

بسم الله الرحمن الرحيم



الجامعة الإسلامية - غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم المحاسبة

اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "دراسة تطبيقية"

إعداد الطالبة

صباح أسامة علي شراب

الرقم الجامعي: 220033995

إشراف الدكتور

حمدي شحدة زعرب

رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

غزة - فلسطين

يوليو 2006

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي آتَانَا مِنْكَ وَالْكَافِرِينَ أُولَئِكَ
الَّذِينَ كَفَرُوا وَاللَّهُ بِمَا نَعْمَلُونَ خَبِيرٌ

(سورة المجادلة آية 11)

الخلاصة

تعتبر دراسة حركة أسعار الأوراق المالية أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين ومنذ القرن الماضي وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ومحاولة دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه الأسعار. ويهدف هذا البحث إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في الأسهم في سوق فلسطين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحاً.

ولتحقيق هذه الأهداف قامت الباحثة بإجراء بحث على سوق فلسطين للأوراق المالية ويتكون البحث من ستة فصول: تناول الفصل الأول خطة البحث (المشكلة، الفرضيات، المتغيرات، الهدف، المنهجية، الصعوبات، الدراسات السابقة).

وتناول الفصل الثاني ماهية أسواق رأس المال (تعريفها، وأهميتها، وشروط تكوينها، ومقومات إنشائها ونجاحها، وتصنيفها، وخصائصها والأوراق المتداولة فيها، ومؤشرات السوق).

وتناول الفصل الثالث سوق فلسطين للأوراق المالية ونشأته وتطوره.

أما الفصل الرابع فقد تناول العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي، ونظريات سياسات توزيع الأرباح، وسياسات التوزيع، وأشكال الأرباح الموزعة. وتم تناول اختبار الفرضيات في الفصل الخامس وتلاه الفصل السادس الذي اشتمل على أهم النتائج والتوصيات.

وخلص البحث إلى عدة نتائج كان أهمها: إن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

وأوصى البحث بما يلي: التوصية بعمل حملات إعلانية ودورات تدريبية للمستثمرين لتشجيع الادخار وتنشيط التعامل مع البورصة، وتشجيع دخول مزيد من المتخصصين أعضاء البورصة وبنوك الاستثمار وشركات الوساطة المتخصصة وذلك لتقديم النصح والإرشاد لكل من الشركات والمستثمرين على حد سواء والمحافظة على استقرار السوق، وتوصية الشركات باختيار الإدارة الكفؤة والاهتمام بنشر القوائم المالية وفصل نتائج أعمال كل فرع على حدة وإجراء المزيد من الدراسات المتخصصة على مستوى الأنشطة والقطاعات.

"Abstract"

The study of the movement of the prices of securities is an important matter in the world of finance and investment, many individuals has tried to describe and since antiquity the factors behind changes in the prices of securities, Attempt to study and interpretation to take advantage of the knowledge for use in future such prices. This study aims to determine the effect of each of the net profits, and distributed cash profits, the retained profits and the stock-in-kind and the date of the announcement of the distribution of profits in and how the cash investors in Palestine buy shares in listed companies which made profits.

To achieve these goals, the researcher conducting a research on the Palestine Securities Market Consists of six chapters: chapter I of the plan of research studied (the problem, Hypotheses, variables, objectives, methodology, difficulties, previous studies).

And Chapter II what capital markets are (definition, the conditions of composition, elements of established and successful Classification, characteristics and the traded securities and the market indicators)

And Chapter III addressing Palestine Securities market and origins and evolution.

Chapter IV address the factors affecting the market price of shares, theories and policies of the distribution of profits and the forms of divided profits.

Chapter V addressed to test hypotheses. Then chapter VI Which included the most significant findings and recommendations.

The research resulted in a set of results as: the share of share of the profits affects the market price of shares, and the impact per share of the distributed cash profits is greater than that of the share of the impact of retained profits on both price and the values of the circulation of shares in the market, the share of net profit per share is higher than the change in the market price.

