

## إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هي نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه  
حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل، أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو  
بحثي لدى أية مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

## DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification.

Student's name: Abedelrhman elkhatib

اسم الطالب: عبد الرحمن الخطيب

Signature:

التوقيع: 

Date: 28/6/2015

التاريخ: 2015/6/28



الجامعة الإسلامية - غزة

عمادة الدراسات العليا

كلية التجارة

قسم المحاسبة والتمويل

# العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين

إعداد

عبد الرحمن مجدي الخطيب

إشراف

الدكتور/ ماهر موسى درغام

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

2015م - 1436هـ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قال تعالى :

(يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ

دَرَجَاتٍ)

سورة المجادلة الآية (11)

## الإهداء

إلى والدي العزيز من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة سعادة، إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم، الذي ما إن تقحت عيناى إلا وكان من والدى كل الجهد المبذول لإعالة ما من الله عليه من فضل الأسرة فلا أزيد إلا أن أقول نعم الأب أبى.

إلى ينبوع الحب والحنان، إلى رمز الحب وبلسم الشفاء، إلى القلب الناصع بالبياض، إلى والدتى العزيرة التى مالت حياتى بعاطفتها فكانت نعم الأم ونعم المربية.

أسبغ الله عليهما العافية وتمعهما بموفور الصحة وأدام الله فى أعمارهم ليبقوا منارة تنير لنا حياتنا ونستشعر صنوف الهناء.

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس الطيبة إلى رياحين حياتى أخوتى وأخواتى، إلى من قيل فىهم رب أخ لم تلده أمك إلى أصدقائى الأعزاء، إلى أرواح شهدائنا، وأبطالنا الأسرى فى سجون الاحتلال. إلى كل من أسدى لى معروفاً أو كان لى عوناً، أهديكم جميعاً هذا الجهد المتواضع.

## شكر وتقدير

أحمد الله على فضله بإتمام هذا الجهد المتواضع، وأشكره سبحانه وتعالى على إعانتني لبلوغ أهداف ما قدمته في هذه الرسالة، وأصلي وأسلم على خير الأنام محمد ﷺ وعلى آله وأصحابه الميامين والتابعين له بإحسان إلى يوم الدين.

في مثل هذه اللحظات يتوقف اليراع ليفكر قبل أن يخط الحروف ليجمعها في كلمات وتتبعثر الأحرف سطوراً كثيرة تمر في الخيال ولا يبقى لنا في نهاية المطاف إلا القليل من الكلمات فوفاءً وتقديراً أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لأستاذي الدكتور ماهر موسى درغام أستاذ المحاسبة المشارك على ما بذله من جهد وإرشاد وتوجيه خلال إعداد هذه الرسالة، وكل الشكر والتقدير للدكتور جبر الداعور على ما بذله من جهد في دعمي ومساندتي في إعداد الرسالة.

ولا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لعضوي المناقشة لتفضلهما بقراءة الرسالة ومناقشتي فيها وإثرائها وإخراجها بأكمل صورة.

**الباحث: عبد الرحمن الخطيب**

## المخلص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين التغيير في النفقات الرأسمالية وسلوك أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال بيان العلاقة ما بين التغيير في النفقات الرأسمالية كمتغير مستقل وكل من أسعار تداول الأسهم و أحجام تداول الأسهم و معدل دوران الأسهم و التغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية للأسهم كمتغيرات تابعة. وتمثلت مشكلة الدراسة في تحديد ما إذا كان هناك علاقة تربط التغيير في النفقات الرأسمالية و سلوك الأسهم في بورصة فلسطين.

اشتمل مجتمع الدراسة على 48 شركة مدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار 35 شركة كعينة للدراسة بشرط أن تكون مدرجة في بورصة فلسطين منذ العام 2010م ولديها حركة تداول نشطة خلال فترة الدراسة. ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام المتوسطات الحسابية واختبار تحليل الارتباط لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة خلال الفترة ما بين عام 2010 حتى عام 2014.

خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها، أن تأثير علاقة التغيير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين يظهر جلياً ما بعد فترة الحدث، ويرجع ذلك لقلة المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين فينعكس ذلك على ردة فعلهم تجاه السوق. ومما يجدر الإشارة إليه أنه تم استخدام القوائم السنوية في الدراسة الحالية وذلك لأن القوائم النصف أو الربع سنوية من الممكن أن لا تشمل معلومات عن التغيير في النفقات الرأسمالية للشركة لعدم حصول تغيير في جزء من السنة، ولكن القوائم السنوية تغطي التغيير بشكل كامل. أشارت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيير في النفقات الرأسمالية والتغيير في أسعار تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة في بورصة فلسطين. وأضافت أيضاً إلى وجود علاقة بين التغيير في النفقات الرأسمالية وأحجام التداول ومعدل الدوران. كما أشارت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيير في النفقات الرأسمالية والتغيير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

وأوصت الدراسة عدة توصيات أهمها ضرورة تطوير آليات إفصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بقرارات الإنفاق الرأسمالي، وإلزام الشركات بالإعلان عنها حين حدوثها وليس عند نشر القوائم المالية. واستخدام الطرق الحديثة في تقييم القرارات المتعلقة بالإنفاق الرأسمالي.

## **Abstract**

This study aimed to identify the relationship between the change in capital expenditures and the behavior of stocks on Palestine Exchange, through the standing on the relationship between the change in capital expenditures as an independent variable and all of stock prices, trading volumes, turnover ratio, and market to book value change as a dependent variables.

The study population included 48 companies listed on the Palestine Exchange, 35 companies were selected as a sample for the study as long as they are listed on the Palestine Exchange since 2010, and has active trading during the period of the study. To achieve the objectives of the study, it used averages and correlation analysis to measure the relationship between the independent and dependent variables during the period between 2010 until 2014.

The study concluded several conclusions, including, that the impact of the relationship between the change of capital expenditures and stock behavior in Palestine Exchange clearly appeared in next year, due to the lack of information available to the investors. It should be noted that the study used the annual financial statements instead of using semi or quarterly financial statements because the annual reports may cover all information regarding the change in capital expenditure better than semi or quarterly reports. The study pointed that there is a statistical relationship between the change in capital expenditure and the change in stock prices, and there is a statistical relationship between the change in capital expenditure and all of the change in trading volumes and turnover ratio. The study also noted that is a statistical relationship between the change in capital expenditure and the change in market to book value in for Palestine Exchange listed public companies.

The study recommended, that disclosure mechanisms should be developed in order corporate information on capital expenditure decisions to investors and require companies to announce them when they occur not when publishing financial statements. It also recommended using modern methods in the evaluation of capital expenditure decision.



فهرس المحتويات		
رقم الصفحة	الموضوع	م.
أ	آية قرآنية	-
ب	الإهداء	-
ج	شكر وتقدير	-
د	الملخص باللغة العربية	-
هـ	الملخص باللغة الإنجليزية	-
<b>الفصل الأول: الإطار العام للدراسة</b>		
2	1.1 المقدمة:	-
2	1.2 مشكلة الدراسة:	-
3	1.3 أهداف الدراسة:	-
4	1.4 أهمية الدراسة:	-
4	1.5 فرضيات الدراسة:	-
6	1.6 متغيرات الدراسة:	-
6	1.7 أنموذج الدراسة:	-
7	1.8 الدراسات السابقة:	-
7	1.8.1 الدراسات العربية:	-
10	1.8.2 الدراسات الأجنبية:	-
13	1.9 التعليق على الدراسات السابقة:	-
14	1.10 مصطلحات الدراسة:	-
<b>الفصل الثاني: النفقات الرأسمالية</b>		
16	2.1 المقدمة:	-
16	2.2 مفهوم الإنفاق الرأسمالي:	-
16	2.2.1 عمليات رأس المال	-
17	2.2.2 تعريف النفقات الرأسمالية:	-
18	2.2.3 الهدف من النفقات الرأسمالية:	-
18	2.2.4 خصائص النفقات الرأسمالية:	-
19	2.3 أنواع الإنفاق الرأسمالي:	-
20	2.4 مقومات قرار الإنفاق الرأسمالي:	-
21	2.5 مراحل اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي:	-
22	2.6 طرق تقييم مشاريع الإنفاق الرأسمالي:	-
22	2.6.1 طرق التقييم المالي للإنفاق الرأسمالي:	-
23	2.6.2 طرق التقييم غير المالي للإنفاق الرأسمالي:	-

الفصل الثالث: الإطار النظري للأسواق المالية وبورصة فلسطين		
26	3.1 المقدمة:	-
26	3.2 نشأة الأسواق المالية:	-
27	3.3 مفهوم الأسواق المالية:	-
28	3.4 أهمية الأسواق المالية:	-
29	3.5 دوافع إدراج الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية:	-
30	3.6 أركان الأسواق المالية:	-
30	3.7 أنواع الأسواق المالية:	-
31	3.7.1 أسواق رأس المال وأسواق النقد:	-
35	3.7.2 أسواق حالية وأسواق آجلة:	-
35	3.7.3 الأسواق النظامية وغير النظامية:	-
36	3.7.4 أسواق أولية وأسواق ثانوية:	-
38	3.8 مقومات نجاح السوق المالي:	-
40	3.9 المقدمة:	-
40	3.10 نشأة بورصة فلسطين:	-
41	3.11 رؤية بورصة فلسطين:	-
41	3.12 أهداف بورصة فلسطين:	-
42	3.13 التحديات التي تواجه قطاع الأوراق المالية في فلسطين:	-
43	3.14 وسائل تنشيط وتطوير بورصة فلسطين:	-
الفصل الرابع: الطريقة والإجراءات		
46	4.1 المقدمة:	-
46	4.2 منهج الدراسة:	-
46	4.3 طرق جمع البيانات:	-
46	4.4 مجتمع الدراسة:	-
47	4.5 عينة الدراسة:	-
47	4.6 قياس متغيرات الدراسة:	-
47	4.6.1 قياس المتغيرات المستقلة:	-
56	4.6.2 قياس المتغيرات التابعة:	-
71	4.7 المعالجات الإحصائية:	-
الفصل الخامس: الدراسة الميدانية واختبار الفرضيات		
73	5.1 اختبار التوزيع الطبيعي (اختبار كولمغروف- سمرنوف)	-
73	5.2 اختبار فرضيات الدراسة:	-

الفصل السادس: النتائج والتوصيات		
86	6.1 المقدمة:	-
86	6.2 النتائج:	-
87	6.3 التوصيات:	-
88	6.4 الدراسات المقترحة:	-
89	6.5 المراجع:	-
89	6.5.1 المراجع العربية:	-
92	6.5.2 المراجع الأجنبية:	-

فهرس الجداول		
الرقم	محتوى الجدول	رقم الصفحة
4.1	توزيع عينة الدراسة حسب القطاع الاقتصادي	47
4.2	إجمالي الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	49
4.3	التغير في الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	51
4.4	إجمالي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	53
4.5	التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين	55
4.6	سعر التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	57
4.7	التغير في سعر التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	59
4.8	حجم التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	60
4.9	التغير في حجم التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	62
4.10	معدل دوران السهم لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	64
4.11	التغير في معدل دوران السهم لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	66
4.12	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	67
4.13	التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	69
5.1	اختبار التوزيع الطبيعي (Sample Kolmogorov-Smirnov-1) لمتغيرات الدراسة	73
5.2	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول	75
5.3	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار التداول	76
5.4	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول	77
5.5	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول	79
5.6	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم	80
5.7	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم	81

83	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية	5.8
84	نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية	5.9

فهرس الأشكال		
رقم الصفحة	محتوى الشكل	رقم الشكل
6	أنموذج الدراسة	1.1
37	أنواع الأسواق المالية	3.1

# الفصل الأول

## الإطار العام للدراسة

## 1.1 المقدمة:

تعد الأسواق المالية الفيصل الأساس في تحقيق حلقة الوصل بين المستثمرين والشركات ويبرز ذلك الدور من خلال تجميع رؤوس الأموال وتحويلها إلى استثمارات تحقق التنمية الاقتصادية للمجتمع وبالتالي تكون تلك الأسواق المحرك الأساس والمؤشر العام للاقتصاد في الدولة. ونتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية ظهرت الحاجة إلى دراسة محتويات القوائم المالية في إطار تحليلي علمي هادف يوضح ما بين الأرقام من علاقات ويستخلص منها المؤشرات والاتجاهات المختلفة والتي يمكن تفسيرها بشكل علمي لتقييم الأداء الفعلي للمنشأة، مهما تعددت أنشطتها الاقتصادية أو اختلفت أشكالها القانونية. وبذلك تكون دراسة الأسواق المالية من أهم المجالات في العقود الأخيرة وذلك لتحديد المتغيرات والعوامل التي تؤثر وتتأثر بالسوق.

وفي هذا الإطار تتعدد الآراء حول تفسير حركة وتقلبات أسعار الأسهم وعوائدها والعوامل المؤثرة في ذلك، فقد أشار التقليديون في الأدب الاقتصادي إلى أن السبب الأساس في تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الشركات. وأشار آخرون إلى أن هناك عوامل خارجية أخرى تؤثر على أسعار الأسهم كطبيعة الاقتصاد وطبيعة القطاع الصناعي. وبالتالي فإن كل العوامل التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على الأرباح ومن ثم ستؤثر على أسعار الأسهم، وعليه سيتم دراسة بعض تلك العوامل لتوضيح طبيعة العلاقة ومدى التأثير.

إن القرار الاستثماري يتصف عادة بالضخامة حيث يمتد أثره إلى سنوات طويلة قد تؤثر سلباً أو إيجاباً على أسعار أسهم تلك الشركات، ونظراً للأهمية التي يتمتع بها القرار الاستثماري في الشركات المساهمة العامة كونه قراراً غير مرن يتعذر الرجوع عنه أو تعديله دون تحمل خسائر كبيرة لحاجته للأموال والموارد الاقتصادية الكبيرة لإنجازه وما له من أثر عظيم على العائد المستقبلي وعلى قيمة الشركة (السوالمة، 2011: 2)، تبرز أهمية دراسة علاقة التغير في النفقات رأسمالية و سلوك الأسهم في بورصة فلسطين.

## 1.2 مشكلة الدراسة:

يرجع الباحثون نجاح أو تعثر الشركات في الجزء الأكبر منها إلى نجاحها أو فشلها في اتخاذ قرار الانفاق الرأسمالي القائم على دراسة متأنية للمشروع الاقتصادي المتعلق بهذا القرار والتي تأخذ بعين

الاعتبار الواقع الحالي والمستقبلي للمتغيرات ذات العلاقة بما في ذلك الآثار المحتملة لذلك القرار في سوق الأوراق المالية ومدى انعكاسه على سلوك الأسهم.

وتحدد مشكلة الدراسة بالتساؤل الرئيس التالي:

**ما مدى وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين؟**

ويتفرع منه الأسئلة التالية:

1- ما مدى وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير أسعار تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

2- ما مدى وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

3- ما مدى وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير معدل دوران أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

4- ما مدى وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

### **1.3 أهداف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة بشكل رئيس إلى توضيح العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين ويمكن الوصول إلى ذلك الهدف من خلال:

1- التعرف على العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في أسعار تداول الأسهم.

2- بيان العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في أحجام تداول الأسهم.

3- الوقوف على العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في معدل دوران الأسهم.

4- دراسة العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية للأسهم.



#### 1.4 أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع، كونها تتناول أحد أهم عناصر الاقتصاد ألا وهو السوق المالي ولما له من تأثير وانعكاسات على مستوى الاقتصاد العام، وتتناول أيضا موضوع النفقات الرأسمالية ولما له من أهمية على مستقبل الشركات، وتبرز أهمية الدراسة من خلال التالي:

- 1- زيادة توعية المستثمرين وتوسيع دائرة المعلومات الخاصة بهم بما يتعلق بالعوامل التي تؤثر على سلوك الأسهم في بورصة فلسطين، و توعيتهم بدور النفقات الرأسمالية في تحديد مستقبل الشركة كونها قرارات غير مرنة تحتاج الى دراسة متأنية و استغلال امثل للحفاظ على استمرارية الشركة.
- 2- تمكين جمهور السوق المالي من الاستفادة من النتائج التي سيتم التوصل لها من خلال هذه الدراسة.
- 3- كون الدراسة من الدراسات الأولى على حد علم الباحث التي تتناول موضوع النفقات الرأسمالية وعلاقتها بسلوك الأسهم في بورصة فلسطين.

#### 1.5 فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسة الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في أسعار تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

وتتقسم إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

الفرضية الرئيسة الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في أحجام تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

وتنقسم إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام تداول الأسهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

الفرضية الرئيسية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

وتنقسم إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

الفرضية الرئيسية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

وتنقسم إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

## 1.6 متغيرات الدراسة:

**المتغير المستقل:** التغير في النفقات الرأسمالية وقد استخدمت الدراسة الحالية مؤشرا لقياس التغير في النفقات الرأسمالية هما: التغير في الأصول الثابتة والتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، ويرجع ذلك إلى اختلاف التعريفات المتعلقة بالنفقات الرأسمالية، لذلك تم اختيار المؤشرا المذكوران أعلاه ليشمل المفهوم بالكامل.

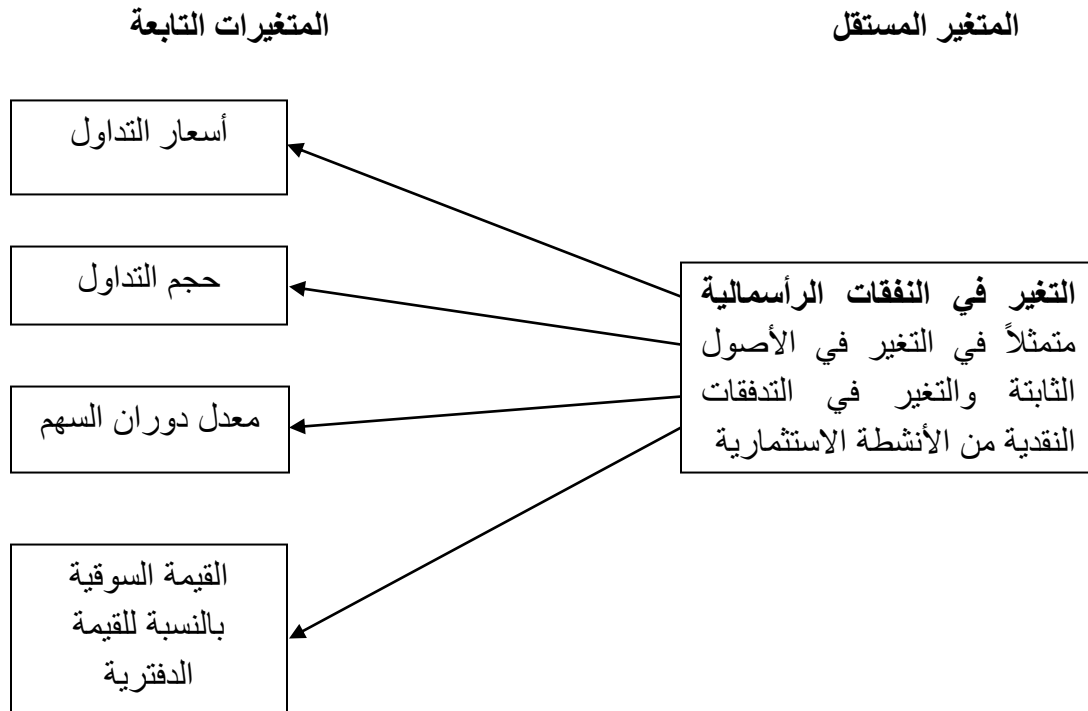
**المتغيرات التابعة:** التغير في أسعار التداول، التغير في حجم التداول، التغير في معدل دوران السهم، التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

## 1.7 أنموذج الدراسة:

لتحقيق هدف الدراسة تم استخدام النموذج الذي يظهر فيه إذا ما كانت هناك علاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة ويوضح الشكل (1.1) هذه العلاقة

شكل (1.1)

أنموذج الدراسة



## 1.8 الدراسات السابقة:

يهدف هذا الجزء إلى مراجعة أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع التغير في النفقات الرأسمالية وأثرها على سلوك الأسهم.

### 1.8.1 الدراسات العربية:

1. دراسة (السوالمه، 2011)، بعنوان: "أثر الاعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار وأحجام تداول أسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وبيان أثر حجم الشركة على العلاقة بين ذلك الإعلان وعائد السهم. وقد شملت عينة الدراسة 30 شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية من عام 2005 حتى عام 2009. كما واستخدمت الدراسة اختبار (T-test) والمتوسطات الحسابية كطريقة قياس لمدى التأثير.

خلصت هذه الدراسة لعدة نتائج أهمها: (1) عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية ما بين الاعلان عن النفقات الرأسمالية وعوائد أسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان ويرجع ذلك إلى وجود تسريب في المعلومات قبل الإفصاح عن النفقات الرأسمالية. (2) عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية ما بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام تداول أسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، كما أظهرت النتائج تزايداً واضحاً في أحجام التداول حتى يوم الحدث والأيام التي تتبع الحدث.

أوصت الدراسة الشركات المدرجة بالالتزام بمتطلبات الإفصاح عن القرارات الاستثمارية الرأسمالية عند حدوثها وليس فقط عند نشر القوائم المالية، والعمل على تطوير آليات تساعد في زيادة حجم الإفصاح. كما أوصت الباحثين بالخوض أكثر في العوامل المؤثرة على السوق المالي ودراساتها لتحقيق أكبر قدر من المنفعة العلمية كون السوق المالي أحد أهم عناصر الاقتصاد.

## 2. دراسة (طيفور، 2011)، بعنوان: "العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي والأداء التشغيلي في شركات صناعة الأدوية الأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان تأثير الإنفاق الرأسمالي على الأداء المالي والتشغيلي لشركات صناعة الأدوية الأردنية. واشتملت عينة الدراسة على (5) شركات من أصل (8) شركات ممثلة بشركات صناعة الأدوية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من عام 2005 حتى عام 2009 واستبعدت الدراسة ثلاثة شركات من العينة لعدم توفر البيانات المالية الخاصة بالشركات لغرض الدراسة. استخدمت الدراسة التحليل بالنسب المالية للوصول إلى البيانات المختارة.

