلك الأسهم.
- في حال عدم بيع الشركة لأسهم الخزينة خلال المدة المحددة، يجب على الشركة تخفيض رأس المالها بمقدار القيمة الاسمية للأسهم غير المباعة، ووفقاً لإجراءات محددة ضرورة.
- حصول البنوك على موافقة البنك المركزي قبل شرائها للأسهم الصادرة عنها.

-4- أساليب إعادة شراء الأسهم:

هناك ثلاثة أساليب منتشرة بين الشركات لإعادة شراء الأسهم وهي: (Lawrence, 1997, p. 578)

• إعادة شراء الأسهم عن طريق تقديم العرض: حيث تقوم الشركة بالإعلان عن رغبتها بشراء عدد من الأسهم بسعر معلن (سعر ثابت) خلال فترة زمنية محددة، فإذا لم يتوافر العدد المطلوب خلال الفترة المحددة، فإن الشركة قد تلجأ إلى تمديد الفترة أو إلغاء العرض، ويتم استخدام مثل هذا الأسلوب في الحالات التي يكون فيها عدد الأسهم المطلوبة كبيراً.

• إعادة الشراء من خلال عمليات السوق المفتوحة: تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها من خلال البورصة وبأسعار السوق وهذا الأسلوب يمكن الشركة من اختيار الأسعار والأوقات المناسبة لإعادة شراء أسهمها، فهو يعطيها مرونة أكبر في اختيار الأوقات، والأعداد، والأسعار المناسبة لها. ويتم استخدام هذا الأسلوب لإعادة الشراء في حالات إعادة الشراء بكميات صغيرة.

• إعادة الشراء عن طريق المفاوضات الخاصة: وهنا تقوم الشركة بالتفاوض مع بعض حملة الأسهم بشكل فردي، وخاص، للوصول إلى سعر معين يتم من خلاله شراء الشركة لأسهم هؤلاء المساهمين. هذا الأسلوب من أساليب إعادة الشراء غير شائع الاستخدام، إلا أنه يستخدم لتحقيق السيطرة والتخلص من بعض المساهمين الذين يسببون المتاعب للإدارة.

وهنا يرى الباحث أنه على الرغم من أن طريقة إعادة الشراء عن طريق تقديم عرض تمكن الشركة من شراء عدد كبير من أسهمها وبسعر محدد مسبقاً من قبل الشركة، ولكن قد لا تتمكن الشركة من شراء العدد المناسب من الأسهم لأن السعر المحدد من قبلها مسبقاً قد لا يكون مناسباً لمساهمي الشركة.

مع العلم أن قانون الأوراق المالية الأردني لم يسمح للشركات بإعادة شراء أسهمها إلا من خلال الطريقة الثانية وهي عن طريق السوق المفتوحة والتي يرى الباحث بأنها تمكن الشركة من اختيار توقيت الشراء المناسب، ولكنها لا تتمكن من شراء عدد كبير من الأسهم، فحسب القانون الأوراق المالية في الأردن يجب أن يتجاوز حجم الطلب اليومي في جلسة التداول الواحدة ما نسبته (2%) من عدد الأسهم المكتتب بها وألا تتجاوز مدة تنفيذ الشراء (30) يوم تداول من تاريخ بدء أول عملية شراء.

على الرغم من وجود التشريعات الالزامية لقيام الشركات الأردنية بإعادة شراء أسهمها إلا أن الباحث لم يشاهد حالات إعادة شراء للأسهم إلا في حالات نادرة، ويرى الباحث أن السبب في ذلك قد يعود إلى بعض جوانب القصور التي تعاني منها القوانين الناظمة لإعادة شراء الشركات الأردنية لأسهمها:

◆ حسب تلك القوانين لا يمكن الشراء إلا من خلال السوق المفتوحة ومن ثم لا يمكن شراء إلا كميات قليلة من الأسهم.

وهنا لا يرى الباحث مانعاً من السماح بإعادة الشراء عن طريق تقديم عطاء، ففي حال رغبت الشركة بإعادة الشراء لكميات كبيرة تستطيع استخدام هذه الطريقة وإذا لم تستطع الحصول على العدد المطلوب يمكنها الدخول إلى السوق المفتوحة وشراء ما تريده من أسهمها.

ويرى الباحث أيضاً أنه لا مانع من السماح بإعادة شراء الأسهم عن طريق المفاوضات الخاصة لكي تتمكن الشركات من الاستفادة من ميزة تلك الطريقة وهي التخلص من سيطرة بعض المساهمين على الشركة.

◆ حسب تلك القوانين لا يجوز للشركة إصدار أية أوراق مالية جديدة خلال فترة احتفاظها بأسهم الخزينة وهذا يمكن أن يكون له محتوى إعلامي سلبي أو يوصل رسالة إلى مساهمي الشركة مفادها أنه ليس هناك فرص استثمارية أمام الشركة في المدى المنظور، لذلك تقوم بإعادة شراء أسهمها وحسب ذلك القانون يجب أن لا تقل فترة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر بدءاً من تاريخ أول عملية شراء، وأن لا تزيد عن ثمانية عشر شهراً من ذلك التاريخ وهذا ما يقيد الشركة ويجبرها على القيام ببيع أسهم الخزينة خلال فترة 12 شهراً مما يعرض الشركة لخطر انخفاض سعر سهامها وخاصة في حال انخفاض الطلب على أسهمها، لذلك يعتقد الباحث أنه يجب زيادة تلك الفترة لإتاحة وقت أكبر للشركة للقيام ببيع أسهم الخزينة، لأنه في حال عدم بيع الشركة لأسهم الخزينة خلال المدة المحددة، يجب على الشركة تخفيض رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية للأسهم غير المباعة.

5- مزايا توزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم:

سيتناول الباحث مزايا توزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم من وجهة نظر الشركة والمساهمين:

أ- مزايا توزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم من وجهة نظر المساهمين:

- تقدم عملية إعادة شراء الأسهم عدداً من المزايا سواء للمساهمين الذين يرغبون ببيع أسهمهم، أمّا المساهمين الذين يرغبون بالاحتفاظ بأسهمهم (Brigham, Ehrhardt, 2011, 582) بالنسبة إلى المساهمين الذين يرغبون ببيع أسهمهم ، فإن الأرباح الناتجة عن عملية البيع، ستعامل كأرباح رأسمالية تخضع لنسبة منخفضة من الضرائب، أما بالنسبة إلى المساهمين الذين لا يرغبون بالبيع، فإنها تخفض عدد المالكين للأسهم مما يعني زيادة الأرباح التي سيحصلون عليها في المستقبل، وهنا يرى الباحث أنه بالنسبة إلى الوضع الضريبي في الأردن فإن قانون الشركات الأردني أبقى الشركات من الضرائب على التوزيعات النقدية وهذا ما يجعل المساهمين في الشركات الأردنية يفضلون توزيع أرباح نقدية معفاة من الضرائب بدلاً من توزيع الأرباح عن طريق إعادة شراء الأسهم لأن الأرباح تعتبر أرباحاً رأسمالية وهي غير معفاة من الضرائب بشكل كامل، ولذلك يرى الباحث أن إعادة شراء الشركات لأسهمها تخدم المساهمين الذين لا يرغبون ببيع أسهمهم أكثر من المساهمين الذين يرغبون ببيع أسهمهم.

- تخفض عملية إعادة شراء الأسهم من كمية الأسهم المعروضة للبيع مما يدعم أسعارها السوقية مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين (Weston, 1993, p. 375).
 - تمكن سياسة إعادة شراء الأسهم من خدمة الفئات التي تحتاج إلى سيولة فتيسر لهم بيع أسهمهم، بينما لا يقوم المساهمون الذين لا يرغبون في السيولة ببيع أسهمهم (Demodaran, Aswath, 1997, p. 570).
- ومن ثم إعادة شراء الأسهم تعطي المرونة للمساهمين في الاختيار بين البيع والتمتع بالسيولة أو الاحتفاظ بالأسهم.

بـ- مزايا سياسة توزيع الأرباح عن طريق إعادة شراء الأسهم من وجهة نظر الشركة:

- عندما ترغب الشركة في توزيع الأموال الناتجة عن أعمال غير متكررة كالأموال الناتجة عن بيع جزء من أصول الشركة، دون أن يتربّط ذلك على الشركة التزاماً بتكرار التوزيع في السنوات القادمة، وفي ذلك اعتبر (demodaran and Aswath) أن إعادة شراء الأسهم أفضل وسيلة لتوزيع تلك الأرباح (Demodaran, Aswath, 1997, p. 570) وهنا يرى الباحث أنه من الممكن استعمال إعادة شراء الأسهم في هذه الحالة ولكن لا يعتقد أنه أفضل وسيلة لتوزيع الأرباح فيمكن أن تلّجأ الشركة إلى إجراء توزيعات إضافية (extra dividends).
 - اعتبر (Brigham and Ehrhardt) أن اتباع الشركة لسياسة إعادة شراء الأسهم يساهم في التخلص من العرض الزائد للأسمدة، وزيادة الطلب على الأسهم، ومن ثم ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق مما يؤثر إيجابياً على القيمة السوقية للشركة (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 582).
- وهنا يرى الباحث أن على الشركة أن تنتبه إلى أن انخفاض عرض الأسهم في السوق قد لا يكون بحد ذاته المشكلة، إنما قد يكون أعراض مشكلة تعاني منها الشركة ربما تتعلق بسمعة الشركة مثلاً وبهذه الطريقة تكون الشركة قد عالجت أعراض هذه المشكلة وهي انخفاض الطلب على أسهم الشركة وليس المشكلة الحقيقة ولذلك قد تعود أسعار أسهم المنشأة إلى الانخفاض بعد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها.
- اعتبر (Brigham and Ehrhardt) أن إعادة شراء الأسهم تحدث تغييرًا كبيراً في هيكل رأس المال، فهناك الكثير من الشركات نسبة مديونيتها قليلة، فتقوم بالاقتراض لتمويل إعادة شراء الأسهم ومن ثم ترتفع نسبة المديونية إلى النسبة المستهدفة وتتحفظ التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وتزداد الرافعة المالية (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 583).
- وهنا يرى الباحث أنه بالنسبة إلى الشركات الأردنية، من الممكن الاستفادة من تلك الخاصية التي تقدمها إعادة شراء الأسهم ولكن بنسبة منخفضة وذلك لأن القوانين الناظمة لعملية إعادة شراء الأسهم في الأردن وضعت حد أقصى لعملية إعادة الشراء وهي (5%) من إجمالي الأسهم العادي القائمة.

- اعتبر (Ikenberry, Lakonish and Vermaelen) أن هناك محتوى إعلامي ايجابي لسياسة إعادة شراء الأسهم (Ikenberry, et al, 2000, pp. 2373-2397) ، فعند الإعلان عن إعادة شراء الشركة لأسهمها يستنتج المستثمرون أن أسعار أسهم الشركة مقيدة بأقل من قيمتها الحقيقة.

6-مساوي إعادة شراء الأسهم:

سيورد الباحث مساوى إعادة شراء الأسهم من وجهة نظر كل من الشركة والمساهمين نظراً لكونها نفس المساوى (Brigham, Ehrhardt, 2011, p. 581):

- يمكن أن يتم اعتبار الإعلان عن إعادة شراء الأسهم على أنه خبر سيء أو إشارة سلبية بالنسبة إليهم وهي أن الشركة غير متأكدة من تدفقاتها النقدية في المستقبل أو ليس أمامها أية فرصة استثمارية مربحة، ولذلك لا ترغب في الالتزام بمستوى معين من الأرباح النقدية، قد تجد من الصعوبة المحافظة عليه في المستقبل، لذلك تلجأ لإعادة شراء أسهمها، ومن ثم سوف يسعى المساهمون إلى التخطي عن أسهمهم ومن ثم يزيد عرض الأسهم ، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق.
- بتطبيق نظرية التفضيل الضريبي في بورصة عمان، يرى الباحث أن توزيع الأرباح النقدية أفضل للمساهمين من حصول المساهمين على أرباح رأسمالية عن طريق بيعهم لأسهمهم عن طريق إعادة شراء الشركة لأسهمها ومن ثم دفع ضريبة على الأرباح الرأسمالية، في حين أن التوزيعات النقدية معفاة من الضرائب، مما يدفع المساهمين إلى عدم بيع أسهمهم ومن ثم لن تستطع الشركة الاستفادة من مزايا تلك السياسة.

الفصل الثالث

سياسات توزيع الأرباح وأسعار الأسهم العادية

مقدمة:

تضارب افكار وآراء ونتائج الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وأثرها في أسعار الأسهم، وسيطرق الباحث في هذا الفصل إلى المدارس والنظريات التي درست سياسة توزيع الأرباح وأثرها على أسعار الأسهم العادية، وهي مدرسة التأثير السلبي، ومدرسة التأثير الإيجابي، ومدرسة عدم التأثير، ونظرية تأثير العميل، وسيركز الباحث على نظرية المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح، خاصة غير النقدية منها، انطلاقاً من كون المعلومات تعد مدخلاً شاملًا ومتكملاً في تفسير وتحليل أداء الشركات وتقييم أسهمها في السوق المالي، لاسيما أن المعلومات المفصحة عنها بالتقارير المحاسبية غنية بالأحداث المفيدة وذات قيمة اقتصادية تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية (Modigliani, Miller, 1961, pp. 411-433).

وفي ظل ما تعانيه معظم الأسواق المالية في الدول النامية من ضعف في الكفاءة ووجود تضارب معلومات بين الإدارة والمستثمرين، تكون أسعار أسهم الشركات بعيدة عن السعر الحقيقي لها، ولا تستجيب للتغيرات التي تطرأ على ربحية الشركة، من هنا ظهرت أهمية سياسة توزيع الأرباح وخاصة غير النقدية منها في تخفيف تضارب المعلومات وذلك من خلال استخدام إعلانات توزيع الأرباح غير النقدية مثل توزيع أرباح في صورة أسهم، وتجزئة الأسهم، وإعادة شراء الأسهم، في إيصال رسائل معينة للمستثمرين تخص مستقبل الشركة وربحيتها.

المبحث الأول:

المدارس الفكرية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادية

سيستعرض الباحث في هذا المبحث وجهات نظر المدارس الأساسية التي فسرت تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادية وهي مدرسة التأثير السلبي، ومدرسة التأثير الإيجابي، ومدرسة عدم التأثير، ونظرية تأثير العميل، كما عرض الباحث حجج وبراهين كل مدرسة والانتقادات التي وجهت إلى كل منها.

أولاً: مدرسة التأثير السلبي (نظرية التأثير الضريبي):

1- حجج وبراهين مدرسة التأثير السلبي:

يعتقد مؤيدو مدرسة التأثير السلبي (litzenberger, Ramaswamy, 1982, p. 570) بأنه يوجد تأثير سلبي لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادية، وسبب ذلك التأثير حسب هذه المدرسة هو أن معدل ضريبة الدخل على التوزيعات النقدية أكبر من معدل ضريبة الدخل على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم، وأن الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة بيع الأسهم، ومن ثم فإن المستثمر سيفضل احتياز الأرباح على توزيعها، وبسبب القيمة الزمنية للنقد، فإن تكلفة وحدة النقد المدفوعة كضريبة مستقبلاً أقل من تكلفة وحدة النقد المدفوعة حالياً، فيقوم المستثمرين بالتخلي عن أسهم الشركة التي توزع أرباحاً نقدية بشكل مستمر، مما يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم في السوق المالية، ومن ثم انخفاض سعر السهم، وبناء على ذلك يرى مؤيدو مدرسة التأثير السلبي أن المستثمر يكون على استعداد أن يدفع مبلغاً أكبر ثمناً لأسهم الشركة التي تحتجز معظم أرباحها.

2- الانتقادات التي وجهت لنظرية التأثير السلبي:

هناك اختلاف في التأثير الضريبي لسياسة توزيع الأرباح باختلاف النظام الضريبي، فمثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية ، تخضع الأرباح النقدية إلى ازدواجية في الضريبة، فبعد أن تدفع الشركة ضرائب على أرباحها، تعتبر الأرباح النقدية التي يتسلّمها المساهم جزءاً من الدخل الخاضع للضريبة على المستوى الفردي، أما في دول أخرى مثل استراليا، فإن أرباح الشركة تخضع للضرائب بالنسبة التي يحددها القانون، وبعد توزيع الأرباح النقدية على المساهمين، يتم إخضاع هذه الأرباح لنسبة الضريبة الشخصية التي يخضع لها كل مستثمر على حدة، مع الأخذ بعين الاعتبار الضرائب التي دفعتها الشركة عن هذه الأرباح بحيث لا تخضع للازدواجية في الضرائب. فإذا كانت نسبة الضريبة التي تخضع لها الشركة هي (30%)، بينما كانت نسبة الضرائب الشخصية التي يخضع لها المساهم هي (38%)، فإن المساهم سوف يدفع نسبة (8%) إضافة لما

دفعته الشركة، بينما يحصل المساهم على رديات بقيمة (5%) إذا كانت نسبة الضريبة الشخصية على المساهم هي (25%)، وهذا ما يعرف بنظام الضريبة المتلاصق (An Imputation Tax System) (brigham and Ehrhardt, 2011, p. 571).

أما في الأردن فالتوزيعات النقدية معفاة تماماً من ضريبة التوزيع، ولا تعتبر دخلاً خاضعاً للضريبة، وبخضـع (75%) من الأرباح الرأسمالية المتأتـيـة من شراء، وبيع الأـسـهـمـ للـضـرـبـيـةـ (ـقـانـونـ الشـرـكـاتـ الـأـرـدـنـيـ، 1997ـ).

ولذلك يرى الباحث أن نظرية التفضيل الضريبي أو مدرسة الأثر السلبي للتوزيعات النقدية لا يمكن تطبيقها في جميع البلدان نظراً لاختلاف المعدلات والأنظمة الضريبية من بلد آخر، حتى أنه في بعض البلدان مثل الأردن لا تصلح هذه النظرية لتفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادية بسبب أن التوزيعات النقدية معفاة تماماً من الضرائب.

ثانياً: مدرسة التأثير الإيجابي (Bird in hand):

1- حجـجـ وـبـراهـينـ مـدـرـسـةـ التـأـثـيرـ الإـيجـابـيـ:

يعتقد مؤيدو مدرسة التأثير الإيجابي لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة (lintner, 1956, pp. 97-113) (Gordon, 1959, pp. 99-105) أنه يوجد تأثير إيجابي لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادية، بسبب أن الأرباح الرأسمالية التي تنتج عن الأرباح المحتجزة تكون أكثر مخاطرة من الأرباح الموزعة، ومن ثم تكون درجة التأكـدـ أعلىـ فيـ حالـةـ تـوزـيعـ الأـرـبـاحـ النـقـدـيـةـ،ـ وـالـمـسـتـشـمـرـونـ يـقـيـمـونـ الـوـحدـةـ النـقـدـيـةـ الـتـيـ يـحـصـلـونـ عـلـيـهـاـ مـنـ أـسـهـمـ الـأـرـبـاحـ الرـاسـمـالـيـةـ،ـ وـالـسـبـبـ هوـ أـنـ الـوـحدـةـ النـقـدـيـةـ مـنـ أـسـهـمـ الـأـرـبـاحـ الرـاسـمـالـيـةـ،ـ وـمـنـ ذـيـنـ تـذـكـرـ الـوـحدـةـ النـقـدـيـةـ الـمـسـتـقـبـلـةـ لـلـسـهـمـ،ـ وـمـنـ ذـيـنـ خـصـمـهـاـ بـمـعـدـلـ خـصـمـ يـعـبرـ عـنـ الـمـخـاطـرـ،ـ وـبـمـاـ أـنـ مـعـدـلـ الخـصـمـ يـتـأـثـرـ طـرـدـيـاـ بـالـمـخـاطـرـ،ـ فـإـنـ مـعـدـلـ الخـصـمـ الـذـيـ يـسـتـخـدـمـ لـتـحـدـيدـ سـعـرـ السـهـمـ ذـيـ الـأـرـبـاحـ الرـاسـمـالـيـةـ الـمـسـتـقـبـلـةـ،ـ سـوـفـ يـكـونـ أـكـبـرـ،ـ وـبـالـنـتـيـجـةـ فـإـنـ سـعـرـ سـهـمـ الـشـرـكـةـ الـتـيـ تـوزـعـ أـرـبـاحـ نـقـدـيـةـ قـلـيـةـ،ـ وـتـحـتـجـ باـقـيـ الـأـرـبـاحـ لـتـحـولـهـاـ إـلـىـ أـرـبـاحـ رـاسـمـالـيـةـ مـسـتـقـبـلـةـ،ـ سـوـفـ يـكـونـ أـقـلـ مـنـ سـعـرـ سـهـمـ الـشـرـكـةـ الـتـيـ تـوزـعـ أـرـبـاحـ نـقـدـيـةـ كـبـيـرـةـ،ـ وـبـالـنـتـيـجـةـ فـإـنـ سـعـرـ سـهـمـ الـشـرـكـةـ يـنـخـفـضـ كـلـمـاـ زـادـتـ قـيـمـةـ الـأـرـبـاحـ الـمـحـتـجـزـةـ بـهـدـفـ تـحـوـيلـهـاـ إـلـىـ أـرـبـاحـ رـاسـمـالـيـةـ.

إذاً اعتمدت نظرية Bird in hand على حقيقة أن التوزيعات النقدية اليوم، هي توزيعات خالية من المخاطر، في حين أن الأرباح الرأسمالية تحمل الكثير من مخاطر عدم التأكـدـ.

2- الانتقادات التي وجهت إلى نظرية التأثير الإيجابي (brigham, Ehrhardt, 2008, p. 553)

- بحسب نظرية Bird in hand، فإن جميع المستثمرين يفضلون توزيع الأرباح النقدية، ولكن الباحث يرى أن هناك عدداً كبيراً من المستثمرين وخاصة كبار المستثمرين يفضلون احتياز الأرباح، لأن كبار المستثمرين لا يعتمدون على التوزيعات النقدية كدخل جاري لهم وإنما يتطلعون بشكل مستمر لزيادة ثروتهم وملكيتهم من خلال الاستثمار المستمر لأرباحهم.
- حسب نظرية Bird in hand، فإن توزيع الأرباح النقدية له أثر إيجابي على سعر السهم، وهذا ما يدفع الشركات إلى زيادة نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح المحتجزة، وهذا يؤدي إلى خسارة الشركة لمصدر تمويلي ذو تكلفة منخفضة نسبياً، وهي الأرباح المحتجزة، والاستعاضة عنه بالاقتراض أو إصدار أسهم جديدة ذات تكلفة أعلى.
- قد لا يكون بمقدور الشركة زيادة مبلغ التوزيعات النقدية بسبب حاجتها لاحتياز الأرباح لتمويل فرص استثمارية مرحلة.

ثالثاً: مدرسة انعدام التأثير:

1- حجج ويراهين مدرسة انعدام التأثير:

يعتقد مؤيدو مدرسة انعدام تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة (Modigliani, Miller, 1961, pp. 411-433) أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم العادي، نظراً لأن المستثمرين في ظل السوق الكاملة لرأس المال لا يفرقون بين الأرباح الجارية التي تكون في شكل توزيعات أرباح وبين الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم، إذ يمكنهم تشكيل سياسة توزيع الأرباح التي تناسبهم (Homemade dividends) (Demodaran, Aswath, 1997, 535).