And the research recommended the following: Recommendation advertising campaigns work, training courses for investors to encourage saving, the revitalization of dealing with the Stock Exchange, and encourage the entry of more specialists, the members of the Stock Exchange and investment banks and the brokerage firms specialized to provide advice and guidance for both companies and investors alike, and maintaining market stability, and the recommendation of the selection of efficient management, the interest of publication of financial lists, And the separation of the results of each branch separately, and further specialized studies on the level of activities and sectors.

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله الذي وفقني إلى إنجاز هذا البحث المتواضع
اشكر هذا الصرح الشامخ/الجامعة الإسلامية
كما أتقدم بجزيل الشكر إلى حضرة الدكتور الفاضل/حمدي نر عرب جزاه الله خيرا
على إسهامه الكبير في خروج هذا البحث إلى النور
أتقدم بجزيل الشكر للأستاذ الدكتور: يوسف عاشور
والدكتور: ماهر درغام
لتفضلهما بقبول مناقشة هذا البحث
أتقدم بجزيل الشكر لكل من مد إلي يد المساعدة في سبيل إتمام هذا البحث كل باسمه
ولقبه
وشكر خاص لموظفي مكتبة الجامعة الإسلامية

الاهداء

إلى أمرواح شهدائنا الأبرار وعلى رأسهم الأخ القائد الشهيد /أبو عمامر، والشيخ
الشهيد /احمد ياسين، والأخ الرفيق /أبو علي مصطفى، وإلى مرواح أخيه الشهيد /علاء شراب،
وإلى مرواح أختي المرحومة معالي .
إلى أسرى الحرية القابعين خلف قضبان الاحتلال .
إلى جرحى الانتفاضة .
إلى والدي ووالدتي الكرام وإلى أخي علي وأخواتي أمية وآمنة .

الفهرس

الصفحة	البيان
أ	آية من القرآن الكريم
ب	الخلاصة باللغة العربية
ت	الخلاصة باللغة الإنجليزية
ث	شكر وتقدير
ج	الإهداء
ح	الفهرس
ر	فهرس الجداول
1	الفصل الأول: خطة البحث
2	المقدمة
3	مشكلة البحث
3	فرضيات البحث
3	متغيرات البحث
4	أهداف البحث
4	أهمية البحث
5	مجتمع البحث
5	منهجية البحث
12	الصعوبات التي واجهت الباحثة
13	النطاق الزمني للبحث
13	أدبيات البحث
19	هيكلية البحث
20	الفصل الثاني: الأسواق المالية
21	مقدمة
22	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
22	تعريف الأسواق المالية
22	أهمية الأسواق المالية
23	شروط تكوين الأسواق المالية

24	مقومات إنشاء ونجاح السوق المالي
26	المبحث الثاني: تصنيف الأسواق المالية
26	الأسواق النظامية وغير النظامية
26	الأسواق الأولية والثانوية
27	الأسواق الحالية والآجلة
28	أسواق رأس المال والنقد والصرف الأجنبي
29	المبحث الثالث: سوق رأس المال
29	تعريف سوق رأس المال (البورصة)
29	البورصة الالكترونية
29	شروط تكوين البورصة
30	أنواع البورصات
31	خصائص سوق رأس المال
32	الأوراق المتداولة في سوق رأس المال
32	الأسهم العادية
34	الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية
34	الأسهم الممتازة
35	السندات
38	الأوراق المالية القابلة للتحويل
39	أدوات أخرى مستحدثة
39	مؤشرات البورصة
41	مبادئ ترجيح المؤشرات
43	الشروط الواجب توافرها في مؤشرات البورصة
45	الفصل الثالث: سوق فلسطين للأوراق المالية
46	مقدمة
47	المبحث الأول: نشأة وأهداف وصلاحيات سوق فلسطين للأوراق المالية
50	المبحث الثاني: مراحل تطور السوق
50	الشركات المدرجة في السوق
51	القيمة السوقية للشركات المدرجة
52	قيم التداول