خلصت الدراسة لعدة نتائج أهمها: (1) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الرأسمالي والأداء المالي لشركات صناعة الأدوية الأردنية وذلك فيما عدا وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين النمو في الموجودات غير المتداولة وكل من العائد على حقوق الملكية وعائد السهم العادي. (2) يعتبر تأثير قرار الإنفاق الرأسمالي على الأداء التشغيلي بشكل عام ضئيل جداً.

أوصت الدراسة بالتأكيد على اتباع الوسائل الحديثة في تقييم القرارات المتعلقة بالإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات، وتوسيع دائرة البحث من حيث العوامل التي تؤثر وتتأثر بالإنفاق الرأسمالي، وتطبيق الدراسة أيضاً على القطاعات الصناعية الأخرى. وضرورة تدريب الجهات المسؤولة عن اتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي في الشركات، من أجل تزويدهم بالمعرفة والخبرة اللازمة للاستخدام الأمثل لتلك النفقات.

## 3. دراسة (الفضل، 1998)، بعنوان: "أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للسهم: دراسة ميدانية في العراق".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر ردود فعل السوق المالي للقرارات الاستثمارية المتخذة من قبل إدارة منشآت الأعمال، وذلك من خلال التعرف على طبيعة العلاقة ما بين النفقات الاستثمارية والتغير في عوائد الأسهم وأحجام التداول للشركات المدرجة في السوق المالي العراقي. اشتملت عينة الدراسة على (17) شركة مساهمة عراقية في الفترة الممتدة من عام 1995 حتى عام 1996.

خلصت الدراسة إلى أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية للإعلان عن النفقات الاستثمارية على أسعار أسهم الشركات وعلى أحجام تداول تلك الأسهم في تاريخ حدوث النفقة الرأسالية. كما أظهرت الدراسة أن هناك أثر لنوع النشاط التي تمارسه الشركة على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم. أوصت الدراسة بضرورة إجراء دراسات على نفس الموضوع لتأكيد نتائج الدراسة. كما أكدت على ضرورة الالتزام بمتطلبات الإفصاح الخاصة بالشركات المدرجة في السوق المالي لتحقيق أكبر قدر من الشفافية اللازمة، وتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي القرارات.

#### 4. دراسة (الخليلة، استنبولي، 1996)، بعنوان: "أثر التغيير في النفقات الرأسالية على أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الإعلان عن التغيير في النفقات الرأسالية لدى الشركات المساهمة العامة الأردنية على أسعار وحركة تداول الأسهم لتلك الشركات وذلك حول تاريخ اعلان تلك النفقات لمدة قصيرة نسبياً تمتد لأربعة أسابيع حول فترة الحدث، حيث شملت عينة الدراسة على 99 شركة بواقع 125 حدث أدى إلى التغيير في النفقات الرأسالية وذلك على الفترة ما بين عام 1988 حتى عام 1993 وتم استخدام اسلوب دراسة الحدث للوصول إلى هدف الدراسة.

خلصت الدراسة إلى أن هناك أثر سلبياً ذو دلالة إحصائية للإعلان عن النفقات الاستثمارية على أسعار أسهم الشركات في فترة الحدث، بينما كشفت عن أثر إيجابي للتغيير في النفقات الرأسالية على أحجام التداول ولكن لم يكن ذو دلالة إحصائية.

أوصت الدراسة بضرورة تطوير آليات تساعد في زيادة حجم الإفصاح عن القرارات الاستثمارية وغيرها من أخبار تهم المستثمرين في السوق المالي. وأوصت أيضاً بضرورة تكرار الدراسة ولكن على فترة حدث أطول لتجنب أثر تسرب الأخبار داخل السوق.

## 1.8.2 الدراسات الأجنبية:

1- دراسة (Pakmaram, et. al., 2013)، بعنوان: "العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي والعائد غير المتوقع للسهم".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة ما بين الإنفاق الرأسمالي والعائد غير المتوقع للسهم بناءً على عدة عوامل أهمها توقيت الإنفاق الرأسمالي ودرجة المخاطرة المتعلقة به. شملت عينة الدراسة (48) شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام 2005 حتى عام 2010.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ما بين الانفاق الرأسمالي والعائد غير متوقع للسهم، وعدم وجود علاقة ما بين حجم الشركة والعائد غير المتوقع للسهم

أوصت الدراسة بضرورة التركيز على الانفاق الرأسمالي الفعال لغرض تعظيم ثروة الملاك، وأكدت أيضاً على زيادة مشاركة المستثمرين في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالنفقات الرأسمالية.

2- دراسة (Özbebek, et. al., 2011)، بعنوان: "هل يتأثر سوق الأوراق المالية التركي بالإعلان عن النفقات الرأسمالية؟".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الإعلان عن النفقات الرأسمالية على السوق المالي التركي واجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة اسطنبول خلال الفترة من يوليو 2007 حتى فبراير 2011، حيث اشتملت عينة الدراسة على (27) شركة مدرجة في السوق المالي التركي. اعتمدت الدراسة المتغيرات الكمية للوصول إلى هدف الدراسة حيث اعتبرت أن تعظيم ثروة الملاك هو المؤشر على تأثير النفقات الرأسمالية على الشركات محل الدراسة.

أظهرت الدراسة أن هناك تأثير إيجابي نسبي للإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسهم الشركات المدرجة في بورصة اسطنبول والتي تختص في مجال الأجهزة الإلكترونية. ومن جهة أخرى أظهرت الدراسة أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية سواء بالزيادة أو بالنقصان وبين أسعار وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة اسطنبول.

3- دراسة (Lynn, et. al., 2011)، بعنوان: "تأثير الاعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الاسهم في سوق رأس المال دراسة على الشركات الصناعية والخدماتية في ماليزيا".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الإعلان عن قرارات الانفاق الرأسمالي على عائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، حيث أجريت الدراسة على الفترة ما بين عام 1998 إلى عام 2010م على الشركات الخدماتية والصناعية في ماليزيا.

أظهرت الدراسة أن هناك تأثير إيجابي ملحوظ للإعلان عن النفقات الرأسمالية على عائد أسهم الشركات خلال فترة الإعلان عن النفقات الرأسمالية. ومن جهة أخرى أظهرت أيضاً أن لتسريب المعلومات دور في التأثير على الأسهم ما قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية.

4- دراسة (Karacear, et. al., 2009)، بعنوان: "كيف تؤثر خصائص الشركة على رد فعل السوق للإعلان عن الاستثمارات الرأسمالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الإعلان عن قرارات الانفاق الرأسمالي على السوق المالي التركي وهل لخصائص الشركة دور في شرح ذلك التأثير. اشتملت عينة الدراسة على الشركات التي أعلنت عن قرارات انفاق رأسمالي حيث بلغ عددها 65 خلال الفترة بين عام 2003 حتى عام 2007. تم قياس ذلك التأثير من خلال العائد غير المتوقع للسهم خلال فترة الاعلان.

أظهرت الدراسة أن هناك تأثير إيجابي للإعلان عن النفقات الرأسمالية على عائد أسهم الشركات خلال فترة الاعلان عن النفقات الرأسمالية. وأظهرت أيضاً أن الفرص الاستثمارية للشركة والتدفقات النقدية للشركة اكثر الخصائص التي تشرح تأثير النفقات الرأسمالية على العائد غير المتوقع سواء بالزيادة أو بالنقصان.

5- دراسة (Bhana, 2008)، بعنوان: "رد فعل السوق للإعلان عن النفقات الرأسمالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الإعلان عن النفقات الرأسمالية على السوق المالي من خلال بيان تأثير ذلك الإعلان على ثروة الملاك والعائد غير متوقع للأسهم، حيث شملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة جوهانسبرج والتي أعلنت عن قرار نفقة رأسمالية خلال الفترة من يناير 1995 حتى ديسمبر 2004، والتي كان عددها (378) حالة.



أظهرت الدراسة أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية للإعلان عن النفقات الرأسمالية على السوق المالي من حيث التغيير في أسعار الأسهم في الفترة المتعلقة بقرار الإنفاق الرأسمالي مما يؤكد على أن المستثمرين يبحثون دائماً عن الشركات التي تسعى للإنفاق الاستثماري بشكل أكبر.

#### 6- دراسة (jons, et. al., 2004)، بعنوان: "القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة المملكة المتحدة، حيث شملت عينة الدراسة على 402 شركة خلال الفترة بين عام 1991 حتى عام 1996.

أظهرت الدراسة أن هناك تأثير مقبول للإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات التي تعلن عن نفقات رأسمالية من شأنها أن تصنع فرص استثمارية جديدة أكثر منها في النفقات التي تعتبر كنفقات ممارسة، وأظهرت أيضاً أن مستوى العائد غير العادي للشركات يختلف باختلاف النفقة الرأسمالية المعلن عنها.

#### 7- دراسة (Del breo, et. al., 2003)، بعنوان: "قياس أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى تأثير الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة الإسبانية، حيث شملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة مدريد وقامت بقرارات انفاق رأسمالي حيث بلغ عدد القرارات 212 وتم تقليص العينة إلى 117 خلال الفترة الزمنية بين يناير 1991 إلى يونيو 1997.

أظهرت الدراسة أن هناك تأثير للإعلان عن النفقات الرأسمالية ما قبل الاعلان بأيام ويختفي ذلك التأثير تدريجياً في يوم الاعلان. ومن الجدير بالذكر أيضاً أن للفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية المتوقعة المرتبطة بالإعلان عن النفقات الرأسمالية أثر على سعر السهم في البورصة.

8- دراسة (McConnel, et. al., 1985)، بعنوان: "قرارات الانفاق الرأسمالي والقيمة السوقية للشركة".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير إعلان الشركات عن نفقاتها الاستثمارية على أسعار الاسهم المدرجة في بورصة نيويورك وارتباطها بقيمة الشركة، حيث شملت عينة الدراسة على 658 شركة أعلنت عن خطط الانفاق الرأسمالي خلال الفترة ما بين عام 1975 إلى عام 1981.

توصلت الدراسة إلى أن قرارات الانفاق الرأسمالية الخاصة بالشركات الصناعية كان لها أثر على عائد السهم وبالتالي التأثير على قيمة الشركة، ومن جهة أخرى لم يكن هناك تأثير لقرارات الانفاق الرأسمالي الخاصة بالشركات الخدمائية على عائد السهم.

### 1.9 التعليق على الدراسات السابقة:

يظهر من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة أهمية موضوع العلاقة بين النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين، حيث اتفقت دراسة كل من (السوالمة، 2011)، و(الخليلة، واستنبولي، 1996)، و(Özbebek, et al., 2011) في تناول أثر النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائياً بين النفقات الرأسمالية وأسعار الأسهم. واتفقت دراسة (طيفور، 2011)، و(الفضل، 1998)، و(Pakmaram, et al. 2013)، و(Karacear, et. al., 2009)، في تناول العلاقة ما بين النفقات الرأسمالية وعائد السهم حيث خلصت الى وجود أثر للنفقات الرأسمالية على عوائد الأسهم.

اختلفت الدراسات السابقة في تناولها لموضوع النفقات الرأسمالية وعلاقتها بالسوق المالي من حيث المتغيرات المستخدمة والمؤشرات المستخدمة للوصول لتلك المتغيرات، حيث استخدمت دراسة (Pakmaram, et al. 2013) توقيت الإنفاق الرأسمالي ودرجة المخاطرة لقياس التغير، فيما استخدم (Karacear, et. al., 2009) خصائص الشركة لشرح العلاقة بين النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم. كما اختلفت أيضاً في المدة الزمنية قيد الدراسة و اختيار العينة في السوق المالي فمنها من ركز على قطاع محدد في السوق المالي كدراسة (طيفور، 2011)، و(Lynn, et. al., 2011) ومنها من استخدم شروط معينة تحدد حجم العينة كدراسة (السوالمة، 2011)، وغيرها.

وتأتي هذه الدراسة لتسليط الضوء على "العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين" حيث جاءت متفقة مع الدراسات السابقة في تناولها لموضوع النفقات الرأسمالية وعلاقتها بالسوق المالي. وتتميز الدراسة بتغطيتها لجميع القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين، واختلاف الفترة الزمنية قيد الدراسة مما يوفر الفرصة لمراعاة التغير الذي قد يكون حدث في البيئة الخاصة بتلك الشركات، كما وتختلف في تناولها لمتغيرات جديدة لم تتناولها الدراسات السابقة. كما وحسب اجتهاد الباحث تعتبر الدراسة من أوائل الدراسات في فلسطين التي تعتنى بموضوع النفقات الرأسمالية وعلاقتها بسلوك الأسهم في بورصة فلسطين. حيث تسعى الدراسة لزيادة توعية المساهمين بما يتعلق بالعوامل المؤثرة على سلوك السهم، وتحقيق كفاءة السوق المالي وزيادة فعاليته.

### 1.10 مصطلحات الدراسة:

**النفقات الرأسمالية:** يمكن تعريف النفقات الرأسمالية بأنها كل إنفاق كبير الحجم نسبياً يعود على المنشأة بالمنفعة أو الخدمة خلال فترة طويلة ولا يتصف بالدورية والتكرار.

**سعر التداول:** وهي قيمة السهم الحالية في البورصة وتتغير من يوم إلى آخر حسب العرض والطلب وحالة المستثمرين النفسية والحالة الاقتصادية العامة للبلد أو السوق المالي المدرج به.

**حجم التداول:** عدد أسهم الشركة التي تم تداولها في السوق المالي لفترة زمنية معينة.

**معدل دوران السهم:** هي نسبة تمثل إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال فترة ما (عادة ما تكون سنوية) إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة للشركة.

**القيمة السوقية للسهم:** هي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية وفق آخر سعر تداول به السهم في السوق.

**القيمة الدفترية للسهم:** هي القيمة التي يتوقع حامل السهم أن يحصل عليه في حال تصفية الشركة.

## الفصل الثاني

### النفقات الرأسمالية

## 2.1 المقدمة:

إن نجاح المنشأة يتوقف على مدى سلامة القرارات الاستثمارية فيها، ويرجع هذا إلى أن قرارات الاستثمار تتميز عن القرارات التشغيلية بمجموعة من الخصائص تجعلها أكثر أهمية، حيث يترتب عليها مجموعة من الأعباء الثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها إذا ما تبين عدم سلامة هذه القرارات، وأن التدفقات النقدية المرتبطة بهذه القرارات تتحقق على مدار فترة زمنية طويلة، كما أنه يترتب عليها إنفاق مبالغ ضخمة قد تستدعي قيام المنشأة باقتراض مبالغ ضخمة أو زيادة رأس المال، مما يؤثر على الهيكل المالي للمنشأة، فقرار الاستثمار يعتبر من القرارات الهامة التي تتخذها الإدارة، فهو ذو تأثير على بقائها واستمرار نموها.

وتختلف استراتيجية الاستثمار وكذلك أساليب التحليل المتبعة بشأن القرار الاستثماري قصير الأجل، عن تلك المتبعة بشأن القرار الاستثماري طويل الأجل. إذ يغلب على القرارات الاستثمارية قصيرة الأجل طابع المضاربة والميل نحو تحقيق مكاسب رأسمالية يحققها المستثمر من تقلب أسعار أدوات الاستثمار، بينما يغلب على القرارات الاستثمارية طويلة الأجل طابع الرشد والميل نحو تحقيق دخل مستمر إضافة إلى تحقيق النمو الحقيقي في رأس المال (مطر، 2006: 31).

إن الهدف من الاستثمار تحقيق نمو حقيقي للشركة، يؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة وزيادة إنتاجيتها، إضافة إلى زيادة الأرباح وعوائد الاستثمار وبالتالي التأثير على أسعار الأسهم والحصة السوقية للشركة. ونظراً لتلك الأهمية كان لا بد من توضيح مفهوم الإنفاق الرأسمالي، وأنواعه، ومقومات قرار الإنفاق الرأسمالي، ومراحله، وطرق تقييمه.

## 2.2 مفهوم الإنفاق الرأسمالي:

### 2.2.1 عمليات رأس المال

تنقسم العمليات المالية التي تقوم بها المنشأة بحسب طبيعتها إلى قسمين (أبو صرة، 2009 : 141):

- 1- **العمليات التمويلية:** العمليات المتعلقة برأس المال والتغيرات التي تطرأ عليه سواء بالقروض أو بوسائل التمويل الأخرى.
- 2- **العمليات الاستثمارية:** العمليات التي تستثمر بها أموال المنشأة في خدمة أهدافه وغاياته المحددة، ويكون مصدرها العمليات التمويلية. وتنقسم العمليات الاستثمارية إلى ثلاثة أقسام:

- (أ) **العمليات الاستثمارية طويلة الأجل (الرأسمالية):** العمليات المتعلقة بالموجودات الثابتة للمشروع، والتغيرات التي تطرأ عليها، والنفقات والإيرادات الناجمة عنها.
- (ب) **العمليات الاستثمارية قصيرة الأجل (الإيرادية):** العمليات المتعلقة بشراء البضاعة وبيعها وما يتعلق بهذا النشاط التجاري، وما يترتب عليه من مصاريف، وما ينتج عنه من إيرادات.
- (ج) **عمليات الأوراق النقدية والأوراق التجارية:** هي النقود والشيكات، والكمبيالات، وسندات السحب المحررة لأمر المنشأة أو التي يحررها المنشأة لأمر الآخرين.

لكل قسم من الأقسام السابقة دور فعال في خدمة أهداف الشركة، لكن تركيز الدراسة سيكون على العمليات المتعلقة في الاستثمارات طويلة الأجل الممثلة بالنفقات الرأسمالية.

## 2.2.2 تعريف النفقات الرأسمالية:

كثيرة هي التعريفات التي ذكرت النفقات الرأسمالية وعلى الرغم من اختلافها في النص إلا أنها اتفقت من حيث المضمون والدلالة، فعلى سبيل المثال لا الحصر:

عرف (خان والغرابلة، 1995: 111) الإنفاق الرأسمالي بأنه قرار من المنشأة باستثمار الأموال بطريقة مثالية بنشاطات طويلة الأجل يتوقع منها خط من العوائد في المستقبل وتستمر بعدة سنين، وعرفه أيضاً بأنه استثمار للأموال في أصول تستخدمها المنشأة لفترات زمنية طويلة، حيث تستمر المكاسب والآثار المرتبطة بذلك الاستثمار لفترة زمنية طويلة.

بينما عرف (أل آدم والرزق، 2006: 282) النفقات الرأسمالية بأنها استخدام الأموال في الاستثمار في الموجودات الثابتة، وتنطوي عليها أعباء مالية ضخمة ولفترة زمنية طويلة، بينما عرف (القاضي وحمدان، 2007: 167) النفقات الرأسمالية بأنها نفقات تؤدي خدمات طويلة الأجل للمشروع، وتتمثل عادة في الأصول الثابتة التي تقتنى بهدف الإيراد عن طريق الاستثمار، وليس عن طريق إعادة البيع في دورة المنشأة العادية.

واعتبر (النعيمة وآخرون، 2009: 379) أن الإنفاق الرأسمالي هو الإنفاق غير المتكرر الذي يختص بفترات زمنية طويلة، حيث إن المبالغ المنفقة فيه كبيرة نسبياً، وذهب (عقل، 2009: 86) إلى أن النفقات الرأسمالية تنفق في سبيل الحصول على الأصول التي لها صفة الدوام نسبياً، وتلك التي تزيد من مقدرة هذه الأصول على إنتاج الإيرادات، كما تشمل النفقات التي تنفق لزيادة القدرة الإنتاجية للأصول الثابتة القديمة.

ويرى (شبيب، 2009: 263) الإنفاق الرأسمالي بأنه استثمار الأموال المتاحة بأصول طويلة الأجل، لتحقيق العوائد المستقبلية لعدد من السنين المستقبلية. وفي ضوء ما سبق يمكن تعريف النفقات الرأسمالية أنها إنفاق كبير نسبياً، يعود على المنشأة بالمنفعة خلال فترة زمنية طويلة، يتصف بالاستمرارية مع حياة المنشأة، ومن أمثلة تلك النفقات شراء أصول جديدة أو زيادة الطاقة الإنتاجية لأصول قديمة.

### 2.2.3 الهدف من النفقات الرأسمالية:

إن الهدف من القيام بنفقات رأسمالية هو تحسين أو الحفاظ على الربحية الإجمالية للشركة على المدى الطويل، ويؤكد ذلك (الوادي وآخرون، 2010: 20-21) في الأهداف التالية:

- تحقيق عائد مناسب: فالمستثمر يرغب بالحصول على عائد يناسب تضحياته بالأموال المستثمرة.
- المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية: بما يضمن المحافظة على قيمة رأس المال الأصلي المستثمر.
- استمرارية الحصول على الدخل العمل على زيادته: من خلال تحقيق النمو في معدل العائد على رأس المال.
- ضمان السيولة اللازمة: وذلك من خلال توفير حد مناسب من السيولة لتغطية متطلبات العمل والعملية الإنتاجية، والتمكن من تغطية الحالات الطارئة.
- تحقيق الميزة التنافسية: من خلال زيادة الطاقة الإنتاجية وتخفيض تكلفة المنتج، وزيادة مستوى الجودة.

### 2.2.4 خصائص النفقات الرأسمالية:

يتسم الإنفاق الرأسمالي بالخصائص التالية (طيفور، 2011: 15):

1. يتضمن الإنفاق الرأسمالي نتائج طويلة الأجل تؤثر بشكل واضح على مؤشر المخاطرة في المنشأة، إذ أن كثيراً ما تحدد سرعة واتجاه نمو المنشأة، وبالتالي فإن القرارات الاستثمارية الخاطئة قد تجلب الكوارث التي تؤثر على وجود المنشأة نفسها.
2. تحتاج الاستثمارات الرأسمالية إلى مبالغ كبيرة مما يتحتم على المنشأة أن تخطط جيداً لتلك الاستثمارات والسعي لتدبير ما يلزم منها.