- عدم وجود ضرائب، أو أن نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة، والضرائب على الأرباح الرأسمالية متساوية.
- ليس هناك تكاليف لعملية بيع أسهم الشركة أو شرائها، بحيث إن المستثمر إذا ما احتاج إلى نقد يستطيع أن يبيع جزءاً من الأسهم دون أن يخسر عمولات، ورسوم بيع، بدلاً من حصوله على أرباح نقدية.
- إن المستثمر عقلاني بصورة مطلقة فيما يتعلق بالقرارات التي يتخذها.
- عدم وجود تكاليف للوكالة، بمعنى أن مديرى الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية قليلة جداً لا يتصرفون بالأرباح غير الموزعة لتحقيق أهداف شخصية قد تضر بالشركة.

- تعمل الشركة في ظل سوق يتصف بالكفاءة العالية، أي أن المعلومات متوافرة ومتاحة للجميع بنفس الوقت دون تكاليف، وأن أسعار الأسهم تعكس المعلومات، وتتأثر بها بشكل مطلق لحظة توفرها.
- ليس هناك فجوة معلوماتية، بما أن الشركة تعمل في ظل سوق كاملة وكفوء، فإن التوقعات المستقبلية عن أداء الشركة متجانسة لدى جميع المستثمرين، وكذلك المعلومات والتوقعات متجانسة بين المديرين والمستثمرين، وحسب هذه الافتراضات، فإن المحدد الوحيد لقيمة الشركة السوقية هو سياسة الشركة الاستثمارية، وليس سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، وذلك لأن سياسة الاستثمار هي السياسة المسئولة عن الأرباح المستقبلية وعليه فإن قرار الشركة المتعلقة بتوزيع الأرباح النقدية أو عدم توزيعها لن يؤثر على القيمة السوقية للشركة، من بين الأدلة التي يستخدمها مؤيدو فرضية عدم التأثير، أن المستثمر يستطيع أن يبني سياسة توزيع نقدية خاصة به بغض النظر عن سياسة التوزيع النقدية التي تتبعها الشركة، بحيث يستطيع المستثمر الحصول على الدخل من خلال بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها، مساوياً لقيمة الأرباح النقدية التي كان من الممكن للشركة أن توزعها، في حالة كانت الشركة لا توزع أرباحاً نقدية، ويرغب المستثمر في الحصول على أرباح نقدية لسد احتياجاتها لاستهلاكية، أو أن يقوم بإعادة استثمار الأرباح النقدية التي قامت الشركة بتوزيعها، في حالة كان المستثمر لا يرغب في الأرباح النقدية باتباع هذا الأسلوب فإن المستثمر لن يتاثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، ومن ثم لن يكون مضطراً للتخلص من أسهم الشركات التي تتبع سياسة توزيع لا تتفق مع السياسة التي يرغب بها (Fabozzi, Peterson, 2003, p. 545).

2- الانتقادات التي وجهت إلى نظرية انعدام التأثير:

هناك مجموعة من الانتقادات التي وجهت إلى نظرية عدم التأثير (shefrin, statman, 1984, pp. 253-282)، كون افتراضاتها لا يمكن أن تكون مقبولةً من الناحية العملية، فنظرية بناء سياسة توزيع خاصة لكل مستثمر مبنية على أساس أن السوق كامل، ولا تكاليف لعمليات البيع والشراء، الأمر غير المعقول به من الناحية العملية، أضف إلى ذلك الضرائب التي سيدفعها المستثمر سواء على الأرباح النقدية أم على الأرباح الرأسمالية، مما يجعل من نظرية بناء سياسة توزيع خاصة لكل مستثمر مكلفة، بحيث تجعل عملية الاستثمار في الشركات التي تتفق سياسة توزيعها للأرباح النقدية مع حاجات المستثمرين أقل كلفة من بناء سياسة توزيع خاصة، وكذلك فإن الفرضية بنيت على أساس أن المستثمر عقلاني عند اتخاذ القرارات، إلا أن التجارب السيكولوجية أثبتت أن المخلوقات الإنسانية ليست راشدة مئة بالمائة فيما يتعلق باتخاذ القرارات.

وقد بين (Shefrin and Statman, 1984, p. 253-282) في دراستهما أن المستثمرين يكون لديهم تفضيلات غير عقلانية أو غير راشدة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، وهو ما لا يتفق مع افتراضات مدرسة انعدام التأثير. وكذلك فإن من بين الأمور الهامة التي تؤخذ على مدرسة انعدام التأثير

مساواتها بين الأرباح النقدية، والأرباح الرأسمالية، ففي حين إن التوزيعات النقدية تعتبر نقداً في اليد لا تحمل مخاطر عدم التأكيد، فإن الأرباح الرأسمالية تعتبر نقداً في المستقبل تحمل الكثير من مخاطر عدم التأكيد، فكيف يمكن المساواة بينهما.

وأخيراً يرى الباحث أن نظرية عدم التأثير بنيت على مجموعة من الافتراضات، والمعطيات غير الواقعية، فالأسواق المالية بشكل عام، والسوق الأردنية بشكل خاص، لا تنسجم مع هذه الافتراضات، فمن ناحية فإن السوق الأردنية لا تتصف بالكمال، فهناك تكاليف لعمليات البيع، والشراء، ومن ناحية أخرى هناك الضرائب على الأرباح الموزعة، والتي لا تتساوى في نسبتها مع الضرائب على الأرباح الرأسمالية كما سبق توضيحه لذلك يتضح أن فرضية عدم التأثير لسياسة توزيع الأرباح النقدية في السوق الأردنية من الناحية العملية غير صالحة للتطبيق.

رابعاً: نظرية تأثير عميل سياسة توزيع الأرباح:

1- حجج وبراهين نظرية تأثير عميل سياسة توزيع الأرباح:

لقد جاءت هذه النظرية كرد على أصحاب مدرسة التأثير السلبي وتقوم هذه النظرية على أساس أن المستثمرين يخضعون لمعدل ضريبة منخفضة، ومن ثم سوف يفضلون الاستثمار في أسهم الشركات التي تدفع نسبة توزيعات منخفضة، ومن ثم يفضلون الحصول على دخلهم في صورة أرباح رأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل من المعدل المفروض على توزيع الأرباح النقدية (brigham, Ehrhardt, 2011, p. 567) حيث إن كل مستثمر يقوم بإجراء مجموعة من الحسابات الضمنية الخاصة به، فيما يتعلق بالمفضولة بين فوائد التوزيعات النقدية المرتفعة أو احتجازها، في ظل ظروفه الخاصة التي يعيشها، ومنها الشريحة الضريبية التي يخضع لها بشكل عام، وبالتالي، فإن بعض المستثمرين سوف يفضلون الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أرباح نقدية مرتفعة، بينما يفضل البعض الآخر الشركات التي توزع نسبة أرباح نقدية منخفضة، أو لا توزع أرباحاً نقدية، وتحتجزها للاستثمار، وبعبارة أخرى، فإن المستثمرين لن يستثمروا إلا في الشركات التي تتفق سياسة توزيع الأرباح النقدية التي تتبعها، مع رغباتهم، واحتياجاتهم، وظروفهم الخاصة، وهذا ما يعرف بتأثير الزبان، وقد أيد كل من (Damodara, Aswath) نظرية تأثير عميل سياسة توزيع الأرباح عندما قاما بتحليل (914) محفظة استثمارية، حيث وجدت هذه الدراسة أن كبار السن من المستثمرين، والمستثمرين الأقل دخلاً، يميلون إلى اقتناء أسهم شركات ذات نسبة توزيع أرباح نقدية مرتفعة، أكثر من المستثمرين الأصغر سنًا، والأكثر دخلاً، والسبب أن كبار السن، والمستثمرين الأقل دخلاً يخضعون لشريحة ضريبة منخفضة أو يتمتعون بإعفاء ضريبي، كما وتشكل الأرباح النقدية مصدراً هاماً للدخل ليستخدموه في سد احتياجاتهم الاستهلاكية، أو لأنهم يريدون أن يستمتعوا بنزولتهم قبل الوفاة، لذلك فهم يميلون إلى الاستثمار

في شركات ذات نسبة توزيع أرباح نقدية مرتفعة، في حين أن صغار السن، والأكثر ثراء يقعون في شرائح ضريبية مرتفعة، ولذلك، وفي سبيل تجنب دفع الضرائب على هذه الأرباح النقدية، فإنهم يميلون إلى الاستثمار في شركات ذات نسبة توزيع أرباح منخفضة، ومن ثم فإن الأرباح النقدية في كثير من الأحيان لا تشكل مصدراً لاحتياجات الاستهلاكية لهم، بالإضافة إلى أنهم أكثر قابلية لتحمل مخاطر عدم التأكيد المتمثلة في الأرباح الرأسمالية^(Demodaran, Aswath, 1997, p. 563).

إذاً تعني نظرية تأثير العميل أن المستثمر سيسنتمر أمواله في الشركات التي تتبع سياسة توزيع أرباح نقدية تتفق مع رغباته، ومن ثم لا تؤثر سياسة توزيع الأرباح النقدية في قيمة الشركة، وبناءً على ذلك فالشركات التي لا تقوم بتوزيع أرباحاً نقدية منخفضة، لا تتأثر قيمة أسهمها في السوق سلباً، لأنها تجذب المستثمرين الذين يرغبون في ذلك، فتصبح غالبية مالكي الأسهم لا يرغبون بالتوزيعات النقدية المرتفعة، وبينما المنطق فإن الشركات التي توزع أرباحاً نقدية مرتفعة، يجب لا تتخفض قيمة أسهمها السوقية، بسبب التأثير السلبي للضرائب، وذلك لأنها تجذب المستثمرين الذين يرغبون في التوزيعات النقدية المرتفعة.

2-الانتقادات التي واجهت نظرية تأثير العميل:

حسب نظرية تأثير العميل، عندما تقوم الشركة بتغيير سياسة توزيع الأرباح النقدية المتتبعة فيها، فإن جميع المستثمرين أو معظمهم سوف يتخلون عن أسهم هذه الشركة، ويستثمرون في أسهم شركات أخرى تتفق سياسة توزيعها للأرباح النقدية مع رغباتهم، واحتياجاتهم، فتؤدي عملية البيع بكميات كبيرة إلى زيادة عرض هذه الأسهم بشكل كبير، مما يؤدي إلى هبوط في أسعارها، فإذا كانت السوق عميقه، فإن الهبوط سوف يكون مؤقتاً، وإذا ما كانت السوق ضحلة، بحيث لا يتتوفر عدد كافٍ من المستثمرين الذين يرغبون بذلك السياسة الجديدة، فإن الهبوط المؤقت في أسعار أسهم هذه الشركة قد يتحول إلى هبوط دائم، مما ينعكس سلباً على قيمة الشركة وثروة المساهمين، وعملية انتقال المستثمرين من شركة لأخرى، قد يعرضهم إلى تكاليف البيع والشراء، بالإضافة إلى إمكانية تعرضهم لضرائب على أرباحهم الرأسمالية، مما ينعكس سلباً على ثروة المساهمين^(brigham, Ehrhardt, 2011, p. 568).

بناء على ما سبق، فإن الباحث يرى، وبسبب الخصائص التي تتصف بها السوق الأردنية حيث إنها لا تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، أي أنها عديمة الكفاءة (بن حاسين وأخرون، 2012، ص. 235-248)، لذلك لا يكون تأثير الزيان بالقوة التي يستطيع معها إلغاء تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة الشركة في السوق الأردنية.

المبحث الثاني

المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح

مقدمة:

سيطرق الباحث في هذا المبحث إلى مفهوم المحتوى الإعلامي، ثم إلى نظرية المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح، كما عرض الباحث المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح النقدية والحجج والبراهين المتعلقة بذلك، وركز على المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية.

أولاً: مفهوم المحتوى الإعلامي:

تعد المعلومات مدخلاً شاملاً ومتكاماً في تفسير وتحليل أداء الشركات وتقييم أسهامها في السوق المالي، ولاسيما أن المعلومات المفصحة عنها بالتقارير المحاسبية غنية بالمعلومات المالية ذات قيمة اقتصادية تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية، وتكمن ثقة المستثمرين بالمعلومات بقنوات تدفقها المتعددة والمتنوعة، وفي طبيعة ونوعية المعلومات المتداولة المحاسبية وغير المحاسبية، التي تساهم في تحسين قدرات التنبؤ والتحليل لدى عموم المستثمرين ومحللي الأوراق المالية للأحداث المستقبلية وتضييق فجوة التباين مع تنبؤات الإدارة، وبشكل يضمن استجابة السوق المتوازنة للمعلومات الجديدة (Modigliani, Miller, 1961, pp. 411-433).

وطبقاً لفرضية كفاءة السوق المالي فإن الأسعار السوقية للأسهم يجب أن تعكس كافة المعلومات المتداولة من قنواتها المتعددة بشكل كامل وسرع ومن دون فواصل وفترات زمنية متغيرة (Higgins, 2001, p. 169) أي أن المستثمر يستجيب لأية معلومات جديدة بعد قراءة إشارتها بدقة وبشكل يؤدي، بعيداً عن التفاؤل أو التشاؤم المفرط، إلى خلق سعر توازن في السوق للمعلومات الجديدة (Lawrence, 2003, p. 322).

إن محتوى المعلومات وفقاً للنظرية المحاسبية، هو ذلك المحتوى الذي ينظر للمقاييس المالية على أنها غنية بالأحداث والمعلومات المالية المفيدة، فهي ليست مجرد قيمة محددة بل أبعد من ذلك، وأن هذا المحتوى للمعلومات ينشأ بمجرد أن تصل معلومات جديدة قبل إقرارها من مصدرها الأصلي أي ما تحويه تلك المعلومات من قيمة اقتصادية تقييد مستخدميها من المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية ذات علاقة بالشركة (Christensen, Demski, 2003, p. 540).

لذا تعامل المعلومات المحتواة بالتقارير المالية المنشورة وما يرافقها من إفصاح، على أنها سلعة خاصة للشركة أما في إطار الفكر المالي - منافعها تفوق تكاليف أعدادها ونشرها (مطر، 2004، 306)، وفي الفكر المالي المعاصر يعرف محتوى المعلومات بأنه ذلك المحتوى الذي يؤدي إلى تغير في سعر أو عوائد الأسهم نتيجة التغيير الحاصل في طبيعة المعلومات المتاحة والمنشورة (Lo, et al, 2000, pp. 1-41)، أي أن محتوى المعلومات هو مجموعة المعلومات الجديدة المفصح عنها والتي تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء الشركة، من جانب آخر، فإن مثل هذه المعلومات تمكن المستثمرين ومحلاي الأوراق المالية من الاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل.

ثانياً: المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح النقدية:

قدم أصحاب مدرسة (عدم التأثير) فكرة المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح كرد على أصحاب مدرسة التأثير الإيجابي، وتتضمن هذه الفكرة أنه إذا ارتفعت الأسعار السوقية لأسهم الشركة إثر زيادة توزيعات الأرباح فإن هذا الارتفاع لا يعود إلى التوزيعات في حد ذاتها، وإنما يعود إلى تصور الإدارة بشأن مستوى الأرباح والتذبذبات النقدية المستقبلية لدى الشركة، ويستخدم المديرون التغير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة، كوسيلة لإيصال معلومات خاصة عن الشركة للمستثمرين، ويرى مؤيدو هذه النظرية (Christensens, Demski, 2003,p.539) أن الزيادة في نسبة التوزيعات النقدية، وسيلة فعالة لإيصال المعلومات للمستثمرين، لأن المنافسين لن يستطيعوا تقليد الشركة واستخدام الوسيلة نفسها، إلا إذا كانت لديهم فعلاً نفس القدرات على تحقيق الأرباح المستقبلية.

عندما قدم (Modigliani and Miller) نظريتهم حول عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على القيمة السوقية للشركة، كان من ضمن الافتراضات لتلك النظرية، أن المستثمرين جميعاً لديهم نفس المعلومات، وأن لديهم نفس القدرات على فهم وتحليل هذه المعلومات المتاحة، ومن ثم نفس التوقعات المستقبلية عن الشركة، كما أن المستثمرين والمدراء لديهم نفس المعلومات ومن ثم نفس التوقعات المستقبلية عن الشركة، ولكن في الحياة العملية، ويسبب ما يعرف بتضارب المعلومات (Fabozzi, Peterson, 2003, p. 560) يكون لدى المستثمرين معلومات وتوقعات مختلفة عن بعضهم فيما يتعلق بالآراء المستقبلية للشركة، ومخاطر الشركة، وكذلك فإن المديرين، وبحكم موقعهم داخل الشركة، وطبيعة عملهم، واهتماماتهم، وواجباتهم الوظيفية، يكون لديهم معلومات، وتوقعات أفضل، وأدق من المستثمرين، فيما يتعلق بأرباح الشركة، وأدائها المستقبلي، وبما أن المديرين لديهم معلومات قد لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، فيكون بإمكانهم استخدام التغير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة كوسيلة لإيصال هذه المعلومات للمستثمرين، للتخفيف من الفجوة المعلوماتية بين المدراء والمستثمرين، بهدف خلق طلب أكبر على أسهم الشركة، ومن ثم التأثير في القيمة السوقية للشركة وثروة حملة الأسهم.

ثالثاً: المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية:

١- مفهوم المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية:

تقوم فكرة المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أساس أن المديرين يملكون معلومات سرية حول إمكانيات ومستقبل الشركة وهذه المعلومات غير متوفرة للمساهمين أي هناك تضارب في المعلومات بين الإدارة والمساهمين، (هناك دليل أساسي بأن المدراء لديهم مثل هذه المعلومات السرية وهو أنه ثبت في العديد من الدراسات العملية أنه عندما يتاجر المديرون بأسهم شركتهم يحققون نتائج أفضل من المساهمين، وهذا يشير إلى أن المديرين يملكون معلومات غير متوفرة لدى المساهمين) (Lawrence, 2003, p. 331) حيث تستخدم الإدارة سياسات توزيع الأرباح غير النقدية للتخفيف من تضارب المعلومات.

١-١- المحتوى الإعلامي لسياسة تجزئة الأسهم:

إن أول من تطرق للمحتوى الإعلامي لتجزئة الأسهم هو دراسة (Fama)، ونتج عن هذه الدراسة أن الإعلان عن تجزئة الأسهم يؤدي إلى تخفيض تضارب المعلومات الذي يمكن أن يوجد بين المساهمين والإدارة (Brenan, et al, 1969, PP. 1-12) (Copeland) هذا الطرح وأقر بأن الإعلان عن تجزئة الأسهم يعني تمrir إشارات ومعلومات من المديرين إلى المساهمين، وبأن نموذج المحتوى الإعلامي لتجزئة الأسهم يعني تمrir إشارات مكلفة حول التوقعات الخاصة بالمدراء إلى المساهمين وتعتبر هذه التوقعات مكلفة لأن تجزئة الأسهم تؤدي إلى انخفاض سعر السهم، ومن المعلوم أن تكلفة تداول الأسهم ترتفع كلما انخفض سعر السهم (والإشارة التي يتم إرسالها عن طريق الإعلان عن تجزئة الأسهم هي عبارة عن توقعات المديرين المتعلقة بالأرباح المستقبلية) (Copeland, Brenan, 1988, pp.1-13).

ولاحظ الباحث اختلاف في الرأي حول الإشارة التي يتضمنها الإعلان عن تجزئة الأسهم، فهناك من قال إن الإدارة تقوم بتجزئة الأسهم فقط إذا كانت تريد إيصال رسالة تتعلق باستقرار أرباح و أسعار أسهم الشركة في المستقبل (Benartzi, et al, 2005, PP1-23).

وهناك رأي آخر يقول إن جوهر نظرية المحتوى الإعلامي هو أن المديرين يقومون بتجزئة الأسهم فقط عندما يكونوا متفائلين بأن أسعار الأسهم سوف ترتفع في المستقبل أو على الأقل سوف لن تنخفض في المستقبل وعندما يتوقع المدراء بأن أسعار الأسهم سوف تنخفض في المستقبل سوف لن يقوموا بتجزئة الأسهم بسبب ارتفاع تكلفة تداول الأسهم ذات الأسعار المنخفضة (Ikenberry, et al, 2000, PP. 2373-2397).

واختلفت نتائج الدراسات حول تأثير المحتوى الإعلامي لتجزئة الأسهم، فهناك العديد من الدراسات التي خلصت إلى حدوث عوائد إضافية غير عادية إيجابية بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم (Grinblatt, et al, 1984, kuse, Yamamoto, 2004, PP. 461-490).

وقد يُفهم الإعلان عن تجزئة الأسهم من قبل المستثمرين على أنه إشارة سلبية حول مستقبل أداء الشركة، فقد وجد في بعض الحالات أن الجزء من المساهمين المطلعين على أعمال الشركة قد انخفض بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم والنتيجة كانت حدوث زيادة في تضارب المعلومات بين الإدارة والمساهمين بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم (Gorkittisunthorn, et al , 2006, pp. 1-22) وفي حالات أخرى سجلت حدوث عوائد سلبية حول تاريخ الإعلان عن تجزئة الأسهم وانخفاض قيمة تداول الأسهم عن الفترة ما قبل التجزئة (Leemakdej, 2007, pp. 1-18).

و عند دراسة التأثير طويل الأجل لتجزئة الأسهم في السوق الأمريكية خلال الفترة(1950 - 2000) وجد أن العوائد غير العادية تتحقق فقط في السنة الأولى لتحسّر بعد ذلك (Boehme, 2007, 495). ووجد في بعض الدراسات أن الإعلان عن تجزئة الأسهم لا ينبع عنه أي عوائد غير عادية (Leemakdej, 2007, pp. 1-18)

1-2- المحتوى الإعلامي لتوزيع الأرباح في صورة أسهم:

تفقّط الأسهم الجديدة الموزعة من الأرباح المحتجزة وتضاف إلى حساب رأس المال الشركة، لذلك ستقيّد الأسهم الإضافية من قدرة الشركة على دفع توزيعات نقدية في المستقبل فلا يمكن لشركة تتوقع أرباح قليلة في المستقبل أن تقوم بتخفيض الأرباح المحتجزة بتوزيع أرباح في صورة أسهم (Grinblant, et al , 1984, pp.1-26) لذلك فإن توزيع أرباح في صورة أسهم عادة ما يدل على ارتفاع الأرباح في المستقبل لأنّه يعطي إشارة إيجابية وهي أن الأموال المحولة إلى حساب رأس المال تستثمر في استثمارات طويلة الأجل في المستقبل وهذا يؤدي إلى أن التدفقات المستقبلية للشركة ممكّن أن تزداد بسبب الاستثمار الجديد في الأصول الثابتة، ومن ثم فإن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم يوصل معلومات جديدة للسوق وهذه المعلومات تتعلق بالأرباح المستقبلية للشركة.