53	عدد الأسهم المتداولة
55	المبحث الثالث: مؤشر السوق
55	مراحل تطور مؤشر السوق
57	الفصل الرابع: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي
58	مقدمة
59	المبحث الأول: عوائد الأسهم العادية والظواهر المرتبطة بها
59	عائد السهم
59	الظواهر المرتبطة بالأسهم العادية
60	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم
62	طرق تحديد أسعار الأوراق المالية
63	أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة
64	المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة التوزيعات
66	المبحث الرابع: نظريات سياسات توزيعات الأرباح
66	نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح
66	نظرية عصفور في اليد
67	نظرية اثر محتوى المعلومات لتوزيعات الأرباح على المستثمرين
68	نظرية اثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين
70	المبحث الخامس: سياسات توزيعات الأرباح
71	أشكال الأرباح الموزعة
71	أسهم الخزينة
72	مزايا إعادة شراء الأسهم
72	عيوب إعادة شراء الأسهم
73	توزيع أسهم مجانية
75	توزيع أرباح نقدية
76	المبحث السادس: اثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم
77	الفصل الخامس: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج
78	مقدمة
79	اختبار الفرضية الأولى
87	اختبار الفرضية الثانية

95	اختبار الفرضية الثالثة
103	اختبار الفرضية الرابعة
111	اختبار الفرضية الخامسة
117	اختبار الفرضية السادسة
125	اختبار الفرضية السابعة
129	الفصل السادس: النتائج والتوصيات
131	النتائج
133	التوصيات
135	المراجع
140	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	البيان	مسلسل
6	مراحل سنوات البحث	1
7	توزيع أرباح الشركات وعددها ونوعها	2
9	أسماء الشركات التي شملها البحث	3
11	أسماء الشركات وعدد الميزانيات المتوافرة لكل شركة	4
50	عدد الشركات المدرجة في نهاية كل عام	5
51	القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية كل عام	6
52	قيمة الأسهم المتداولة في نهاية كل عام	7
53	عدد الأسهم المتداولة في نهاية كل عام	8
55	أسماء الشركات الداخلة في حساب مؤشر القدس	9
56	قيمة مؤشر القدس في نهاية كل عام	10
79	اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم بصفة عامة	11
81	اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم في المرحلة الأولى	12
83	اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم في المرحلة الثانية	13
85	اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم في المرحلة الثالثة	14
87	اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي بصفة عامة	15
89	اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى	16
91	اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية	17
93	اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة	18
95	اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي بصفة عامة	19
97	اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى	20
99	اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في	21

	المرحلة الثانية	
101	اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة	22
103	اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي بصفة عامة	23
105	اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى	24
107	اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية	25
109	اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة	26
111	اثر نصيب السهم من توزيع أسهم عينية على سعر السهم السوقي بصفة عامة	27
113	اثر نصيب السهم من توزيع أسهم عينية على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى	28
115	اثر نصيب السهم من توزيع أسهم عينية على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة	29
117	اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي بصفة عامة	30
119	اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى	31
121	اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية	32
123	اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة	33
125	مقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي بصفة عامة	34
126	مقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى	35

127	مقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية	36
128	مقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة	37

الفصل الأول

خطة البحث

مقدمة:

تلعب الأسواق المالية دوراً محورياً وهاماً، فهي تمثل نقطة الاتصال بين المستثمرين والشركات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني (الزعبي، 2000، ص321). ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية احد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية (التميمي وسلام، 2004، ص 29). وحيث إن الواقع العملي يشير إلى أن المستثمرين ينقسمون إلى نوعين النوع الأول هم الذين يتمتعون بفوائض مالية يمكن التصرف فيها كمخزون للقيمة وتعظيم الثروة عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة ولا يعيرون الأرباح الموزعة أي اهتمام، أما النوع الثاني فيمثل الاستثمار الفعلي عندهم هو العائد الموزع الذي يعد دخل دوري مهم للاعتماد عليه في حياتهم (الزيدي، 2001). فقد سعى العديد من الباحثين إلى التعمق في دراسة اثر التدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة على سلوك المستثمر من خلال دراسة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية التي تمثل تقديراً للواقع الاقتصادي للشركة (الدبي وأبو نصار، 2000). ومن هنا نجد أن الأسواق المالية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات المالية ممثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة المدرجة في بورصة الأوراق المالية حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمر في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم (أبو حشيش، 2002، ص151).