3. لا يمكن الرجوع عن القرارات الاستثمارية أو عكسها خاصة بعد تنفيذ جزء منها، ويعود السبب إلى صعوبة التخلص من الأجهزة والمعدات التي يتم شراؤها، وإذا ما بيعت بأسعار قليلة، فإن ذلك يحمل المنشأة خسائر كبيرة.

4. تستوجب القرارات الاستثمارية عملية تقييم مستمرة لأحداث المستقبل، وهي عملية غير دقيقة لاعتمادها على التنبؤ بأحداث المستقبل بسبب تغير الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. وأضاف (شبيب، 2009: 268) هدفاً إضافياً لتلك الأهداف السابقة، وهو:

5. تتطلب النفقات الرأسمالية إعداد دراسات مقارنة دقيقة، لغرض مقارنتها مع الاستثمارات البديلة، وهذا ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة لاختيار القرار الاستثماري الرأسمالي. وفي ضوء سبق تتضح أهمية النفقات الرأسمالية وما لها من دور في تحسين وتطوير المنشأة، حيث تحتاج تلك النفقات إلى دراسة وتحليل لاختيار الفرص الأمثل لاستخدامها.

### 2.3 أنواع الإنفاق الرأسمالي:

يمكن تقسيم النفقات الرأسمالية إلى عدة أنواع هي (القاضي وحمدان، 2007: 168):

#### 1. نفقات الإحلال:

تتمثل هذه النفقات باستبدال أصل جديد بأصل قديم، كنفقات استبدال الآلات اليدوية بآلات أكثر تطوراً وتقنية، أو استبدال جزء آخر جديد بجزء رئيس من أصل قديم، مما يترتب عليه زيادة الطاقة الإنتاجية للأصل المستخدم، مما يجعل تلك النفقات بحكم النفقات الرأسمالية.

ويرى (الشواشره، 2008: 30) أن نفقات الإحلال أو كما سماها مشروعات الخلق هي مشروعات لما تكن قائمة من قبل، ويتولد عنها طاقات إنتاجية جديدة، أي هي استثمارات مبتكرة يترتب عليها إضافات تؤدي إلى زيادة الإنتاج الكلي القائم.

#### 2. نفقات التحسين:

تتمثل عمليات التحسين في استبدال جزء بأخر، أو عملية إصلاح على نطاق واسع، وهي أيضاً تلك النفقات التي تؤدي إلى تحسين الموجودات الثابتة، حيث تؤدي تلك النفقات إلى إطالة حياة الأصل الإنتاجية، أو زيادة قدرته الإنتاجية، مما يترتب على ذلك اعتبار نفقات التحسين كنفقات رأسمالية.



### 3. نفقات الإضافة (التوسع):

هي النفقات التي تصرف على أحد الموجودات الثابتة فتضيف إليه شيئاً جديداً، كنفقات بناء طابق جديد في مبنى معين، لذلك تعتبر استثمار جديد لرأس المال عن طريق زيادة الطاقة الإنتاجية المستغلة، والتوسع في شراء الأصول الثابتة، لأجل زيادة الطاقة الإنتاجية والدخول في أسواق جديدة، وتكون البدائل المتاحة إما الدخول في قرار التوسع أو عدم القيام به.

### 4. نفقات التعديل: وهي نفقات إجراء تعديل في الأصل القديم، لیتلاءم مع استعمالات جديدة.

وفي ضوء ما سبق، يرى الباحث أن الإنفاق الرأسمالي عبارة عن ارتباط مالي يمتد إلى فترة طويلة نسبياً، يتوقع منه الحصول على عوائد مستقبلية لفترة زمنية طويلة، وذو تأثير كبير على حياة المنشأة سواء بالمنفعة أو الضرر، لذلك يجدر على أصحاب القرار الاستثماري أن يراعوا الأسس الصحيحة التي تحقق النجاح المضمون لتلك القرارات حفاظاً على حياة المنشأة وتحقيقاً للفوائد المرجوة منه.

### 2.4 مقومات قرار الإنفاق الرأسمالي:

يقوم الإنفاق الرأسمالي على الركائز التالية كما لخصها (مطر، 2010: 46):

- 1- دراسة سوقية شاملة ومتكاملة.
- 2- دراسة موضوعية للجدوى الاقتصادية من المشروع.
- 3- فاعلية وكفاءة الأساليب والطرق المستخدمة في تحليل وخصم التدفقات النقدية للمشروع.
- 4- الدقة في توقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع.
- 5- المؤهلات العلمية والخبرة المالية للإدارة المالية للمشروع.
- 6- توفر مصادر التمويل المناسبة للمشروع.
- 7- الدقة في تحديد التكلفة المرجحة للأموال المستثمرة في المشروع.

ويرى (كداوي، 2008: 17) أن على متخذ قرار الإنفاق الرأسمالي عليه أن يستند على أسس ثلاثة لكي يكون القرار الاستثماري ناجح، وهي كالتالي:

- 1) اعتماد استراتيجية ملائمة: يتوقف ذلك على أولويات متخذ القرار والتي يكشف عنها منحى تفضيله الاستثماري الذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه كل من الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر.

2) الاسترشاد بالأسس العملية لاتخاذ القرار: حتى يكون قرار الإنفاق رشيداً، يتوجب على متخذ القرار أن يوظف أولاً المنهج العلمي في اتخاذ القرار، ثم الاعتماد على عدد من المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار، أهمها:

أ- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: أي اختيار القرار المناسب من بين عدة بدائل، قد تكون مشاريع مختلفة ضمن قطاع واحد، أو تتعدد حسب مناطق جغرافية، وكلما تعددت البدائل أعطت مرونة أكبر لمتخذ القرار.

ب- مبدأ الملائمة: أي أن تتلاءم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المنشأة وكفاءته وخبراته لتسهيل مهمة إدارة هذه الاستثمارات.

ت- مبدأ الخبرة والكفاءة: يفضل أن يحمل المستثمر قدراً كبيراً من الكفاءة والخبرة، أو الاستعانة بأصحاب الخبرة والاختصاص ممن لديهم الكفاءة والقدرة على الاختيار بين البدائل.

ث- مبدأ تنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية: حيث إن التنويع يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

3) مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة: يرتبط قرار متخذ القرار بمتغيرين أساسيين، هما العائد المتوقع من الاستثمار، ودرجة المخاطرة المرفقة للأداة الاستثمارية، ولهذا، على المستثمر أن يعرف مقدماً كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

وفي ضوء ما سبق يرى الباحث أن على متخذ قرار الإنفاق الرأسمالي الاسترشاد بالمقومات سابقة الذكر وتطبيقها للوصول إلى أكثر القرارات فائدة للمنشأة، وذلك لأهمية ذلك القرار للمنشأة حيث من الصعب الرجوع عنه في حال تنفيذه، لما يتطلب من موارد قدر تؤثر على المنشأة.

## 2.5 مراحل اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي:

تتطلب عملية تخطيط المشاريع الرأسمالية العديد من العناصر الأساسية التي تساهم في اختيار وتنفيذ المنشأة بأسلوب علمي، معتمدين على دراسات جدوى اقتصادية وفنية تحقق الهدف من الاستثمار، لذلك لا بد أن تمر عملية اتخاذ القرار الرأسمالي بالمراحل التالية (الوادي وآخرون، 2010: 50):

1. مرحلة تحضير المشروع: ويكون ذلك بالتعرف على المنشأة وعمل الدراسات الأولية لتحديد الفرص الاستثمارية للمنشأة، والتي تقع ضمن اهتمام ومجال عمل المنشأة.

2. **مرحلة دراسة الجدوى الفنية والاقتصادية:** تقوم دراسة الجدوى على المفاضلة بين المشروعات المقترحة وصولاً إلى اختيار البديل الأفضل، حيث تساعد أيضاً على توجيه الأموال المعدة للاستثمار نحو تلك المشروعات المجدية اقتصادياً وتجنب الفشل؛ إذ تعتبر دراسة الجدوى المرحلة السابقة لقرار الإنفاق، وبالتالي فإنها تتضمن كل الدراسات اللازمة لتقييم جدوى الإنفاق الرأسمالي قبل أن يدخل حيز التنفيذ؛ إذ أنها تعطي نظرة تنبؤية ثاقبة إلى المستقبل لتخفيض مخاطر عدم التأكد (موسى وسلام، 2009: 15).

3. **اتخاذ القرارات الاستثمارية والاستعداد لتنفيذها:** وهي مرحلة ما قبل التنفيذ مباشرة.

4. **مرحلة تنفيذ المشروع وتجربته:** وهي الانتقال من مرحلة التخطيط إلى أرض الواقع واتخاذ الخطوات الفعلية لتطبيق المشروع.

5. **مرحلة تقييم المشروع:** وتأتي ما بعد تنفيذ المشروع ويتم تقييمه من حيث مدى توافق ما تم تطبيقه وما تم تخطيطه بناءً على مقاييس ومعايير تم وضعها مسبقاً لتحديد هل نجح المشروع أم لا.

## 2.6 طرق تقييم مشاريع الإنفاق الرأسمالي:

ويضم تقييم الإنفاق الرأسمالي نوعين هما:

التقييم المالي والتقييم غير المالي

على الرغم من أن الكثيرين يركزون على تقييم الإنفاق الرأسمالي من منظور مالي، لكن لا يمكن إنكار أهمية التقييم الرأسمالي من المنظور غير المالي، إذ أن هناك عوامل عديدة غير مالية تؤثر في اختيار البدائل وقرار المشاريع الاستثمارية كالموارد البشرية والسوق المحيط وغير ذلك (راضي وحجازي، 2001: 212).

### 2.6.1 طرق التقييم المالي للإنفاق الرأسمالي:

1. **فترة الاسترداد:** وهي الفترة اللازمة لاسترداد الإنفاق الرأسمالي المبدئي عن طريق صافي المكاسب النقدية المتولدة من هذا الإنفاق أو يمكن تعريفها أنها الفترة اللازمة لكي تتساوى المكاسب الصافية من الاستثمار في المنشأة مع الإنفاق الرأسمالي الأصلي (نعمة الله، 2004: 76).

2. **طريقة مقلوب فترة الاسترداد:** تعتبر طريقة مقلوب فترة الاسترداد من أبسط طرق لحساب معدل العائد الداخلي للمشروع، ويمكن تعريفها أنها طريقة لتقدير معدل العائد الداخلي للمشروع دون اتباع أسلوب خصم التدفقات النقدية المستقبلية (الشرع وسفيان، 2002: 321).

3. **طريقة معدل العائد المحاسبي:** تقوم هذه الطريقة على أسس محاسبية ذات العلاقة بقياس الدخل وتقييم الاستثمارات، ويحتسب العائد على الاستثمار من خلال حساب صافي الدخل لذلك المشروع وقسمته على رأس المال المستثمر، كما يمكن حساب معدل العائد المحاسبي بقسمة متوسط الدخل السنوي على متوسط الاستثمار.

4. **طريقة صافي القيمة الحالية:** ويقصد بالقيمة الحالية أنها قيمة مبلغ ما الآن يتم تحصيله في المستقبل خلال سنة أو سنوات لاحقة (العيساوي، 2005: 142).

5. **طريقة معدل العائد الخارجي:** وتقوم هذه الطريقة على فكرة القيمة الحالية حيث تستخدم هذه الطريقة لإيجاد القيمة الحالية للإيرادات بسعر خصم بحيث يجعل القيمة الحالية للإيرادات مساوية للإنفاق الاستثماري أي بسعر خصم يجعل صافي القيمة الحالية مساوياً للصفر.

## 2.6.2 طرق التقييم غير المالي للإنفاق الرأسمالي:

لا يمكن إنكار أهمية التقييم المالي لعملية الاختيار أو المفاضلة بين البدائل الاستثمارية ولكن في نفس الوقت لا يمكن إهمال التقييم غير المالي وذلك لأن قرار الإنفاق الرأسمالي ليس مجرد عملية ترتيب البدائل واختيار الأفضل، حيث هناك العديد من العوامل الخارجة الأخرى التي يجب أخذها بعين الاعتبار ومنها (راضي، وحجازي، 2001: 221-223):

1. **أوضاع أسواق المنشأة:** حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار تقييم المشروع بناءً على التغيرات المستقبلية المحتمل حدوثها في السوق طيلة عمر المشروع.
2. **أوضاع الموارد البشرية المتوفرة في المنشأة:** لتحقيق التقييم الأمثل للموارد البشرية المتوفرة للمشروع يجب مراعاة مدى توفر مؤهلات للقوى العاملة، ومدى استعداد العاملين لتقبل التغيرات، ومدى توفر إمكانات لتدريب وتطوير العاملين.
3. **المخاطرة:** ويكون ذلك بمراعات التقلب في التدفقات النقدية، حيث إنه كلما زادت التقلبات زادت المخاطرة، وكلما زادت المخاطرة زادت الربحية.

4. الأوضاع الاقتصادية العامة: في حال تقييم المشروع الاستثماري يجب أخذ الأوضاع الاقتصادية المحتملة بعين الاعتبار لأن لها تأثير محتمل على المشروع، ف لو كان الاقتصاد في حالة ركود سيختلف المشروع في ما لو كان الاقتصاد في حالة رخاء ورواج.
5. القدرة على التوسع: قد يتاح للمنشأة العديد من الفرص الاستثمارية المربحة ولكنها لا تستطيع التوسع في جميعها، وبالتالي تختار الإدارة أكبر كم من المشاريع التي تستطيع إدارتها بكفاءة وفعالية.
6. العوامل السلوكية: والمقصود هنا الخبرات والتجارب السابقة للإدارة، إذ أن لها الدور الأكبر في اتخاذ القرار.

ويرى الباحث أن مشاريع الإنفاق الرأسمالي هي مشاريع طويلة الأمد وذات أهمية عالية، لذلك فهي تحتاج للتقييم بشكل دوري لمعرفة الجدوى الاقتصادية من تلك المشاريع، وذلك لتزويد مستخدمي البيانات بمعلومات تساعد في المفاضلة بين البدائل واختيار الأفضل. ويعكس ذلك بدوره الكفاءة السوقية حيث يكون مستوى الإفصاح مناسب للمستفيدين من تلك المعلومات بحيث يعكس الحدث حين وقوعه ويؤدي إلى قرارات استثمارية سليمة.

## الفصل الثالث

# الأسواق المالية وبورصة فلسطين

### 3.1 المقدمة:

تمثل الأسواق المالية المركز الحيوي في الاقتصاديات المعاصرة بشكل عام، والتي تقوم على أساس التعامل الحر بشكل خاص، فمن خلالها يتم تجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية المختلفة، والتي بدورها تقوم بتفعيل وزيادة الناتج القومي، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تطلع به من وظائف، وما تزاوله من أعمال، فهي تمثل حلقة الوصل بين الأفراد، والبنوك، التي يتجمع لديها المدخرات من ناحية، وبين المشروعات الاستثمارية القادرة على استغلال رؤوس الأموال. ويتناول هذا الفصل عدة محاور بدايةً في نشأة الأسواق المالية وأهم مراحل التطور التاريخي التي مرت بها، ومروراً بمفهوم الأسواق المالية، ثم بالتعرف على أهمية ووظائف الأسواق المالية، وأنواعها، وأهم مقومات نجاح الأسواق المالية، وختاماً بأهم الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المالية.

### 3.2 نشأة الأسواق المالية:

من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة، حيث يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء ( Collegin Marcaterum ) في القرن الخامس قبل الميلاد، وكذلك انشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا (البرواري، 2002: 32-33)، ثم تتبع بعد ذلك إنشاء البورصات في مختلف أنحاء العالم. ففي فرنسا مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724م بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في وائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه مبنى التبادل الملكي، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت. وعلى الصعيد العربي كانت البورصة المصرية أول بورصة تم إنشائها في الإسكندرية عام 1883م، كما أنشأت بورصة الأوراق المالية في القاهرة عام 1898م. وتلاها بعد ذلك العديد من البورصات في الوطن العربي (أل سليمان، 2005: 53).

### 3.3 مفهوم الأسواق المالية:

#### • البورصات:

إن كلمة بورصة (Bourse) هي فرنسية الأصل وتعني كيس النقود، وهي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف، والنقل، والأسهم والسندات، والأوراق التجارية ونحوها، وتعد بورصات الأوراق المالية من الأجهزة الادخارية والاستثمارية المهمة في دول الاقتصاد السوقي أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث أن البورصات تعد السوق المنتظم من الأسواق المالية، وتقسم البورصات حسب القيم والمثلثات وموضوع المعاملات التي تجري فيها إلى فئات كالتالي (هارون، 1999: 26-27):-

1. **بورصة البضائع الحرة:** ويتداول فيها كميات كبيرة من السلع المثلية كالقطن والقمح والحديد والنحاس، فيرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها ويدفع ثمن البضاعة عدى جزء قليل يؤجل حتى موعد التسليم أو حسب الاتفاق بين الطرفين.
  2. **بورصة العقود:** تجري في هذه الأسواق المبادلات وفقاً لنماذج معينة أو بناءً على تسمية صنف متفق عليه مسبقاً، وتباع فيها عقود الصفقات التجارية للسلع غير الحاضرة بسعر بات أو معلق على سعر البورصة في تصفية محددة.
  3. **بورصة القطع:** ويتم فيها تبادل العملات أي الصرف، وذلك إما بسعر قطع فوري يتم فيه التبادل حاضراً أو بسعر قطع أجل يتم فيها التبادل بالأجل.
  4. **بورصة المعادن النفيسة:** وهي سوق المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاطين والألماس وتتبادل هذه السلع كما يتم التبادل في العملات.
  5. **بورصة الأوراق المالية:** وهي سوق الأوراق المالية تتداول فيها حصص رأس المال المعبر عنها بالأسهم والسندات، حيث يشترك مالك الأسهم بالربح والخسارة ولا ينطبق ذلك على مالك السندات، بل تخصص له فائدة دورية.
- وفي ضوء ما سبق يرى الباحث أن مفهوم البورصة أكثر شمولاً من مفهوم الأسواق المالية، لذلك ستركز الدراسة على الجزء المتعلق بالأسواق المالية.

#### • الأسواق المالية:

أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على



دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده، وعلى سبيل الذكر لا الحصر يعرف (نصيف، 1990: 144) الأسواق المالية باعتبارها الوسيط بين المدخرين والمستثمرين إما مباشرة أو من خلال وسطاء، ومؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال. هذا ما ذهب إليه (التميمي، وسلام، 2004: 110) أن الأسواق المالية هي الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار، ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات مخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قناة اتصال فعالة.

ويرى (خلف، 2006: 7-8) أن الأسواق المالية هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، سواء كانت قصيرة أم طويلة الأجل، مثل الأسهم بكافة أنواعها، والسندات بكافة أشكالها، وشهادات الإيداع، وبذلك تعتبر هي الأسواق التي تباع وتشتري فيها الأوراق المالية.

وتعرف أيضاً بأنها "عبارة عن أدوات أو مجالات استثمار طويلة وقصيرة الأجل، يتم التداول عليها في سوق منظم خاص بها، يسمى بسوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية" (الشواور، 2008: 75).

وتعد الأسواق المالية من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها، تجميع المدخرات وتحويلها، وتوجيهها إلى الأشخاص، والمؤسسات لاستثمارها في مشروعات قائمة، أو تحت التأسيس، وخلق الحقوق والخدمات المالية وتداولها، وكذلك تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول عند الحاجة (شبيب، 2009: 184).

كثيرة هي التعريفات التي ذكرت في الأسواق المالية وعلى الرغم من اختلافها في التعبير إلا أنها اتفقت في المضمون والفكرة، وفي ضوء ما سبق يمكن حصر مفهوم الأسواق المالية بأنها الوسط الذي يتم في تبادل الأوراق المالية على اختلاف أشكالها بهدف تخصيص الأموال للاستثمار.

### 3.4 أهمية الأسواق المالية:

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في التأثير على اقتصاديات الدول، حيث تعتبر مؤشرات الأسواق المالية من المقاييس المهمة التي تعكس حجم الاقتصاد ومستويات الشفافية والكفاءة في التشغيل والإدارة، ويؤثر استقرار الأسواق المالية ونموها على الصورة العامة للدولة من حيث قدرتها على جذب الاستثمارات وزيادة الاستقرار المالي ودعم النمو الاقتصادي.

ويرى (الأعرج، 2011: 7-8) أن أهمية الأسواق المالية تكمن في أمور متعددة منها:-

1. **المحافظة على الثروة وتنميتها:** إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، ما هي إلا وسيلة من وسائل الحفاظ على القيمة حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها بالعكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على المحافظة على الثروة وتنميتها.
  2. **تسهيل الحصول على السيولة:** وذلك لأن الأسواق المالية تعتبر وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.
  3. **تسهيل الحصول على الائتمان:** أي اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.
  4. **المساعدة على تقليل مخاطر الاستثمار:** ويكون ذلك بالطرق التالية:-
    - أ- **التنوع:** يتيح السوق المالي العديد من الفرص الاستثمارية لأصحاب رؤوس الأموال وبالتالي تنوع مجالات الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل "لا تضع جميع ما تملكه من البيض في سلة واحدة".
    - ب- **التحوط:** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية والتي من الممكن أن تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في ما يسمى العقود الآجلة.ويساهم ذلك في تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم للأموال والأوراق، ليعود عليهم بأرباح أعلى ومخاطر أقل.
- ويضيف (معروف، 2009: 84):
5. يساهم وجود سوق مالي في تحقيق مناخ استثماري يتسم بالشفافية والالتزام.

### 3.5 دوافع إدراج الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية:

- يحقق إدراج أسهم الشركات في الأسواق المالية الكثير من المنافع منها (زعراب، 2005: 27):
- 1- **الترويج والدعاية:** إدراج الشركة لأسهمها في البورصة يتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على اتصال مباشر مع جمهور المستثمرين والمتعاملين في البورصة.
  - 2- **التقييم العادل:** توفر السوق آلية للعرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق مما يعكس القيم الحقيقية للأسهم.

- 3- فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة: يقدم السوق أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة وإفصاحاتها ومؤشرات التداول للمهتمين بالاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات.
- 4- نشر معلومات فورية ودقيقة للشركات والمستثمرين: تقدم إدارة السوق معلومات فورية عن الشركات المدرجة، من حيث أسعار التداول وأحجامها ومؤشرات المالية والاختبار العام عنها.