(Brennan, and Copeland, 1987, pp. 115-141) في دراستهما (Brennan, Copeland) قدم تفسيراً للمحتوى المعلوماتي التي تتضمنها عملية توزيع الأرباح في صورة أسهم على النحو الآتي: بافتراض أن المديرين لديهم معلومات أكثر وأدق عن الوضع المستقبلي للشركة مما لدى المستثمرين، وبافتراض وجود شركتين (أ) و (ب) متشابهتين في كل شيء إلا في توقعات مديرتها للأداء المستقبلي للشركة التي يديرونها، مدير الشركة (أ) يعلم أن أداء الشركة في المستقبل سوف يكون أفضل من أدائها الحالي، بينما يتوقع مدير الشركة (ب) أن يكون أداء الشركة في المستقبل بنفس المعدل الحالي، فبحسب رأي الدراسة فإن المديرين يعلمان أنهما إذا ما قررا القيام بتوزيع أرباح في صورة أسهم فإن المساهمين سوف يتحملون التكاليف الإضافية التي ترافق عملية توزيع الأسهم، تلك التكاليف هي عبارة عن زيادة تكاليف السمسرة للأسماء ذات الأسعار المنخفضة، ومن المعلوم أن توزيع أرباح في صورة أسهم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم السوقية، إلا أن

مدير الشركة (أ) يعلم أن الشركة مقبلة على مستقبل أفضل من الوضع الحالي، ولذلك فإنه يمكن أن يقوم بعملية توزيع أرباح في صورة أسهم، على أن تغطي الأرباح الإضافية المستقبلية التكاليف التي ترافق هذه العملية، أما مدير الشركة (ب) فيعلم أن الأداء المستقل سوف يبقى ضمن الوضع الحالي، وبذلك فإن عملية توزيع الأسهم سوف تؤدي إلى زيادة التكاليف دون وجود عائد لتغطية هذه التكاليف الإضافية. وبناء عليه؛ فإن قيام الشركة (أ) بتوزيع أسهم يجعل المساهمين ينظرون إلى هذه الخطوة على أساس أن هناك أرباحاً مستقبلية إضافية لتغطية التكاليف الإضافية الناتجة عن عملية توزيع الأسهم، مما يدفعهم إلى طلب شراء أسهم تلك الشركات، فيؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على أسهمها مع بقاء العرض عليها ثابتاً، مما يؤدي إلى زيادة أسعارها ومن ثم القيمة السوقية للشركة.

لاحظ الباحث أن دراسة (Copeland, Brennan) اعتمدت بصفة أساسية على فكرة أن لتوزيع الأرباح في صورة أسهم تكلفة على المساهمين، ولكن عملية توزيع الأرباح في صورة أسهم لا تتضمن أي تكلفة على المساهمين الحاليين ولكن هذه العملية ممكن أن تؤدي إلى زيادة تكلفة تداول أسهم الشركة بسبب انخفاض سعر السهم السوقى بعد الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم وكما هو معلوم أن عمولات السمسرة تكون أكبر في حالة الأسهم ذات السعر المنخفض.

يعرف الباحث المحتوى الإعلامي لتوزيع الأرباح في صورة أسهم بأنه يعني أن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم يوصل معلومات جديدة للسوق وهذه المعلومات تتعلق بمستقبل الشركة وأرباحها، وتنعكس تلك المعلومات في ارتفاع سعر السهم السوقى وتحقيق عوائد غير عادية إيجابية أو ممكن أن تستقبل كخبر سيء من قبل المستثمرين فتؤدي إلى تحقيق عوائد سلبية.

١-٣- المحتوى الإعلامي لإعادة شراء الأسهم:

اعتبر (Ramsay and Lamba) أن المديرين يستخدمون سياسة إعادة شراء الأسهم لإرسال اعتقادهم بأن أسهم الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة، وما تعتقده الإدارة لا ينطابق مع الأسعار الحالية للأسهم.
(Ramsay , Lamba, 2000, p. 35)

لقد أثبتت العديد من الدراسات أن للإعلان عن إعادة شراء الأسهم محتوى إعلامي بأن أسهم الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة وثبت وجود عوائد غير عادية بعد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم مثل دراسة (Asquith , Mullins, 1986, p. 27) (Dann, et al, 1991, p. 217).

وهناك دليل آخر على أن الإعلان عن إعادة شراء الأسهم له محتوى إعلامي وهو أنه عند الإعلان عن إعادة شراء الأسهم فإن المحللين الماليين يقومون بتعديل توقعاتهم فيما يتعلق بأرباح الشركة التي قامت بالإعلان عن إعادة الشراء، بزيادة تلك التوقعات. (Ramsay, Lamba, 2007, p. 35)

وبذلك يستنتاج الباحث أن مفهوم المحتوى الإعلامي لإعادة شراء الأسهم يقوم على أساس أنه عندما تعتقد الشركة أن أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فإن إعادة شراء الأسهم يعتبر وسيلة لنقل هذه المعلومة للمساهمين.

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

أولاً: نبذة تاريخية عن بورصة عمان:

تأسست أول شركة مساهمة عامة في الأردن عام 1930 وهي البنك العربي ، وتلتها في العام 1931 شركة التبغ والسجائر، ثم توالى الشركات بعد ذلك حتى جاء إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (31) في العام 1976، وفي العام 1997 صدر القانون المؤقت حيث أصبحت بورصة عمان وريثة سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من أجل إعادة هيكلة سوق رأس المال الأردني وتنظيمه، وهي أحد مؤسسات سوق رأس المال الأردني، الذي يتكون من هيئة الأوراق المالية، مركز الإيداع، وبورصة عمان، وت تكون البورصة من ثلاثة قطاعات وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، وتعد بورصة عمان للأوراق المالية من البورصات الناشئة التي يعمل القائمون عليها دائمًا من أجل تحسين مستواها بين البورصات العالمية وعلى الأخص بورصات المنطقة(أبو الهيجاء، 2004)، وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني، إذ هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنائه التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطاً طويلاً ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (2.0) مليار دينار في عام 2012، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (19.1) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (243) شركة في عام 2012.

اقتصرت الحالة العملية على سياسة توزيع الأرباح في صورة أسهم، ولم تشمل على سياسة تجزئة الأسهم، وإعادة شراء الأسهم، وذلك بسبب عدم توفر عدد مشاهدات كافية للقيام بالدراسة العملية.

ثانياً: مجتمع الدراسة

تمثل مجتمع البحث بالشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال خمس سنوات (2006-2010).

ثالثاً: عينة الدراسة

للوصول إلى عينة الدراسة قام الباحث بإجراء الحذفوفات الآتية من مجتمع الدراسة

1) قام الباحث باعتبار تاريخ موافقة هيئة الأوراق المالية على توزيع الأرباح في صورة أسهم هو يوم الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم، ولم يقم باعتبار يوم الإعلان عن ذلك في الجريدة الرسمية هو يوم

الإعلان، فقد لا حظ الباحث أن تاريخ موافقة الهيئة يسبق دائمًا تاريخ الإعلان في الجريدة الرسمية، وتتشر تلك الموافقة على الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الأردنية على الأنترنت في نفس اليوم التي تمت فيه الموافقة وبذلك تم اختيار الشركات الموضحة في الجدول (5):

جدول (5): الشركات الأردنية التي وزعت أرباحاً في صورة أسهم بين عامي (2006-2010).

اسم الشركة	العام	عدد أيام التداول
الاتحاد للسجائر	2006	236
الاراضي المقدسة	2006	91
الأردن الدولية للتأمين	2010	215
الاستثمارات العامة	2008	25
الاستثماري	2006	242
	2007	240
	2008	221
	2009	206
	2010	213
الاستثمارية القابضة	2007	246
	2008	245
الألمانية للتأمين	2006	85
الأمين للاستثمار	2006	240
	2008	244
الأجواخ الأردنية	2006	235
	2007	234
	2008	223
الأدوية	2008	245
الأردني الكويتي	2006	240
	2008	244
الألبسة الأردنية	2010	245
الباطون الهاز	2006	240
	2008	204
البطاقات العالمية	2010	229
البلاد الطبية	2008	238
	2009	197
البلاد للاستثمارات	2009	168
	2010	109
البنك الأهلي	2006	241

242	2006	
240	2007	
221	2008	البنك التجاري الأردني
164	2009	
136	2010	
245	2008	
248	2009	البنك العربي
205	2006	التأمين الأردنية
107	2006	
230	2008	التأمين الإسلامية
240	2009	
116	2008	التأمين الوطنية
241	2006	
246	2007	الجمعيات الاستثمارية
244	2008	
28	2008	التسهيلات التجارية
226	2006	الثقة للاستثمارات
49	2008	
238	2009	الجميل
231	2010	
166	2006	الجنوب للفلاتر
226	2007	
240	2006	الخطوط البحرية
247	2009	الخليلي و اولاده
147	2006	
224	2008	الدستور
183	2006	الدولية للأغذية
238	2006	الدولية للتأمين
238	2006	الدولية للتعليم
235	2006	الرأي
124	2009	الزرقاء للتعليم
235	2006	
201	2010	السلام للنقل

210	2006	
194	2007	الشرق الأوسط للتأمين
59	2010	
43	2006	
38	2008	الشرق العربي للتأمين
42	2009	
34	2010	
42	2006	الصناعات الكيماوية
189	2006	
218	2007	الضمانون العرب
246	2007	العالمية للوساطة
117	2006	العامة العربية
97	2006	العرب للتأمين
246	2007	العربية الاستثمارية
73	2008	العربية الأوروبية
170	2006	
144	2009	العربية الدولية للفنادق
193	2006	
219	2010	العربية للمبادرات
246	2009	العقارية الأردنية
88	2006	
64	2008	القدس للتأمين
236	2008	الكابلات المتحدة
242	2006	
247	2007	الكهرباء الأردنية
244	2008	
248	2009	
174	2006	
227	2010	المتحدة المالية
118	2006	المتحدة للتأمين
245	2007	المتخصصة للتجارة

141	2009	المتكاملة للتأجير التمويلي
51	2006	المجموعة للتأمين
75	2008	
241	2006	المحفظة العقارية
242	2006	المحفظة الوطنية
246	2007	المقايضة للنقل
244	2008	
6	2007	الملكية الأردنية
250	2010	
144	2006	المواسير المعدنية
248	2009	الموحدة للنقل
142	2007	النسر العربي للتأمين
241	2006	الوطنية للكواكب
118	2006	
98	2008	اليرموك للتأمين
212	2006	إعمار للتطوير العقاري
244	2008	
142	2010	الأردن دبي الإسلامي
247	2010	أموال انفست
115	2008	بندار
241	2006	
193	2007	بنك الاتحاد
231	2009	
241	2006	
246	2007	بنك الأردن
213	2006	
234	2007	بنك الاستثمار العربي
239	2006	بنك الاسكان

242	2006	بنك الإسلامي الأردني
244	2008	
247	2009	
240	2006	
241	2007	
242	2008	بنك القاهرة عمان
239	2009	
222	2010	
241	2006	
228	2007	بنك المال
225	2006	
235	2007	
229	2008	بنك المؤسسة العربية
225	2009	
220	2010	
240	2006	بيتنا
48	2008	تطوير المشاريع
15	2006	جراسا للتأمين
98	2006	
137	2007	جوابيكو
32	2006	
8	2008	دلتا للتأمين
219	2010	رم للنقل والاستثمار
241	2006	
246	2007	شرق عربي للاستثمارات
241	2008	عمد للاستثمار
121	2010	
40	2006	فيلادلفيا للأدوية
244	2008	
248	2010	مسافات للنقل

الجدول من إعداد الباحث

قام الباحث بحذف الشركات التي تمتلك معدل تداول يومي خلال سنة تسويق تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم، أقل من (%50) (Chandrapala, 2009, PP. 103-114):

وتم الحصول على البيانات الموضحة في الجدول (6):

الجدول (6): الشركات الأردنية التي وزعت أرباحاً في صورة أسهم بين عامي (2006-2010)، ومعدل تداولها اليومي خلال سنة تسويق الإعلان أكبر من (%50).

الشركة	تاريخ الإعلان	تاریخ الإعلان	تاریخ الإعلان	تاریخ الإعلان	2006	2007	2008	2009	2010
البنك العربي			14/04/2008	18/08/2009					
بنك الاسكان	28/03/2006								
بنك الأردن	21/03/2006	21/03/2007							
بنك المال	27/04/2006	23/05/2007							
بنك الإسلامي الأردني	31/05/2006		02/07/2008	26/08/2009					
الأردني الكويتي	21/03/2006		24/03/2008						
بنك القاهرة عمان	31/05/2006	31/05/2007	04/06/2008	11/06/2009	24/05/2010				
بنك الاستثمار العربي	27/04/2006	27/06/2007							
بنك الاتحاد	08/05/2006	31/05/2007		11/06/2009					
بنك المؤسسة العربية	23/05/2006	09/05/2007	20/05/2008	26/05/2009	06/07/2010				
الاستثماري	31/05/2006	24/07/2007	02/07/2008	11/06/2009	04/05/2010				
البنك التجاري الأردني	27/04/2006	16/05/2007	20/05/2008	11/06/2009	08/06/2010				
التأمين الأردنية	13/04/2006								
الشرق الأوسط للتأمين	08/05/2006	09/05/2007							
الأردن الدولية للتأمين	21/03/2006				16/06/2010				
التأمين الإسلامية		22/05/2008	26/05/2009						
النسر العربي للتأمين		23/05/2007							
الضامنون العرب	31/05/2006	31/05/2007							
المملكة الأردنية				16/06/2010					
الكهرباء الأردنية	23/05/2006	06/06/2007	04/06/2008	11/06/2009					
شرق عربي للاستثمارات	23/05/2006	06/06/2007							
أموال النفط				18/04/2010					
الدولية للتعليم	22/06/2006								

			03/08/2009		العقارية الأردنية
23/05/2006			26/05/2009		العربية الدولية للفنادق
16/05/2006					الثقة للاستثمارات
08/05/2006	24/07/2007	02/07/2008			التجمعات الاستثمارية
29/03/2006		22/05/2008			إعمار للتطوير العقاري
	24/04/2007				العالمية للوساطة
		05/05/2008	26/05/2009		البلاد الطيبة
		02/07/2008		24/05/2010	مسافات للنقل
		11/10/2008			الاستثمارية القابضة
				10/08/2010	البطاقات العالمية
27/04/2006					المحفظة العقارية
22/06/2006				20/09/2010	السلام للنقل
			11/06/2009		الخليلي و اولاده
				10/08/2010	رم للنقل والاستثمار
	23/09/2007	23/06/2008			المقايسة للنقل
31/05/2006					الخطوط البحريه
			26/05/2009		البلاد للاستثمارات
16/05/2006					الرأي
29/03/2006		05/05/2008			الأمين للاستثمار
13/04/2006					المحفظة الوطنية
30/05/2006				08/06/2010	المتحدة المالية
		22/04/2008			عمد للاستثمار
			05/05/2009		الموحدة للنقل
22/06/2006	-	05/05/2008			الدستور
	24/07/2007				المتخصصة للتجارة
31/05/2006					بيت الاستثمار
			14/04/2009	08/06/2010	الجبل
		14/04/2008			الكابلات المتحدة
08/05/2006		22/04/2008			الباطون الجاهز
		14/05/2008			الأردنية للأدوية
06/04/2006					الوطنية للكوايل
16/05/2006	06/06/2007	22/05/2008			الأجواخ الأردنية
23/05/2006					الاتحاد للسجائر
07/08/2006				10/08/2010	العربية للمبيدات

22/06/2006					الدولية للأغذية
	12/06/2007				العربية الاستثمارية
06/04/2006					المواسيير المعدنية
	27/06/2007				جوايكو
				08/06/2010	الألبسة الأردنية
30/05/2006	12/06/2007				الجنوب للفلاتر

الجدول من إعداد الباحث

(3) قام الباحث بحذف الشركات التي تمتلك إعلانات أخرى مرافقة للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم، وهي الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، والإعلان عن أرباح، وذلك ضمن فترة من اليوم (20) قبل الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم إلى اليوم (20+) بعد يوم الإعلان، وتسمى هذه الفترة بفترة الإعلان (Chandrapala, 2009, PP. 103-114) يوضح ذلك.

الجدول (7): الشركات التي تمتلك إعلانات أخرى مرافقة للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم

اسم الشركة	تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح مجانية	عدد أيام التداول	تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية	تاريخ إعلان الأرباح
بنك المؤسسة العربية	06/07/2010	220	لا يوجد	28/07/2010
الاستثماري	04/05/2010	213	لا يوجد	26/04/2010
المملكة الأردنية	16/06/2010	250	لا يوجد	11/07/2010
أموال انسفت	18/04/2010	247	لا يوجد	31/4/2010
مسافات للنقل	24/05/2010	248	لا يوجد	29/04/2010
البطاقات العالمية	10/08/2010	229	لا يوجد	29/07/2010
رم للنقل والاستثمار	10/08/2010	219	لا يوجد	28/07/2010
العربية للمبادرات	10/08/2010	219	لا يوجد	28/07/2010
بنك المؤسسة العربية	26/05/2009	225	لا يوجد	28/04/2009
العقارية الأردنية	03/08/2009	246	لا يوجد	30/07/2009
العربية الدولية للفنادق	26/05/2009	144	01/05/2009	30/04/2009
البلاد للاستثمارات	26/05/2009	168	لا يوجد	29/04/2009
الموحدة للنقل	05/05/2009	248	لا يوجد	05/03/2009
الجميل	14/04/2009	238	لا يوجد	30/04/2009
البنك العربي	14/04/2008	245	29/03/2008	28/04/2008

06/03/2008	لا يوجد	244	24/03/2008	الأردني الكويتي
29/07/2008	لا يوجد	244	02/07/2008	الجمعيات الاستثمارية
29/04/2008	لا يوجد	244	22/05/2008	إعمار للتطوير العقاري
29/04/2008	لا يوجد	238	05/05/2008	البلاد الطبية
23/10/2008	لا يوجد	245	11/10/2008	الاستثمارية القابضة
21/04/2008	لا يوجد	244	05/05/2008	الأمين للاستثمار
14/4/2008, 30/4/2008	08/04/2008	241	22/04/2008	عمد للاستثمار
27/04/2008	لا يوجد	224	05/05/2008	الدستور
31/3/2008, 30/4/2008	09/04/2008	204	22/04/2008	الباطون الجاهز
29/04/2008	لا يوجد	223	22/05/2008	الأجواخ الأردنية
26/04/2007	لا يوجد	235	09/05/2007	بنك المؤسسة العربية
30/07/2007	لا يوجد	240	24/07/2007	الاستثماري
30/04/2008	لا يوجد	142	23/05/2007	النسر العربي للتأمين
15/05/2007	لا يوجد	246	06/06/2007	شرق عربي للاستثمارات
30/07/2007	لا يوجد	246	24/07/2007	الجمعيات الاستثمارية
29/07/2007	لا يوجد	245	24/07/2007	المختصة للتجارة
07/03/2006	24/03/2006	239	28/03/2006	بنك الاسكان
06/03/2006	لا يوجد	241	21/03/2006	بنك الاردن
04/05/2006	لا يوجد	241	27/04/2006	بنك المال
01/05/2006	لا يوجد	241	08/05/2006	بنك الاتحاد
27/04/2006	لا يوجد	225	23/05/2006	بنك المؤسسة العربية
01/05/2006	لا يوجد	242	27/04/2006	البنك التجاري الأردني
01/05/2006	26/03/2006	205	13/04/2006	التأمين الأردنية
01/05/2006	لا يوجد	242	23/05/2006	الكهرباء الأردنية
01/05/2006	لا يوجد	170	23/05/2006	العربية الدولية للفنادق
01/05/2006	لا يوجد	226	16/05/2006	الثقة للاستثمارات
01/05/2006	لا يوجد	241	08/05/2006	الجمعيات الاستثمارية
13/03/2006	لا يوجد	212	29/03/2006	إعمار للتطوير العقاري

24/04/2006	لا يوجد	240	29/03/2006	الأمين للاستثمار
09/04/2006	لا يوجد	242	13/04/2006	المحفظة الوطنية
31/07/2006	لا يوجد	147	22/06/2006	الدستور
27/04/2006	لا يوجد	240	08/05/2006	الباطون الجاهز
27/3/2006, 27/4/2006	لا يوجد	241	06/04/2006	الوطنية للكوابل
27/04/2006	لا يوجد	235	16/05/2006	الأجواخ الأردنية
25/07/2006	لا يوجد	193	07/08/2006	العربية للمبيدات
27/04/2006	لا يوجد	144	06/04/2006	المواسير المعدنية

الجدول من إعداد الباحث

بذلك حصل الباحث على العينة المبنية في الجدول الآتي :

الجدول (8): عينة الدراسة

المشاهدات			اسم الشركة	رقم المفردة (الشركة)
نسبة التوزيع	تاريخ توزيع الأسهم المجانية	عدد أيام التداول		
10%	16/06/2010	215	الأذين الدولية للتأمين	1
38%	21/03/2006	238		
14%	11/06/2009	206	البنك الاستثماري	2
12%	02/07/2008	221		
33%	31/05/2006	242	الأجواخ الأردنية	3
25%	06/06/2007	234		
50%	21/03/2006	240	الأردنى الكويتى	4
25%	14/05/2008	245		
10%	08/06/2010	245	الأردنية للأدوية	5
6%	26/05/2009	197		
10%	08/06/2010	136	البنك التجارى الأردنى	6
5%	11/06/2009	164		
10%	20/05/2008	221		
10%	16/05/2007	240		

20%	26/05/2009	240	التأمين الاسلامية	
25%	22/05/2008	230		9
16%	08/06/2010	231	الجميل	10
10%	12/06/2007	226		
10%	30/05/2006	166	الجنوب للفلاتر	11
50%	31/05/2006	240	الخطوط البحريه	12
23%	11/06/2009	247	الخليلي و اولاده	13
21%	23/05/2006	236	الدخان والسجائر الدولية	14
25%	22/06/2006	183	الدولية للأغذية	15
50%	22/06/2006	238	الدولية للتعليم	16
25%	16/05/2006	235	الرأي	17
14%	20/09/2010	201		
60%	22/06/2006	235	السلام للنقل	18
20%	09/05/2007	194		
50%	08/05/2006	210	الشرق الأوسط للتأمين	19
14%	31/05/2007	218	الضامنون العرب	
18%	31/05/2006	189		20
7%	24/04/2007	246	العالمية للوساطة	21
25%	12/06/2007	246	العربية الاستثمارية	22
100%	14/04/2008	236	الكابلات المتحدة	23
8%	11/06/2009	248		
6%	04/06/2008	244	الكهرباء الاردنية	
10%	06/06/2007	247		24
60%	08/06/2010	227		
146%	30/05/2006	174	المتحدة المالية	25
25%	27/04/2006	241	المحفظة العقارية	26
10%	23/06/2008	244		
10%	23/09/2007	246	المقايضة للنقل	27

5%	11/06/2009	231	بنك الاتحاد	
20%	31/05/2007	193	بنك الاردن	28
16%	21/03/2007	246	بنك الاردن	29
30%	27/06/2007	234	بنك الاستثمار العربي	
33%	27/04/2006	213	بنك الاستثمار العربي	30
23%	26/08/2009	247	بنك الإسلامي الأردني	
25%	02/07/2008	244		
30%	31/05/2006	242	بنك القاهرة عمان	31
14%	24/05/2010	222		
10%	11/06/2009	239		
7%	04/06/2008	242		
11%	31/05/2007	241		
50%	31/05/2006	240	بنك المؤسسة العربية	32
6%	23/05/2007	228		33
15%	20/05/2008	229		34
33%	31/05/2006	240		35
40%	27/06/2007	137		36
100%	23/05/2006	241	شرق عربي للاستثمارات	37
33%	02/07/2008	244	مسافات للنقل	38

الجدول من إعداد الباحث

لمعرفة أثر الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم على أسعار الأسهم قام الباحث بحساب العوائد غير العادلة للشركات وذلك خلال فترة الإعلان (تتراوح هذه الفترة عادةً بين (21) يوم إلى (121) يوم (Paterson, 1989)، و الفترة التي اختارها الباحث هي (41) يوماً، من اليوم (-20+) إلى اليوم (0)، حيث تم اعتبار يوم الإعلان هو اليوم (0)، والهدف من حساب العائد غير العادي قبل الإعلان بفترة محددة هو اختبار فيما إذا كان هناك تسريب للمعلومات إلى السوق من قبل الشركة قبل يوم الإعلان، وتم حساب العائد غير العادي بعد الإعلان بفترة محددة لاختبار فيما إذا كان هناك تأخير في وصول المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم إلى السوق (Chandrapala, 2009, 114-103).

لحساب العائد غير العادي قام الباحث بالآتي:

أولاً: حساب العائد الفعلي من خلال المعادلة الآتية:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (1)$$

حيث إن R_{it} تمثل العائد الفعلي للشركة A في اليوم t.

P_{it} هو سعر الإغلاق للشركة A في اليوم t.

P_{it-1} هو سعر الإغلاق للشركة A في اليوم t-1.

ثانياً: حساب العائد غير العادي من خلال المعادلة الآتية:

$$(2) \text{ العائد غير العادي} = \text{العائد الفعلي} - \text{العائد المتوقع}.$$

قام الباحث بحساب العائد المتوقع باستخدام نموذجين مختلفين هما:

أ- نموذج العائد المخصوص بعائد السوق (Market deducted return: MDR)

: (Chandrapala, 2009)

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

R_{mt} تمثل عائد السوق في اليوم t وبحسب من خلال المعادلة الآتية:

(t) يمثل العائد غير العادي للشركة (i) في اليوم (t) (Abnormal return) AR_{it}

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (4)$$

I_t تمثل سعر مؤشر السوق في اليوم t.

ب- العائد المتوسط المعدل : (Mean adjusted return: MAR)

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \quad (5)$$

\bar{R}_{it} : المتوسط الحسابي للعوائد الفعلية لفترة اختارها الباحث تكون 200 يوم تداول قبل اليوم (-20) من

فترة الإعلان .(Chandrapala, 2009)

لم يقم الباحث بحساب العائد المتوقع عن طريق نموذج السوق (market model: MM)

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha - \beta R_{mt} \quad (6)$$

حيث إن: α و β تحسب بطريقة المربعات الصغرى وذلك من خلال الربط بين عائد السوق R_{mt} والعائد الفعلي R_{it} .

لأن تطبيق ذلك النموذج يتطلب عدم وجود مشكلة التداول المحدود (Thin Trading) والتي تعني وجود عدد قليل من عروض وطلبات الشراء في السوق، والأسعار متقلبة، والأصول قليلة السيولة، وهذا ما يعني منه سوق عمان المالي (Nobanee, et al, 2009).

ولذلك تم حساب العوائد غير العادية اليومية خلال فترة الإعلان من خلال النموذجين الآتيين:

- العائد المخصوم بعائد السوق (Market deducted return: MDR):

والملحق (أ) يمثل العوائد غير العادية خلال فترة الإعلان للشركات التي أعلنت عن توزيع أرباح في صورة أسهم وذلك حسب نموذج (MDR):

- نموذج العائد المتوسط المعدل (Mean adjusted return: MAR):

والملحق (ب) يمثل العوائد غير العادية خلال فترة الإعلان للشركات التي أعلنت عن توزيع أرباح في صورة أسهم وذلك حسب نموذج (MAR).

بعد حساب العوائد غير العادية في فترة الإعلان، قام الباحث بحساب متوسط العوائد غير العادية الخاص بكل يوم من أيام فترة الإعلان من خلال المعادلة الآتية:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ARI_{it} \quad (7)$$

t تمثل أيام فترة التداول من اليوم -20 قبل يوم الإعلان إلى اليوم +20 بعد الإعلان.

n تمثل 61 حالة توزيع أرباح في صورة أسهم.

الجدول الآتي يمثل وسطي العوائد غير العادية في كل يوم من أيام فترة الإعلان وذلك حسب نموذج (MAR) ونموذج (MDR).

الجدول (9): متوسط العوائد غير العادية في كل يوم من أيام فترة الإعلان وذلك حسب نموذج (MDR) ونموذج (MAR).

اليوم	نموذج 1 AAR _t (MAR)	نموذج 2 AAR _t (MDR)
-20	0.0010	0.0005
-19	-0.0063	-0.0037
-18	-0.0012	-0.0024
-17	-0.0031	-0.0033
-16	0.0000	0.0006

-15	0.0029	0.0048
-14	0.0036	0.0047
-13	0.0009	-0.0010
-12	0.0040	0.0052
-11	-0.0047	-0.0036
-10	0.0014	-0.0009
-9	0.0030	0.0049
-8	-0.0007	-0.0009
-7	-0.0013	-0.0004
-6	0.0029	0.0001
-5	-0.0006	0.0015
-4	-0.0049	-0.0046
-3	0.0004	0.0025
-2	0.0035	0.0050
-1	0.0020	0.0010
0	-0.0033	-0.0020
1	0.0002	0.0030
2	-0.0036	0.0041
3	0.0051	0.0044
4	-0.0018	0.0003
5	0.0002	0.0002
6	-0.0010	0.0010
7	-0.0020	0.0006
8	0.0034	0.0064
9	0.0001	0.0001
10	-0.0269	-0.0259
11	-0.1188	-0.1221
12	0.0002	0.0018
13	-0.0080	-0.0051
14	-0.0027	-0.0030
15	0.0058	0.0046
16	-0.0037	0.0001
17	-0.0047	-0.0024
18	-0.0061	0.0005
19	-0.0014	0.0018
20	0.0008	0.0013

الجدول من إعداد الباحث

رابعاً: اختبار الفرضيات

لاختبار فرضيات الدراسة قام الباحث باستخدام مستوى دلالة معنوية قدره (0.01) وذلك بسبب اختيار العينة بشكل انتقائي بما يضمن بيانات مالية حقيقية غير مشوهة ببيانات أخرى تؤثر على نتائج البحث، وتطبيق معادلات رياضية لحساب المتغير التابع ، بما يضمن للباحث الوصول إلى نتائج قريبة جداً من الواقع مثل دراسة (Chandrapala, 2009, 103-114).

قام الباحث باختبار فيما إذا كان وسطي العوائد غير العادية المتعلقة بفترة الإعلان في النماذجين (MAR) يتبع التوزيع الطبيعي وذلك من خلال استخدام البرنامج الإحصائي (spss) باستخدام اختبار Kolmogorov-Smirnov عند مستوى دلالة قدره (0.01):

بتطبيق ذلك الاختبار على نموذج (MAR) حصل الباحث على النتائج الآتية:

اختبار التوزيع الطبيعي

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
نموذج 1	.380	41	.000	.330	41	.000

لاحظ الباحث أن معنوية الاختبار ($sig=0$) هي أصغر من مستوى الدلالة(0.01) وهذا يدل على أن متوسط العوائد غير العادية في فترة الإعلان باستخدام النموذج الأول (MAR) لا يتبع التوزيع الطبيعي.

باستخدام نفس الاختبار على نتائج النموذج الثاني (MDR) حصل الباحث على النتائج الآتية:

اختبار التوزيع الطبيعي

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
نموذج 2	.408	41	.000	.310	41	.000

وقد الباحث أن معنوية الاختبار ($\text{sig}=0$) هي أصغر من مستوى الدلالة (0.01) وهذا يدل على أن متوسط العوائد غير العادلة في فترة الإعلان باستخدام النموذج الثاني (MDR) لا يتبع التوزيع الطبيعي، وبما أن النموذجين لا يتبعان التوزيع الطبيعي، لذلك طبق الباحث الاختبارات الامثلية.

بعد ذلك قام الباحث باختبار فيما إذا كان هناك اختلاف بين متوسطي النموذجين الاول والثاني عند مستوى دلالة (0.01)، من خلال تطبيق اختبار (Friedman) الذي يستخدم لمعرفة إذا كان هناك فروق في طرق المعالجة، و وسط المجتمعات، و توزيع المجتمعات.

اختبار (Friedman)

N	41
Chi-Square	5.488
df	1
Asymp. Sig.	.019

لاحظ الباحث من الاختبار السابق أن معنوية الاختبار هي ($\text{sig} = 0.019$) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.01)، وهذا يعني عم وجود فروق بين متوسطي النموذجين الأول و الثاني، ومن ثم سوف يقوم الباحث باعتماد نموذج واحد من النموذجين السابقين وهو نموذج (MAR) وذلك لاختبار فرضيات الدراسة على نتائج هذا النموذج.

1- اختبار الفرضية الأولى:

(1) H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة بين الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين العوائد غير العادلة خلال فترة الإعلان.

(2) H_1 : توجد علاقة ذات دلالة بين الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين العوائد غير العادلة خلال فترة الإعلان. لاختبار هذه الفرضية استخدم الباحث الاختبار المعلمي One sample T-test¹ فيما إذا كان وسطي العوائد غير العادلة في كل يوم من أيام فترة الإعلان يختلف اختلافاً جوهرياً عن الصفر ويتم حساب t من خلال المعادلة الآتية:

¹ قام الباحث باستخدام الاختبار المعلمي One sample T-test (على الرغم من أن العينة لا تتبع التوزيع الطبيعي وذلك لأن عدد أفراد العينة (41) أكبر من (30) أي تعتبر عينة كبيرة الحجم، ولا يتطلب اختبار One sample T-test (أن تكون العينة تتبع التوزيع الطبيعي

$$(8) t = \frac{AARt}{\sigma_{AARt}}$$

σ_{AARt} تمثل الانحراف المعياري لمتوسط العوائد غير العادية في اليوم t عن الوسط الحسابي للعوائد غير العادية لكل الحالات.

بتطبيق الاختبار (One sample T-test) باستخدام برنامج (spss) نجد:

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
نموذج MAR	41	-.002933-	.0197338	.0030819

$$\text{نجد أن } \sigma_{AARt} = .0197338$$

بالتعويض بالمعادلة (8) يتم حساب قيمة t عند كل يوم من فترة الإعلان وتظهر النتائج في الجدول الآتي:

الجدول (10): قيم t المحسوبة خلال فترة الإعلان حسب نموذج (MAR)

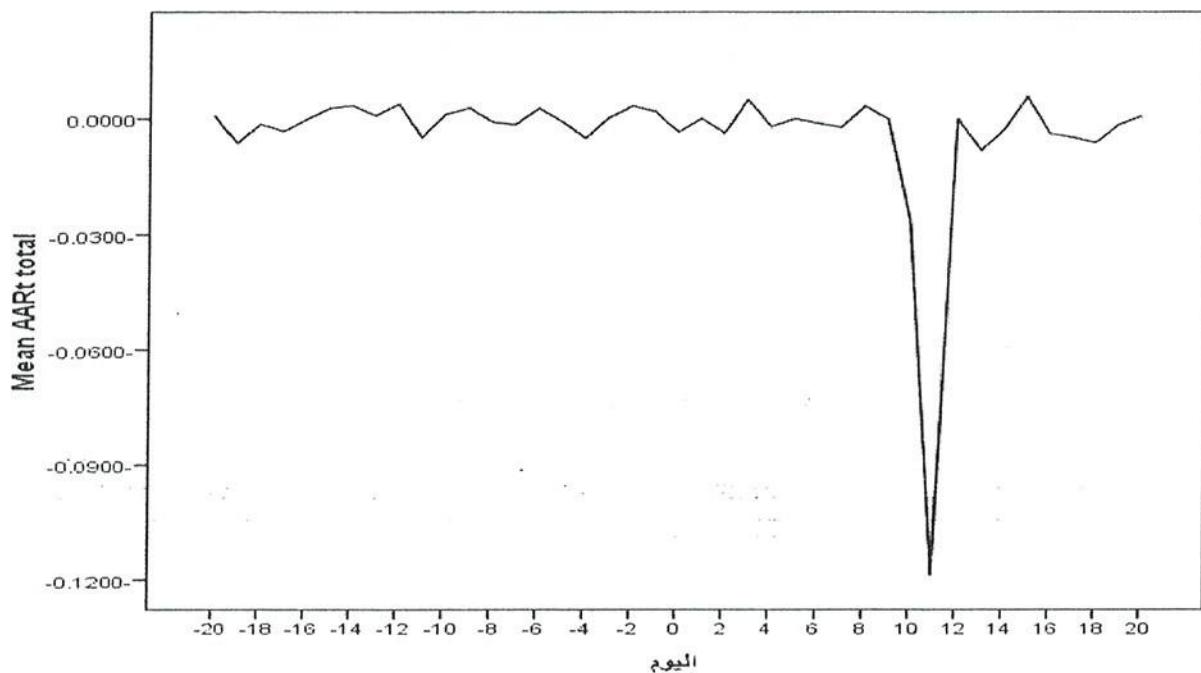
date	MAR(t)
-20	0.05
-19	-0.33
-18	-0.07
-17	-0.16
-16	0.00
-15	0.15
-14	0.19
-13	0.05
-12	0.21
-11	-0.25
-10	0.07
-9	0.16
-8	-0.04
-7	-0.07
-6	0.15
-5	-0.03

-4	-0.25
-3	0.02
-2	0.18
-1	0.11
0	-0.17
1	0.01
2	-0.19
3	0.27
4	-0.10
5	0.01
6	-0.05
7	-0.11
8	0.18
9	0.00
10	-1.41
11	-6.22***
12	0.01
13	-0.42
14	-0.14
15	0.30
16	-0.19
17	-0.24
18	-0.32
19	-0.07
20	0.04

الجدول من إعداد الباحث

وجد الباحث من الجدول أن قيم t المحسوبة في جميع أيام فترة الإعلان، ليس لها دلالة معنوية عند مستوى دلالة قدرها (0.01) وعند درجة حرية ($df=n-1=40$)، وقيمة جدولية قدرها (3.551)، ماعدا اليوم (11) بعد الإعلان، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة (-6.22)، وهذا يقودنا إلى رفض فرضية العدم القائلة بأن متوسط العوائد غير العادية لا يختلف عن الصفر اختلافاً جوهرياً خلال فترة الإعلان، وقول الفرضية البديلة القائلة بأن متوسط العوائد غير العادية يختلف اختلافاً جوهرياً عن الصفر خلال فترة الإعلان، وبما أن ($AAR_{11} = -0.1188$) وقيمة ($t=-6.22$) فهذا يعني أن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم ذو تأثير سلبي على العوائد غير العادية، وهذا يدل على وجود محتوى إعلامي سلبي للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم، والشكل (1) يوضح ذلك.

الشكل (I): العلاقة بين إعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم وتحقيق أرباح غير عادية خلال فترة الإعلان



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على تحليل النتائج إحصائياً

لتوضيح ذلك قام الباحث بحساب وسطي العوائد غير العادية المجمع، وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$CAARt = \sum_{t=-20}^{20} \left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ARit \right) \quad (9)$$

(CAARt) تمثل وسطي العوائد غير العادية المجمع

t تمثل أيام فترة الإعلان

n تمثل أفراد العينة

$ARit$ العائد غير العادي للشركة i في اليوم t

بتطبيق المعادلة السابقة نحصل على النتائج المبينة في الجدول (11):

الجدول (11): متوسط العوائد غير العادية المجمع خلال فترة الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم

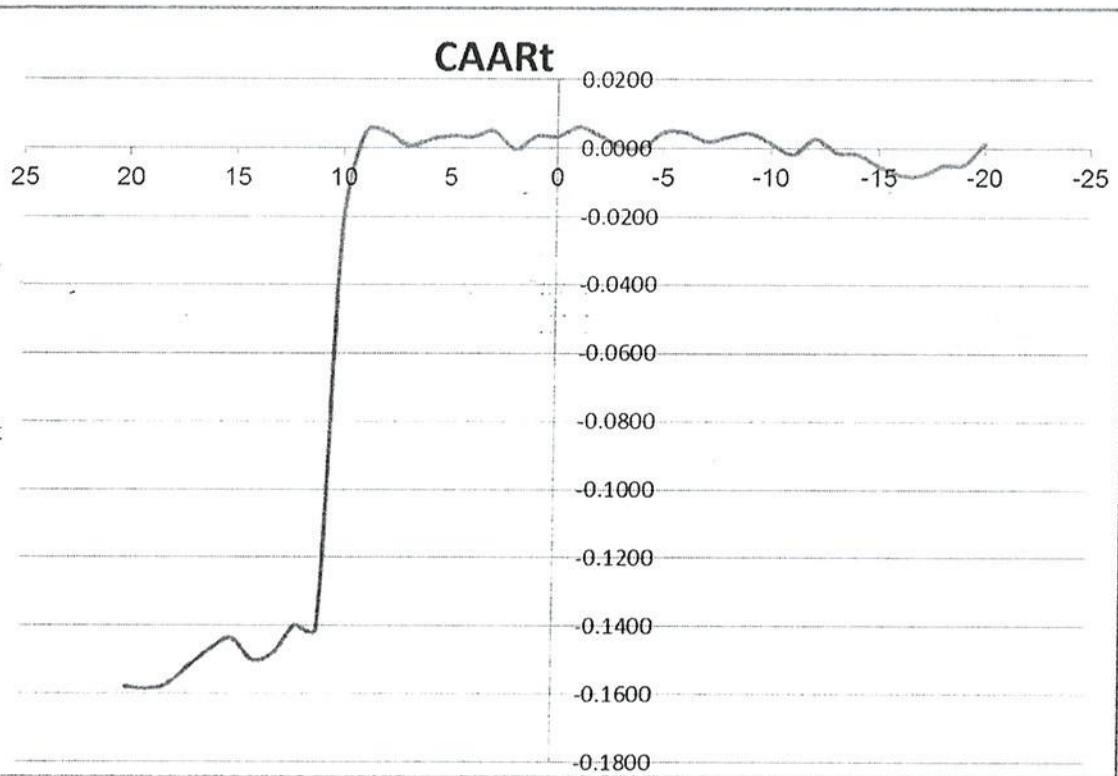
اليوم	متوسط العوائد غير العادية المجمع	اليوم	متوسط العوائد غير العادية المجمع
-20	0.0013	0	0.0034
-19	-0.0048	1	0.0035
-18	-0.0051	2	-0.0003
-17	-0.008	3	0.0049
-16	-0.0078	4	0.0033
-15	-0.0053	5	0.0036
-14	-0.0019	6	0.0025
-13	-0.0014	7	0.0007
-12	0.0027	8	0.0046
-11	-0.0018	9	0.0046
-10	0.0013	10	-0.0223
-9	0.0043	11	-0.1408
-8	0.0033	12	-0.1397
-7	0.0019	13	-0.1479
-6	0.0045	14	-0.1499
-5	0.0046	15	-0.1436
-4	0	16	-0.1469
-3	0.0004	17	-0.1519
-2	0.0036	18	-0.1571
-1	0.0061	19	-0.1585
		20	-0.1577

الجدول من إعداد الباحث

لاحظ الباحث وجود تأخير زمني في حدوث العوائد غير العادية السالبة حيث أنه في اليوم (10) كان $CAART = -0.1408$ وفي اليوم (11) كان $CAART = -0.0223$.

والشكل (2) يوضح ذلك:

الشكل (2): تطور وسطي العوائد غير العادية المجمع خلال فترة الإعلان



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على تحليل النتائج إحصانياً

2- اختبار الفرضية الثانية:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة بين حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين تحقيق عوائد غير عادية خلال فترة الإعلان.

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة بين حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم وبين تحقيق عوائد غير عادية خلال فترة الإعلان.

على اعتبار أن التوزيعات كبيرة الحجم هي توزيع أرباح في صورة أسهم بنسبة تفوق (25%)، والتوزيعات الأصغر من ذلك تعتبر توزيع أرباح في صورة أسهم صغيرة الحجم (Fabozzi, Peterson, 2003, p. 565)، فقسم الباحث العينة إلى مجموعتين حسب حجم التوزيع، المجموعة الأولى تتضمن التوزيعات كبيرة الحجم

(حجم التوزيع أكبر أو تساوي 25%)، والمجموعة الثانية تشمل توزيعات صغيرة الحجم (حجم التوزيع أصغر من 25%)، والجدول الآتي يبيّن ذلك:

الجدول (12): تقسيم العينة إلى مجموعتين حسب حجم التوزيع

حجم التوزيع أكبر أو يساوي 25%		حجم التوزيع أصغر من 25%	
حجم التوزيع	الشركة	حجم التوزيع	الشركة
25%	الإسلامي الأردني 2008	5%	البنك التجاري 2009
25%	التأمين الإسلامية 2008	5%	بنك الاتحاد 2009
25%	الأردنية للأذونية 2008	6%	بنك المال 2007
25%	الأجواخ الأردنية 2007	6%	البلاد الطبية 2009
25%	العربية الاستثمارية 2007	6%	الكهرباء الأردنية 2008
25%	المحفظة العقارية 2006	7%	قاهرة عمان 2008
25%	الرأي 2006	7%	العالمية للوساطة 2007
25%	الدولية للأغذية 2006	8%	الكهرباء الأردنية 2009
30%	الاستثمار العربي 2007	10%	البنك تجاري 2010
30%	الإسلامي الأردني 2006	10%	الأردن الدولية للتأمين 2010
33%	مسافات للنقل 2008	10%	الألبسة الأردنية 2010
33%	الاستثمار العربي 2006	10%	قاهرة عمان 2009
33%	الاستثماري 2006	10%	البنك تجاري 2008
33%	بيت الاستثمار 2006	10%	المقايةضة للنقل 2008
38%	الأردن الدولية 2006	10%	البنك تجاري 2007
40%	جوإيكو 2007	10%	الكهرباء الأردنية 2007
50%	البنك الأردني الكويتي 2006	10%	المقايةضة للنقل 2007
50%	قاهرة عمان 2006	10%	الجنوب للفلاتر 2007
50%	الشرق الأوسط للتأمين 2006	10%	الجنوب للفلاتر 2006
50%	الدولية للتعليم 2006	11%	قاهرة 2007 عمان
50%	الخطوط البحريّة 2006	12%	البنك الاستثماري 2008
60%	المتحدة المالية 2010	14%	قاهرة عمان 2010
60%	السلام للنقل 2006	14%	السلام للنقل 2010
100%	الكافيلات المتحدة 2008	14%	الضامنون العرب 2007
100%	شرق عربي للاستثمارات 2006	14%	البنك الاستثماري 2009
146%	المتحدة المالية 2006	15%	بنك المؤسسة العربية 2008
		16%	الجميل 2010
		16%	بنك الأردن 2007

		18%	الضامنون العرب 2006
		20%	التأمين الإسلامية 2009
		20%	بنك الاتحاد 2007
		20%	الشرق الأوسط للتأمين 2007
		21%	الاتحاد للسجاد 2006
		23%	الخليلي و أولاده 2009
		23%	الإسلامي الأردني 2009

الجدول من إعداد الباحث

بعد ذلك قام الباحث بحساب متوسط العوائد غير العادية المتعلقة بفترة الإعلان بالنسبة إلى العينتين، وحساب قيمة (t) المحسوبة بالنسبة إلى كل يوم من أيام فترة الإعلان بالنسبة إلى العينتين وذلك بعد حساب الانحراف المعياري لكلا المجموعتين وتطبيق المعادلة (8) فحصل على النتائج المبينة في الجدول (13)

الجدول (13) قيمة (t) المحسوبة بالنسبة إلى المجموعتين (توزيعات صغيرة الحجم، وكبيرة الحجم) خلال فترة الإعلان

اليوم	$(AART)$ توزيعات كبيرة	(t) المحسوبة	AART توزيعات صغيرة	(t) المحسوبة للتوزيعات الصغيرة
-20	-0.0016	-0.053	0.0030	0.282
-19	-0.0048	-0.156	-0.0073	-0.678
-18	0.0031	0.101	-0.0045	-0.418
-17	-0.0066	-0.213	-0.0005	-0.043
-16	-0.0059	-0.190	0.0044	0.408
-15	-0.0048	-0.153	0.0085	0.790
-14	0.0036	0.115	0.0036	0.330
-13	0.0038	0.123	-0.0012	-0.115
-12	0.0070	0.224	0.0018	0.165
-11	-0.0077	-0.246	-0.0025	-0.231
-10	-0.0024	-0.076	0.0041	0.385
-9	-0.0038	-0.121	0.0080	0.742
-8	0.0004	0.011	-0.0015	-0.137
-7	-0.0032	-0.103	0.0001	0.006
-6	0.0010	0.031	0.0043	0.399
-5	-0.0062	-0.198	0.0035	0.324
-4	-0.0072	-0.230	-0.0031	-0.291

-3	0.0033	0.106	-0.0017	-0.161
-2	0.0069	0.221	0.0009	0.087
-1	-0.0005	-0.016	0.0039	0.360
0	-0.0039	-0.127	-0.0028	-0.258
1	-0.0022	-0.070	0.0020	0.186
2	-0.0048	-0.153	-0.0027	-0.251
3	0.0072	0.230	0.0036	0.334
4	-0.0011	-0.035	-0.0024	-0.222
5	-0.0003	-0.010	0.0006	0.056
6	0.0006	0.020	-0.0023	-0.210
7	-0.0080	-0.258	0.0024	0.223
8	0.0025	0.081	0.0041	0.378
9	-0.0036	-0.117	0.0028	0.263
10	-0.0552	-1.772	-0.0059	-0.547
11	-0.1926	-6.186	-0.0639	-5.934
12	0.0012	0.039	-0.0006	-0.054
13	-0.0075	-0.240	-0.0084	-0.602
14	0.0024	0.076	-0.0065	-0.602
15	0.0077	0.246	0.0044	0.412
16	-0.0029	-0.095	-0.0043	-0.397
17	-0.0046	-0.148	-0.0047	-0.438
18	-0.0074	-0.239	-0.0051	-0.470
19	-0.0010	-0.031	-0.0017	-0.158
20	-0.0015	-0.048	0.0025	0.237

الجدول من إعداد الباحث

ولمعرفة إذا كان هناك فرق بين وسطي العوائد غير العادية في كلتا الحالتين قام الباحث بتطبيق اختبار (مان-ويتني) للمقارنة بين وسطي العينتين:

نتائج اختبار (Mann Whitney)

	العوائد
Mann-Whitney U	663.000
Wilcoxon W	1524.000
Z	-1.646-
Asymp. Sig. (2-tailed)	.100

قيمة ($sig = .100$) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.01)، وهذا ما قاد الباحث إلى قبول فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين حجم توزيع الأرباح في صورة أسهم والعوائد غير العادية خلال فترة الإعلان، وهذا دليل على عدم وجود محتوى إعلامي لحجم توزيع الأرباح في صورة أسهم، أي مهما اختلفت نسبة توزيع الأرباح في صورة أسهم فإن ذلك لن يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية أعلى أو أقل، أي لا يمكن استخدام حجم التوزيع لإيصال أي رسالة للمستثمرين.