### 3.6 أركان الأسواق المالية:

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسة (الجمل، 2002: 24-26):

#### 1. الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين:

وهذه الفئة تتضمن الأفراد والمؤسسات المالية، حيث ان الأفراد الذين لديهم فائض نقدي عن حاجتهم الاستهلاكية يقصدون المؤسسات المالية من بنوك ومكاتب السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار هذه الأموال، ويعود عليهم بالنفع كعوائد عالية ومخاطر قليلة وهي بديل أفضل من الادخار دون جدوى متوقعة .

#### 2. الركن الخاص بفئة المقترضين:

وهي الفئة التي تكون بحاجة الأموال بسبب نقص إيراداتهم النقدية، كالأفراد والمؤسسات، وتحصل على هذه الأموال بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وعند عملية بيع هذه الأوراق المالية تمتلك الشركة السيولة المطلوبة وبالتالي يزداد رأسمالها.

#### 3. الركن الخاص بفئة الوسطاء والوكلاء:

حيث يقومون بدور الوسطاء بين جمهور المستثمرين والمصدرين للأوراق المالية وقد يكون الوسيط إما شخصاً طبيعياً أو معنوياً، ويتوقع منه أن يقوم بعدة أعمال منها: أعمال السمسرة، صناعة الأسواق، العمل على تقليل المخاطر، وغيرها.

### 3.7 أنواع الأسواق المالية:

هناك عدة تصنيفات للأسواق المالية تقوم على أسس مختلفة منها:

### 3.7.1 أسواق رأس المال وأسواق النقد:

#### 1. أسواق رأس المال:

سوق رأس المال هو السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أم عن ملكية كالأسهم وإنما سميت سوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوينين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة (آل فوز، 2010: 7).

ويعرف سوق رأس المال بأنه "الإطار أو التنظيم أو المجال الذي يضم مجموعة من العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبيين أو المقترضين لتلك الأموال، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء المتخصصين" (عبد القادر، 2010: 130). وتقسّم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

#### • الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسة المتداولة في أسواق رأس المال، فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر (حنفي، 2003: 24).

يتداول في سوق رأس المال عدة أنواع من الأدوات المالية، أحدهما يعبر عن الملكية، وهي الأسهم بنوعها العادية والممتازة، والآخر يعبر عن المديونية، وهي السندات، ويضاف إليهما الأوراق المالية القابلة للتحويل سيتم تناولها كالتالي:

#### 1- الأدوات المالية التي تعبر عن الملكية:

##### أ) الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية شيوعاً واستخداماً بين المستثمرين في سوق الأوراق المالية، ويعرف السهم العادي على أنه "وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور، عن طريق الاكتتاب العام في الاسواق المالية"، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة، وهكذا فإن الأسهم العادة هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة، إنها آخر ما

يجري تسديدها ولحامليها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد (معروف، 2009: 92-93).

### ب) الأسهم الممتازة:

هي أسهم تصدرها الشركات إلى جانب الأسهم العادية، وقد سميت أسهماً ممتازة، لأنها تختلف عن الأسهم العادية في أن لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها (عبد القادر، 2010: 148).

## 2- الأدوات المالية التي تعبر عن المديونية:

### أ) السندات:

تعتبر السندات أحد الأوراق المالية الأساسية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية، وتعتبر مصدر أساسي لتمويل للعديد من الجهات والشركات، حيث يعتبر السند أداة للاقتراض، وبالنسبة للمقرض ورقة أو صك، يثبت كونه دائماً للمقترض بالقيمة المدونة عليها، وتمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض، لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند (آل فواز، 2010: 28).

### الفرق بين الأسهم والسندات:

- يتشابه كل من السند والسهم في أن كلا منهما يعد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال، إلا أن بينهما فروقاً يمكن ذكر أهمها كالتالي (آل فواز، 2010: 23-24):
- السند جزء من قرض، وهو دين على الشركة، بينما السهم جزء من رأس المال.
  - ليس لحامل السند حق في إدارة الشركة، وليس له حضور جمعيتها العامة إلا في حالات معينة، وذلك أنه دائن أجنبي عن الشركة، بينما هذه الحقوق مخولة لحامل السهم باعتباره شريكاً ومالكاً لجزء من الشركة.
  - عند إفلاس الشركة أو تصفيتها يقدم حامل السند في الحصول على قيمته وفوائده قبل حامل السهم.

3- الأوراق المالية القابلة للتحويل: وهي "السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق المالية قبالة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ولا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء (هندي، 2004: 37).

## 2. أسواق النقد:

وهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل مع الأوراق المالية قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات ادخار وصكوك مديونية، مدون عليها ما يؤيد حق حاملها باستيراد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لأحد، وتتصف الأدوات المتداولة في سوق النقد بسيولة عالية بحيث يمكن التخلص منها بأدنى حد من الخسائر أو حتى الربح، ونسبة المخاطرة فيها قليلة وبالتالي العائد منها قليل، كما يمكن التصرف بهذه الأوراق قبل موعد استحقاقها (الزرري، وآخرون، 2001: 36).

ويعرف سوق النقد بأنه " السوق الذي يكون مصدراً لإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، وتمويل المقترضين الراغبين بالحصول على القروض قصيرة الأجل التي عمرها من (3-9) أشهر، ويتعامل بها المستثمرون الذين يفضلون درجة مخاطرة منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة، ذات السيولة المرتفعة وتحقق لهم درجة عالية من الأمان" (آل شبيب، 2009: 231). وتقسم أسواق النقد إلى ثلاثة أقسام كالتالي:

1. **أسواق الخصم:** يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، حيث تعتبر هذه الأوراق صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ مالي سبق اقراضه، ويمكن التخلص من هذه الأوراق بحد أدنى من الخسائر عن طريق خصمها في سوق الخصم (حنفي، 2000: 238).

2. **أسواق تحت الطلب:** وهي الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة والتي يستخدمها المستثمرون في البنوك التجارية، بدون تحديد أجل استردادها، وتتميز بسرعة تداولها واستردادها، وتدنى فوائدها بالمقابل (صيام، 1997: 37).

3. **الأسواق المفتوحة:** وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل أصحاب الفائض الذين لديهم سيولة لكي يقدموها لأصحاب الطلب الذين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدونات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة و سندات المؤسسات والهيئات المالية (حاسين، 2013: 14).

### الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:

#### 1- أدونات الخزينة:

هي أدوات دين حكومية تصدرها الحكومة بهدف تمويل خزينة الدولة في الفترات القصيرة، وتشجيع المواطنين على الادخار أيضاً حيث تمنح الدولة مميزات محفزة للجمهور على الاستثمار فيها

مثل إعفاء عائد هذه الأذونات من الضرائب، ويتم تداول هذه الأذونات في سوق النقد، حيث يمكن للمستثمر بيعها قبل تاريخ استحقاقها الذي لا يتجاوز في العادة سنة (الفالوجي، 2007: 23).

## 2- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي وثائق تصدرها المصارف التجارية، تعطي بموجبها الحق للمستثمرين في تداولها، وذلك لفترة زمنية محددة تتراوح غالباً ما بين شهر وأربعة أشهر وأحياناً تصل إلى أقل من اثني عشر شهراً (معروف، 2009: 140-141).

وتعتبر شهادات الإيداع أحد الأدوات الاستثمارية الهامة التي يتم تداولها في سوق النقد، وهذه الأداة المالية ترضي كل من المستثمر من حيث العائد من جهة، والمؤسسات المصرفية من حيث استقرار القنوات الاستثمارية التمويلية لديها من جهة أخرى.

## 3- الأوراق التجارية:

يتم تداول الأوراق باعتبارها أداة دين قصيرة الأجل قابلة للخصم وإعادة الخصم، ويتم استخدامها في المعاملات التجارية المختلفة.

تعتبر الأوراق التجارية من الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تتراوح فترة استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، وعادة ما تكون قابلة للتداول في الأسواق المالية، مقابل عوائد معينة، والتي هي عادة منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة، وخاصة أسعار الفائدة المفروضة على قروض بعض البنوك المقدمة لأفضل زبائنهم (معروف، 2009: 143-144).

## 4- اتفاقية إعادة الشراء:

هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جداً ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به (حاسين، 2013: 16-17).

## 5- القبولات المصرفية:

هي أدوات دين تنشأ وتستخدم نتيجة التعاملات التجارية حالها في ذلك حال الأوراق التجارية، إلا أن هذه القبولات تستخدم في الغالب خلال التعاملات التجارية الخارجية، رغم أن الحالة الأكثر استخداماً في مثل هذه التعاملات التجارية الخارجية هي الاعتمادات المستندية (خلف، 2006: 283-284).

## 6- القروض المصرفية قصيرة الأجل:

وتمثل القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة، وتكون مدتها أقل من سنة، وإن تكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وهي أداة دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها ما بين ثلاثة أشهر إلى اثني عشر شهراً (آل شبيب، 2009: 232-233).

إن أهمية الأسواق النقدية تتمثل في كونها توفر فرصاً للمؤسسات ذات السيولة الفائضة من استثمارها بأدوات ذات عوائد ومخاطر قليلة وذات قابلية تسويقية عالية، وتساهم أيضاً في تأمين السيولة للجهاز المصرفي، وتوفير احتياجات الأشخاص من القروض الاستهلاكية، إضافة إلى أنها تلعب دوراً مهماً في رسم السياسة النقدية للدولة إذ يقوم البنك المركزي بإحكام الرقابة الفعالة على السياسية الائتمانية من خلال التدخل المباشر وغير المباشر في أسعار الفائدة في الأجل القصير.

## 3.7.2 أسواق حالية وأسواق آجلة:

1- **الأسواق الحالية:** تعتبر الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ودفع قيمتها فوراً هي أسواق حالية.

2- **الأسواق الآجلة:** هي أسواق تتعامل أيضاً بالأوراق المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ويندرج في هذا الإطار قسمين هما عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

## 3.7.3 الأسواق النظامية وغير النظامية:

### 1- الأسواق النظامية:

سميت بالنظامية لأنها تخضع لنظم وإجراءات ولوائح تنظم عمل هذه الأسواق، وتكون موجودة في مكان محدد وزمان محدد، ويطلق عليها بالسوق الثانوية لأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق والتعامل بها للمرة الثانية وأكثر أي أنها لا تباع للمرة الأولى (خلف، 2006: 42). وتشمل السوق الأول والثاني، بحيث يتم تداول الأوراق المالية في السوق الأول بعد عملية الاكتتاب، أما الثاني فيتم تداول الأوراق المالية التي لم تستوفي شروط الإدراج في السوق الأول.

### 2- الأسواق غير النظامية:

هي أسواق ترتبط بقانون ونظام محدد لكنها لا ترتبط بمكان محدد وزمان معين، ولا تعتمد على السماسرة، وإنما على التجار الذين لديهم مخزون ويتاجرون لحسابهم، وليس لحساب غيرهم، ولا يترتب على التعامل فيها أي تكاليف أو عمولات أو سمسة (الشواور، 2008: 57). وتمتاز الأسواق



غير النظامية بالمرونة العالية لتوافر قنوات اتصال أكثر فعالية منها في الأسواق النظامية، وتشمل السوق الثاني والثالث والرابع.

### 3- الأسواق الاحتكارية:

وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية حيث يحتكر التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزينة (الهيئي، 1998: 29).

### 3.7.4 أسواق أولية وأسواق ثانوية:

#### 1- السوق الأولى:

وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها وتعتبر هذه الأسواق بمثابة سوق جملة حيث تباع فيها الأوراق المالية بشكل حزم إلى الجمهور، وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيساً في هذه الأسواق، لاسيما مصارف الاستثمار والمصارف التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها إما لمصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقاً للاتفاقية المعقودة للإصدار (التميمي وآخرون، 2004، 121).

تعتبر السوق الأولى هي المكان الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة، لم تكن قائمة في السابق، أو إضافة إلى استثمارات قائمة، وبالتالي هي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين، أو المدخرين، مقابل دفع ثمن نقدي، وذلك بهدف توجيه حصيلاتها لاستثمارات مادية قصيرة أو طويلة الأجل (الشواور، 2008: 55).

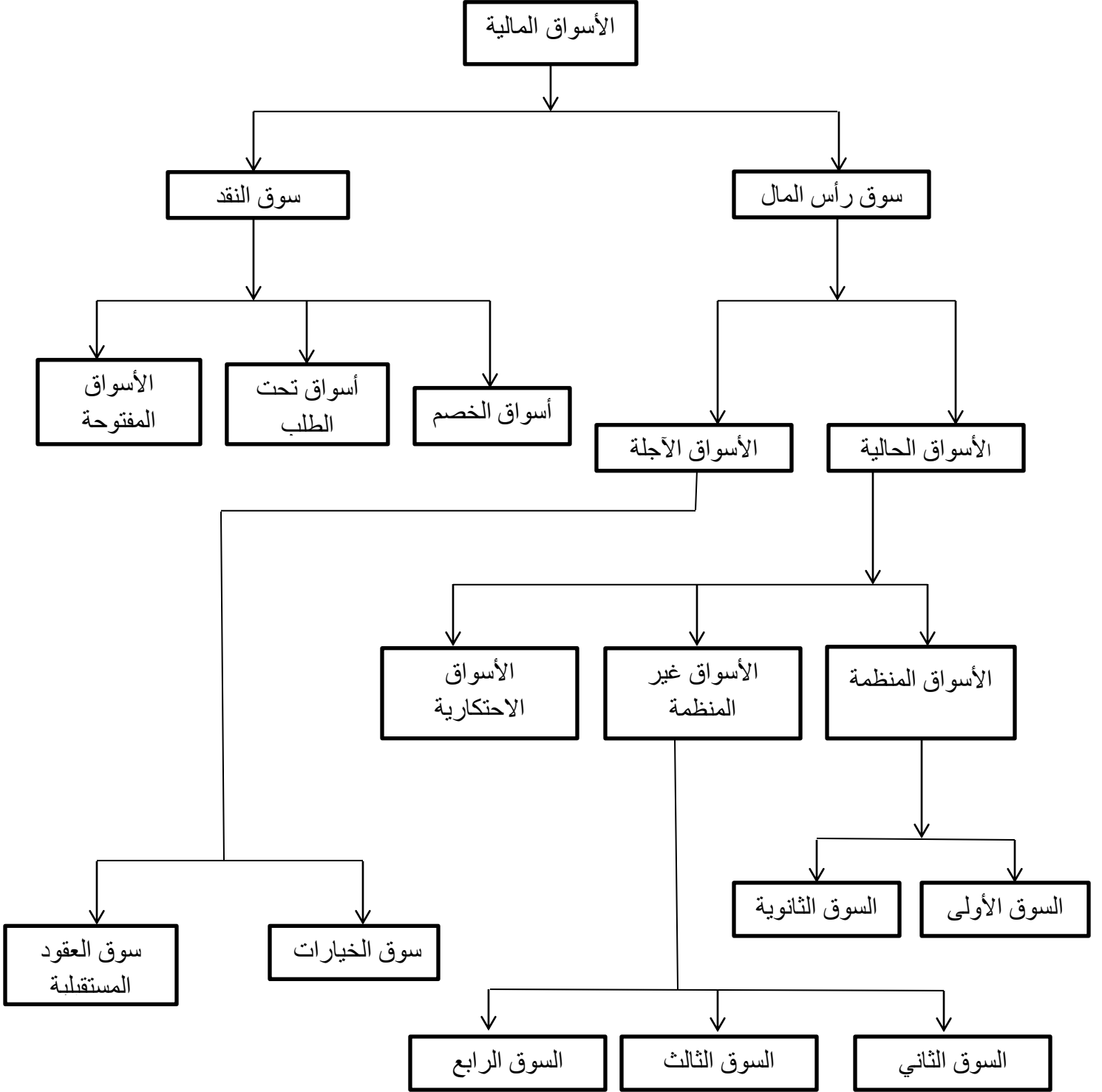
#### 2- السوق الثانوية:

يعرفها (معروف، 2009: 62) بأنها الأسواق التي يجري فيها تداول الأدوات المالية، ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص لآخر، ولا تضيف التبادلات التجارية في هذه الأسواق أي رأس مال إلى الشركة التي تعود إليها، بل إن المسألة لا تتجاوز الاستثمار في أدوات خاضعة للتداول واقتنائها من خلال شرائها، والتخلي عنها عند ترك الاستثمار بسبب تفضيل السيولة أو النقدية.

ويخلص الشكل التالي تقسيم الأسواق المالية:

شكل (3.1)

أنواع الأسواق المالية



المصدر: (إعداد الباحث)

وفي ضوء ما سبق يرى الباحث أن بورصة فلسطين تعتبر في مرحلة متأخرة من حيث تقسيم الأسواق المالية ويرجع ذلك لعدة عوامل منها الخارجية كالضغوط والقيود التي يضعها جيش الاحتلال على الاقتصاد الفلسطيني والشركات مما يضعف السوق، وعوامل داخلية كقلة الأوراق المالية المتداولة، إضافة إلى تركيز السوق.

### 3.8 مقومات نجاح السوق المالي:

إن تطور العلاقات المالية من خلال الأسواق المالية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمجموعة من الظروف والمقومات التي تشكل القوة الدافعة لتدفق رأس المال داخل الاقتصاد، ولتحقيق النجاح لتلك العلاقة يجب توفر التالي (حاسين، 2013: 163-168):

#### 1- الطاقة الاستيعابية المناسبة:

تتمثل أهمية الطاقة الاستيعابية كأحد المقومات الأساسية للسوق المالية من أنها تعكس جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، لذلك كان وجود طاقة استيعابية مقبولة، ومعقولة، وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من المقومات الرئيسية لنجاح السوق المالي.

#### 2- المناخ الاستثماري:

تعرض العديد من الاقتصاديين أكثر من مرة لبيان الأهمية القصوى لإيجاد المناخ الملائم لتوطين الموارد المالية في اقتصاد الدولة، بحيث يمكن القول بأن المناخ الاستثماري الملائم صار يضاهاى من حيث الأهمية لقيام الاستثمار قيمة العوامل الأخرى مجتمعة، نظراً لاتصاله الوثيق بثقة المستثمر في مستقبل استثماره.

#### 3- حرية انتقال رؤوس الأموال.

ويضيف (التميمي، وسلام، 2004: 110) عدة عوامل بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل لنجاح السوق المالي كالتالي:

#### مقومات أساسية:

- تنوع أدوات الاستثمار في الأسواق المالية لما له من دور في تعدد الخيارات أمام المستثمرين، وتوفير السيولة الكافية بالنسبة لهم.
- توفر أنظمة معلومات فعالة وذات كفاءة عالية، تعكس المركز المالي للشركات، وتحافظ على ثقة المستثمرين في السوق.
- حرية التعامل مع السوق.

- تعدد المؤسسات المالية والمصرفية قادرة على خلق فرص استثمارية مناسبة بمخاطر أقل.
- **مقومات مساندة:**
- أنظمة اتصال فعالة ومتطورة لتوفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.
- أنظمة كفوءة للإفصاح المعلوماتي عن واقع الشركات وتحليل نشاط الاقتصاد.
- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة تتوفر فيها شروط الكفاءة والحيادية والخبرة.
- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.
- نظام ضريبي مرن.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

## بورصة فلسطين

### 3.9 المقدمة:

يتناول هذا الجزء من الدراسة نشأة بورصة فلسطين وأهم المراحل التي مرت بها، ثم يتطرق إلى رسالة ورؤية بورصة فلسطين، وبيان أهم أهداف ووظائف البورصة، ثم أخيراً توضيح أبرز التحديات التي تواجه بورصة فلسطين وسبل تنشيط وتطوير بورصة فلسطين.

### 3.10 نشأة بورصة فلسطين:

تأسست بورصة فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية عام 1995م، بهدف توفير سوق مالية فلسطينية تؤمن تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، كما تنظم مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعاون وسهولته وسرعته، فكانت البورصة العربية الوحيدة المملوكة من قبل القطاع الخاص آنذاك، وعقدت أول جلسة تداول في 1997/02/18.

تحولت البورصة إلى شركة مساهمة عامة في عام 2010، برأسمال مدفوع يبلغ 10 ملايين دولار أمريكي، وقد رافق هذا التحول إطلاق الهوية المؤسسية الجديدة، ليصبح السم التجاري "بورصة فلسطين" وشعارها "فلسطين الفرص". والتزاماً بمبادئ الحكومة الرشيدة تم إدراجها للتداول في 2012/4/4م لتحتل بذلك المرتبة الثانية بين البورصات العربية من حيث الإدراج بعد بورصة دبي.

تركز السوق جهودها على ترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة فيها واستقطاب مستثمرين جدد أفراداً ومؤسسات على الصعيدين الإقليمي والدولي، إضافةً إلى فلسطيني الشتات، وتباشر أعمالها من مقرها الرئيس في مدينة نابلس.

منذ نشأتها، حرصت بورصة فلسطين على مواكبة أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تسعى لضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين. وسعت إلى اقتناء أحدث التكنولوجيا في عالم أسواق المال، فكانت أول بورصة عربية مؤتمتة بالكامل.

وفي 2013/12/31 بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 49 شركة، بقيمة سوقية بلغت حوالي 3.25 مليار دولار أمريكي، موزعة على خمسة قطاعات اقتصادية. هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين والاستثمار، والصناعة، والخدمات. تتداول بعمليتي الدينار والدولار الأمريكي، ويتم التداول

حالياً على الأسهم العادية مع الإمكانية والجاهزية لتداول الأوراق المالية الأخرى مستقبلاً. وتعمل في السوق 8 شركات أوراق مالية أعضاء (شركات وساطة) كما في 2013/12/31م، موزعة على مختلف محافظات الوطن. (التقرير السنوي لشركة فلسطين للأوراق المالية، 2012 : 2).

### 3.11 رؤية بورصة فلسطين:

تسعى بورصة فلسطين لأن تكون نموذجاً للأسواق المالية العربية والإقليمية من خلال التميز في الخدمات المتجددة، والقدرة على خلق الفرص الاستثمارية المثالية في قطاع الأوراق المالية وجذب الاستثمارات، واستخدام التقنيات الرفيعة، والالتزام بقواعد الحوكمة المؤسسية، ونسج العلاقات البناءة مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية (التقرير السنوي لشركة فلسطين للأوراق المالية، 2012).