النتائج:

- (1) الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم في الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ليس له أي محتوى إعلامي في يوم الإعلان، حيث كانت قيمة ($t=-0.17$ المحسوبة)، وهي غير معنوية عند مستوى دلالة قدره (0.01).
- (2) تبدي أسعار أسهم الشركات الأردنية ردود فعل سلبية للإعلان على توزيع الأرباح في صورة أسهم في اليوم (11) بعد يوم الإعلان، حيث تحققت عوائد غير عادية سلبية ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة قدره (0.01) في ذلك اليوم.
- (3) لا يوصل الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم في الشركات الأردنية أية رسالة إيجابية إلى المستثمرين، حيث لم تتحقق عوائد غير عادية إيجابية في خلال فترة الإعلان.
- (4) لا يقدم حجم التوزيع أي محتوى إعلامي إضافة لما يقدمه الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم لدى الشركات الأردنية، سواء أكانت نسبة التوزيع صغيرة أم كبيرة، فإن ذلك لن يؤدي إلى حدوث عوائد غير عادية سلبية أو إيجابية إضافية، أي لا يوجد محتوى إعلامي لحجم التوزيع.
- (5) لاحظ الباحث أن أسعار أسهم معظم الشركات منخفضة بحيث لا يدعم تفسير المدى التجاري الأمثل للإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم، فمعظم الشركات التي أعلنت عن توزيع أرباح في صورة أسهم لا تتجاوز أسعار أسهمها (5) دينار، ومن ثم لا توجد مشكلة لدى أغلب المساهمين عند شرائهم لوحدات التداول غير الكسرية، ولذلك يرجح الباحث أن الشركات الأردنية لا تقوم بالإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم لكي تكون أسعار أسهمها ضمن المدى التجاري الأمثل، وهذا ينسجم مع نتائج هذه الدراسة، حيث لم تتحقق عوائد غير عادية إيجابية بعد الإعلان، لا بل تحققت عوائد غير عادية سلبية، وهذا يدل على عدم ارتفاع الطلب على أسهم الشركة بسبب تمكين عدد أكبر من المستثمرين من شراء عدد أكبر من وحدات التعامل.
- (6) دعمت نتائج هذه الدراسة ما توصل إليه أصحاب مدرسة التأثير السلبي، القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، ودعمت أيضاً مفهوم المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع الأرباح، من حيث حدوث عوائد غير عادية، ولكن جاءت نتائج هذه الدراسة مخالفة لمعظم نتائج الدراسات المماثلة لها في أسواق أخرى متقدمة، و ناشئة، من حيث أن الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم له محتوى إعلامي سلبي، ومن حيث إن حجم التوزيع لا يقدم محتوى إعلامياً إضافية لما يقدمه الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم.

7) مع كل عملية توزيع أرباح في صورة أسهم تصل رسالة للمستثمرين بأن عرض الأسهم سوف يزيد مما يؤدي إلى إغراق البورصة بالمعروض من الأسهم دون أن يرافقه إشارات إيجابية عن أداء الشركات مستقبلاً الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم السوقية، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادلة سلبية.

الوصيات:

- 1) يوصي الباحث بأن تقوم الشركات الأردنية باستخدام نظم معلومات مالية شفافة توصل المعلومات الصحيحة للمستثمرين عن مستقبل أداء الشركة وربحيتها للتخفيف من مشكلة تضارب المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.
- 2) يوصي الباحث بضرورة الاعتماد على مجموعة من الإعلانات التي تساهم في التخفيف من تضارب المعلومات بين إدارة الشركة والمساهمين، مثل عملية تجزئة الأسهم لإيصال محتوى إعلامي عن مستقبل الشركة، لأن تجزئة الأسهم لا تعتبر رسملة للأرباح المحتجزة والاحتياطيات بل هي فقط تخفيف لقيمة الدفترية للأسهم بنسبة التجزئة، ومن ثم لا يعتبر مصدرًا تمويلياً، أي ليس له تكفة تمويل مثل توزيع الأرباح في صورة أسهم.
- 3) يوصي الباحث الشركات الأردنية بالبحث عن مصادر تمويل أخرى والكاف عن الاعتماد على توزيع أرباح في صورة أسهم كمصدر تمويل رئيس لتلك الشركات لأن العوائد غير العادية السالبة تعتبر تكلفة تمويل إضافية، عدا عن التكاليف التي تسببها توزيع الأرباح في صورة أسهم التي تتجلى في زيادة تكلفة التداول نتيجة زيادة عمولة السمسرة، الناتجة عن انخفاض أسعار الأسهم بعد التوزيع.
- 4) يوصي الباحث الشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بضرورة الفهم الصحيح لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية (توزيع أرباح في صورة أسهم، تجزئة الأسهم، إعادة شراء الأسهم) وذلك من أجل الاستفادة من مزايا كل سياسة من تلك السياسات، وخاصة إمكانية استخدامها من أجل إرسال إشارات للسوق من خلال ما تملكه من محتوى إعلامي عن مستقبل الشركة وربحيتها.
- 5) يوصي الباحث الشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بتجنب الاعتماد على عملية توزيع الأرباح في صورة أسهم كمصدر تمويلي في حال تكرر حدوث عوائد غير عادية سالبة والتي تعتبر تكلفة تمويل إضافية، عدا عن التكاليف التي تسببها توزيع الأرباح في صورة أسهم التي تتجلى في زيادة تكلفة التداول نتيجة زيادة عمولة السمسرة، الناتجة عن انخفاض أسعار الأسهم بعد التوزيع.
- 6) لاحظ الباحث إقبالاً كبيراً لدى الشركات الأردنية على توزيع الأرباح في صورة أسهم على الرغم من تحقيق عوائد غير عادية سلبية ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة قدره (0.01)، لذلك يوصي الباحث بمزيد من الدراسات لتفسيير هذا الإقبال.
- 7) يوصي الباحث بدراسة الأثر طويلاً الأجل لتوزيع الأرباح في صورة أسهم على أسعار الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

(8) يوصي الباحث بدراسة حجم تداول أسهم الشركات الأردنية خلال فترة الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم لمعرفة أثر الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم على حجم تداول .

المراجع:

المراجع العربية:

أ- الكتب:

- 1) الحناوي، محمد، ابراهيم سلطان، الإدراة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999.
- 2) حمزة الزبيدي، الإدراة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004.
- 3) هندي، منير، الإدراة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط4، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.

ب- الأبحاث

- 1) بن اعمير بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة ببورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية - العدد، 02 ، 2012، 248-235.
- 2) زعرب، حمدي. صباح شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " دراسة تطبيقية" العدد الثاني، مجلة الجامعة الإسلامية سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، 2007، 579 - 557 .
- 3) منصور، محمد السيد، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتدالة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، العدد 1، مجلة البحوث التجارية، مجلد، 17، مصر، 363-311، 1995.

ج- الرسائل الجامعية:

- 1) أبو الهيجاء، أيمن حسين، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة ميدانية في سوق عمان المالي" ، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، 2004.
- 2) بني سعيد، فادي غازي، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2004.
- 3) رمضان، عماد زياد، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2004.
- 4) عبابنة، محمد عبد الله، العوامل المؤثرة على الأرباح الموزعة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، 2005.

(5) مرهج، منذر، أثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة المنشاة بالتطبيق على الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1999.

المراجع الأجنبية:

a) Books:

- 1- Christensen, John, Jel Demski, *Accounting Theory, International Edition*, 2nd. Ed McGraw-Hill, Inc., U.S.A, 2003..
- 2- Demodaran , Aswath, *corporate finance theory and practice*, 5th. Ed, John Wiley and Sons, 1997.
- 3- Eugene. F Brigham , Michael. C Eherhardt, *financial management theory and practice*, 13th Ed, south Western Cengage US, 2011
- 4- Eugene. F Brigham , Michael. C Eherhardt, *financial management theory and practice*, 12th Ed, south Western Cengage US, 2008.
- 5- Eugne Brigham, Joel Houston, *fundamentals of financial management*, 8th Ed, New York, The Dryden Press, 1998.
- 6- Fred Weston, *managerial financing*, Prentice, 2nd Ed, - Hall New Delhi, India, 1993.
- 7- Frank J. Fabbozi, Pamela . P Peterson, *Financial Management and Analysis*, 2nd Ed, - Hall John Wiley & Sons, Inc , 2003. New Jersey.
- 8- Gitman, Lawrence, *Managerial Finance*, 9th. Ed, Printed in the U.S.A, (2003).
- 9- James C. Van Horne, John M. Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 12th Ed, Pearson Education Limited, Harlow, England, 2005.
- 10- Hampton, *financial decision making concepts: prblems and cases*, 3d Ed, Renton Publishing Company, USA, 1983.
- 11- Higgins, Robert C. *Analysis for Financial Management*, 6th Ed, McGraw-Hill, Inc, USA, 2001.
- 12- Reborg H. Smith, *corporate finance*, School Of Business, university of marry land, USA , 2001.
- 13- Richard. A Brealey, Stewart. C Myers, Alan . J Marcus, *Fundamentals of corporate finance*, 4th. Ed, McGraw Hill, USA, 2003.
- 14- Ross, Stephen, Jeffrey Westerfield , *corporate finance*, Homewood, IL, 5th. Ed McGraw-Hill, USA, 2002.
- 15- Srivastava, Radhey, *financial decision making, text problems and cases*, Sterlin Publisher, India, 1984.

b) Articles

- 1- Andoain, Garcia; Carlos –Bacon Frank.: *The impact of stock split announcements on stock price*, test of market efficiency, ASSBS Annual conference : Las Vegas, February , 2009, vol.16 ,Number1.
- 2- Asquith, Paul and David W. Mullins, *Signalling with dividends, stock repurchases and equity issues*, Financial Management, USA, vol. 15, 1986, 27-44.
- 3- Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R. and Weld, W. The Nominal Price Puzzle”, Working Paper, University of Chicago, USA, 2005, 1-23
<http://ssrn.com/abstract=891213>
- 4- Black fisher, Myron Schles, the effect of dividend yield and dividend policy on common stock prices and return, journal of economics, USA, vol. 1, 1974, 1-12.
- 5- Brennan, M. J. and Copeland, T. E., “StockSplits, Stock Prices and Transaction Costs”, Journal of Financial Economics, USA, vol. 14, 1988,. 1-13
- 6- Chandrapala, The information content of stock dividend announcements: Evidence from Sri Lanka, Ekonomická revue – Central European Review of Economic Issues, vol. 12, 2009, 103–114.
- 7- Dann, Masulis, and Mayers, *Repurchase tender offers and earnings information*. Journal of Accounting and Economics, USA, 14, 1991: 217-251.
- 8- Elton, E.J. and Gruber, M.J. Marginal Stock Holders Tax Effect and the Clientele Effects, Review of Economics and Statistics, USA, vol. 52, 1970, 68-74.
- 9- Fama, Eugene F, Fisher, Lawrence and Jensen, Michael C. *International Economic*, USA, Vol. 10, February, (1969), 1-25.
- 10- Gordon, M. *Dividends, Earnings and Stock Prices. The Review of Economics and Statistics*, USA, vol. 2, 1959, 99-105.
- 11- Gorkittisunthorn, M., Jumroenvong, S. and Limpaphayom“*Insider Ownership, Bidask Spread, and Stock Splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand*”, International Review of Financial Analysis, Thailand, vol. 4 2006, 1-22.
- 12- Grinbalatt. Mank, Masulis. Ronald, and Titman, Sheridan, The Evaluation Effect of Stock Dividend, Journal of financial and Economics, USA, vol.13(1984), pp. 461-490.
- 13- Haitham Nobanee, Ayman E. Haddad, Wasim K. AlShattarat, Husni K. AlShattarat, *An Analysis of the Informational Content of Dividend Change Payments at Amman Stock Exchange*, Middle Eastern Finance and Economics, Jordan, vol. 5, 2009, pp. 75-91.
- 14- Ikenberry D, Lakonishok J and Vermaelen, Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. Journal of Finance, vol. 55. 2000, 2373-2397.
- 15- Ian Ramsay, Asjeet Lamba, *share buy-backs: an empirical investigation*, Centre for Corporate Law and Securities Regulation The University of Melbourne, Melbourne, vol. 15 2000, 1-44.
- 16- Haitham Nobanee, Ayman E. Haddad, Wasim K. AlShattarat, Husni K. AlShattarat, *An Analysis of the Informational Content of Dividend Change*

- Payments at Amman Stock Exchange*, Middle Eastern Finance and Economics, Jordan, vol. 5, 2009, 75-91.
- 17- Kalay, A; Loewenstein, U. *The informational content of the timing of dividend announcements*, Journal of financial economics, USA, vol 16, 1986, 373-388.
- 18- Kuse, Y. & Yamamoto, T., "Stock Price Anomalies Subsequent to Stock Split Announcements: Japanese Evidences" 2004, 461-490.
[Online <http://ssrn.com/abstract=1101210>]
- 19- Leemakdej, A. "New Evidence of Stock Split when Uncertainty Event Window is identified", 2007, pp. 1-18 [Online] <http://ssrn.com/abstract=990963>
- 20- Lintner, J. *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, American Economic Review, vol. 46, 1956, 97- 113.
- 21- Litzenberger, Robert and Krishna Ramaswamy, *The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?*, Journal of Finance, USA, vol. 37, 1982, 429-443.
- 22- Lo, kin, and Lys, Thomas Z. Bridging, *The Gap between Value Relevance and Information Content*, Social Science Research Network , USA, vol. 16 2000, 1-41.
- 23- Mark, D. Vaughan , Michael, G. Wiliams , *Dividend , stock repurchases and signaling*, Journal of economic literature classification,Working Paper, USA, No:1998. 1, may 1998.
- 24- Miller, Merton, and Franco Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, Journal of Business, USA, vol. 34, 1961, 411-433.
- 25- Peterson, P., "Event Studies: A Review of Issues and Methodology." Quarterly Journal of Business and Economics, USA, vol,28, 1989, 36-66.
- 26- Rodney D. Boehme, Bartley R. Danielsen, *Stock split post -announcement return under reaction or market friction*, The Financial review, USA, vol.42, (2007), 485-506.
- 27- Satyajit Dhar , Sweta Chhaochharia, *Market reaction around the stock split and Bonus issue*, USA, 2008, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1087200>.
- 28- Shefrin, Statman, *explaining investor preference for cash dividend*, journal of financial economics, USA, vol. 22, 1984, pp. 253-282.

الموقع الإلكتروني:

- (1) موقع سوق عمان للأوراق المالية (www.ase.com.jo)
- (2) موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية (www.jsc.gov.jo)
- (3) موقع مركز إيداع الأوراق المالية الأردنية (www.sdc.com.jo)
- (4) www.mubasher.info/ASE

الملاحق

الملاحق (أ): العوائد غير العادية للشركات خلال فترة الإعلان وفقاً لنموذج (MDR)

الملاحق (ب): العوائد غير العادية للشركات خلال فترة الإعلان وفقاً لنموذج (MAR)

الملحق (أ)

العوائد غير العادية للشركات خلال فترة الإعلان وفقاً لنموذج (MDR)

فترة الإعلان	بنك القاهرة عمان 2010	البنك التجاري 2010	الأردن الدولية للتأمين 2010	السلام للنقل 2010	المتحدة المالية 2010	الجميل 2010	الأليسة الأردنية 2010
-20	-0.0057	0.0051	0.0298	-0.0129	-0.0359	-0.0069	0.0241
-19	-0.0035	-0.0231	-0.0375	-0.0091	-0.0001	-0.0001	-0.0483
-18	-0.0244	-0.0086	0.0200	0.0067	0.0092	0.0027	-0.0553
-17	-0.0051	-0.0033	0.0094	-0.0299	0.0037	-0.0145	-0.0074
-16	0.0006	0.0556	0.0241	0.0067	-0.0019	0.0063	-0.0242
-15	-0.0105	0.0521	-0.0118	0.0020	0.0248	0.0117	0.0538
-14	-0.0078	-0.0005	0.0039	-0.0200	-0.0144	0.0380	0.0278
-13	0.0128	0.0067	0.0179	-0.0023	0.0067	-0.0196	0.0185
-12	0.0142	0.0046	0.0053	0.0030	0.0046	-0.0448	0.0007
-11	-0.0016	-0.0228	-0.0029	-0.0007	0.0024	-0.0354	-0.0062
-10	-0.0050	-0.0506	0.0228	0.0206	-0.0309	0.0407	-0.0300
-9	-0.0034	0.0001	-0.0313	-0.0042	0.0103	0.0435	0.0460
-8	-0.0120	0.0158	0.0210	-0.0043	0.0368	0.0154	-0.0435
-7	0.0100	0.0437	0.0042	-0.0021	0.0098	0.0255	0.0318
-6	0.0085	0.0166	-0.0046	-0.0287	-0.0403	0.0120	0.0215
-5	-0.0060	0.0343	0.0013	0.0164	-0.0321	0.0032	-0.0118
-4	0.0095	0.0076	-0.0100	0.0055	-0.0308	-0.0080	0.0036
-3	0.0000	-0.0164	-0.0068	-0.0029	0.0316	-0.0661	-0.0164
-2	0.0012	0.0059	0.0253	0.0143	-0.0018	0.0297	-0.0431
-1	0.0128	0.0042	-0.0084	0.0007	-0.0458	0.0111	0.0299
0	0.0005	-0.0046	-0.0042	-0.0247	-0.0005	-0.0138	-0.0004
1	0.0176	-0.0150	0.0053	0.0193	0.0416	0.0199	0.0013
2	-0.0027	0.0049	0.0232	0.0075	-0.0300	0.0049	-0.0034
3	-0.0005	-0.0068	-0.0028	0.0298	0.0213	0.0070	-0.0068
4	-0.0080	0.0156	-0.0077	-0.0297	0.0257	0.0124	0.0185
5	0.0120	0.0065	0.0107	-0.0090	0.0450	0.0561	0.0065
6	0.0009	-0.0042	0.0035	-0.0166	0.0070	0.0023	-0.0292
7	-0.0130	0.0053	-0.0192	0.0260	-0.0423	0.0032	-0.0118
8	0.0059	0.0081	0.0317	0.0191	-0.0111	0.0124	-0.0223
9	-0.0128	-0.0012	-0.0114	-0.0180	0.0176	-0.0177	0.0271
10	0.0023	-0.0077	-0.0307	-0.0085	-0.0115	-0.0035	0.0180
11	-0.0021	-0.0959	-0.0608	-0.1230	-0.4108	-0.1311	-0.0835
12	0.0049	0.0511	-0.0059	0.0249	0.0484	0.0084	0.0217
13	-0.0033	-0.0243	-0.0399	-0.0030	-0.0393	0.0364	0.0276
14	0.0033	0.0019	-0.0083	-0.0009	0.0341	-0.0099	-0.0025
15	0.0065	0.0031	0.0339	-0.0043	-0.0032	0.0007	-0.0013
16	-0.0042	0.0281	0.0429	0.0031	-0.0453	-0.0490	-0.0101
17	-0.0016	-0.0002	0.0129	-0.0038	-0.0068	0.0474	-0.0136
18	0.0011	-0.0241	0.0023	0.0055	0.0036	0.0078	-0.0034
19	-0.0037	0.0093	-0.0037	0.0000	-0.0374	0.0045	0.0001
20	-0.0146	-0.0083	-0.0038	-0.0124	0.0197	-0.0083	0.0287