### 3.12 أهداف بورصة فلسطين:

تعتبر بورصة فلسطين أحد أهم ركائز النظام المالي الفلسطيني، وأحد القنوات التي تساهم في تجميع الموارد المتاحة للاستثمار لاستغلالها وتوظيفها في ما يحقق التنمية الاقتصادية للدولة، وهو بذلك يسعى لتحقيق الأهداف التالية (www.pex.ps):

1. مواكبة أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تسعى لضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين
2. توفير بيئة تداول آمنة ومواتية تتمثل بالكفاءة والشفافية والعدالة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
3. تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والإقليمية والدولية.
4. تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
5. زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
6. خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

### 3.13 التحديات التي تواجه قطاع الأوراق المالية في فلسطين:

يواجه قطاع الأوراق المالية في فلسطين العديد من المعوقات، فبالإضافة إلى المعوقات المتعلقة بعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي تعاني منها فلسطين عموماً، جراء الاحتلال والعدوان الإسرائيلي، هناك معوقات تتعلق بقطاع الأوراق المالية، وتحديدًا تلك المؤثرة على جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية، ويمكن تلخيص هذه المعوقات وفقاً للآتي (علاونة، 2008: 7):

#### 1. البيئة التنظيمية و التشريعية:

حيث لازال قطاع الأوراق المالية يعاني من قصور في بعض الجوانب التشريعية والتنظيمية، ومن الأمثلة على ذلك عدم الموائمة والانسجام في القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في قطاع الأوراق المالية، كقانون الضرائب، إضافة إلى قصور قانون الشركات الحالي على تلبية المتطلبات العصرية للقطاع الاقتصادي.

ومن المشاكل التنظيمية التي يعاني منها قطاع الأوراق المالية، عدم الفصل التام بين الدور الرقابي الإشرافي والدور التنفيذي، حيث يلاحظ وجود بقض التداخل في المهام والمسؤوليات بين المؤسسات العاملة في هذا القطاع.

#### 2. محدودية الأدوات الاستثمارية:

مما لا شك فيه أن محدودية الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين تحد من سيولة وعمق السوق وبالتالي تؤثر سلباً على جانب الطلب على الأوراق المالية. وفي هذا السياق، ينحصر التداول في سوق فلسطين على أداة استثمارية واحدة، إلا وهي الأسهم، ويرجع ذلك إلى الثقافة المالية التي يتبناها المجتمع الفلسطيني من حيث قلة عدد الشركات المساهمة العامة والتي تمثل أساس السوق المالي وذلك لاننتشار ثقافة الشركات ذات الطابع العائلي، كما أن المستثمر الفلسطيني لا يميل إلى المخاطرة، الأمر الذي يحد من خيارات المستثمرين ويحد من القدرة التمويلية للشركات المدرجة على حد سواء. وتداول أداة استثمارية وحيدة لها انعكاسات سلبية على أداء السوق مثل صغر حجم السوق وضعف مستويات نسب التداول، إضافة إلى عزوف وانحسار الاستثمار المؤسسي.

#### 3. محدودية عدد الشركات المدرجة:

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية حتى نهاية النصف الأول من عام 2008، 35 شركة مساهمة عامة، وعلى الرغم من نمو عدد الشركات المدرجة مقارنة مع السنوات السابقة، إلا أنه لم يتم الانتهاء من ملف الإدراج، وبشكل نهائي، حيث تشير بيانات مراقب الشركات

إلى إن الشركات المساهمة العامة المسجلة في كل من الضفة الغربية وقطاع غزة لغاية شهر نيسان 2008، بلغت 113 شركة مساهمة عامة وطنية إضافة إلى 26 مساهمة عامة أجنبية أي بمجموع 139 شركة مساهمة عامة. إلا أنه ومن خلال نظرة تفحصيه لواقع هذه الشركات، نجد أن عدد الشركات المؤهلة للإدراج لا يتجاوز 50-52 شركة، الأمر الذي يشير إلا أنه قد تم إدراج 70% من الشركات المساهمة العامة المؤهلة للإدراج.

ومقارنة مع بعض الدول العربية يحتل سوق فلسطين المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة.

#### 4. تركيز السوق:

تعتبر ظاهرة تركيز السوق من أهم المعوقات التي تؤثر سلباً على سيولة السوق، ويقصد بتركيز السوق Market concentration انحصار معظم أنشطة السوق بعدد محدود جداً من الشركات المدرجة (في الغالب شركتين أو ثلاثة)، بحيث تستحوذ هذه الشركات على نسبة كبيرة من أنشطة التداول والقيمة السوقية للسوق، وتعد هذه الظاهرة سمة من سمات الأسواق المالية الناشئة. ويعاني سوق فلسطين للأوراق المالية من هذه الظاهرة وبشدة، حيث يلاحظ استحواذ شركتي (الاتصالات وباديكو) على ما نسبته 59% و 45% من القيمة السوقية الإجمالية وقيمة التداول الكلي للسوق على التوالي.

#### 5. قلة التداول، وضعف السيولة:

ويقصد بقلة التداول، عدم تداول أسهم بعض الشركات المدرجة لفترات طويلة من الزمن قد تصل لعدة أشهر في بعض الأحيان كما هو الحال في بقض الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. وتؤثر ظاهرة قلة التداول سلباً على سيولة السوق وزيادة المخاطر المرتبطة بعدم سيولة الورقة المالية.

#### 3.14 وسائل تنشيط وتطوير بورصة فلسطين:

حاول بعض الباحثين اقتراح وسائل للتغلب على تلك العقبات من أهمها (القيشايوي، 2005: 36):

1. استحداث أوراق مالية جديدة كالسندات والأسهم الممتازة.
2. طرح الأوراق المالية من قبل السلطة الوطنية الفلسطينية مما له من دور في تعزيز عرض الاوراق المالية في السوق المالي الفلسطيني.



3. توفير أوضاع سياسية واقتصادية مستقرة تتمتع بوضوح الرؤية المستقبلية وسن القوانين والتشريعات اللازمة.
4. العمل على توفير الحماية اللازمة للسوق المالي من الحكومة لمنع أي اشكالات من المتوقع حدوثها داخل السوق.
5. بناء قاعدة بيانات وطنية تمنح المستثمر القدرة على المعرفة للمعلومات المطلوبة عن الشركات والاقتصاد الوطني الفلسطيني.
6. إيجاد مؤسسات أو هيئات استثمارية لتقديم النصح للمستثمرين عند تكوينهم لمحافظهم الاستثمارية من أجل تقليل المخاطر التي يقع بها المستثمر.

# الفصل الرابع

## الطريقة والإجراءات

## 4.1 المقدمة:

يتناول هذا الفصل وصفاً لمنهج الدراسة، وكل من مجتمع الدراسة وعينتها، كما يتضمن هذا الفصل وصفاً للإجراءات الخاصة بتقنين أداة الدراسة وتطبيقها، وأخيراً المعالجات الإحصائية التي تم الاعتماد عليها في تحليل الدراسة.

## 4.2 منهج الدراسة:

حيث إنه قد تم تحديد جوانب وأبعاد الظاهرة موضع الدراسة مسبقاً من خلال مراجعة الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة التي تسعى إلى التعرف على العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين. فقد اتبعت هذه الدراسة المنهج التحليلي الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة لتفسيرها والوقوف على دلالاتها.

## 4.3 طرق جمع البيانات:

تمت مراجعة الكتب والدوريات والمنشورات الخاصة أو المتعلقة بالموضوع قيد الدراسة، والتي تتعلق بدراسة العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين، وأية مراجع قد تسهم في إثراء الدراسة بشكل علمي، وذلك بهدف التعرف على الأسس والطرق العلمية السليمة في كتابة الدراسات، وكذلك أخذ تصور عام عن آخر المستجدات التي حدثت وتحديث في مجال الدراسة.

كما تم الاستعانة بالقوائم المالية المنشورة للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين للوصول للنسب اللازمة لقياس متغيرات الدراسة، ومن ثم تم استخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بهدف الوصول لدلالات ذات قيمة ومؤشرات تدعم موضوع الدراسة.

## 4.4 مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين والتي يبلغ عددها 48 شركة حسب الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين. وتبين أن هذه الوحدات موزعة على خمس قطاعات وهي قطاع الاستثمار، قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، وقد تم الحصول على كافة القوائم المالية الخاصة بهذه الشركات عن الفترة (2010-2014) من خلال الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين ([www.pex.ps](http://www.pex.ps)).

#### 4.5 عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من جميع الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين والتي تنطبق عليها الشروط التالية:

1. مدرجة في بورصة فلسطين منذ العام 2010م
2. يتم تداول أسهمها من سنة 2010 إلى 2014.
3. لديها حركة تداول لم تتقطع خلال الفترة 2010 إلى 2014.

ويوضح جدول رقم (4.1) أن أكبر القطاعات تمثيلاً في عينة الدراسة هما قطاع الخدمات وقطاع الصناعة بنسبة 25.7%، وهذا يتناسب مع نسبته الفعلية في المجتمع، كما أن 17.1% من عينة الدراسة من قطاع البنوك و8.6% من قطاع التأمين، أما قطاع الاستثمار فبلغت نسبته 22.9%.

#### جدول رقم (4.1)

توزيع عينة الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

عدد الشركات المدرجة	النسبة المئوية	العينة	القطاع الاقتصادي
12	25.7	9	قطاع الخدمات
8	17.1	6	قطاع البنوك
7	8.6	3	قطاع التأمين
12	25.7	9	قطاع الصناعة
9	22.9	8	قطاع الاستثمار
<b>48</b>	<b>100.0</b>	<b>35</b>	<b>المجموع</b>

#### 4.6 قياس متغيرات الدراسة:

##### 4.6.1 قياس المتغيرات المستقلة:

يتمثل المتغير المستقل لهذه الدراسة في تغير النفقات الرأسمالية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وقد استخدمت الدراسة الحالية مؤشرا لقياس التغير في النفقات الرأسمالية هما:

## أولاً: التغيير في الأصول الثابتة:

حيث عرف (آل آدم والرزق، 2006: 282) النفقات الرأسمالية بأنها استخدام الأموال في الاستثمار في الموجودات الثابتة، لذلك أصبح التغيير في الموجودات الثابتة مؤشراً رئيساً للدلالة على التغيير في النفقات الرأسمالية، لذلك فقد تم استخراج إجمالي الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، من القوائم المالية لتلك الشركات والتي تم الحصول عليها من خلال:

- التقارير السنوية المنشورة لبعض الوحدات الاقتصادية.
- المواقع الالكترونية لبعض مؤسسات الوساطة والسمسرة.
- المراسلة عبر (الفاكس) والاتصال المباشر مع بعض المديرين الماليين للوحدات الاقتصادية المدرجة.
- الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة فلسطين.

ويتضح من الجدول رقم (4.2) إجمالي الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. حيث إن أكبر متوسط لحجم الأصول الثابتة كانت من نصيب قطاع الاستثمار بمتوسط (101,293,338 دينار)، يليه قطاع البنوك بمتوسط (60,295,449 دينار)، أما أقلها فهو قطاع الصناعة بمتوسط (8,104,306 دينار). ويعتبر ذلك من وجهة نظر الباحث أمراً بديهياً، حيث إن قطاع الاستثمار معظم أصوله عبارة عن استثمارات في محافظ استثمارية بمبالغ عالية مما يجعل أصوله الثابتة هي الأعلى بين القطاعات الأخرى، أما الأمر الذي يبدو مستغرباً بالنسبة للقطاع الصناعي الذي يعتمد بالأساس على الأصول الثابتة، يمكن رده إلى انخفاض رأس مال الشركات الصناعية، حيث إن القطاع الصناعي الفلسطيني لا يزال في مرحلة متأخرة من النمو، ومعظم صناعاتنا الوطنية تعتمد على صناعة المواد الغذائية والأدوية، والتي تعتبر من الصناعات البدائية، وليست من الصناعات الثقيلة التي يلزمها أصول ثابتة عالية القيمة، ويعزو الباحث تأخر القطاع الصناعي الفلسطيني، إلى التحكم الاسرائيلي بالمعابر، ومنع الكثير من المواد الخام والأصول للدخول إلى المصانع الفلسطينية.

جدول رقم (4.2)

إجمالي الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط إجمالي الأصول الثابتة		إجمالي الأصول الثابتة				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2013	2012	2011	2010		
60237469	12504020	12328090	10701498	12738378	14248114	خدمات	X1
	31058643	31649101	30228291	30925865	31431313	خدمات	X2
	5791266	4470436	5365907	5662008	7666714	خدمات	X3
	2115560	1993493	2066552	2139366	2262827	خدمات	X4
	384733000	484481000	334217000	382233000	338001000	خدمات	X5
	79113691	77522888	73529088	79469893	85932896	خدمات	X6
	10150085	9985789	10224873	10000320	10389356	خدمات	X7
	11710674	13068636	11446947	11363973	10963138	خدمات	X8
	4960280	5521646	5419336	4411960	4488177	خدمات	X9
60295449	32106186	28760840	29029116	36208715	34426074	بنوك	X10
	36784352	39587275	38827061	38926060	29797013	بنوك	X11
	7197567	10714060	10706310	3868269	3501630	بنوك	X12
	4512770	4567115	4586346	4939574	3958043	بنوك	X13
	263483355	287926119	258347939	243214697	264444666	بنوك	X14
	17688466	18927251	19320344	19250122	13256145	بنوك	X15
18512794	22908830	19351267	21333330	27765372	23185352	تأمين	X16
	18838426	19226257	21053639	17292361	17781446	تأمين	X17
	13791126	15012684	13996176	13748253	12407391	تأمين	X18
8104306	909693	999525	972851	957339	709057	صناعة	X19

متوسط إجمالي الأصول الثابتة		إجمالي الأصول الثابتة				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2013	2012	2011	2010		
	22654911	23204139	22511752	22542068	22361683	صناعة	X20
	22627815	28800448	26256177	18009745	17444890	صناعة	X21
	10268769	10141953	10222651	10354275	10356198	صناعة	X22
	6807491	8963001	5653267	6102139	6511558	صناعة	X23
	2274828	2232777	1578468	2858697	2429370	صناعة	X24
	2607542	1961398	2351542	2816632	3300595	صناعة	X25
	2180166	2063431	2087440	1993603	2576191	صناعة	X26
	2607542	1961398	2351542	2816632	3300595	صناعة	X27
	9579417	8929897	8952932	9979088	10455752	استثمار	X28
	1687074	1969947	1969947	1517863	1290538	استثمار	X29
	8619214	9248225	9132321	8687133	7409175	استثمار	X30
101293338	650868500	725471000	683342000	639880000	554781000	استثمار	X31
	1616729	1647476	1645859	1629540	1544042	استثمار	X32
	33417969	35085725	33366818	33090130	32129203	استثمار	X33
	75212936	94900838	82818849	61397917	61734138	استثمار	X34
	29344868	25908237	27067146	31772809	32631281	استثمار	X35
<b>52649536</b>	<b>59102382</b>	<b>52076609</b>	<b>51444680</b>	<b>47974473</b>	<b>47974474</b>	المتوسط الحسابي	

وقد تم تقدير المؤشر الأول للمتغير المستقل الأول المتمثل بالتغير في الأصول الثابتة، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$CFixed\ assets_{i,t} = \frac{Fixed\ assets_t - Fixed\ assets_{t-1}}{Fixed\ assets_{t-1}}$$

$$CFixed\ assets_{i,t} = \text{التغير في الأصول الثابتة للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$Fixed\ assets_t = \text{الأصول الثابتة للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$Fixed\ assets_{t-1} = \text{الأصول الثابتة للشركة (i) خلال فترة (t-1)}$$

وبناءً على ما سبق يوضح الجدول التالي رقم (4.3) التغير في الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة ولفترة ثلاثة سنوات (2011-2013).

ويتضح من خلال الجدول رقم (4.3) أن أكبر متوسط للتغير في حجم الأصول الثابتة كان من نصيب قطاع البنوك حيث زادت الأصول بمتوسط بلغ (0.153)، يليه قطاعي الاستثمار بمتوسط بلغ (0.054)، أما أقلها فهو قطاع التأمين الذي تناقصت أصوله الثابتة عبر السنوات الأربعة بمتوسط بلغ (-0.010). ويعتبر ذلك من وجهة نظر الباحث أمراً بديهياً بالنسبة لقطاع الاستثمار، إلا أن ذلك له مؤشرات خاصة لكل من قطاع البنوك والتأمين، حيث إن الارتفاع الملحوظ للتغير في حجم الأصول الثابتة لقطاع البنوك يشير إلى توجه البنوك إلى تجميد بعض من أصولها المتداولة.

وقد يكون ذلك مبرراً في حال كان الطلب على النقود يعاني من ركود، وهذا ما تعاني منه البنوك الفلسطينية، في ظل تدهور الاقتصاد الفلسطيني في السنوات الماضية والناجم عن الممارسات الاسرائيلية والحصار المفروض على الأراضي الفلسطينية، أما الانخفاض الملحوظ للتغير في حجم الأصول الثابتة لقطاع التأمين يشير إلى توجه شركات التأمين إلى تسهيل بعض من أصولها الثابتة، وذلك يشير إلى زيادة المطالبات المالية (التعويضات) وهذا نتيجة الحوادث غير الطبيعية التي تعرضت لها كثير من الشركات والأشخاص، نتيجة الاعتداءات الاسرائيلية والحروب التي تشنها بين الحين والآخر على الأراضي الفلسطينية

#### جدول رقم (4.3)

التغير في الأصول الثابتة لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

رمز الشركة	القطاع الاقتصادي	التغير في الأصول الثابتة			متوسط التغير في إجمالي الأصول الثابتة	
		2011	2012	2013	للشركة	للقطاع
x1	خدمات	-0.106	-0.160	0.152	-0.038	-0.010
x2	خدمات	-0.016	-0.023	0.047	0.003	
x3	خدمات	-0.261	-0.052	-0.353	-0.222	
x4	خدمات	-0.055	-0.034	-0.035	-0.041	



متوسط التغير في إجمالي الأصول الثابتة		التغير في الأصول الثابتة			القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2013	2012	2011		
	0.128	0.116	0.136	0.131	خدمات	x5
	-0.077	-0.082	-0.075	-0.075	خدمات	x6
	0.021	-0.023	0.122	-0.037	خدمات	x7
	0.065	0.152	0.007	0.037	خدمات	x8
	0.077	0.019	0.228	-0.017	خدمات	x9
0.153	-0.052	-0.009	-0.198	0.052	بنوك	x10
	0.108	0.020	-0.003	0.306	بنوك	x11
	0.624	0.001	1.768	0.105	بنوك	x12
	0.057	-0.004	-0.072	0.248	بنوك	x13
	0.032	0.114	0.062	-0.080	بنوك	x14
	0.145	-0.020	0.004	0.452	بنوك	x15
0.019	-0.042	-0.093	-0.232	0.198	تأمين	x16
	0.034	-0.087	0.218	-0.028	تأمين	x17
	0.066	0.073	0.018	0.108	تأمين	x18
0.012	0.131	0.027	0.016	0.350	صناعة	x19
	0.012	0.031	-0.001	0.008	صناعة	x20
	0.182	0.057	0.458	0.032	صناعة	x21
	-0.007	-0.008	-0.013	0.000	صناعة	x22
	0.125	0.347	0.090	-0.063	صناعة	x23
	0.048	0.415	-0.448	0.177	صناعة	x24
	-0.159	-0.166	-0.165	-0.147	صناعة	x25
	-0.064	-0.012	0.047	-0.226	صناعة	x26
	-0.159	-0.166	-0.165	-0.147	صناعة	x27
0.054	-0.048	0.004	-0.103	-0.046	استثمار	x28
	0.163	0.015	0.298	0.176	استثمار	x29
	0.079	0.013	0.051	0.172	استثمار	x30
	0.094	0.062	0.068	0.153	استثمار	x31
	0.022	0.001	0.010	0.055	استثمار	x32
	0.030	0.052	0.008	0.030	استثمار	x33
	0.163	0.146	0.349	-0.005	استثمار	x34
	-0.072	-0.043	-0.148	-0.026	استثمار	x35
<b>0.041</b>	<b>0.022</b>	<b>0.059</b>	<b>0.042</b>	<b>0.042</b>	المتوسط الحسابي	

## ثانياً: التغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية:

حيث عرف (خان والغرابلة، 1995: 111) الإنفاق الرأسمالي بأنه قرار من المنشأة باستثمار الأموال بطريقة مثالية بنشاطات طويلة الأجل يتوقع منها خط من العوائد في المستقبل وتستمر بعدة سنين، لذلك أصبح التغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية مؤشراً للدلالة على التغيير في النفقات الرأسمالية، لذلك فقد تم استخراج التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين من القوائم المالية لتلك الشركات، ويوضح الجدول رقم (4.4) إجمالي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ويتضح كذلك أن القطاع الوحيد الذي كان لديه متوسط موجب للتدفقات النقدية (تدفقات داخلية) من الأنشطة الاستثمارية هو قطاع التأمين بمتوسط (413421.250 دينار)، أما التدفقات الخاصة بباقي القطاعات فكانت سالبة، وأكثرها سلبية (تدفقات خارجة) قطاع الخدمات بمتوسط (-11056691.083 دينار)، ويشير ذلك من وجهة نظر الباحث إلى قيام معظم القطاعات بزيادة استثماراتها إما بشراء أصول جديدة، أو استثمارات في شركات حليفة، ويظهر أن أكثر القطاعات زيادة في الاستثمار هو قطاع الخدمات، ويعد ذلك طبيعياً مع النهضة العمرانية والسياحية التي تشهدها المحافظات الشمالية، مما يدفع هذه الشركات إلى شراء العقارات والأراضي، إضافة إلى أن هذه الفترة شهدت تعديل قانون تشجيع الاستثمار والذي ألقى بظلاله على تشجيع هذه الشركات على زيادة استثماراتها.