فترة الإعلان	الإسلامي الأردني	القاهرة عمان 2009	بنك الاتحاد	البنك الاستثماري	البنك التجاري	التأمين الإسلامية	الكهرباء الأردنية	البلاد الطبية
-20	-0.0095	0.0080	0.0080	0.0249	-0.0018	0.0235	-0.0037	0.0117
-19	-0.0028	-0.0002	0.0071	-0.0002	0.0097	0.0028	-0.0180	-0.0023
-18	0.0204	-0.0164	0.0192	-0.0079	-0.0024	-0.0039	0.0128	0.0000
-17	0.0070	-0.0040	0.0008	-0.0103	-0.0041	-0.0413	-0.0142	0.0148
-16	0.0118	0.0052	-0.0008	0.0126	-0.0043	-0.0289	0.0018	0.0081
-15	0.0064	-0.0053	-0.0217	-0.0202	-0.0147	-0.0141	-0.0057	-0.0055
-14	-0.0014	-0.0074	-0.0098	-0.0028	-0.0028	0.0355	-0.0087	-0.0076
-13	-0.0067	0.0093	-0.0036	-0.0001	-0.0493	0.0161	-0.0091	0.0217
-12	-0.0009	0.0149	0.0056	0.0056	0.0470	-0.0032	0.0086	0.0016
-11	0.0001	0.0061	0.0383	0.0061	0.0061	0.0009	0.0031	-0.0282
-10	-0.0007	-0.0084	-0.0015	-0.0028	-0.0084	-0.0021	-0.0054	-0.0021
-9	0.0094	0.0247	-0.0040	0.0173	0.0063	0.0080	-0.0032	-0.0080
-8	0.0053	-0.0329	-0.0103	0.0389	-0.0600	-0.0002	-0.0042	-0.0002
-7	-0.0191	-0.0594	-0.0443	-0.0235	-0.0445	-0.0104	0.0231	0.0153
-6	-0.0034	0.0013	-0.0337	-0.0230	-0.0230	-0.0032	0.0265	0.0095
-5	0.0050	0.0178	0.0131	0.0026	0.0564	-0.0003	-0.0229	0.0043
-4	0.0117	0.0244	0.0204	0.0021	-0.0397	-0.0227	0.0144	0.0195
-3	0.0032	0.0031	-0.0507	0.0249	-0.0282	0.0215	-0.0127	-0.0028
-2	-0.0045	0.0127	0.0052	-0.0079	0.0511	-0.0159	0.0070	-0.0166
-1	-0.0010	-0.0063	-0.0548	0.0147	-0.0063	0.0096	-0.0063	-0.0028
0	0.0048	0.0057	0.0533	0.0256	-0.0321	-0.0019	-0.0098	0.0146
1	0.0088	-0.0416	0.0438	0.0202	-0.0050	-0.0245	0.0008	0.0000
2	-0.0003	-0.0119	0.0214	-0.0323	0.0292	-0.0019	0.0042	0.0063
3	-0.0025	0.0505	-0.0424	0.0481	-0.0200	0.0021	0.0187	-0.0353
4	0.0053	-0.0356	-0.0422	0.0061	0.0061	0.0359	0.0118	0.0040
5	-0.0080	0.0225	0.0206	0.0128	0.0406	0.0237	0.0014	-0.0146
6	0.0089	0.0062	0.0092	-0.0084	0.0014	0.0205	0.0130	0.0298
7	0.0161	-0.0131	0.0262	-0.0084	-0.0570	-0.0049	0.0088	-0.0086
8	-0.0012	0.0193	0.0119	0.0143	0.0647	0.0206	0.0052	0.0313
9	-0.0026	0.0365	0.0575	0.0075	0.0560	-0.0197	0.0097	-0.0350
10	0.0071	0.0014	0.0405	0.0154	0.0571	-0.1475	0.0126	-0.0229
11	-0.0103	-0.0066	-0.0870	-0.0518	0.0134	-0.0158	-0.0753	0.0102
12	0.0088	0.0124	0.0039	0.0498	0.0077	-0.0006	0.0015	-0.0389
13	-0.0006	-0.0647	-0.0234	-0.0990	-0.0424	0.0027	0.0012	0.0071
14	-0.0133	-0.0132	-0.0497	-0.0532	0.0120	-0.0329	-0.0124	0.0158
15	0.0086	-0.0044	0.0250	0.0474	0.0007	0.0107	0.0069	-0.0374
16	0.0175	0.0250	-0.0277	0.0087	0.0199	0.0082	0.0045	0.0128
17	-0.0425	0.0108	-0.0392	0.0108	-0.0842	0.0153	0.0014	0.0014
18	-0.0035	0.0155	-0.0277	0.0262	-0.0292	-0.0404	0.0016	-0.0084
19	0.0045	0.0232	-0.0229	0.0063	-0.0233	0.0099	-0.0058	-0.0080
20	0.0113	-0.0452	-0.0003	-0.0262	-0.0636	0.0221	0.0117	-0.0062

فترة الإعلان	الخليلي وأولاده 2009	الإسلامي الأردني 2008	القاهرة عمان 2008	المؤسسة العربية 2008	البنك الاستثماري 2008	البنك التجاري 2008	التأمين الإسلامية 2008	الكهرباء الأردنية 2008
-20	-0.0396	0.0358	-0.0254	0.0148	0.0320	-0.0211	0.0466	0.0337
-19	-0.0502	0.0376	-0.0070	0.0013	-0.0408	0.0207	0.0149	0.0082
-18	-0.0024	-0.0222	-0.0094	-0.0168	-0.0165	-0.0066	0.0463	-0.0155
-17	0.0300	-0.0130	0.0087	0.0134	-0.0185	0.0069	0.0221	-0.0436
-16	-0.0441	0.0124	0.0063	0.0000	0.0023	0.0038	-0.0098	-0.0064
-15	0.0326	0.0297	0.0097	0.0093	-0.0128	0.0000	0.0304	-0.0207
-14	-0.0480	0.0362	-0.0171	0.0139	-0.0350	0.0046	0.0421	0.0518
-13	-0.0474	0.0213	0.0218	0.0020	-0.0242	-0.0214	-0.0095	-0.0160
-12	-0.0441	0.0321	0.0112	-0.0167	0.0048	-0.0076	-0.0258	-0.0105
-11	-0.0331	0.0311	0.0069	0.0006	-0.0300	0.0160	-0.0241	-0.0181
-10	0.0392	0.0424	-0.0031	-0.0110	0.0082	-0.0307	-0.0407	0.0136
-9	0.0128	0.0449	0.0105	-0.0057	-0.0236	-0.0103	-0.0018	0.0019
-8	-0.0554	-0.0152	0.0026	-0.0264	-0.0161	-0.0127	0.0110	-0.0107
-7	-0.0604	-0.0253	0.0216	-0.0085	0.0654	-0.0138	0.0000	-0.0014
-6	-0.0726	0.0085	0.0015	0.0059	0.0164	0.0161	0.0270	-0.0076
-5	0.0131	0.0063	-0.0029	-0.0047	0.0127	0.0000	-0.0049	0.0367
-4	-0.0235	-0.0225	-0.0013	0.0207	0.0351	0.0020	-0.0087	0.0305
-3	0.0440	0.0073	-0.0396	-0.0312	-0.0445	0.0132	0.0030	-0.0261
-2	0.0561	-0.0040	-0.0098	-0.0017	0.0079	0.0022	0.0080	0.0107
-1	0.0424	0.0341	-0.0061	0.0482	-0.0252	0.0367	-0.0156	-0.0202
0	0.0433	-0.0352	0.0026	-0.0062	0.0214	-0.0359	0.0132	-0.0331
1	-0.0499	0.0149	-0.0089	-0.0085	-0.0144	0.0182	0.0060	-0.0134
2	-0.0399	-0.0071	-0.0134	-0.0112	0.0281	0.0100	-0.0091	0.0112
3	-0.0141	-0.0181	-0.0061	0.0247	0.0222	-0.0013	0.0163	0.0085
4	0.0061	-0.0266	-0.0210	-0.0031	0.0225	-0.0060	-0.0073	0.0139
5	-0.0016	-0.0296	-0.0024	-0.0213	-0.0017	-0.0121	0.0418	-0.0286
6	-0.0278	0.0472	0.0148	-0.0166	0.0012	-0.0111	0.0458	-0.0003
7	-0.0535	0.0279	0.0049	-0.0018	-0.0258	0.0048	0.0158	0.0214
8	0.0193	0.0390	-0.0050	0.0244	-0.0110	-0.0147	0.0360	-0.0138
9	-0.0032	-0.0360	-0.0127	0.0075	0.0089	0.0089	0.0114	-0.0079
10	0.0554	0.0082	-0.0101	-0.1202	0.0536	-0.0946	-0.1765	-0.0218
11	-0.1527	-0.1999	-0.0281	0.0130	-0.0483	-0.0039	0.0374	-0.0585
12	0.0257	-0.0351	0.0311	-0.0165	-0.0257	-0.0245	0.0251	-0.0158
13	-0.0258	0.0221	-0.0045	0.0195	-0.0285	-0.0121	0.0445	-0.0164
14	-0.0483	-0.0155	-0.0030	-0.0433	-0.0055	-0.0160	0.0348	0.0125
15	-0.0465	-0.0138	-0.0010	0.0043	-0.0237	0.0228	0.0203	-0.0055
16	-0.0098	-0.0132	0.0244	-0.0128	0.0046	-0.0246	0.0611	-0.0219
17	-0.0300	-0.0324	-0.0133	-0.0086	0.0453	-0.0319	0.0305	0.0270
18	-0.0220	-0.0063	-0.0162	0.0597	-0.0407	0.0083	0.0421	0.0199
19	-0.0213	0.0350	-0.0069	0.0312	-0.0098	-0.0066	0.0447	0.0398
20	0.0317	0.0000	0.0137	-0.0072	0.0490	-0.0151	-0.0151	0.0353

فترة الإعلان	مسافات للنقل 2008	المقايضة للنقل 2008	الكلبات المتحدة 2008	الأردنية للأدوية 2008	ابنك الأردن 2007	بنك المال 2007	بنك القاهرة عمان 2007	بنك الاستثمار العربي 2007
-20	-0.0072	0.0013	-0.0025	0.0272	-0.0181	-0.0009	-0.0042	0.0334
-19	-0.0178	-0.0033	-0.0111	-0.0074	0.0090	0.0024	0.0020	-0.0055
-18	-0.0633	0.0117	0.0177	-0.0120	-0.0430	0.0040	-0.0220	0.0020
-17	-0.0491	-0.0213	-0.0405	0.0267	0.0175	0.0024	-0.0134	0.0068
-16	-0.0693	0.0218	0.0231	-0.0178	0.0173	-0.0248	-0.0143	-0.0074
-15	-0.0528	0.0423	-0.0097	-0.0224	0.0405	0.0301	-0.0460	-0.0009
-14	-0.0483	0.0421	0.0215	-0.0028	0.0351	0.0037	0.0147	0.0097
-13	0.0162	0.0329	0.0213	0.0235	-0.0121	-0.0156	-0.0051	0.0008
-12	0.0264	0.0360	0.0190	0.0059	0.0032	0.0225	-0.0191	-0.0016
-11	-0.0186	0.0331	0.0038	0.0000	-0.0064	-0.0255	-0.0140	0.0039
-10	-0.0072	0.0473	0.0117	0.0282	0.0140	0.0170	-0.0366	0.0062
-9	-0.0116	0.0245	-0.0272	-0.0083	-0.0235	-0.0038	0.0098	0.0004
-8	-0.0079	0.0442	0.0192	-0.0365	0.0158	-0.0291	0.0467	0.0158
-7	0.0166	0.0345	-0.0286	0.0125	-0.0001	-0.0052	-0.0190	0.0053
-6	0.0408	-0.0039	-0.0047	-0.0332	-0.0111	0.0436	-0.0049	-0.0053
-5	0.0051	-0.0377	-0.0055	0.0136	-0.0072	-0.0163	0.0057	-0.0005
-4	-0.0214	-0.0496	-0.0319	-0.0244	-0.0104	-0.0002	-0.0196	-0.0205
-3	0.0076	-0.0136	0.0465	-0.0005	-0.0036	0.0004	0.0304	-0.0010
-2	0.0242	-0.0207	-0.0015	0.0025	0.0192	0.0062	-0.0213	0.0096
-1	0.0177	-0.0149	-0.0167	-0.0118	-0.0091	0.0137	0.0216	0.0420
0	-0.0336	-0.0315	-0.0334	-0.0399	-0.0168	0.0071	-0.0593	-0.0228
1	-0.0133	0.0439	-0.0151	0.0555	-0.0034	-0.0323	0.0223	-0.0283
2	0.0154	0.0224	-0.0015	0.0102	0.0155	-0.0131	-0.0097	-0.0004
3	0.0038	-0.0199	0.0164	0.0277	0.0023	0.0084	-0.0037	-0.0038
4	0.0082	-0.0035	0.0071	0.0053	-0.0059	0.0332	-0.0034	0.0061
5	0.0095	-0.0583	-0.0388	-0.0142	-0.0026	-0.0002	0.0008	0.0169
6	0.0264	0.0379	0.0181	-0.0089	-0.0348	0.0068	-0.0070	-0.0165
7	-0.0009	0.0348	0.0179	-0.0114	0.0213	0.0196	-0.0180	0.0399
8	-0.0386	-0.0026	0.0316	0.0074	0.0138	-0.0144	0.0206	0.0072
9	-0.0057	-0.0301	0.0314	0.0232	0.0001	-0.0006	-0.0001	-0.0369
10	-0.0229	-0.0141	0.0038	0.0381	0.0111	-0.0194	-0.0014	0.0239
11	-0.0799	-0.1131	-0.0446	0.0424	-0.1623	0.0124	-0.0892	-0.4196
12	0.0345	-0.0244	-0.0185	0.0431	-0.0129	0.0051	0.0083	-0.0179
13	-0.0483	0.0456	-0.0399	0.0434	0.0246	-0.0167	0.0464	-0.0283
14	-0.0095	0.0240	-0.0036	-0.0272	0.0007	0.0066	0.0108	0.0232
15	-0.0077	0.0290	0.0054	-0.0598	-0.0027	-0.0147	-0.0330	-0.0094
16	0.0005	-0.0409	-0.0515	0.0287	-0.0077	-0.0162	0.0197	0.0031
17	0.0006	-0.0122	-0.0041	0.0481	-0.0334	0.0077	0.0057	-0.0171
18	0.0069	-0.0111	-0.0414	0.0217	0.0115	-0.0137	-0.0075	0.0023
19	-0.0139	0.0020	0.0054	0.0384	0.0067	0.0133	-0.0234	-0.0082
20	0.0041	-0.0173	0.0000	-0.0254	-0.0252	0.0011	0.0107	0.0006

فترة الإعلان	بنك الاتحاد 2007	البنك التجاري 2007	الشرق الأوسط للتأمين 2007	الضامنون العرب 2007	الكهرباء الردنية 2007	العالمية للوساطة 2007	المقاومة للنقل 2007	الأجواخ الأردنية 2007
-20	-0.0046	-0.0008	0.0128	-0.0184	0.0087	0.0078	0.0083	0.0255
-19	-0.0375	-0.0029	0.0009	-0.0153	-0.0042	0.0125	-0.0145	-0.0148
-18	-0.0390	0.0047	0.0031	0.0328	-0.0033	-0.0148	0.0026	0.0000
-17	0.0492	-0.0117	0.0159	-0.0072	-0.0025	0.0099	0.0075	0.0008
-16	-0.0035	-0.0220	-0.0084	0.0023	0.0016	0.0044	0.0072	-0.0029
-15	-0.0039	0.0212	-0.0008	-0.0009	0.0039	-0.0300	0.0508	-0.0128
-14	0.0000	0.0004	0.0047	0.0000	-0.0035	0.0272	-0.0256	0.0114
-13	0.0037	-0.0174	0.0113	-0.0143	0.0004	-0.0239	-0.0061	0.0004
-12	-0.0045	-0.0094	-0.0049	-0.0016	-0.0068	-0.0171	-0.0201	-0.0221
-11	-0.0079	0.0433	0.0090	0.0039	-0.0043	-0.0052	-0.0026	0.0162
-10	-0.0002	0.0136	-0.0439	-0.0002	-0.0122	0.0042	0.0278	0.0029
-9	0.0123	0.0298	0.0203	0.0004	-0.0005	-0.0071	-0.0169	-0.0018
-8	-0.0174	0.0073	0.0010	-0.0015	0.0052	0.0031	0.0081	-0.0086
-7	0.0080	0.0093	-0.0005	0.0067	-0.0077	-0.0057	-0.0127	-0.0030
-6	0.0221	0.0003	-0.0045	-0.0034	0.0030	-0.0081	-0.0027	0.0083
-5	0.0083	-0.0266	0.0207	0.0149	-0.0036	-0.0090	-0.0087	-0.0147
-4	0.0047	-0.0158	-0.0161	-0.0057	0.0206	0.0047	-0.0061	0.0114
-3	0.0023	0.0415	0.0015	0.0023	-0.0032	0.0002	-0.0252	-0.0084
-2	0.0291	-0.0210	0.0165	0.0030	0.0061	0.0119	-0.0058	0.0244
-1	0.0054	0.0169	0.0117	-0.0002	-0.0006	-0.0323	-0.0089	-0.0197
0	-0.0054	0.0039	0.0023	-0.0090	-0.0069	0.0363	-0.0063	0.0035
1	-0.0088	-0.0366	-0.0009	-0.0184	0.0073	0.0213	0.0038	-0.0357
2	0.0024	-0.0185	0.0000	-0.0004	-0.0234	-0.0261	0.0430	0.0372
3	0.0022	-0.0092	0.0008	-0.0006	0.0081	0.0106	-0.0008	-0.0027
4	-0.0050	0.0263	-0.0129	0.0061	-0.0087	0.0364	-0.0257	0.0057
5	0.0232	-0.0148	-0.0104	0.0085	-0.0066	-0.0133	0.0111	0.0264
6	-0.0006	-0.0005	-0.0002	-0.0082	0.0054	0.0037	0.0021	-0.0083
7	-0.0025	0.0251	0.0004	0.0101	-0.0011	-0.0006	0.0037	-0.0212
8	-0.0021	-0.0015	0.0177	0.0055	0.0078	0.0100	0.0437	-0.0379
9	-0.0170	-0.0388	-0.0010	-0.0108	0.0344	0.0003	0.0343	0.0039
10	0.0343	0.0474	-0.0216	0.0182	-0.0178	-0.0533	-0.0524	0.0011
11	-0.1429	-0.0696	-0.1770	-0.0974	-0.0745	0.0159	-0.1039	-0.1971
12	-0.0176	0.0048	-0.0160	-0.0266	-0.0038	0.0000	-0.0023	0.0031
13	0.0017	0.0115	0.0023	0.0070	-0.0112	0.0008	-0.0139	-0.0008
14	-0.0116	0.0190	-0.0442	-0.0073	0.0058	0.0067	-0.0249	-0.0125
15	0.0088	-0.0132	0.0074	-0.0040	0.0028	-0.0125	0.0339	0.0061
16	0.0094	-0.0031	-0.0166	0.0115	-0.0064	-0.0002	-0.0005	0.0006
17	-0.0102	-0.0164	0.0006	-0.0258	0.0061	0.0004	0.0029	-0.0111
18	0.0466	-0.0173	-0.0004	0.0194	0.0167	-0.0022	0.0305	0.0198
19	0.0422	0.0060	-0.0006	-0.0056	0.0077	-0.0010	0.0060	-0.0027
20	-0.0082	0.0168	0.0249	-0.0164	0.0041	-0.0210	0.0056	-0.0192

فترة الإعلان	العربية الاستثمارية 2007	جوايتو 2007	الجنوب للفلاتر 2007	الجنوب للفلاتر 2006	الدولية للاغذية 2006	الإسلامي الأردني 2006	الأردني الكويتي 2006	القاهرة عمان 2006
-20	-0.0016	-0.0002	0.0229	0.0001	-0.0014	0.0112	-0.0052	-0.0250
-19	0.0039	-0.0129	0.0158	0.0159	0.0257	0.0075	-0.0035	-0.0265
-18	-0.0002	-0.0032	0.0471	-0.0315	-0.0075	-0.0130	0.0287	0.0226
-17	0.0004	-0.0004	0.0456	0.0369	-0.0020	-0.0062	-0.0149	-0.0075
-16	0.0062	-0.0006	0.0548	0.0433	-0.0002	0.0030	0.0177	-0.0088
-15	-0.0010	0.0061	0.0454	0.0144	0.0197	0.0036	0.0247	-0.0082
-14	0.0042	0.0008	0.0535	-0.0367	0.0309	-0.0088	0.0401	0.0059
-13	-0.0005	-0.0006	0.0465	-0.0158	-0.0317	0.0010	-0.0201	0.0097
-12	0.0018	-0.0053	0.0512	0.0341	0.0123	-0.0072	-0.0155	-0.0206
-11	0.0023	-0.0021	0.0493	-0.0095	0.0515	0.0340	0.0143	0.0359
-10	0.0030	-0.0033	0.0520	-0.0461	-0.0514	-0.0080	0.0097	0.0196
-9	-0.0002	-0.0046	0.0465	0.0078	0.0150	0.0014	0.0018	-0.0164
-8	-0.0166	-0.0011	0.0317	0.0216	0.0212	0.0011	0.0061	0.0092
-7	-0.0032	-0.0020	0.0464	-0.0081	0.0294	-0.0091	-0.0151	-0.0129
-6	-0.0004	-0.0014	0.0469	-0.0068	0.0369	0.0044	-0.0095	-0.0139
-5	-0.0006	-0.0474	0.0478	0.0210	-0.0257	0.0088	0.0039	0.0026
-4	0.0061	0.0234	-0.0432	0.0006	-0.0207	-0.0014	-0.0083	-0.0139
-3	0.0008	-0.0407	0.0267	0.0234	0.0256	0.0189	0.0076	0.0004
-2	-0.0006	-0.0008	0.0467	-0.0227	-0.0043	-0.0007	0.0149	-0.0205
-1	-0.0053	0.0023	0.0038	0.0349	-0.0042	-0.0020	-0.0131	0.0111
0	-0.0021	0.0387	-0.0021	-0.0264	0.0033	-0.0047	-0.0003	0.0492
1	-0.0033	0.0006	0.0415	-0.0002	0.0203	0.0129	-0.0202	0.0222
2	-0.0046	0.0147	0.0154	0.0697	0.0262	0.0309	-0.0038	0.0309
3	-0.0011	0.0003	-0.0460	0.0627	0.0083	-0.0248	0.0237	-0.0131
4	-0.0020	-0.0027	0.0214	-0.0778	0.0127	-0.0106	0.0250	0.0062
5	-0.0014	0.0144	-0.0501	0.0284	-0.0045	0.0074	0.0195	-0.0460
6	0.0011	-0.0073	-0.0471	-0.0052	0.0210	-0.0002	-0.0151	-0.0089
7	-0.0040	0.0161	-0.0071	-0.0265	0.0294	0.0243	-0.0063	-0.0172
8	0.0031	-0.0298	-0.0064	0.0150	-0.0057	0.0212	0.0302	-0.0055
9	-0.0008	0.0145	-0.0457	0.0376	-0.0343	-0.0120	0.0042	-0.0199
10	0.0023	-0.0007	0.0291	0.0294	-0.0198	0.0351	-0.0007	0.0169
11	0.0028	-0.2482	-0.0658	-0.0453	-0.0262	-0.2295	-0.3195	-0.3266
12	0.0006	0.0583	-0.0486	0.0084	-0.0153	-0.0266	-0.0100	0.0141
13	-0.0045	-0.0106	-0.0525	-0.0207	0.0027	0.0020	-0.0026	-0.0179
14	0.0098	0.0452	0.0330	-0.0240	0.0060	-0.0043	-0.0120	0.0267
15	-0.0027	0.0433	-0.0027	0.0044	0.0449	0.0049	0.0144	-0.0303
16	-0.0027	0.0514	-0.0216	-0.0042	0.0429	-0.0057	0.0035	0.0136
17	0.0021	0.0323	-0.0057	0.0033	-0.0158	-0.0191	-0.0038	-0.0286
18	-0.0047	0.0027	-0.0358	0.0203	-0.0065	0.0199	-0.0313	-0.0231
19	-0.0021	-0.0189	-0.0382	0.0262	0.0034	0.0242	-0.0028	-0.0414
20	0.0011	0.0458	-0.0447	0.0083	0.0101	0.0284	-0.0202	-0.0134

فترة الإعلان	البنك الاستثماري 2006	بنك الاستثمار العربي 2006	الشرق الأوسط للتأمين 2006	الأردن الدولية للتأمين 2006	الضمانون العرب 2006	شرق عربي للاستثمارات 2006	الدولية للتعليم 2006
-20	0.0101	-0.0356	-0.0158	-0.0046	-0.0381	0.0091	-0.0387
-19	-0.0245	-0.0139	0.0010	-0.0026	0.0098	-0.0038	0.0563
-18	0.0026	0.0349	-0.0034	0.0071	-0.0121	-0.0385	-0.0435
-17	-0.0194	-0.0531	0.0010	-0.0153	-0.0122	0.0153	-0.0507
-16	0.0099	0.0401	0.0161	-0.0302	-0.0094	0.0416	-0.0497
-15	0.0172	-0.0163	-0.0277	-0.0261	0.0105	0.0402	0.0197
-14	-0.0047	0.0212	-0.0034	-0.0091	-0.0341	0.0592	-0.0157
-13	0.0120	-0.0026	-0.0006	-0.0212	0.0196	0.0434	0.0173
-12	-0.0116	-0.0142	-0.0018	-0.0084	-0.0095	0.0435	0.0607
-11	0.0338	0.0144	-0.2958	-0.0055	0.0224	-0.0354	0.0130
-10	-0.0234	0.0035	-0.0014	0.0075	0.0161	-0.0394	0.0145
-9	0.0021	0.0013	0.0257	0.0007	0.0628	0.0251	-0.0333
-8	0.0074	-0.0093	-0.0547	0.0069	-0.0081	0.0160	0.0369
-7	-0.0068	-0.0006	0.0051	-0.0108	-0.0464	0.0034	-0.0206
-6	0.0022	-0.0234	0.0350	-0.0147	-0.0250	-0.0475	0.0438
-5	-0.0108	0.0216	-0.0255	0.0197	0.0088	0.0129	-0.0064
-4	0.0097	-0.0120	-0.0164	-0.0257	-0.0014	-0.0105	-0.0293
-3	0.0037	0.0055	0.0106	0.0085	0.0499	0.0302	0.0343
-2	-0.0098	0.0068	-0.0331	-0.0227	-0.0312	0.0426	-0.0043
-1	0.0070	-0.0208	0.0002	0.0202	-0.0020	0.0044	-0.0128
0	0.0088	0.0339	-0.0250	0.0034	-0.0002	0.0249	0.0033
1	-0.0068	0.0022	-0.0235	-0.0202	0.0197	0.0080	0.0360
2	-0.0168	-0.0095	0.0212	0.0249	-0.0175	-0.0243	-0.0200
3	-0.0054	0.0098	0.0294	-0.0282	0.0129	-0.0008	0.0047
4	-0.0110	-0.0547	-0.0368	0.0184	-0.0365	-0.0130	0.0037
5	-0.0068	-0.0306	-0.0566	0.0288	0.0476	-0.0106	0.0009
6	0.0047	0.0189	-0.0063	0.0145	-0.0209	0.0011	-0.0025
7	-0.0184	0.0263	0.0370	0.0052	0.0463	-0.0191	0.0220
8	-0.0035	0.0065	0.0070	-0.0258	-0.0152	0.0183	0.0167
9	-0.0187	0.0119	0.0236	0.0254	0.0671	0.0123	-0.0306
10	0.0218	-0.2890	0.0033	0.0371	0.0536	-0.5220	-0.0198
11	-0.2494	-0.0141	-0.0203	-0.3046	-0.1885	-0.0158	-0.5080
12	0.0166	0.0161	-0.0105	0.0012	0.0071	-0.0351	-0.0143
13	-0.0005	0.0216	0.0347	-0.0122	0.0391	-0.0287	-0.0453
14	-0.0144	-0.0081	0.0242	0.0024	0.0024	-0.0201	-0.0405
15	-0.0008	-0.0128	0.0407	0.0001	-0.0108	-0.0204	0.0606
16	0.0033	0.0194	0.0075	0.0373	0.0099	0.0182	-0.0038
17	0.0001	0.0000	-0.0199	-0.0361	0.0203	0.0230	0.0332
18	-0.0152	-0.0163	-0.0057	-0.0016	0.0461	-0.0237	0.0402
19	0.0011	0.0257	-0.0227	0.0039	-0.0242	0.0067	0.0518
20	-0.0344	-0.0075	-0.0227	-0.0007	0.0530	0.0456	0.0597

فترة الإعلان	المحفظة العقارية 2006	السلام للنقل 2006	الخطوط البحرية 2006	الرأي 2006	المتحدة المالية 2006	بيت الاستثمار 2006	الدخان والسجائر الدولية 2006
-20	0.0034	-0.0014	-0.0187	-0.0101	0.0183	-0.0300	-0.0201
-19	-0.0297	-0.0234	0.0191	-0.0079	0.0009	-0.0042	0.0213
-18	-0.0083	0.0084	-0.0017	0.0119	0.0098	0.0433	-0.0072
-17	0.0294	0.0136	-0.0154	-0.0327	-0.0490	0.0432	-0.0084
-16	-0.0007	-0.0079	0.0051	0.0048	-0.0524	-0.0113	0.0212
-15	0.0222	0.0042	-0.0105	-0.0269	0.0539	-0.0269	0.0284
-14	-0.0284	0.0250	-0.0015	0.0143	0.0260	0.0116	-0.0255
-13	-0.0103	-0.0297	-0.0107	0.0026	-0.0608	-0.0123	0.0434
-12	0.0226	0.0478	0.0404	0.0034	0.0362	-0.0004	0.0436
-11	-0.0005	0.0008	0.0085	0.0248	-0.0550	-0.0275	-0.0354
-10	-0.0229	-0.0254	0.0116	-0.0119	0.0263	0.0047	-0.0157
-9	0.0091	-0.0006	-0.0118	0.0128	-0.0229	-0.0036	0.0227
-8	-0.0226	-0.0047	-0.0058	-0.0283	0.0216	0.0224	-0.0151
-7	0.0515	0.0049	-0.0068	0.0096	0.0202	0.0046	-0.0082
-6	0.0437	0.0154	-0.0094	-0.0090	0.0318	-0.0249	-0.0367
-5	0.0185	-0.0049	-0.0144	-0.0202	-0.0138	0.0019	0.0161
-4	0.0081	-0.0003	0.0200	-0.0189	0.0088	0.0009	-0.0169
-3	0.0549	-0.0044	-0.0070	-0.0054	-0.0014	-0.0046	0.0292
-2	0.0644	-0.0043	0.0166	0.0193	0.0257	0.0141	-0.0042
-1	-0.0009	0.0412	-0.0185	-0.0148	-0.0075	-0.0067	-0.0174
0	0.0373	-0.0460	-0.0074	0.0117	-0.0097	-0.0120	0.0272
1	0.0413	0.0369	0.0173	0.0197	-0.0002	-0.0186	0.0012
2	0.0378	0.0344	-0.0174	-0.0043	0.0625	-0.0188	-0.0244
3	0.0204	0.0002	0.0166	0.0056	0.0115	0.0181	0.0330
4	0.0227	0.0127	0.0292	0.0198	-0.0271	0.0472	0.0032
5	0.0423	-0.0045	0.0027	0.0058	-0.0347	-0.0213	-0.0247
6	-0.0344	0.0251	-0.0049	0.0138	0.0123	-0.0148	0.0065
7	-0.0382	0.0050	-0.0279	-0.0013	-0.0025	-0.0050	-0.0187
8	0.0220	0.0151	-0.0063	0.0029	-0.0322	-0.0043	0.0135
9	-0.0146	-0.0261	-0.0193	-0.0032	0.0212	-0.0204	-0.0256
10	-0.2364	-0.0400	-0.0239	-0.1953	-0.0202	-0.0109	-0.0211
11	-0.0619	-0.4063	-0.3498	0.0265	-0.5784	-0.2567	0.0119
12	-0.0341	0.0215	0.0247	0.0114	-0.0279	0.0269	0.0022
13	0.0291	0.0331	-0.0218	0.0182	0.0090	-0.0233	-0.0162
14	0.0294	0.0027	-0.0292	0.0064	0.0153	0.0214	-0.0005
15	0.0401	0.0290	0.0171	0.0175	-0.0043	0.0065	0.0573
16	-0.0405	-0.0058	-0.0384	0.0033	-0.0146	0.0033	-0.0404
17	0.0341	0.0013	0.0290	-0.0268	-0.0009	-0.0116	0.0047
18	0.0056	0.0002	0.0435	0.0144	-0.0262	-0.0214	-0.0049
19	-0.0233	0.0168	0.0549	0.0067	-0.0181	-0.0417	-0.0073
20	0.0035	-0.0162	0.0613	-0.0206	0.0245	-0.0358	0.0199

الملحق (ب)

العوائد غير العادية للشركات خلال فترة الإعلان وفقاً لنموذج (MAR)

فترة الإعلان	بنك القاهرة عمان 2010	تجاري 2010	السلام للنقل 2010	الدولية للتأمين 2010	المتحدة المالية 2010	الجميل 2010	الألبسة الأردنية 2010
-20	-0.0029	0.0230	-0.0001	0.0307	-0.0175	0.0120	0.0393
-19	-0.0029	-0.0236	-0.0001	-0.0437	0.0000	0.0005	-0.0513
-18	-0.0372	-0.0006	-0.0001	0.0158	0.0179	0.0118	-0.0499
-17	-0.0061	-0.0006	-0.0256	0.0004	0.0070	-0.0108	-0.0072
-16	-0.0061	0.0465	-0.0001	0.0307	-0.0104	-0.0018	-0.0359
-15	-0.0191	0.0444	-0.0001	-0.0290	0.0176	0.0050	0.0434
-14	-0.0095	-0.0006	-0.0197	0.0004	-0.0138	0.0390	0.0252
-13	0.0005	-0.0006	-0.0001	0.0156	0.0000	-0.0257	0.0086
-12	0.0005	-0.0006	-0.0001	0.0004	0.0000	-0.0489	-0.0071
-11	-0.0161	-0.0328	-0.0001	-0.0145	-0.0070	-0.0443	-0.0188
-10	0.0106	-0.0450	0.0266	0.0156	-0.0247	0.0474	-0.0270
-9	-0.0062	-0.0180	-0.0066	-0.0145	-0.0072	0.0264	0.0253
-8	-0.0062	0.0113	-0.0001	0.0156	0.0329	0.0120	-0.0506
-7	0.0105	0.0404	-0.0001	0.0004	0.0071	0.0232	0.0259
-6	-0.0029	0.0107	-0.0197	0.0004	-0.0456	0.0071	0.0130
-5	-0.0160	0.0217	0.0266	0.0004	-0.0441	-0.0084	-0.0270
-4	0.0071	-0.0006	-0.0001	-0.0145	-0.0384	-0.0151	-0.0072
-3	-0.0095	-0.0006	-0.0001	0.0004	0.0480	-0.0493	-0.0032
-2	-0.0062	-0.0006	0.0194	0.0156	-0.0076	0.0243	-0.0521
-1	0.0005	-0.0006	-0.0001	-0.0145	-0.0500	0.0074	0.0226
0	0.0038	-0.0006	-0.0256	0.0004	0.0041	-0.0088	0.0010
1	-0.0029	-0.0169	0.0195	0.0004	0.0403	0.0191	-0.0032
2	-0.0095	-0.0006	-0.0001	0.0156	-0.0349	0.0005	-0.0115
3	-0.0062	-0.0006	0.0320	0.0154	0.0281	0.0142	-0.0032
4	-0.0162	0.0050	-0.0249	0.0004	0.0156	0.0027	0.0052
5	-0.0029	-0.0006	-0.0128	0.0151	0.0385	0.0500	-0.0032
6	-0.0096	-0.0006	-0.0194	0.0004	0.0111	0.0069	-0.0282
7	0.0005	-0.0006	0.0196	-0.0286	-0.0476	-0.0017	-0.0203
8	-0.0029	-0.0006	0.0257	0.0303	-0.0192	0.0047	-0.0336
9	-0.0198	0.0159	-0.0064	-0.0141	0.0353	0.0005	0.0417
10	0.0040	-0.0006	0.0062	-0.0290	-0.0038	0.0047	0.0226
11	-0.0063	-0.0925	-0.1259	-0.0602	-0.4068	-0.1266	-0.0827
12	-0.0029	0.0470	0.0215	-0.0157	0.0449	0.0053	0.0150
13	0.0006	-0.0347	-0.0142	-0.0488	-0.0491	0.0270	0.0147
14	-0.0097	-0.0006	-0.0001	0.0004	0.0323	-0.0113	-0.0075
15	-0.0029	-0.0006	-0.0072	0.0349	-0.0062	-0.0019	-0.0076
16	-0.0029	0.0288	-0.0001	0.0504	-0.0440	-0.0473	-0.0120
17	-0.0098	-0.0006	-0.0001	0.0163	-0.0066	0.0481	-0.0166
18	-0.0098	-0.0349	0.0071	0.0004	-0.0066	-0.0019	-0.0167
19	0.0111	-0.0006	-0.0001	0.0004	-0.0466	-0.0043	-0.0123
20	-0.0098	-0.0006	-0.0144	0.0004	0.0280	0.0005	0.0339

فترة الإعلان	البنك العربي 2009 الإسلامي الدولي	إسلامي اردني 2009	قاهرة 2009	الاتحاد 2009	الاستثماري 2009	تجاري 2009	التأمين الاسلامية 2009
-20	0.0095	0.0065	0.0017	0.0010	0.0188	-0.0089	0.0150
-19	0.0086	-0.0227	0.0017	0.0082	0.0019	0.0108	-0.0007
-18	0.0524	0.0039	-0.0124	0.0226	-0.0036	0.0009	-0.0007
-17	0.0099	0.0174	-0.0031	0.0010	-0.0092	-0.0040	-0.0439
-16	0.0024	0.0305	0.0112	0.0045	0.0188	0.0009	-0.0338
-15	-0.0266	0.0271	0.0111	-0.0060	-0.0036	0.0009	-0.0054
-14	-0.0104	0.0189	-0.0030	-0.0061	0.0019	0.0009	0.0463
-13	-0.0305	-0.0162	0.0110	-0.0026	0.0019	-0.0484	0.0156
-12	0.0042	-0.0064	0.0110	0.0010	0.0019	0.0423	0.0073
-11	0.0524	-0.0166	0.0017	0.0331	0.0019	0.0009	0.0235
-10	0.0517	0.0115	0.0017	0.0079	0.0075	0.0009	0.0032
-9	-0.0016	0.0166	0.0201	-0.0093	0.0130	0.0009	0.0032
-8	-0.0212	0.0012	-0.0210	0.0010	0.0511	-0.0489	0.0032
-7	-0.0076	-0.0114	-0.0446	-0.0303	-0.0085	-0.0305	-0.0048
-6	0.0016	-0.0014	0.0259	-0.0098	0.0019	0.0009	-0.0008
-5	0.0429	0.0114	0.0064	0.0010	-0.0086	0.0441	0.0072
-4	0.0105	0.0063	0.0347	0.0300	0.0125	-0.0302	-0.0048
-3	-0.0088	0.0037	0.0062	-0.0483	0.0282	-0.0259	0.0275
-2	-0.0203	-0.0064	0.0017	-0.0064	-0.0186	0.0393	-0.0126
-1	0.0232	-0.0014	0.0017	-0.0475	0.0228	0.0009	0.0072
0	0.0309	0.0037	-0.0029	0.0441	0.0173	-0.0415	-0.0048
1	-0.0126	0.0012	-0.0349	0.0499	0.0272	0.0009	-0.0129
2	-0.0161	-0.0064	-0.0173	0.0153	-0.0375	0.0230	-0.0050
3	0.0024	0.0012	0.0451	-0.0485	0.0429	-0.0262	0.0156
4	0.0098	0.0012	-0.0400	-0.0473	0.0019	0.0009	0.0522
5	-0.0008	-0.0065	0.0113	0.0088	0.0019	0.0286	0.0499
6	-0.0090	0.0012	0.0064	0.0087	-0.0079	0.0009	0.0106
7	0.0131	-0.0040	-0.0031	0.0356	0.0019	-0.0478	0.0069
8	0.0228	0.0012	0.0017	-0.0065	-0.0031	0.0463	0.0253
9	-0.0088	-0.0040	0.0256	0.0459	-0.0031	0.0443	-0.0292
10	-0.0049	0.0116	-0.0124	0.0261	0.0019	0.0425	-0.1381
11	0.0106	0.0038	0.0017	-0.0794	-0.0433	0.0209	-0.0228
12	0.0040	-0.0014	0.0064	-0.0028	0.0440	0.0009	0.0076
13	-0.0129	0.0012	-0.0550	-0.0143	-0.0890	-0.0334	-0.0012
14	0.0352	-0.0014	-0.0083	-0.0455	-0.0481	0.0161	-0.0368
15	0.0524	0.0089	-0.0034	0.0254	0.0487	0.0009	0.0078
16	0.0228	0.0422	0.0067	-0.0466	-0.0093	0.0009	-0.0014
17	-0.0235	-0.0358	0.0017	-0.0490	0.0019	-0.0941	0.0171
18	0.0473	-0.0014	-0.0034	-0.0473	0.0076	-0.0489	-0.0288
19	-0.0056	0.0140	0.0017	-0.0451	-0.0150	-0.0456	-0.0062
20	-0.0071	0.0189	-0.0288	0.0155	-0.0095	-0.0479	0.0127

فترة الإعلان	الكهرباء الأردنية 2009	البلاد الطبية 2009	الخليلي و أولاده 2009	اسلامي اردني 2008	قاهرة 2008	المؤسسة 2008	الاستثماري 2008
-20	-0.0086	0.0004	-0.0469	0.0466	-0.0100	0.0093	0.0449
-19	-0.0147	-0.0422	-0.0493	0.0474	0.0030	-0.0001	-0.0290
-18	0.0183	-0.0144	0.0007	-0.0080	0.0030	-0.0141	-0.0003
-17	-0.0118	-0.0071	0.0299	-0.0152	0.0030	0.0141	-0.0188
-16	0.0092	0.0004	-0.0391	0.0342	0.0095	-0.0001	0.0262
-15	0.0122	-0.0148	0.0480	0.0330	0.0094	0.0092	-0.0076
-14	-0.0028	0.0158	-0.0445	0.0467	-0.0194	0.0092	-0.0225
-13	-0.0059	-0.0072	-0.0466	0.0470	0.0160	0.0045	0.0035
-12	0.0062	0.0004	-0.0490	0.0175	0.0126	-0.0092	-0.0078
-11	0.0001	0.0080	-0.0385	0.0474	-0.0034	-0.0001	-0.0117
-10	0.0062	-0.0148	0.0483	0.0474	0.0029	0.0045	0.0151
-9	0.0001	0.0311	0.0072	0.0473	0.0187	0.0045	-0.0192
-8	0.0092	0.0004	-0.0445	-0.0515	-0.0003	-0.0138	-0.0505
-7	0.0393	0.0004	-0.0466	-0.0441	0.0153	-0.0140	0.0485
-6	0.0526	0.0451	-0.0489	0.0093	-0.0003	0.0093	0.0191
-5	-0.0329	0.0504	0.0007	-0.0011	0.0089	-0.0048	0.0073
-4	0.0261	-0.0472	-0.0142	-0.0522	0.0058	0.0186	0.0073
-3	-0.0081	-0.0496	0.0462	0.0121	-0.0334	-0.0368	-0.0377
-2	-0.0025	-0.0222	0.0442	0.0131	-0.0065	-0.0001	0.0270
-1	0.0031	0.0465	0.0493	0.0419	-0.0003	0.0380	-0.0154
0	-0.0169	-0.0143	0.0338	-0.0512	0.0154	-0.0001	0.0074
1	0.0090	-0.0146	-0.0442	0.0118	0.0028	-0.0001	-0.0155
2	0.0002	-0.0224	-0.0463	-0.0103	0.0028	-0.0139	0.0269
3	0.0148	0.0004	-0.0204	-0.0313	-0.0064	0.0185	0.0111
4	0.0089	-0.0229	0.0007	-0.0514	0.0028	-0.0047	-0.0003
5	-0.0083	0.0004	-0.0137	-0.0413	0.0028	-0.0093	-0.0115
6	0.0147	0.0004	-0.0285	0.0476	0.0273	-0.0094	0.0035
7	0.0203	0.0083	-0.0444	0.0477	0.0326	0.0046	-0.0040
8	-0.0109	0.0004	0.0007	0.0477	-0.0176	0.0278	-0.0003
9	0.0003	0.0161	-0.0150	-0.0396	0.0056	0.0135	0.0073
10	0.0003	0.0081	0.0407	-0.0140	-0.0032	-0.1072	0.0334
11	-0.0656	-0.0535	-0.1455	-0.2118	-0.0237	0.0249	-0.0582
12	-0.0030	0.0004	0.0187	-0.0309	-0.0033	-0.0001	-0.0195
13	0.0124	-0.0159	-0.0170	0.0288	-0.0213	0.0194	-0.0199
14	-0.0061	0.0086	-0.0443	-0.0083	-0.0003	-0.0192	0.0037
15	0.0093	0.0086	-0.0465	-0.0083	-0.0064	0.0097	-0.0162
16	-0.0122	0.0166	-0.0290	-0.0159	-0.0034	-0.0001	0.0038
17	-0.0062	0.0004	-0.0401	-0.0516	-0.0065	0.0192	0.0280
18	-0.0158	-0.0076	-0.0419	-0.0071	0.0029	0.0473	-0.0395
19	-0.0258	0.0084	-0.0437	0.0467	0.0029	0.0497	0.0038
20	0.0296	-0.0076	0.0472	-0.0147	-0.0003	-0.0001	0.0363

فترة الإعلان	تجاري 2008	التأمين الإسلامية 2008	الكهرباء الأردنية 2008	مسافات للنقل 2008	المقاييسة للنقل 2008	الكابلات المتردة 2008	الأردنية للأدوية 2008
-20	-0.0269	0.0463	0.0448	0.0048	-0.0055	0.0036	0.0179
-19	0.0189	0.0126	0.0140	-0.0069	-0.0055	-0.0200	-0.0059
-18	-0.0043	0.0433	-0.0072	-0.0479	0.0230	0.0037	-0.0119
-17	0.0072	0.0191	-0.0535	-0.0501	-0.0147	-0.0483	0.0359
-16	0.0033	-0.0175	-0.0074	-0.0462	0.0275	-0.0045	-0.0232
-15	-0.0005	0.0299	-0.0251	-0.0484	0.0451	-0.0214	-0.0237
-14	-0.0005	0.0466	0.0453	-0.0365	0.0475	-0.0003	-0.0001
-13	-0.0193	-0.0132	-0.0260	0.0430	0.0452	0.0342	0.0242
-12	-0.0005	-0.0133	-0.0133	0.0130	0.0472	0.0413	0.0059
-11	0.0149	-0.0168	-0.0326	-0.0011	0.0488	0.0157	-0.0001
-10	-0.0156	-0.0310	0.0154	-0.0011	0.0465	-0.0003	0.0235
-9	-0.0005	-0.0102	0.0060	-0.0080	0.0478	-0.0161	-0.0058
-8	-0.0005	0.0115	-0.0178	-0.0430	0.0489	0.0357	-0.0290
-7	-0.0197	-0.0030	-0.0119	-0.0011	0.0465	-0.0312	0.0118
-6	0.0191	0.0220	-0.0135	0.0427	0.0233	-0.0123	-0.0177
-5	-0.0005	-0.0135	0.0443	-0.0011	-0.0508	-0.0003	0.0239
-4	-0.0005	-0.0101	0.0333	-0.0500	-0.0317	-0.0165	-0.0118
-3	0.0072	-0.0101	-0.0241	0.0136	-0.0072	0.0448	-0.0060
-2	0.0034	0.0112	0.0098	0.0424	-0.0169	0.0036	0.0059
-1	0.0262	-0.0101	-0.0185	0.0267	-0.0498	-0.0042	-0.0119
0	-0.0301	0.0076	-0.0245	-0.0484	-0.0489	-0.0317	-0.0420
1	0.0263	-0.0030	-0.0059	-0.0153	0.0461	-0.0246	0.0499
2	0.0070	-0.0136	0.0233	0.0133	0.0165	-0.0003	0.0118
3	-0.0078	0.0253	0.0041	-0.0082	-0.0482	0.0163	0.0176
4	-0.0079	-0.0030	0.0336	-0.0154	0.0028	0.0160	0.0115
5	-0.0005	0.0452	-0.0275	-0.0011	-0.0398	-0.0445	-0.0058
6	-0.0042	0.0463	0.0080	0.0279	0.0472	0.0165	-0.0116
7	0.0108	0.0189	0.0449	0.0201	0.0203	0.0203	-0.0175
8	-0.0116	0.0460	-0.0306	-0.0287	-0.0042	0.0321	0.0059
9	0.0146	0.0204	0.0063	-0.0082	-0.0319	0.0310	0.0352
10	-0.0819	-0.1630	-0.0191	-0.0439	-0.0258	0.0035	0.0454
11	0.0076	0.0344	-0.0584	-0.0906	-0.1363	-0.0496	0.0488
12	-0.0085	0.0461	-0.0543	0.0399	-0.0347	-0.0163	0.0466
13	-0.0126	0.0470	-0.0374	-0.0404	0.0475	-0.0327	0.0494
14	0.0077	0.0446	0.0111	-0.0011	0.0452	-0.0045	-0.0142
15	0.0279	0.0453	-0.0151	-0.0011	0.0392	0.0207	-0.0479
16	-0.0123	0.0457	-0.0538	-0.0011	-0.0431	-0.0415	0.0452
17	-0.0044	0.0461	0.0296	-0.0175	-0.0329	0.0083	0.0480
18	-0.0045	0.0462	0.0348	0.0073	-0.0215	-0.0471	0.0458
19	0.0116	0.0463	0.0454	-0.0011	0.0077	0.0086	0.0438
20	-0.0084	-0.0523	0.0171	-0.0093	-0.0092	-0.0003	-0.0127