### جدول رقم (4.4)

إجمالي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

رمز الشركة	القطاع الاقتصادي	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية				متوسط التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	
		2010	2011	2012	2013	للشركة	للقطاع
X1	خدمات	-297263	1332843	-3068242	213563	-454775	
X2	خدمات	-4668181	-242438	-18651	-567	-1232459	
X3	خدمات	-972316	1480281	-266702	-22536	54682	
X4	خدمات	-130860	-198137	-164141	-69080	-140555	
X5	خدمات	-68277000	-106267000	-99776000	-98720000	-93260000	
X6	خدمات	-227623	-1135572	-30630	-1360306	-688533	
X7	خدمات	-1450378	-267721	-8090140	-426484	-2558681	
X8	خدمات	-497089	-472237	-75373	-129899	-293650	
X9	خدمات	-1483469	-873174	-969992	-418365	-936250	
X10	بنوك	2953699	-2524109	5135223	-784327	1195122	
						-1196985.417	

متوسط التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية		التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2013	2012	2011	2010		
	4624759	-40816426	73481819	24183261	-38349619	بنوك	X11
	-4302316	-9913465	-5642699	-962767	-690333	بنوك	X12
	2214003	4536202	4391209	13058751	-13130152	بنوك	X13
	-4490853	6874365	-11788930	-6319609	-6729238	بنوك	X14
	-6422626	-11241868	-2492729	-6513201	-5442707	بنوك	X15
413421.250	380113	463238	-175788	-1072495	2305495	تأمين	X16
	354479	1350211	-1224296	-5183581	6475582	تأمين	X17
	505672	-18253	951804	1006400	82738	تأمين	X18
-750719.306	-137854	-66537	-88748	-277111	-119021	صناعة	X19
	-2097932	-413643	-639793	-865768	-6472522	صناعة	X20
	-2667611	-2601595	-2479507	-2807146	-2782194	صناعة	X21
	-134792	-29866	-62119	-199054	-248128	صناعة	X22
	-1330380	-3724292	-1035361	2162769	-2724636	صناعة	X23
	-1577907	-900348	-2854410	-1206629	-1350239	صناعة	X24
	-19930	-64416	-15104	-48	-152	صناعة	X25
	-203765	-219222	-487446	180553	-288943	صناعة	X26
	1413695	1979508	1044249	1226920	1404104	صناعة	X27
-1154056.594	48488	-1119	801704	-215027	-391607	استثمار	X28
	-21149	5858	36370	-196232	69408	استثمار	X29
	-431753	-106104	-516712	-982789	-121408	استثمار	X30
	-1364000	5275000	15124000	-30191000	4336000	استثمار	X31
	4136	-48454	-16915	-85798	167710	استثمار	X32
	-1834560	-138061	-480448	-1687103	-5032626	استثمار	X33
	-5049752	-13457632	-3649227	4387400	-7479550	استثمار	X34
	-583862	-2319623	-13584	-12977	10735	استثمار	X35
<b>-3469737</b>	<b>-4780416</b>	<b>-1290209</b>	<b>-3478273</b>	<b>-4330051</b>	<b>-4330051</b>	المتوسط الحسابي	

وقد تم تقدير المؤشر الثاني للمتغير المستقل المتمثل بالتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Ccfi_{i,t} = \frac{CFI_t - CFI_{t-1}}{CFI_{t-1}}$$

$Ccfi_{i,t}$  = التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للشركة (i) خلال فترة (t)

$$CFI_t = \text{التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$CFI_{t-1} = \text{التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للشركة (i) خلال فترة (t-1)}$$

وبناءً على ما سبق يوضح الجدول التالي رقم (4.5) التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية لكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة ولفترة ثلاثة سنوات (2011-2013).

وتوضح هذه البيانات أنه رغم المتوسط السالب للتدفقات النقدية لشركات قطاع الخدمات إلا أن هذا القطاع أظهر انخفاضاً خلال الفترة الزمنية قيد الدراسة، حيث إن هذا القطاع لديه متوسط تغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية موجب رغم أن متوسط تدفقاتها سالب مما يعني أن تدفقاتها الخارجة في انخفاض، وهذا يشير إلى انخفاض في معدل نمو الاستثمارات لهذا القطاع، وهذا يعود إلى أن الاستثمارات في هذا القطاع كسراء الأراضي والعقارات، والانشاءات يستغرق الكثير من المال والوقت، مما يجعل التدفقات الخارجة تقل تدريجياً لفترة من الزمن إلى أن تتوفر النقدية اللازمة لتعويضها. كما يشير نفس المؤشر لباقي القطاعات انخفاضاً في التدفقات الداخلة، وزيادة في التدفقات الخارجة، مما يشير إلى قيام معظم القطاعات بزيادة استثماراتها وقد يؤكد ذلك دور تعديل قانون تشجيع الاستثمار في تشجيع هذه الشركات على زيادة استثماراتها.

#### جدول رقم (4.5)

التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

رمز الشركة	القطاع الاقتصادي	التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية			متوسط التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	
		2013	2012	2011	للشركة	للقطاع
x1	خدمات	-1.070	-3.302	-5.484	-3.285	2.081
x2	خدمات	-0.970	-0.923	-0.948	-0.947	
x3	خدمات	-0.939	-1.180	-2.522	-1.547	
x4	خدمات	-0.579	-0.172	0.514	-0.079	
x5	خدمات	-0.011	-0.061	0.556	0.162	
x6	خدمات	43.411	-0.973	3.989	15.476	
x7	خدمات	-0.521	29.219	-0.815	9.294	
x8	خدمات	0.723	-0.840	-0.050	-0.056	
x9	خدمات	-0.569	0.111	-0.411	-0.290	
x10	بنوك	-1.153	-3.034	-1.855	-2.014	

متوسط التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية		التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية			القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2013	2012	2011		
	-0.383	-1.555	2.039	-1.631	بنوك	x11
	2.004	0.757	4.861	0.395	بنوك	x12
	-0.875	0.033	-0.664	-1.995	بنوك	x13
	-0.260	-1.583	0.865	-0.061	بنوك	x14
	1.030	3.510	-0.617	0.197	بنوك	x15
-0.267	-1.979	-3.635	-0.836	-1.465	تأمين	x16
	-1.556	-2.103	-0.764	-1.800	تأمين	x17
	2.733	-1.019	-1.946	11.164	تأمين	x18
-0.223	0.133	-0.250	-0.680	1.328	صناعة	x19
	-0.494	-0.353	-0.261	-0.866	صناعة	x20
	-0.020	0.049	-0.117	0.009	صناعة	x21
	-0.468	-0.519	-0.688	-0.198	صناعة	x22
	-0.225	2.597	-1.479	-1.794	صناعة	x23
	0.192	-0.685	1.366	-0.106	صناعة	x24
	0.630	3.265	-0.691	-0.684	صناعة	x25
	-1.958	-0.550	-3.700	-1.625	صناعة	x26
	0.207	0.896	-0.149	-0.126	صناعة	x27
-0.890	-2.060	-1.001	-4.728	-0.451	استثمار	x28
	-1.950	-0.839	-1.185	-3.827	استثمار	x29
	1.942	-0.795	-0.474	7.095	استثمار	x30
	-3.372	-0.651	-1.501	-7.963	استثمار	x31
	-0.150	1.865	-0.803	-1.512	استثمار	x32
	-0.698	-0.713	-0.715	-0.665	استثمار	x33
	-0.244	2.688	-1.832	-1.587	استثمار	x34
	-0.587	0.742	-0.295	-2.209	استثمار	x35
<b>0.237</b>	<b>1.099</b>	<b>0.110</b>	<b>-0.497</b>	<b>-0.497</b>	المتوسط الحسابي	

#### 4.6.2 قياس المتغيرات التابعة:

يتمثل المتغير التابع لهذه الدراسة بسلوك الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة

فلسطين وقد استخدمت الدراسة الحالية عدة مؤشرات لقياس سلوك الأسهم هم:

1. التغير في سعر التداول
2. التغير في حجم التداول
3. التغير في معدل دوران السهم
4. التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية

#### أولاً: قياس التغير في سعر التداول

يتضح من خلال الجدول رقم (4.6) أن أكبر متوسط لأسعار التداول كانت من نصيب قطاع الصناعة بمتوسط (2.333)، يليه قطاع التأمين بمتوسط (1.764)، أما أقلها فهو قطاع الاستثمار بمتوسط (0.886). ويعبر ذلك من وجهة نظر الباحث إلى ثقة المستثمرين بقطاع الصناعة، بشكل أكبر من باقي القطاعات وقد يرجع ذلك إلى أن هذا القطاع يعمل في مجالين لا يمسهما الركود وهما الغذاء والدواء، مما يعطى الثقة لدى المستثمرين في أسهم هذه الشركات.

#### جدول رقم (4.6)

سعر التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

رمز الشركة	القطاع الاقتصادي	سعر التداول					متوسط سعر التداول
		2014	2013	2012	2011	2010	
1.681	خدمات	1.020	1.030	1.020	1.170	1.100	1.068
	خدمات	0.730	0.860	0.610	0.730	0.900	0.766
	خدمات	0.080	0.180	0.320	0.570	0.820	0.394
	خدمات	1.740	1.100	1.130	1.100	1.050	1.224
	خدمات	5.700	5.800	5.150	5.290	5.280	5.444
	خدمات	1.030	1.420	1.380	1.190	1.140	1.232
	خدمات	1.450	1.720	0.550	0.600	0.760	1.016
	خدمات	3.250	3.250	3.000	2.800	3.100	3.080
	خدمات	1.100	0.850	0.850	0.850	0.860	0.902
1.301	بنوك	1.110	1.150	0.920	0.820	0.900	0.980
	بنوك	2.800	3.200	2.990	2.900	3.400	3.058
	بنوك	1.210	1.540	1.020	0.840	0.800	1.082
	بنوك	0.730	0.690	0.760	0.730	0.700	0.722
	بنوك	1.000	0.880	0.910	0.970	1.000	0.952
	بنوك	0.970	0.990	0.900	1.020	1.190	1.014

متوسط سعر التداول		سعر التداول					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
1.764	0.242	0.140	0.160	0.200	0.280	0.430	تأمين	x16
	3.692	3.300	3.600	3.870	3.840	3.850	تأمين	x17
	1.358	1.190	1.150	1.400	1.500	1.550	تأمين	x18
2.333	2.822	3.700	3.400	2.520	2.450	2.040	صناعة	x19
	2.700	2.900	2.940	2.460	2.450	2.750	صناعة	x20
	3.270	3.300	3.030	3.190	3.190	3.640	صناعة	x21
	0.814	0.730	0.900	0.690	1.010	0.740	صناعة	x22
	1.374	0.900	1.100	1.040	1.280	2.550	صناعة	x23
	3.526	1.700	2.100	3.990	4.890	4.950	صناعة	x24
	0.376	0.190	0.330	0.400	0.370	0.590	صناعة	x25
	0.728	1.010	0.910	0.550	0.690	0.480	صناعة	x26
5.384	7.920	6.550	5.100	4.150	3.200	صناعة	x27	
0.886	0.902	0.960	0.970	0.990	0.690	0.900	استثمار	x28
	0.424	0.290	0.380	0.430	0.470	0.550	استثمار	x29
	0.766	0.570	0.590	0.760	0.950	0.960	استثمار	x30
	1.162	1.360	1.350	0.900	1.000	1.200	استثمار	x31
	1.012	1.050	1.010	1.000	1.000	1.000	استثمار	x32
	1.596	1.920	2.060	1.190	1.550	1.260	استثمار	x33
	0.672	0.530	0.660	0.700	0.700	0.770	استثمار	x34
	0.550	0.400	0.440	0.610	0.700	0.600	استثمار	x35
<b>1.609</b>	<b>1.609</b>	<b>1.657</b>	<b>1.665</b>	<b>1.529</b>	<b>1.564</b>	<b>1.629</b>	المتوسط الحسابي	

وقد تم تقدير المؤشر الثاني للمتغير التابع المتمثل بالتغير في سعر التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Csp_{i,t} = \frac{Csp_t - Csp_{t-1}}{Csp_{t-1}}$$

$Csp_{i,t}$  = التغير في سعر التداول للشركة (i) خلال فترة (t)

$Csp_t$  = سعر التداول للشركة (i) خلال فترة (t)

$Csp_{t-1}$  = سعر التداول للشركة (i) خلال فترة (t-1)

وبناءً على ما سبق يوضح الجدول رقم (4.7) التغير في سعر التداول لكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة ولفترة أربعة سنوات (2011-2014)، والذي يبين أن أكبر متوسط للتغير في سعر التداول كان من نصيب قطاعي الخدمات والبنوك بمتوسط تغير (0.022)، أما أقلها فهو قطاع التأمين الذي يعاني من تراجع بمتوسط تغير (-0.113). ويعتبر ذلك مؤشراً على زيادة ثقة المستثمرين بقطاعي الخدمات والبنوك، وتراجعاً في ثقتهم بقطاع التأمين، ويرجع ذلك إلى بيئة المخاطرة التي يعمل بها قطاع التأمين الفلسطيني، في ظل الممارسات الاسرائيلية الهادفة إلى تدمير الاقتصاد الفلسطيني، مما يؤثر على قطاع التأمين بشكل أساسي، لما يقع عليه من التزام بتعويض المؤمنين.

#### جدول رقم (4.7)

التغير في سعر التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط نسبة التغير في سعر التداول	متوسط نسبة التغير في سعر التداول للشركة	نسبة التغير في سعر التداول				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
		2014	2013	2012	2011		
0.022	-0.016	-0.010	0.010	-0.128	0.064	خدمات	x1
	-0.024	-0.151	0.410	-0.164	-0.189	خدمات	x2
	-0.434	-0.556	-0.438	-0.439	-0.305	خدمات	x3
	0.158	0.582	-0.027	0.027	0.048	خدمات	x4
	0.021	-0.017	0.126	-0.026	0.002	خدمات	x5
	-0.011	-0.275	0.029	0.160	0.044	خدمات	x6
	0.419	-0.157	2.127	-0.083	-0.211	خدمات	x7
	0.014	0.000	0.083	0.071	-0.097	خدمات	x8
	0.071	0.294	0.000	0.000	-0.012	خدمات	x9
0.022	0.062	-0.035	0.250	0.122	-0.089	بنوك	x10
	-0.043	-0.125	0.070	0.031	-0.147	بنوك	x11
	0.140	-0.214	0.510	0.214	0.050	بنوك	x12
	0.012	0.058	-0.092	0.041	0.043	بنوك	x13
	0.003	0.136	-0.033	-0.062	-0.030	بنوك	x14
	-0.045	-0.020	0.100	-0.118	-0.143	بنوك	x15
-0.113	-0.240	-0.125	-0.200	-0.286	-0.349	تأمين	x16
	-0.037	-0.083	-0.070	0.008	-0.003	تأمين	x17
	-0.061	0.035	-0.179	-0.067	-0.032	تأمين	x18
0.008	0.167	0.088	0.349	0.029	0.201	صناعة	x19
	0.019	-0.014	0.195	0.004	-0.109	صناعة	x20



متوسط نسبة التغير في سعر التداول		نسبة التغير في سعر التداول				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011		
	-0.021	0.089	-0.050	0.000	-0.124	صناعة	x21
	0.041	-0.189	0.304	-0.317	0.365	صناعة	x22
	-0.202	-0.182	0.058	-0.188	-0.498	صناعة	x23
	-0.215	-0.190	-0.474	-0.184	-0.012	صناعة	x24
	-0.223	-0.424	-0.175	0.081	-0.373	صناعة	x25
	0.250	0.110	0.655	-0.203	0.438	صناعة	x26
	0.255	0.209	0.284	0.229	0.297	صناعة	x27
-0.019	0.043	-0.010	-0.020	0.435	-0.233	استثمار	x28
	-0.146	-0.237	-0.116	-0.085	-0.145	استثمار	x29
	-0.117	-0.034	-0.224	-0.200	-0.010	استثمار	x30
	0.060	0.007	0.500	-0.100	-0.167	استثمار	x31
	0.012	0.040	0.010	0.000	0.000	استثمار	x32
	0.165	-0.068	0.731	-0.232	0.230	استثمار	x33
	-0.086	-0.197	-0.057	0.000	-0.091	استثمار	x34
	-0.083	-0.091	-0.279	-0.129	0.167	استثمار	x35
<b>-0.003</b>	<b>-0.003</b>	<b>-0.050</b>	<b>0.125</b>	<b>-0.045</b>	<b>-0.041</b>	المتوسط الحسابي	

### ثانياً: قياس التغير في حجم التداول

يتضح من الجدول رقم (4.8) أن أكبر متوسط لأحجام التداول كانت من نصيب قطاع الاستثمار بمتوسط (9326069)، يليه قطاع البنوك بمتوسط (7279101)، أما أقلها فهو قطاع الصناعة بمتوسط (898081). ويرجع ذلك إلى صغر حجم رأس مال شركات قطاع الصناعة، وكبر حجم رأس المال لكل من شركات الاستثمار والبنوك، وبالتالي أسهمها المتداولة، وبالتالي يتناسب حجم الأسهم المتداولة مع حجم رأس المال لهذه القطاعات

### جدول رقم (4.8)

حجم التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط حجم التداول		حجم التداول					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
3116621	81646	135750	12458	46212	48046	165763	خدمات	x1
	2533533	4229113	1053740	1035055	474670	5875087	خدمات	x2

متوسط حجم التداول		حجم التداول					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
	5513794	3017932	4289630	5521238	6904548	7835622	خدمات	x3
	256177	54900	114689	229769	258868	622660	خدمات	x4
	16215849	11873726	13771979	13731826	18191089	23510626	خدمات	x5
	1681690	1003779	1283319	1443110	2237178	2441066	خدمات	x6
	56484	12916	42031	27372	14500	185599	خدمات	x7
	252298	394659	416001	223800	157327	69703	خدمات	x8
	1458116	242580	313479	293959	2736109	3704452	خدمات	x9
7279101	3576770	3220963	4651838	5641873	2528321	1840856	بنوك	x10
	15541725	20580058	16767340	18842101	13012389	8506736	بنوك	x11
	12730348	6291283	16209182	15017148	7974767	18159360	بنوك	x12
	1332718	460560	842371	529353	2704496	2126812	بنوك	x13
	6063767	8307690	3846070	551215	2026265	15587595	بنوك	x14
	4429280	5628623	3157945	739229	6259625	6360977	بنوك	x15
2379987	5782475	3855666	8176105	4324831	3746968	8808805	تأمين	x16
	507086	556454	524550	642276	370863	441285	تأمين	x17
	850401	7420	1905386	2191800	20500	126900	تأمين	x18
898081	24577	1658	48956	10941	23932	37397	صناعة	x19
	378351	9908	74677	423134	534840	849198	صناعة	x20
	1051979	919154	1520904	490926	1278617	1050294	صناعة	x21
	1848785	390917	1186061	1605858	5212294	848793	صناعة	x22
	1080759	879827	1894003	1028167	599845	1001951	صناعة	x23
	596941	1173555	647755	429046	482208	252139	صناعة	x24
	429296	43764	50593	431739	385751	1234634	صناعة	x25
	2219358	903366	1247206	1225831	2386963	5333425	صناعة	x26
9326069	452686	33383	81042	312621	1248208	588176	صناعة	x27
	169752	119558	38605	290982	14500	385116	استثمار	x28
	157482	44599	169065	20703	166942	386103	استثمار	x29
	415463	1200	352809	348024	1372268	3012	استثمار	x30
	56622129	54087318	87763174	30914622	52737349	57608181	استثمار	x31
	348925	122192	723307	307441	253948	337735	استثمار	x32
	6597743	467791	3051567	1561568	8887045	19020746	استثمار	x33
	6755359	5050257	2731342	4033975	7986249	13974974	استثمار	x34
3541696	1073810	4211623	3017952	3518057	5887039	استثمار	x35	

متوسط حجم التداول		حجم التداول					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
4615870	4615870	3862752	5233451	3356734	4478730	6147680	المتوسط الحسابي	

وقد تم تقدير المؤشر الثاني للمتغير التابع المتمثل بالتغير في حجم التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Ctv_{i,t} = \frac{tv_t - tv_{t-1}}{tv_{t-1}}$$

$Ctv_{i,t}$  = التغير في حجم التداول للشركة (i) خلال فترة (t)

$tv_t$  = حجم التداول للشركة (i) خلال فترة (t)

$tv_{t-1}$  = حجم التداول للشركة (i) خلال فترة (t-1)

وبناءً على ما سبق يوضح الجدول رقم (4.9) التغير في حجم التداول لكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة ولفترة أربعة سنوات (2011-2014)، والذي يبين أن أكبر متوسط للتغير في حجم التداول كان من نصيب قطاع الاستثمار بمتوسط تغير (14.878)، أما أقلها فهو قطاع الصناعة الذي يعاني من تراجع بمتوسط تغير (0.085). ويعتبر ذلك تأكيداً للاستنتاج السابق حيث تتناسب هذه النتائج مع حجم رأس المال وعدد الأسهم المتداولة لهذه القطاعات.