فترة الإعلان	بنك الأردن 2007	بنك المال 2007	قاهرة 2007	الاستثمار العربي 2007	الاتحاد 2007	تجاري 2007	شرق اوسط 2007
-20	-0.0149	0.0044	-0.0077	0.0291	-0.0083	-0.0014	0.0083
-19	0.0065	0.0044	-0.0051	-0.0134	-0.0448	-0.0090	-0.0003
-18	-0.0396	0.0043	-0.0238	-0.0006	-0.0410	-0.0052	-0.0003
-17	0.0227	-0.0015	-0.0135	0.0059	0.0490	-0.0167	0.0054
-16	0.0253	-0.0218	-0.0164	-0.0103	-0.0058	-0.0324	-0.0087
-15	0.0491	0.0340	-0.0449	-0.0006	-0.0029	0.0266	-0.0003
-14	0.0323	-0.0015	0.0149	0.0092	0.0000	0.0025	-0.0003
-13	-0.0110	-0.0244	-0.0056	-0.0006	0.0030	-0.0169	0.0026
-12	-0.0025	0.0190	-0.0174	-0.0006	-0.0029	-0.0132	-0.0088
-11	-0.0083	-0.0273	-0.0177	-0.0006	-0.0117	0.0464	-0.0003
-10	0.0090	0.0132	-0.0362	0.0058	0.0000	0.0176	-0.0374
-9	-0.0311	-0.0044	0.0096	-0.0006	0.0119	0.0247	0.0235
-8	0.0151	-0.0306	0.0407	0.0090	-0.0235	-0.0014	0.0026
-7	0.0003	-0.0075	-0.0178	0.0057	0.0091	0.0059	-0.0032
-6	-0.0113	0.0437	-0.0090	-0.0101	0.0179	-0.0014	-0.0003
-5	-0.0173	-0.0217	0.0063	-0.0006	0.0088	-0.0303	0.0258
-4	-0.0087	-0.0015	-0.0212	-0.0229	0.0029	-0.0163	-0.0200
-3	0.0064	-0.0015	0.0283	-0.0039	0.0000	0.0401	-0.0060
-2	0.0213	-0.0015	-0.0241	0.0059	0.0261	-0.0231	0.0142
-1	-0.0056	0.0132	0.0220	0.0416	0.0057	0.0171	0.0112
0	-0.0115	0.0014	-0.0425	-0.0068	0.0113	-0.0014	-0.0003
1	-0.0057	-0.0333	0.0257	-0.0257	-0.0055	-0.0378	-0.0003
2	0.0094	-0.0164	-0.0091	-0.0006	0.0028	-0.0203	-0.0003
3	-0.0086	0.0046	-0.0029	-0.0038	0.0028	-0.0168	-0.0003
4	-0.0057	0.0286	-0.0092	-0.0006	-0.0111	0.0259	-0.0116
5	0.0003	-0.0015	0.0002	0.0155	0.0225	-0.0204	-0.0146
6	-0.0421	0.0219	-0.0062	-0.0165	0.0000	-0.0014	-0.0003
7	0.0193	0.0214	-0.0126	0.0445	0.0028	0.0219	-0.0003
8	0.0096	-0.0155	0.0228	0.0086	0.0000	-0.0052	0.0113
9	-0.0151	-0.0015	0.0033	-0.0343	-0.0137	-0.0432	-0.0003
10	0.0159	-0.0270	0.0033	0.0279	0.0389	0.0462	-0.0261
11	-0.1535	0.0101	-0.0879	-0.4191	-0.1417	-0.0544	-0.1767
12	-0.0033	0.0043	0.0105	-0.0165	-0.0155	0.0066	-0.0181
13	0.0222	-0.0129	0.0480	-0.0275	0.0032	0.0105	-0.0003
14	-0.0033	0.0072	0.0100	0.0215	-0.0126	0.0182	-0.0475
15	-0.0033	-0.0130	-0.0288	-0.0060	0.0128	-0.0206	0.0074
16	-0.0105	-0.0131	0.0168	-0.0006	0.0063	-0.0053	-0.0003
17	-0.0433	0.0073	0.0067	-0.0169	-0.0094	-0.0172	0.0035
18	0.0117	-0.0131	-0.0096	-0.0006	0.0443	-0.0134	-0.0003
19	0.0078	0.0132	-0.0260	-0.0117	0.0394	0.0067	-0.0003
20	-0.0295	-0.0015	0.0103	-0.0006	-0.0087	0.0187	0.0186

فترة الإعلان	الضمانون العرب 2007	الكهرباء الأردنية 2007	العالمية للوساطة 2007	المقايسة للنقل 2007	الجنوب للفلاتر 2007	الأجواخ الأردنية 2007	العربية الاستثمارية 2007
-20	-0.0215	0.0067	0.0132	0.0127	0.0220	0.0230	0.0000
-19	-0.0220	-0.0029	0.0207	-0.0165	0.0094	-0.0140	0.0000
-18	0.0314	-0.0029	-0.0168	0.0009	0.0447	-0.0002	0.0000
-17	-0.0069	-0.0029	0.0132	0.0068	0.0426	-0.0002	0.0000
-16	0.0006	0.0035	0.0056	0.0068	0.0461	-0.0015	0.0000
-15	0.0006	0.0003	-0.0399	0.0477	0.0438	-0.0168	0.0000
-14	0.0006	-0.0029	0.0373	-0.0270	0.0467	0.0115	0.0000
-13	-0.0144	0.0003	-0.0098	-0.0048	0.0444	-0.0002	0.0000
-12	0.0006	-0.0126	-0.0022	-0.0164	0.0467	-0.0285	0.0000
-11	0.0006	-0.0030	-0.0023	0.0009	0.0444	0.0170	0.0000
-10	0.0006	-0.0161	0.0056	0.0303	0.0464	-0.0015	0.0000
-9	0.0006	0.0003	-0.0023	-0.0162	0.0441	-0.0015	0.0000
-8	-0.0070	0.0036	0.0056	0.0125	0.0457	-0.0106	0.0000
-7	0.0083	-0.0097	-0.0104	-0.0106	0.0471	-0.0055	0.0000
-6	-0.0070	0.0003	-0.0025	-0.0049	0.0447	0.0051	0.0000
-5	0.0160	-0.0031	-0.0026	-0.0049	0.0458	-0.0147	0.0000
-4	-0.0070	0.0375	0.0056	0.0009	-0.0518	0.0278	0.0000
-3	0.0006	0.0003	-0.0027	-0.0226	0.0233	-0.0054	0.0000
-2	0.0006	0.0068	0.0139	-0.0111	0.0447	0.0246	0.0000
-1	0.0006	0.0003	-0.0357	0.0009	0.0064	-0.0193	0.0000
0	0.0082	-0.0126	0.0487	0.0009	-0.0026	-0.0028	0.0000
1	-0.0146	0.0069	0.0304	0.0070	0.0422	-0.0367	0.0000
2	0.0006	-0.0225	-0.0186	0.0494	0.0174	0.0376	0.0000
3	0.0006	0.0136	0.0139	0.0009	-0.0474	0.0024	0.0000
4	0.0006	-0.0063	0.0466	-0.0280	0.0209	0.0076	0.0000
5	0.0083	-0.0030	-0.0023	0.0128	-0.0513	0.0294	0.0000
6	-0.0070	0.0103	0.0056	0.0009	-0.0508	-0.0040	0.0000
7	0.0160	0.0003	-0.0023	0.0127	-0.0058	-0.0203	0.0000
8	0.0082	0.0102	0.0136	0.0474	-0.0121	-0.0361	0.0000
9	-0.0069	0.0361	0.0056	0.0509	-0.0475	0.0051	0.0000
10	0.0233	-0.0186	-0.0500	-0.0414	0.0243	-0.0002	0.0000
11	-0.0957	-0.0702	0.0224	-0.0930	-0.0712	-0.1933	0.0000
12	-0.0240	-0.0066	0.0056	0.0009	-0.0517	-0.0002	0.0000
13	0.0090	-0.0101	0.0056	-0.0052	-0.0506	-0.0002	0.0000
14	-0.0077	0.0038	0.0139	-0.0114	0.0207	-0.0150	0.0000
15	0.0006	0.0003	-0.0108	0.0506	-0.0026	0.0031	0.0000
16	0.0090	-0.0067	0.0056	0.0009	-0.0215	-0.0002	0.0000
17	-0.0244	0.0109	0.0056	0.0127	-0.0103	-0.0068	0.0000
18	0.0177	0.0073	-0.0027	0.0477	-0.0337	0.0098	0.0000
19	-0.0078	0.0107	0.0056	0.0065	-0.0387	-0.0002	0.0000
20	-0.0164	0.0071	-0.0196	0.0176	-0.0484	-0.0167	0.0000

فترة الإعلان	جوايوكو 2007	اسلامي اردني 2006	اردني كويتي 2006	قاهرة 2006	الاستثمار العربي 2006	الاستثماري 2006	2006 شرق او سط تامين
-20	-0.0003	0.0221	-0.0498	-0.0154	-0.0501	0.0207	-0.0010
-19	0.0034	-0.0008	0.0380	-0.0362	-0.0330	-0.0332	-0.0010
-18	-0.0003	-0.0053	0.0155	0.0290	0.0432	0.0099	0.0051
-17	-0.0003	0.0015	-0.0497	-0.0011	-0.0392	-0.0121	0.0141
-16	-0.0003	-0.0099	0.0106	-0.0231	0.0408	-0.0034	-0.0010
-15	-0.0003	-0.0054	0.0249	-0.0186	-0.0196	0.0078	-0.0503
-14	-0.0003	0.0084	-0.0004	0.0218	0.0200	0.0122	0.0037
-13	-0.0003	0.0015	-0.0338	0.0088	0.0000	0.0120	0.0052
-12	-0.0003	0.0038	-0.0504	-0.0110	-0.0022	-0.0011	-0.0073
-11	-0.0003	0.0496	-0.0291	0.0501	0.0000	0.0490	-0.3057
-10	-0.0003	-0.0226	0.0489	0.0037	0.0000	-0.0385	-0.0010
-9	-0.0003	-0.0187	0.0494	-0.0378	0.0000	-0.0184	-0.0010
-8	-0.0003	0.0106	0.0488	0.0174	-0.0175	0.0165	-0.0482
-7	-0.0003	-0.0008	-0.0285	-0.0059	-0.0045	0.0010	0.0060
-6	-0.0003	0.0015	-0.0021	-0.0182	-0.0179	-0.0011	0.0341
-5	-0.0488	0.0015	-0.0267	-0.0061	0.0500	-0.0186	-0.0463
-4	0.0271	0.0015	-0.0220	-0.0124	0.0281	0.0122	-0.0484
-3	-0.0441	-0.0054	0.0282	-0.0252	0.0000	-0.0209	0.0412
-2	-0.0003	0.0083	0.0086	-0.0129	-0.0105	-0.0012	-0.0464
-1	-0.0003	0.0015	-0.0226	0.0133	-0.0319	0.0101	-0.0035
0	0.0355	-0.0031	-0.0004	0.0495	0.0330	0.0100	-0.0236
1	-0.0003	-0.0054	-0.0185	0.0026	0.0106	-0.0255	-0.0395
2	0.0189	0.0015	-0.0142	0.0001	0.0000	-0.0467	-0.0010
3	-0.0098	0.0083	0.0297	0.0186	0.0000	0.0273	-0.0010
4	-0.0003	-0.0214	0.0361	-0.0059	-0.0484	-0.0222	-0.0490
5	0.0168	0.0061	0.0375	-0.0487	-0.0243	-0.0085	-0.0319
6	-0.0097	0.0038	-0.0300	-0.0063	0.0045	0.0083	0.0134
7	0.0205	0.0107	-0.0257	-0.0321	0.0158	-0.0324	0.0104
8	-0.0281	0.0015	0.0382	-0.0265	0.0222	-0.0236	0.0102
9	0.0130	-0.0399	0.0178	-0.0492	0.0109	-0.0471	0.0268
10	-0.0041	0.0254	-0.0004	0.0059	-0.2796	0.0117	-0.0010
11	-0.2513	-0.2023	-0.3232	-0.3007	0.0000	-0.2226	-0.0417
12	0.0475	-0.0044	-0.0116	0.0350	0.0000	0.0383	-0.0378
13	-0.0100	-0.0222	-0.0004	-0.0434	0.0000	-0.0251	0.0253
14	0.0434	0.0015	-0.0004	0.0312	0.0000	-0.0090	0.0104
15	0.0462	0.0105	-0.0004	-0.0260	-0.0060	0.0044	0.0442
16	0.0486	-0.0076	-0.0004	0.0104	0.0150	0.0010	-0.0146
17	0.0272	-0.0379	-0.0054	-0.0489	-0.0089	-0.0192	-0.0504
18	-0.0003	-0.0049	-0.0398	-0.0492	-0.0149	-0.0403	-0.0010
19	-0.0210	0.0173	-0.0070	-0.0495	0.0000	-0.0061	0.0105
20	0.0481	0.0171	-0.0150	-0.0260	0.0000	-0.0461	-0.0039

فترة الإعلان	الأردن الدولية 2006	الضامنون العرب 2006	شرق عربي للاستثمارات 2006	الدولية للتعليم 2006	المحفظة العقارية 2006	السلام للنقل 2006	الخطوط البحريّة 2006
-20	-0.0498	-0.0262	0.0019	-0.0408	-0.0117	0.0008	-0.0065
-19	0.0383	0.0024	-0.0228	0.0271	-0.0493	-0.0482	0.0120
-18	-0.0068	-0.0035	-0.0513	-0.0395	-0.0006	0.0167	0.0073
-17	-0.0507	-0.0035	0.0127	-0.0523	0.0427	0.0164	-0.0065
-16	-0.0379	-0.0214	0.0484	-0.0530	-0.0006	-0.0069	-0.0065
-15	-0.0265	0.0024	0.0481	-0.0036	0.0182	-0.0147	-0.0183
-14	-0.0502	-0.0159	0.0478	-0.0502	-0.0303	-0.0051	0.0170
-13	-0.0355	0.0210	0.0480	0.0454	-0.0083	0.0028	-0.0090
-12	-0.0438	0.0024	0.0481	0.0449	0.0340	0.0364	0.0526
-11	-0.0495	0.0390	-0.0514	0.0067	-0.0155	-0.0011	0.0253
-10	0.0461	0.0024	-0.0515	0.0134	-0.0271	-0.0221	-0.0017
-9	0.0477	0.0436	0.0392	-0.0519	0.0071	-0.0148	-0.0306
-8	0.0490	0.0024	0.0133	0.0122	-0.0314	-0.0250	0.0050
-7	-0.0248	-0.0372	0.0112	-0.0536	0.0470	-0.0237	0.0027
-6	-0.0080	-0.0270	-0.0350	0.0291	0.0486	0.0050	-0.0111
-5	-0.0115	0.0024	-0.0048	0.0158	0.0463	0.0216	-0.0206
-4	-0.0400	0.0024	-0.0337	-0.0122	0.0476	0.0212	0.0241
-3	0.0285	0.0266	0.0367	0.0051	0.0487	-0.0292	-0.0299
-2	-0.0297	-0.0213	0.0478	-0.0036	0.0464	0.0008	0.0268
-1	0.0101	0.0024	-0.0016	-0.0122	-0.0126	0.0462	-0.0138
0	0.0027	0.0024	0.0145	-0.0036	0.0357	-0.0485	-0.0045
1	-0.0192	0.0024	0.0077	0.0121	0.0491	0.0174	0.0003
2	0.0138	-0.0461	-0.0516	-0.0498	0.0467	0.0090	-0.0456
3	-0.0229	0.0470	0.0051	-0.0071	0.0100	-0.0073	0.0509
4	0.0289	-0.0464	-0.0126	-0.0126	0.0283	0.0008	0.0196
5	0.0461	0.0473	-0.0121	0.0019	0.0480	0.0008	0.0027
6	-0.0010	-0.0160	-0.0203	-0.0271	-0.0494	0.0049	0.0003
7	-0.0148	0.0336	-0.0516	-0.0110	-0.0494	-0.0236	-0.0403
8	-0.0185	-0.0340	0.0483	0.0188	0.0371	0.0216	-0.0247
9	0.0383	0.0401	-0.0016	0.0001	-0.0162	0.0090	-0.0460
10	0.0368	0.0448	-0.5264	-0.0036	-0.2276	-0.0194	-0.0324
11	-0.3089	-0.1604	-0.0150	-0.4854	-0.0484	-0.3794	-0.3213
12	-0.0010	0.0302	-0.0517	-0.0527	-0.0508	-0.0125	0.0481
13	-0.0106	0.0159	-0.0515	-0.0515	0.0069	0.0312	-0.0447
14	0.0135	0.0091	-0.0511	-0.0501	0.0368	-0.0025	-0.0222
15	-0.0153	-0.0042	-0.0332	0.0412	0.0463	0.0140	0.0240
16	0.0328	0.0091	0.0423	-0.0502	-0.0455	-0.0479	-0.0390
17	-0.0384	0.0024	0.0420	0.0454	0.0246	0.0179	0.0114
18	-0.0107	0.0223	-0.0510	0.0431	0.0064	0.0075	0.0199
19	-0.0010	-0.0301	0.0094	0.0448	-0.0496	0.0141	0.0493
20	0.0039	0.0427	0.0481	0.0461	0.0104	-0.0255	0.0513

فترة الإعلان	رأي 2006	المتحدة المالية 2006	بيت الاستثمار 2006	الاتحاد للسجائر 2006	الجنوب للفلاتر 2006
-20	-0.0178	0.0242	-0.0186	-0.0249	0.0065
-19	-0.0113	0.0079	-0.0120	0.0047	0.0234
-18	0.0179	-0.0025	0.0514	-0.0176	-0.0434
-17	-0.0039	-0.0452	0.0514	-0.0086	0.0410
-16	0.0454	-0.0487	-0.0238	0.0304	0.0475
-15	-0.0321	0.0370	-0.0354	0.0387	-0.0021
-14	-0.0027	0.0130	0.0293	-0.0346	-0.0493
-13	-0.0082	-0.0476	-0.0114	0.0504	-0.0021
-12	0.0029	0.0327	0.0109	0.0506	0.0310
-11	0.0336	-0.0481	-0.0115	-0.0491	-0.0021
-10	-0.0020	0.0380	-0.0094	-0.0255	-0.0341
-9	0.0034	-0.0414	-0.0233	0.0392	-0.0103
-8	-0.0216	-0.0025	0.0324	-0.0153	-0.0021
-7	0.0162	0.0258	0.0133	0.0020	-0.0021
-6	-0.0230	0.0361	-0.0274	-0.0218	-0.0021
-5	-0.0303	-0.0207	-0.0050	0.0007	0.0146
-4	-0.0028	-0.0025	0.0043	-0.0377	-0.0103
-3	-0.0060	-0.0025	-0.0284	0.0381	0.0227
-2	-0.0291	-0.0025	0.0236	0.0033	-0.0504
-1	-0.0002	-0.0025	-0.0028	-0.0211	0.0403
0	-0.0040	-0.0102	-0.0099	0.0191	-0.0264
1	-0.0015	-0.0025	-0.0364	0.0033	-0.0021
2	0.0041	0.0403	-0.0478	-0.0493	0.0479
3	0.0128	-0.0219	0.0517	0.0413	0.0297
4	0.0158	0.0021	0.0368	0.0059	-0.0482
5	-0.0026	-0.0495	-0.0222	-0.0238	0.0141
6	0.0156	0.0070	-0.0104	-0.0125	-0.0100
7	-0.0266	-0.0025	-0.0181	-0.0489	-0.0261
8	0.0108	-0.0497	-0.0236	0.0459	-0.0021
9	-0.0008	-0.0025	-0.0478	-0.0371	0.0143
10	-0.1947	-0.0521	-0.0201	-0.0231	-0.0021
11	0.0072	-0.5921	-0.2291	0.0151	-0.0585
12	-0.0192	-0.0046	0.0495	-0.0120	0.0321
13	0.0503	0.0272	-0.0470	-0.0366	-0.0021
14	-0.0055	-0.0128	0.0277	-0.0291	-0.0516
15	0.0151	-0.0025	0.0127	0.0469	0.0066
16	0.0062	-0.0129	0.0019	-0.0140	-0.0021
17	-0.0414	-0.0067	-0.0300	0.0261	-0.0021
18	-0.0064	-0.0490	-0.0457	-0.0298	-0.0021
19	-0.0223	-0.0468	-0.0481	-0.0023	-0.0021
20	-0.0314	0.0137	-0.0467	0.0248	-0.0021

Abstract

The aim of this study was to determine the response of Jordanian companies Shares listed on the Amman Stock Exchange to non-cash dividend announcements (stock dividend in Jordan), where results of studies of the impact of information content of non-cash dividend policy common stock prices were conflicted, to identify this impact in ASE, the researcher applied case study method in order to calculate the average abnormal returns of Jordanian companies that have announced stock dividend during the announcement period from the day 20 before announcement date to the day 20 after, during the study period (2006 - 2010), the researcher found that the stock dividend announcements lead to negative average abnormal return on the day (11) following the announcement date with level of significance of (0.01), and there was no relationship between the size of the distribution and achieving more average abnormal return, the researcher interpreted the cause of achieving negative average abnormal return is that the announcement stock dividend in the ASE deliver a signal to investors that the Supply of stock will increase and the cost trading will increase , leading to dumping stock shares offered without be accompanied by positive signals about the performance of companies in the future, which is reflected in the stock prices achieving to negative average abnormal return, and the sizes of distribution do not deliver additional information content to the market about the future of the company and its profitability, the researcher recommends Jordanian companies listed on the Amman Stock Exchange to not continue in distributing stock dividends in spite of achieving negative average abnormal return because it affects a negative impact on stock prices, the researcher recommends Syrian companies listed on the Damascus Securities Exchange to understand properly the stock dividends, in order to take their advantages as a source of financing for companies, or to make the prices of the stock within the optimal trading range, or in order to deliver a message to investors about the company's future profitability.

Key words: stock dividends, The information content, abnormal return, the event analysis methodology.

Syrian Arab Republic
Tishreen University
Faculty of Economics
Department of Business Administration



The effect of informational content of non-cash dividend policy on
common stock prices

(Practical Study on Amman Stock Exchange)

Research is presented to the Master's degree in Business Administration

Prepared by

Moudar Mahmoud Haidar

Supervision

D. Nihad Nader

D. Abd AlWahed Hamoudeh

(2013 - 2014)