#### جدول رقم (4.9)

التغير في حجم التداول لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط نسبة التغير في حجم التداول		نسبة التغير في حجم التداول				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011		
0.243	2.104	9.897	-0.730	-0.038	-0.710	خدمات	x1
	0.823	3.013	0.018	1.181	-0.919	خدمات	x2
	-0.210	-0.296	-0.223	-0.200	-0.119	خدمات	x3
	-0.430	-0.521	-0.501	-0.112	-0.584	خدمات	x4
	-0.152	-0.138	0.003	-0.245	-0.226	خدمات	x5
	-0.192	-0.218	-0.111	-0.355	-0.084	خدمات	x6
	-0.048	-0.693	0.536	0.888	-0.922	خدمات	x7

متوسط نسبة التغير في حجم التداول		نسبة التغير في حجم التداول				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011		
	0.622	-0.051	0.859	0.423	1.257	خدمات	x8
	-0.328	-0.226	0.066	-0.893	-0.261	خدمات	x9
0.429	0.280	-0.308	-0.175	1.231	0.373	بنوك	x10
	0.274	0.227	-0.110	0.448	0.530	بنوك	x11
	-0.053	-0.612	0.079	0.883	-0.561	بنوك	x12
	-0.099	-0.453	0.591	-0.804	0.272	بنوك	x13
	1.385	1.160	5.977	-0.728	-0.870	بنوك	x14
	0.789	0.782	3.272	-0.882	-0.016	بنوك	x15
8.695	-0.015	-0.528	0.891	0.154	-0.575	تأمين	x16
	0.112	0.061	-0.183	0.732	-0.160	تأمين	x17
	25.988	-0.996	-0.131	105.917	-0.838	تأمين	x18
0.085	0.401	-0.966	3.475	-0.543	-0.360	صناعة	x19
	-0.567	-0.867	-0.824	-0.209	-0.370	صناعة	x20
	0.326	-0.396	2.098	-0.616	0.217	صناعة	x21
	0.879	-0.670	-0.261	-0.692	5.141	صناعة	x22
	0.155	-0.535	0.842	0.714	-0.401	صناعة	x23
	0.531	0.812	0.510	-0.110	0.912	صناعة	x24
	-0.397	-0.135	-0.883	0.119	-0.688	صناعة	x25
	-0.324	-0.276	0.017	-0.486	-0.552	صناعة	x26
	-0.239	-0.588	-0.741	-0.750	1.122	صناعة	x27
14.878	4.834	2.097	-0.867	19.068	-0.962	استثمار	x28
	1.247	-0.736	7.166	-0.876	-0.568	استثمار	x29
	113.218	-0.997	0.014	-0.746	454.600	استثمار	x30
	0.239	-0.384	1.839	-0.414	-0.085	استثمار	x31
	0.121	-0.831	1.353	0.211	-0.248	استثمار	x32
	-0.312	-0.847	0.954	-0.824	-0.533	استثمار	x33
	-0.099	0.849	-0.323	-0.495	-0.429	استثمار	x34
	-0.224	-0.745	0.396	-0.142	-0.402	استثمار	x35
<b>4.304</b>	<b>4.304</b>	<b>0.140</b>	<b>0.711</b>	<b>3.452</b>	<b>12.914</b>	المتوسط الحسابي	

### ثالثاً: قياس التغير في معدل دوران السهم

يتضح من خلال الجدول رقم (4.10) أن أكبر متوسط لمعدل دوران السهم كانت من نصيب قطاع الخدمات بمتوسط (15.898)، يليه قطاع الاستثمار بمتوسط (13.779)، أما أقلها فهو قطاع الصناعة (11.602). ويشير ذلك من وجهة نظر الباحث إلى مقدار الاحتفاظ بالسهم من قبل المساهمين الحاليين، حيث كلما قل معدل دوران السهم زاد سلوك المستثمرين نحو الاحتفاظ بالأسهم، مما يؤكد ثقة المستثمرين بقطاع الصناعة، بشكل أكبر من باقي القطاعات ويرجع ذلك إلى أن هذا القطاع يعمل في مجالين لا يمسهما الركود وهما الغذاء والدواء، مما يعطى الثقة لدى المستثمرين في أسهم هذه الشركات.

#### جدول رقم (4.10)

معدل دوران السهم لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط معدل دوران السهم		معدل دوران السهم					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
15.898	0.780	1.230	0.110	0.420	0.480	1.660	خدمات	x1
	12.454	21.490	5.360	4.140	1.900	29.380	خدمات	x2
	76.052	53.930	76.660	98.670	70.730	80.270	خدمات	x3
	8.062	1.730	3.610	7.230	8.150	19.590	خدمات	x4
	12.318	9.020	10.460	10.430	13.820	17.860	خدمات	x5
	2.804	1.670	2.140	2.410	3.730	4.070	خدمات	x6
	0.806	0.180	0.600	0.390	0.210	2.650	خدمات	x7
	7.588	10.930	11.520	7.460	5.240	2.790	خدمات	x8
	22.218	2.670	4.820	4.520	42.090	56.990	خدمات	x9
12.154	7.570	6.440	9.760	11.830	5.300	4.520	بنوك	x10
	11.662	13.720	11.180	14.060	10.840	8.510	بنوك	x11
	27.112	12.580	34.360	31.830	17.330	39.460	بنوك	x12
	4.438	1.530	2.810	1.760	9.010	7.080	بنوك	x13
	13.284	15.100	7.260	1.040	4.050	38.970	بنوك	x14
	8.860	11.260	6.320	1.480	12.520	12.720	بنوك	x15
12.709	15.676	9.640	20.440	10.810	11.190	26.300	تأمين	x16
	5.440	4.640	4.370	8.030	4.640	5.520	تأمين	x17
	17.010	0.150	38.110	43.840	0.410	2.540	تأمين	x18

متوسط معدل دوران السهم		معدل دوران السهم					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
11.602	1.638	0.110	3.260	0.730	1.600	2.490	صناعة	x19
	3.360	0.070	0.560	3.150	3.980	9.040	صناعة	x20
	7.084	4.970	8.230	3.750	9.790	8.680	صناعة	x21
	12.328	2.610	7.910	10.710	34.750	5.660	صناعة	x22
	11.666	8.800	18.940	10.280	6.000	14.310	صناعة	x23
	6.502	6.880	3.800	7.150	9.640	5.040	صناعة	x24
	6.134	0.630	0.720	6.170	5.510	17.640	صناعة	x25
	44.388	18.070	24.940	24.520	47.740	106.670	صناعة	x26
13.779	11.318	0.830	2.030	7.820	31.210	14.700	صناعة	x27
	1.794	1.260	0.410	3.080	0.150	4.070	استثمار	x28
	16.596	4.700	17.820	2.180	17.590	40.690	استثمار	x29
	4.154	0.010	3.530	3.480	13.720	0.030	استثمار	x30
	22.648	21.630	35.110	12.370	21.090	23.040	استثمار	x31
	7.208	2.520	14.940	6.350	5.250	6.980	استثمار	x32
	35.188	2.490	16.280	8.330	47.400	101.440	استثمار	x33
	12.748	7.920	4.280	6.330	16.440	28.770	استثمار	x34
9.894	3.360	13.160	9.430	8.800	14.720	استثمار	x35	
13.394	13.394	7.565	12.166	11.034	14.351	21.853	المتوسط الحسابي	

وقد تم تقدير المؤشر الثالث للمتغير التابع المتمثل بالتغير في معدل دوران السهم لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Ctr_{i,t} = \frac{tr_t - tr_{t-1}}{tr_{t-1}}$$

$Ctr_{i,t}$  = التغير في معدل دوران السهم للشركة (i) خلال فترة (t)

$tr_t$  = معدل دوران السهم للشركة (i) خلال فترة (t)

$tr_{t-1}$  = معدل دوران السهم للشركة (i) خلال فترة (t-1)

وبناءً على ما سبق يوضح الجدول رقم (4.11) التغير في معدل دوران السهم لكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة ولفترة أربعة سنوات (2011-2014)، كما ويتضح أن أكبر متوسط

للتغير في معدل دوران السهم كان من نصيب قطاع الاستثمار بمتوسط تغير (14.949)، يليه قطاع التأمين بمتوسط تغير (8.658)، أما أقلها فهو قطاع الصناعة بمتوسط تغير (0.016). ويعتبر ذلك من وجهة نظر الباحث ثبات أكبر لسلوك المستثمرين في قطاع الصناعة، وتغيراً في سلوكهم في كل من قطاعي الاستثمار والتأمين، واللذان يعدان أكثر عرضة للتغير من حيث الاستثمارات الجديدة، أو العكس، مما يزيد من معدل دوران أسهمهما.

#### جدول رقم (4.11)

التغير في معدل دوران السهم لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط نسبة التغير في معدل دوران السهم		نسبة التغير في معدل دوران السهم				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011		
0.246	2.152	10.182	-0.738	-0.125	-0.711	خدمات	x1
	0.887	3.009	0.295	1.179	-0.935	خدمات	x2
	-0.061	-0.297	-0.223	0.395	-0.119	خدمات	x3
	-0.430	-0.521	-0.501	-0.113	-0.584	خدمات	x4
	-0.152	-0.138	0.003	-0.245	-0.226	خدمات	x5
	-0.192	-0.220	-0.112	-0.354	-0.084	خدمات	x6
	-0.056	-0.700	0.538	0.857	-0.921	خدمات	x7
	0.449	-0.051	0.544	0.424	0.878	خدمات	x8
	-0.383	-0.446	0.066	-0.893	-0.261	خدمات	x9
0.391	0.222	-0.340	-0.175	1.232	0.173	بنوك	x10
	0.148	0.227	-0.205	0.297	0.274	بنوك	x11
	-0.070	-0.634	0.079	0.837	-0.561	بنوك	x12
	-0.098	-0.456	0.597	-0.805	0.273	بنوك	x13
	1.355	1.080	5.981	-0.743	-0.896	بنوك	x14
	0.789	0.782	3.270	-0.882	-0.016	بنوك	x15
8.658	-0.062	-0.528	0.891	-0.034	-0.575	تأمين	x16
	0.044	0.062	-0.456	0.731	-0.159	تأمين	x17
	25.990	-0.996	-0.131	105.927	-0.839	تأمين	x18
0.016	0.400	-0.966	3.466	-0.544	-0.357	صناعة	x19
	-0.616	-0.875	-0.822	-0.209	-0.560	صناعة	x20
	0.077	-0.396	1.195	-0.617	0.128	صناعة	x21
	0.879	-0.670	-0.261	-0.692	5.140	صناعة	x22

متوسط نسبة التغير في معدل دوران السهم		نسبة التغير في معدل دوران السهم				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011		
	0.110	-0.535	0.842	0.713	-0.581	صناعة	x23
	0.249	0.811	-0.469	-0.258	0.913	صناعة	x24
	-0.394	-0.125	-0.883	0.120	-0.688	صناعة	x25
	-0.324	-0.275	0.017	-0.486	-0.552	صناعة	x26
	-0.239	-0.591	-0.740	-0.749	1.123	صناعة	x27
14.949	4.944	2.073	-0.867	19.533	-0.963	استثمار	x28
	1.249	-0.736	7.174	-0.876	-0.568	استثمار	x29
	113.651	-0.997	0.014	-0.746	456.333	استثمار	x30
	0.239	-0.384	1.838	-0.413	-0.085	استثمار	x31
	0.121	-0.831	1.353	0.210	-0.248	استثمار	x32
	-0.312	-0.847	0.954	-0.824	-0.533	استثمار	x33
	-0.129	0.850	-0.324	-0.615	-0.429	استثمار	x34
	-0.170	-0.745	0.396	0.072	-0.402	استثمار	x35
<b>4.293</b>	<b>4.293</b>	<b>0.136</b>	<b>0.646</b>	<b>3.466</b>	<b>12.925</b>	المتوسط الحسابي	

#### رابعاً: قياس التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية

ينتضح من خلال الجدول (4.12) أن أكبر متوسط للقيمة السوقية إلى الدفترية كانت من نصيب قطاع التأمين بمتوسط (1.471)، يليه قطاع الصناعة بمتوسط (1.276)، أما أقلها فهو قطاع الاستثمار (0.827). ويعتبر ذلك من وجهة نظر الباحث تأكيداً لما يتمتع به قطاع الصناعة من ثقة لدى المستثمرين، أما القيمة العليا لقطاع التأمين قد تكون بسبب انخفاض القيمة الدفترية لحقوق الملكية، والتي تؤثر بدورها على هذه النسبة.

#### جدول رقم (4.12)

القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

متوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية		القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
1.028	0.970	0.910	0.940	0.950	1.060	0.990	خدمات	x1
	0.836	0.780	0.870	0.660	0.840	1.030	خدمات	x2
	0.120	0.110	0.200	0.290	0.000	0.000	خدمات	x3
	0.988	1.090	0.770	0.890	1.120	1.070	خدمات	x4



متوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية		القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية					القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011	2010		
	1.950	1.490	1.660	1.580	2.510	2.510	خدمات	x5
	0.956	0.780	1.060	1.060	0.960	0.920	خدمات	x6
	1.138	1.080	2.270	0.620	0.760	0.960	خدمات	x7
	1.152	1.300	1.410	1.070	1.030	0.950	خدمات	x8
	1.144	1.800	0.980	1.050	0.940	0.950	خدمات	x9
1.247	0.842	0.880	0.970	0.770	0.820	0.770	بنوك	x10
	2.730	1.780	2.170	2.070	3.860	3.770	بنوك	x11
	1.340	0.960	1.330	0.920	1.790	1.700	بنوك	x12
	0.812	0.770	0.740	0.810	0.890	0.850	بنوك	x13
	0.782	0.810	0.710	0.750	0.830	0.810	بنوك	x14
	0.976	0.750	0.850	0.820	1.140	1.320	بنوك	x15
1.471	0.704	0.440	0.500	0.600	0.780	1.200	تأمين	x16
	2.326	1.380	1.730	3.210	2.650	2.660	تأمين	x17
	1.382	1.270	1.410	1.570	1.310	1.350	تأمين	x18
1.276	1.874	1.850	2.020	1.980	1.920	1.600	صناعة	x19
	2.230	1.610	2.030	1.810	2.850	2.850	صناعة	x20
	1.464	1.180	1.640	1.320	1.550	1.630	صناعة	x21
	0.756	0.680	0.820	0.610	0.960	0.710	صناعة	x22
	0.868	0.440	0.520	0.610	1.160	1.610	صناعة	x23
	1.116	0.770	1.500	0.920	1.190	1.200	صناعة	x24
	0.722	0.590	0.820	0.780	0.550	0.870	صناعة	x25
	0.592	0.880	0.830	0.510	0.090	0.650	صناعة	x26
1.866	1.820	1.920	1.730	2.180	1.680	صناعة	x27	
0.827	1.006	0.960	0.990	0.990	0.910	1.180	استثمار	x28
	0.416	0.280	0.360	0.400	0.480	0.560	استثمار	x29
	0.766	0.600	0.560	0.680	0.990	1.000	استثمار	x30
	0.646	0.650	0.680	0.470	0.650	0.780	استثمار	x31
	1.768	1.690	1.750	1.900	1.750	1.750	استثمار	x32
	1.034	0.970	1.230	0.740	1.230	1.000	استثمار	x33
	0.548	0.420	0.520	0.670	0.540	0.590	استثمار	x34
	0.434	0.320	0.360	0.390	0.590	0.510	استثمار	x35
<b>1.122</b>	<b>1.122</b>	<b>0.974</b>	<b>1.118</b>	<b>1.034</b>	<b>1.225</b>	<b>1.257</b>	المتوسط الحسابي	

وقد تم تقدير المؤشر الرابع للمتغير التابع المتمثل بالتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Cmnb_{i,t} = \frac{mnb_t - mnb_{t-1}}{mnb_{t-1}}$$

$Cmnb_{i,t}$  = التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة (i) خلال فترة (t)

$mnb_t$  = القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة (i) خلال فترة (t)

$mnb_{t-1}$  = القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة (i) خلال فترة (t-1)

وبناءً على ما سبق يوضح الجدول رقم (4.13) التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة ولفترة أربعة سنوات (2011-2014)، كما أن أكبر متوسط للتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية كان من نصيب قطاع الصناعة بمتوسط (0.082)، يليه قطاع الخدمات (0.043)، أما باقي القطاعات فقيمتها السوقية إلى الدفترية سالبة وأكثرها سلبية هو قطاع التأمين بمتوسط (-0.113). ويؤكد ذلك كل ما أظهرته البيانات السابقة، من تحفظ المستثمر الفلسطيني، وخوفه من المخاطرة، وثقته في قطاع الصناعة، إضافة إلى الضعف الاقتصادي في باقي القطاعات.

#### جدول رقم (4.13)

التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

رمز الشركة	القطاع الاقتصادي	التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية				متوسط نسبة التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
		2014	2013	2012	2011	
x1	خدمات	-0.032	-0.011	-0.104	0.071	0.043
x2	خدمات	-0.103	0.318	-0.214	-0.184	
x3	خدمات	-0.450	-0.310	0.000	0.000	
x4	خدمات	0.416	-0.135	-0.205	0.047	
x5	خدمات	-0.102	0.051	-0.371	0.000	
x6	خدمات	-0.264	0.000	0.104	0.043	
x7	خدمات	-0.524	2.661	-0.184	-0.208	
x8	خدمات	-0.078	0.318	0.039	0.084	
x9	خدمات	0.837	-0.067	0.117	-0.011	

متوسط نسبة التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية		التغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية				القطاع الاقتصادي	رمز الشركة
للقطاع	للشركة	2014	2013	2012	2011		
-0.052	0.043	-0.093	0.260	-0.061	0.065	بنوك	x10
	-0.143	-0.180	0.048	-0.464	0.024	بنوك	x11
	-0.066	-0.278	0.446	-0.486	0.053	بنوك	x12
	-0.022	0.041	-0.086	-0.090	0.047	بنوك	x13
	0.004	0.141	-0.053	-0.096	0.025	بنوك	x14
	-0.125	-0.118	0.037	-0.281	-0.136	بنوك	x15
-0.113	-0.217	-0.120	-0.167	-0.231	-0.350	تأمين	x16
	-0.114	-0.202	-0.461	0.211	-0.004	تأمين	x17
	-0.008	-0.099	-0.102	0.198	-0.030	تأمين	x18
0.082	0.042	-0.084	0.020	0.031	0.200	صناعة	x19
	-0.113	-0.207	0.122	-0.365	0.000	صناعة	x20
	-0.059	-0.280	0.242	-0.148	-0.049	صناعة	x21
	0.040	-0.171	0.344	-0.365	0.352	صناعة	x22
	-0.264	-0.154	-0.148	-0.474	-0.280	صناعة	x23
	-0.023	-0.487	0.630	-0.227	-0.008	صناعة	x24
	-0.045	-0.280	0.051	0.418	-0.368	صناعة	x25
	1.123	0.060	0.627	4.667	-0.862	صناعة	x26
	0.037	-0.052	0.110	-0.206	0.298	صناعة	x27
-0.051	-0.043	-0.030	0.000	0.088	-0.229	استثمار	x28
	-0.158	-0.222	-0.100	-0.167	-0.143	استثمار	x29
	-0.107	0.071	-0.176	-0.313	-0.010	استثمار	x30
	-0.010	-0.044	0.447	-0.277	-0.167	استثمار	x31
	-0.007	-0.034	-0.079	0.086	0.000	استثمار	x32
	0.071	-0.211	0.662	-0.398	0.230	استثمار	x33
	-0.065	-0.192	-0.224	0.241	-0.085	استثمار	x34
	-0.093	-0.111	-0.077	-0.339	0.157	استثمار	x35
<b>0.002</b>	<b>0.002</b>	<b>-0.104</b>	<b>0.149</b>	<b>0.004</b>	<b>-0.041</b>	<b>المتوسط الحسابي</b>	

#### 4.7 المعالجات الإحصائية:

لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات التي تم تجميعها، فقد تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة باستخدام الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية Statistical Package for Social Science ( SPSS) وفيما يلي مجموعة من الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

1. المتوسطات الحسابية، لتحليل مدى الفروق في متغيرات الدراسة لكل من شركات الدراسة، وذلك بناء على نتائج برنامج (SPSS).
2. اختبار تحليل الارتباط وبمستوى معنوية (0.01) لقياس العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة للدراسة
3. اختبار كولمجروف- سمرنوف لمعرفة هل النسب الدالة على كل من المتغير المستقل والمتغير التابع لدى شركات المساهمة في بورصة فلسطين تتبع التوزيع الطبيعي أم لا.

# الفصل الخامس

## الدراسة الميدانية واختبار الفرضيات

## 5.1 اختبار التوزيع الطبيعي (اختبار كولمجروف- سمرنوف (1-Sample K-S))

تم إجراء اختبار كولمجروف- سمرنوف لمعرفة هل النسب الدالة على كل من المتغير المستقل والمتغير التابع لدى شركات المساهمة في بورصة فلسطين تتبع التوزيع الطبيعي أم لا وهو اختبار ضروري في حالة اختبار الفرضيات، لأن معظم الاختبارات المعلمية تشترط أن يكون توزيع البيانات طبيعياً. ويوضح الجدول رقم (5.1) نتائج الاختبار حيث إن القيمة الاحتمالية لكل من (التغير في الأصول الثابتة، التغير في حجم التداول، التغير في معدل دوران السهم، التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية) أكبر من 0.05 وهذا يدل على أن هذه النسب تتبع التوزيع الطبيعي ويجب استخدام الاختبارات المعلمية. لكن القيمة الاحتمالية لكل من (التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، التغير في سعر التداول) فهي أقل من 0.05 وهذا يدل على أن هذه النسب لا تتبع التوزيع الطبيعي، رغم ذلك يمكن اتباع كل من الاختبارات المعلمية أو اللامعلمية في اختبار الفرضيات الخاصة بهاتين النسبتين، حيث إنه في حال كون حجم عينة الدراسة أكبر من 30 يسقط شرط التوزيع الطبيعي لاستخدام الاختبارات المعلمية (البياتي واثناسيوس، 1977).

### جدول رقم (5.1)

اختبار التوزيع الطبيعي (1-Sample Kolmogorov-Smirnov) لمتغيرات الدراسة

مسلسل	المتغيرات	قيمة Z	القيمة الاحتمالية
1	التغير في الأصول الثابتة	1.020	0.250
2	التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	2.088	0.000
3	التغير في سعر التداول	1.673	0.007
4	التغير في حجم التداول	0.788	0.564
5	التغير في معدل دوران السهم	1.105	0.174
6	التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية	1.326	0.059

## 5.2 اختبار فرضيات الدراسة:

### 5.1.1 اختبار الفرضية الرئيسية الأولى: (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير النفقات

الرأسمالية والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

لاختبار هذه الفرضية تم توزيعها إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.
2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

**5.1.1.1 اختبار الفرضية الفرعية الأولى:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1)

بهدف اختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في الأصول الثابتة، والتغير اللاحق للتغير في الأصول الثابتة في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.2) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في أسعار التداول يزداد بازدياد التغير في الأصول الثابتة، حيث يزداد الطلب على أسهم الشركات عند زيادة نفقاتها الاستثمارية، حيث يعطي ذلك مؤشراً للمستثمر على أن الشركة في طريقها لزيادة الأرباح. كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً في نفس العام الذي يحدث فيه التغيير، لكنها تصبح دالة إحصائياً مع التغير في أسعار الأسهم للسنة التالية للتغير في الأصول الثابتة، وهذا بدوره يؤكد أثر التغير في الأصول الثابتة على التغير في أسعار التداول، لكنه يشير في ذلك الوقت إلى أحد أمرين فإما أن المستثمر لا يعلم عن هذا التغيير إلا من خلال القوائم المالية المنشورة لذا لا يتضح أثر هذا التغيير على سلوكه إلا في العام الذي يليه، أو أن المستثمر الفلسطيني متحفظ جداً لدرجة أنه لا يتجاوب مع التغيير مباشرة إلا بعد ملاحظته لأثر هذا التغيير على القوائم المالية.

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الأولى، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

## جدول رقم (5.2)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول

التغير في أسعار التداول		التغير في الأصول الثابتة × التغير في أسعار التداول	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	معامل الارتباط	التغير في الأصول الثابتة
0.194*	0.031	القيمة الاحتمالية	
0.047	0.755	حجم العينة	
105	105		

### 5.1.1.2 اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على ما يلي: (لا توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار

التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة

(0.1)

بهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار التداول مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، والتغير اللاحق للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.3) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار التداول هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في أسعار التداول يزداد بازدياد التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، حيث يؤكد زيادة الطلب على أسهم الشركات عند زيادة نفقاتها الاستثمارية، حيث يعطي ذلك مؤشراً للمستثمر على أن الشركة في طريقها لزيادة الأرباح. كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً في نفس العام الذي يحدث فيه التغيير، لكنها تصبح دالة إحصائياً مع التغير في أسعار الأسهم للسنة التالية للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، وهذا بدوره يؤكد أثر التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية على التغير في أسعار التداول، لكنه يؤكد أيضاً ما تم الإشارة إليه مسبقاً بأن أن المستثمر لا يعلم عن هذا التغيير إلا من خلال القوائم المالية المنشورة لذا لا يتضح أثر هذا التغيير على سلوكه إلا في العام الذي يليه.

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الثانية ، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.



### جدول رقم (5.3)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أسعار التداول

التغير في أسعار التداول		التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية × التغير في أسعار التداول	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	معامل الارتباط	التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
0.279 <sup>**</sup>	0.014	القيمة الاحتمالية	
0.004	0.886	حجم العينة	
105	105		

وحيث تم رفض الفرضيتين الفرعيتين يمكن رفض الفرضية الرئيسية، وعليه يمكن استنتاج ما يلي: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (الفضل، 1998) ودراسة (Bhana, 2008) في وجود أثر للنفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم. وتتفق مع دراسة (Jons, et. al., 2004) ودراسة (Del breo, et. al., 2003) في وجود تأثير للإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات التي يكون فيها تدفقات استثمارية أكثر. لكنها تختلف مع دراسة (Özbebek, et. al., 2011) التي توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية سواء بالزيادة أو بالنقصان وبين أسعار وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة اسطنبول، ويرجع ذلك الاختلاف إلى عدم استخدام الدراسة التغير اللاحق في أسعار الأسهم الناتج عن التغير في النفقات الاستثمارية. وتختلف أيضاً مع دراسة (الخلايلة، استنبولي، 1996) في أن هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات في فترة الحدث.

**5.1.2 اختبار الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

لاختبار هذه الفرضية تم توزيعها إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

**5.1.2.1 اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

يهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في الأصول الثابتة، والتغير اللاحق للتغير في الأصول الثابتة في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.4) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في أحجام التداول يزداد بازدياد التغير في الأصول الثابتة، كما يوضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً.

وبالتالي تم قبول الفرضية الثانية، وعليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

#### جدول رقم (5.4)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول

التغير في أحجام التداول		التغير في الأصول الثابتة × التغير في أحجام التداول	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	معامل الارتباط	التغير في الأصول الثابتة
0.039	0.053	القيمة الاحتمالية	
0.693	0.594	حجم العينة	
105	105		

**5.1.2.2 اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

بهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، والتغير اللاحق للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.5) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في أحجام التداول يزداد بازدياد التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، حيث يؤكد زيادة الطلب على أسهم الشركات عند زيادة نفقاتها الاستثمارية، ونتيجة ذلك تزداد الأسعار كما جاء في الفرضية السابقة. كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً في نفس العام الذي يحدث فيه التغيير، لكنها تصبح دالة إحصائياً مع التغير في أحجام الأسهم للسنة التالية للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، وهذا بدوره يؤكد أثر التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية على التغير في أحجام التداول، وبالتالي هناك أثر للنفقات الرأسمالية على أحجام التداول، رغم أن الفرضية السابقة - **الفرضية الفرعية الأولى** - توصلت إلى عدم وجود هذه العلاقة، ويرجع الاختلاف بين الفرضيتين باختلاف مؤشر النفقات الرأسمالية، حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود علاقة بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول، بينما توصلت هذه الفرضية إلى وجود علاقة دالة إحصائياً بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول، وهذا يشير إلى تفاعل المستثمرين وتأثر سلوكهم بالتغيرات النقدية، أكثر من التغيرات غير معروفة المصدر، حيث تعطي التغيرات النقدية معلومات أكثر وضوحاً حول تمويل النفقات الرأسمالية، مما يجعل المستثمرين أكثر راحة في اتخاذ القرار بناء على نتائجها.

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الثانية، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائياً بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

### جدول رقم (5.5)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول

التغير في أحجام التداول		التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	× التغير في أحجام التداول	
0.183	0.106	معامل الارتباط	التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
0.062	0.281	القيمة الاحتمالية	
105	105	حجم العينة	

ومن خلال الفرضيتين الفرعيتين السابقتين يتبين إمكانية رفض الفرضية الرئيسة الثانية وعليه يمكن استنتاج أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة (الفضل، 1998) والذي أثبت وجود هذه العلاقة، واتفقت أيضاً مع دراسة (الخليلة واستنبولي، 1996) في وجود أثر إيجابي للتغير في النفقات الرأسمالية على أحجام التداول. إلا أنها تختلف مع دراسة (السوالمه، 2011)، في عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في أحجام التداول، وفي رأي الباحث فإن هذا الاختلاف يعود إلى اختلاف المستثمرين باختلاف المتغيرات، حيث قد يكون المستثمر الفلسطيني أكثر تحفظاً مما يجعله أكثر حرصاً على الاحتفاظ بأسهمهم، وهذا ما يؤكد اثبات هذه العلاقة من خلال استخدام مؤشر التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية.

### 5.1.3 اختبار الفرضية الرئيسة الثالثة التي تنص على ما يلي: (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية

بين النفقات الرأسمالية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

لاختبار هذه الفرضية تم توزيعها إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

**5.1.3.1 اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

بهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في الأصول الثابتة، والتغير اللاحق للتغير في الأصول الثابتة في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.6) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في معدل دوران السهم يزداد بازدياد التغير في الأصول الثابتة، حيث يزداد الطلب على أسهم الشركات عند زيادة نفقاتها الرأسمالية، كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً ويرجع ذلك إلى عدم التغير في أحجام التداول الناتج عن عدم قبول المستثمر الفلسطيني للمخاطرة، مما يجعلهم يحتفظون بأسهمهم أملاً بالريح المضمون الناتج عن هذا التغير، وقد يرجع ذلك أيضاً لعدم قدرتهم على التنبؤ بالأرباح المستقبلية وذلك ينتج في حال عدم كفاية الإفصاح من قبل شركات المساهمة.

وبالتالي تم قبول الفرضية الفرعية الأولى، وعليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

#### جدول رقم (5.6)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم

التغير في معدل دوران السهم		التغير في الأصول الثابتة × التغير في معدل دوران السهم	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	معامل الارتباط	التغير في الأصول الثابتة
0.038	0.052	القيمة الاحتمالية	
0.700	0.598	حجم العينة	
105	105		

**5.1.3.2 اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).  
يهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، والتغير اللاحق للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.7) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في معدل دوران السهم يزداد بازدياد التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً في نفس العام الذي يحدث فيه التغيير، لكنها تصبح دالة إحصائياً مع التغير في معدل دوران السهم للسنة التالية للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، وهذا بدوره يؤكد أثر التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية على التغير في معدل دوران السهم، رغم أن الفرضية السابقة - **الفرضية الفرعية الأولى** - توصلت إلى عدم وجود هذه العلاقة، ويؤكد الاختلاف بين الفرضيتين تفاعل المستثمرون وتأثر سلوكهم بالتغيرات النقدية، أكثر من التغيرات غير معروفة المصدر، ويؤكد ذلك السلوك المتحفظ للمستثمر الفلسطيني.

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الثانية، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

#### جدول رقم (5.7)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم

التغير في معدل دوران السهم		التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية × التغير في معدل دوران السهم	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	معامل الارتباط	التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
0.182	0.106	القيمة الاحتمالية	
0.063	0.281	حجم العينة	
105	105		

ومن خلال الفرضيتين الفرعيتين السابقتين يتبين إمكانية رفض الفرضية الرئيسية الثالثة وعليه يمكن استنتاج أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1. وتختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في استخدام التغير معدل دوران السهم كمتغير جديد.

**5.1.4 اختبار الفرضية الرئيسية الرابعة التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).  
لاختبار هذه الفرضية تم توزيعها إلى فرضيتين فرعيتين هما:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.
2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

**5.1.4.1 اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

بهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في الأصول الثابتة، والتغير اللاحق للتغير في الأصول الثابتة في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.8) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين هو ارتباط سالب مما يعكس العلاقة العكسية بين كل من المتغيرين، وينتج ذلك من وجهة نظر الباحث من زيادة القيمة الدفترية للشركة بشكل أكبر من الزيادة في قيمتها السوقية، وهذا دليل آخر على عدم قدرة المستثمرين على تقدير العوائد المتوقعة من خلال هذا التغيير، مما يجعل تقييمهم لا يصل إلى مستوى التغيير الفعلي، وذلك ناتج عن عدم توفر المعلومات الكاملة لوضوح ذلك التقدير، مما يستدعي افصاح أكبر من قبل تلك الشركات حول نفقاتها الاستثمارية. كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً.

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الأولى، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

#### جدول رقم (5.8)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية

التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية		التغير في الأصول الثابتة × التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية	
السنة التالية للتغير	سنة التغير	معامل الارتباط	التغير في الأصول الثابتة
-0.071	-0.013	القيمة الاحتمالية	
0.472	0.892	حجم العينة	
105	105		

**5.1.4.2 اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على ما يلي:** (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1).

بهدف اختبار هذه الفرضيات تم استخدام تحليل الارتباط بين كل من في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية مقاسة بكل من (التغير بالتزامن مع التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، والتغير اللاحق للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في العام التالي)، ويوضح الجدول رقم (5.9) أن معامل الارتباط بين كل من التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية هو ارتباط موجب مما يعكس العلاقة الطردية بين كل من المتغيرين، أي أن التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية يزداد بازدياد التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، حيث يؤكد زيادة الطلب على أسهم الشركات عند زيادة نفقاتها الاستثمارية، حيث يعطي ذلك مؤشراً للمستثمر على أن الشركة في طريقها لزيادة الأرباح. كما يتضح أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً في نفس العام الذي يحدث فيه التغير، لكنها تصبح دالة إحصائياً مع التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية للسنة التالية للتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، وهذا بدوره يؤكد أثر التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية على التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية، لكنه يؤكد أيضاً ما تم الإشارة إليه مسبقاً بأن



أن المستثمر لا يعلم عن هذا التغيير إلا من خلال القوائم المالية المنشورة لذا لا يتضح أثر هذا التغيير على سلوكه إلا في العام الذي يليه.

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الثانية، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

#### جدول رقم (5.9)

نتائج تحليل الارتباط (Pearson) بين التغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية

التغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية		التغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية × التغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية	التغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
السنة التالية للتغيير	سنة التغيير		
0.186	-0.069	معامل الارتباط	
0.058	0.484	القيمة الاحتمالية	
105	105	حجم العينة	

ومن خلال الفرضيتين الفرعيتين السابقتين يتبين إمكانية رفض الفرضية الرئيسة الرابعة وعليه يمكن استنتاج أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1. وتختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في استخدام التغيير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم كمتغير جديد.

## الفصل السادس

### النتائج والتوصيات

## 6.1 المقدمة:

بعد استعراض الإطار النظري لكل من متغيرات الدراسة، والتعريف بالنفقات الرأسمالية، تم إجراء تحليل لبيانات الدراسة، واختبار فرضيات الدراسة، وبالتالي فقد تم التوصل إلى النتائج والتوصيات التالية:

## 6.2 النتائج:

بناء على ما تم بيانه في الفقرات السابقة من تحليل لبيانات الدراسة واختبار الفرضيات فإنه يمكن الخروج بالنتائج التالية:

1. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من التغير في الأصول الثابتة والتغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للعام (t) والتغير في أسعار التداول للعام (t+1) لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في أسعار التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

2. رغم عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1، إلا أن النتائج أظهرت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1، لذلك تم استنتاج أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في أحجام التداول لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

3. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأصول الثابتة والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1. لكن توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1. وبالتالي نوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النفقات الرأسمالية والتغير في معدل دوران السهم لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

4. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من التغيير في الأصول الثابتة والتغيير في التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للعام (t) والتغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية للعام (t+1) لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيير في النفقات الاستثمارية والتغيير في القيمة السوقية إلى الدفترية لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.1.

### 6.3 التوصيات:

بناء على ما توصلت إليه الدراسة يمكن اقتراح بعض التوصيات:

1. العمل على تطوير آلية تساهم في زيادة حجم الإفصاح عن القرارات الاستثمارية وغيرها من أخبار الشركات التي تهم المستثمرين في بورصة فلسطين، من خلال تزويد المستثمرين بهذه المعلومات بشكل منتظم من خلال الصحف اليومية ونشرها في الصحف الاقتصادية.
2. حث الشركات المدرجة في بورصة فلسطين على الإعلان عن قرارات الإنفاق الرأسمالية عند حدوثها مباشرة، وليس فقط عند نشرها في القوائم المالية للشركة، وذلك لحاجة المستثمرين لمعلومات منتظمة عن وقت تنفيذ القرارات الاستثمارية وحجم النفقات الرأسمالية لدى الشركات، لتحقيق أكبر قدر من الشفافية اللازمة، وتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي القرارات.
3. اتباع الوسائل الحديثة في تقييم القرارات المتعلقة بالإنفاق الرأسمالي وتوسيع دائرة البحث وتطبيقه على القرارات الأخرى المؤثرة في سلوك المستثمرين.
4. ضرورة التركيز على الإنفاق الرأسمالي الفعال لغرض تعظيم ثروة الملاك، مع العمل على زيادة مشاركة المستثمرين في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالنفقات الرأسمالية.
5. ضرورة إعادة تقييم كفاءة بورصة فلسطين، إذ يعتقد الباحث في ظل معطيات هذه الدراسة عدم قدرة السوق على عكس المعلومات حتى التاريخية منها على أسعار الأسهم، وبالتالي على عائدها.
6. العمل على إيصال المعلومات في الوقت المناسب، وبأقل التكاليف، وإلى جميع المستثمرين حتى يستطيع المستثمرون، جميعاً الاستفادة من هذه المعلومات.

#### 6.4 الدراسات المقترحة:

هدفت هذه الدراسة لفتح المجال أمام إجراء المزيد من الدراسات الجديدة في مجال النفقات الرأسمالية المبنية على نتائج هذه الدراسة، لذلك يوصي الباحث بإجراء الدراسات التالية:

- قياس مستوى الإفصاح المتعلق بالنفقات الرأسمالية وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرسة في بورصة فلسطين.
- دراسة دور مدقق الحسابات الخارجي في تحسين مستوى الإفصاح عن عمليات النفقات الرأسمالية.
- دراسة العلاقة ما بين النفقات الرأسمالية وتعظيم ثروة الملاك في بورصة فلسطين.

## 6.5 المراجع:

### 6.5.1 المراجع العربية:

1. أبو صرة، مازن محمود، (2009)، أصول المحاسبة، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان.
2. آل آدم، يوحنا والرزق، صالح، (2006)، المحاسبة الإدارية والسياسات الإدارية المعاصرة، ط2، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان.
3. آل فواز، مبارك بن سليمان، (2010)، الأسواق المالية من منظور اسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية.
4. البرواري، شعبان محمد اسلام، (2002)، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق.
5. بن حاسين، ابن عمر، 2013، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، رسالة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
6. التميمي، أرشد فؤاد، وسلام، اسامة عزمي، (2004)، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان.
7. الجمل، جمال جويدان، (2002)، الأسواق النقدية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان.
8. حنفي، عبد الغفار، (2003)، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع.
9. حنفي، عبد الغفار، (2000)، أسواق المال بنك تجارية شركات تأمين شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع.
10. خان، وحيد الدين، وغرايبة، هشام، 1995، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني.
11. الخلايلة، محمود، واستتبولي، غدير، (1996)، أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 24، العدد 1.
12. خلف، فليح حسن، (2006)، الأسواق المالية والنقدية، دار عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، ط1.

13. راضي، محمد سامي، وحجازي، وجدي حامد، (2001)، المدخل الحديث في اعداد واستخدام الموازنات، الاسكندرية الدار الجامعية.
14. الزرري، عبد النافع عبد الله، (2001)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
15. زعرب، حمدي شحدة، 2005، اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني، المؤتمر العلمي الأول لكلية التجارة، الجامعة الاسلامية غزة.
16. سليمان، مبارك بن سليمان بن محمد، (2005)، احكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الرياض دار الكنوز اشبيلية للنشر والتوزيع.
17. السوالمه، أنفال، (2011)، أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لأوراق المالية، رسالة غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
18. شبيب، دريد كامل، (2009)، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع.
19. الشرع، مجيد، وسفيان، سليمان، (2002)، المحاسبة الإدارية اتخاذ قرارات ورقابة، دار الشرفا للنشر والتوزيع، عمان.
20. الشواشرة، فيصل محمود، (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
21. صيام ، أحمد زكريا، (1997)، مبادئ الاستثمار، عمان دار المناهج للنشر والتوزيع.
22. طيفور، محمد سميح، (2011)، العلاقة بين الانفاق الرأس مالي والأداء المالي والتشغيلي لشركات صناعة الأدوية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن.
23. عبد القادر، السيد متولي، (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر عمان.
24. عقل، مفلح محمد، (2009)، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع.
25. علاونة، عاطف، (2008)، الإطار التنظيمي والرؤية المستقبلية لقطاع الأوراق المالية في فلسطين، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني.

26. العيساوي، كاظم جاسم، (2005)، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.
27. الفالوجي، محمد يوسف عنتر، (2007)، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
28. الفضل، مؤيد، (1998)، أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على عائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم: دراسة ميدانية في العراق، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق.
29. القاضي، حسين، وحمدان، مأمون، (2007)، نظرية المحاسبة، ط2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.
30. القيشاوي، احمد، (2005)، سوق الاسهم وطريقها للانتعاش، مجلة المحاسب الفلسطيني، العدد الخامس عشر.
31. كداوي، طلال، (2008)، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
32. المطيري، مريد، (2013)، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على حجم التداول للشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
33. مطر، محمد، (2010)، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، ط3 عمان دار وائل للنشر والتوزيع.
34. معروف، هوشيار، (2009)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع.
35. موسى، شقيري نوري، وسلام، أسامة عزمي، (2009)، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع.
36. مطر، محمد، (2006)، إدارة الاستراتيجيات الإطار النظري تطبيقات عملية، ط4، دار النشر.
37. النعيمي، عدنان تايه، وآخرون، (2009)، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، ط3، دار المسيرة للنشر والتوزيع.



38. نصيف، نحيل عبد الإله، (1990)، الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصادي، مجمع الفقه الاسلامي.
39. نعمة الله، أحمد رمضان، (2004)، مقدمة في دراسات الجدوى ومعايير الاستثمار، المكتبة المصرية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية.
40. الهيتي، نورزاد، (1998)، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العلمية والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ليبيا.
41. هارون، محمد صبري، (1999)، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، عمان.
42. الوادي، محمود حسين، وسمعان، حسين محمد وخريس، ابراهيم محمد، (2010)، دراسات الجدوى الاقتصادية المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع.
43. موقع بورصة فلسطين. (تاريخ الزيارة 2015/5/2 م [www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)).

## 6.5.2 المراجع الأجنبية:

1. Bhana, N. (2008), The market reaction to capital expenditure announcements, Investment Analysts Journal, Volume 68.
2. Del breo, B. Perote, J. and, Pindado, J. (2003), Measuring the Impact of Corporate Investment Announcements on Share Prices: The Spanish Experience, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 30, p. 306-686.
3. Jones, E. Danbolt, J. and, Hirst, I. (2004), Company investment announcements and the market value of the firm, European Journal of Finance, Volume 10, p. 437-452.
4. Karacaer, S. and, Ozek, P. (2009), How do firm characteristics affect the market reaction to investment announcements: ISE case, Investment Management and Financial Innovations, Volume 6, Issue 1.
5. Lynn, L. and, Shaikh, J. (2011) Stock Market Reaction towards Capital Expenditure Announcements: Malaysia Case for Servicing and Manufacturing Industry, Global Review of Accounting and Finance, Vol. 2, p. 29-41.

6. McConnel, J. and, Muscarella, C. (1985), Corporate Capital Expenditure Decisions And The Market Value Of The Firm, Journal Of Financial Economics, Volume 14, p. 399-422.
7. Ozbebek, A. Canikli, S. and, Aytürk, Y. (2011), Does Turkish Stock Market React to Public Announcements of Major Capital Expenditures?, Procedia Social and Behavioral Sciences, Volume 24, p. 928–934.
8. Pakmaram, A. Farhod, A. and, Babaei, G. (2013), Capital Expenditures and Cumulative Abnormal Stock Returns, Journal of Applied Business and Finance Researches, Volume 2, Issue 2, p. 50-58.