وقد بدأت سوق فلسطين للأوراق المالية عملها في 1997/2/18 في مدينة نابلس بالضفة الغربية وتعتبر حجر الأساس في قطاع رأس المال الفلسطيني بتسهيل وتنظيم تداول الأوراق المالية بشكل كفاء وعادل من أجل تشجيع الاستثمارات طويلة الأجل في المشاركة في الاقتصاد الفلسطيني، وقد ارتبطت السوق بالظروف السياسية التي حدثت في الفترة السابقة كما سنرى في الفصل الثالث. وقد تم اختيار موضوع هذا البحث للإجابة على الأسئلة التالية:

- 1- هل تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم بمستوى ربحية الشركة؟
- 2- هل تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم بكميات الأسهم المتداولة في السوق؟

- 3- ما هي طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم المتداول في سوق الأوراق المالية؟

مشكلة البحث:

يعتبر قرار الإعلان عن توزيع الأرباح من القرارات الصعبة والهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والشركة، حيث إن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، وكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع، كما أن على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في الشركات الجديدة والنامية التي تكون بحاجة إلى التمويل، من هنا يناقش هذا البحث أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي وكميات الأسهم المتداولة في السوق.

فرضيات البحث:

يقوم هذا البحث على أساس الفرضيات الآتية:

- 1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم السوقي من جهة ونصيب السهم من صافي الأرباح من جهة أخرى عند مستوى معنوية 5%.
- 2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم السوقي من جهة وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح من جهة أخرى عند مستوى معنوية 5%.
- 3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم السوقي من جهة ونصيبه من الأرباح الموزعة من جهة أخرى عند مستوى معنوية 5%.
- 4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم السوقي من جهة ونصيبه من الأرباح المحتجزة من جهة أخرى عند مستوى معنوية 5%.
- 5- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم السوقي من جهة ونصيبه من توزيع أسهم عينية من جهة أخرى عند مستوى معنوية 5%.
- 6- إن نصيب السهم في الأرباح الموزعة يؤثر في سعر وحجم وقيم تداول السهم أكثر مما يؤثر فيه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة عند مستوى معنوية 5%.
- 7- إن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له عند مستوى معنوية 5%.

متغيرات البحث:

المتغيرات التابعة:

- 1- سعر السهم السوقي.
- 2- حجم تداول الأسهم في السوق.
- 3- قيم تداول الأسهم في السوق.

المتغيرات المستقلة:

- 1- تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح.
- 2- نصيب السهم من صافي الربح.
- 3- نصيب السهم من الأرباح الموزعة.
- 4- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة.
- 5- نصيب السهم من الأسهم العينية.

أهداف البحث:

إن الهدف الأساسي لهذا البحث يتمثل في محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة ما بين الإعلان عن توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وسعر السهم السوقي لهذه الشركات، وذلك عن طريق:

- 1- بيان العلاقة بين نصيب السهم من صافي الربح وسعر وحجم وقيم تداول السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- 2- بيان العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة وسعر وحجم وقيم تداول السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- 3- بيان العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وسعر وحجم وقيم تداول السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- 4- بيان العلاقة بين نصيب السهم من الأسهم العينية وسعر وحجم وقيم تداول السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- 5- بيان العلاقة بين تاريخ إعلان توزيع الأرباح النقدية وسعر وحجم وقيم تداول السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أهمية البحث:

تمثل أسواق الأوراق المالية في أي دولة فرصة استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وقد شهدت الأعوام الأخيرة جهوداً حثيثة في معظم الدول النامية لتحسين المناخ الاستثماري فيها من خلال تهيئة الأوضاع والظروف الملائمة لجذب الاستثمارات، وبدون تلك الأسواق لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية، وقد تأثرت سوق فلسطين للأوراق المالية بالظروف السياسية السائدة خلال فترة الانتفاضة الأخيرة اعتباراً من عام 2000م

من هنا تتبع أهمية هذا البحث فهو من الأبحاث القليلة التي تناولت سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل عام وأثر توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المتداولة.

مجتمع البحث:

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 28 شركة وذلك عن طريق استخدام أسلوب المسح الشامل، وقد غطى البحث الفترة من سنة 1997 وحتى نهاية سنة 2005.

منهجية البحث:

تم الاعتماد في منهج هذا البحث على عدة ركائز وتشمل الأسلوب المستخدم والأدوات الرياضية التي تقيس صحة الفرضيات ومصادر البيانات والمعلومات، فقد تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي الرقمي حيث انه من أكثر المناهج استخداماً في دراسة الظواهر الاجتماعية والإنسانية في ظل وجود معرفة مسبقة ومعلومات كافية حول الموضوع (مقداد، والفراء، 2004، ص 60) فهو أكثر المناهج ملائمة للاستخدام.

وتم استخدام برنامج SPSS في تحليل البيانات لاختبار صحة الفرضيات المذكورة والوصول إلى النتائج المطلوبة، وذلك بالتفصيل التالي:

1. استخدم في هذا البحث نموذج الانحدار المتعدد حيث تم قياس تأثير كل متغير مستقل على المتغيرات التابعة سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق.
2. تم أخذ متوسط لخمس أسعار إقفال قبل تاريخ الحدث، وسعر إقفال يوم الحدث نفسه، ومتوسط لخمس قراءات بعد تاريخ الحدث.
3. تم أخذ حجم وقيمة آخر تداول قبل تاريخ الحدث، ويوم الحدث أو أقرب يوم تم فيه التداول، والتاريخ الذي يليه.

طرق جمع البيانات وأساليب معالجتها

وفيما يلي تفاصيل مفردات المجتمع كما تم جمعها:

- 1- تم التوجه إلى شركات قطاع غزة وأخذ البيانات منهم مباشرة.
- 2- تم إرسال بريد الكتروني للمقرات الرئيسية للشركات في الضفة الغربية أكثر من مرة، ولكن كانت نسبة الردود قليلة جداً لا تتجاوز 10% بالبريد الالكتروني.
- 3- تم التوجه إلى سلطة النقد للحصول على ميزانيات البنوك.
- 4- تم جرد جريدة الأيام منذ بداية 1998 وحتى آخر شهر يونيو لسنة 2006.

- 5- تمت دراسة شاملة لكل الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية حتى تاريخه وذلك اعتباراً منذ تاريخ التحاقها بالسوق.
- 6- تم تقسيم المدة الزمنية منذ إنشاء السوق إلى ثلاث فترات زمنية وذلك حتى تتم دراسة كل مرحلة على حدة لتجنب تأثير الانتفاضة في المرحلة الثانية على كلا المرحلتين الأولى والثالثة وبيان هذه المراحل كما يبينه الجدول رقم (1):

جدول رقم (1)

مراحل سنوات البحث

المرحلة	السنوات
المرحلة الأولى	من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999
المرحلة الثانية	من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004
المرحلة الثالثة	عام 2005

- 7- في حالة تحقيق الشركة أرباحاً في أي سنة وفي ظل عدم توافر بيانات عن توزيع أرباح من عدمه تم اعتبار هذه الأرباح محتجزة لهذه السنة، ويبين الجدول رقم (2/1) أسماء الشركات التي وزعت أرباحاً ونوعها:

الجدول رقم (2)

كشف توزيع أرباح الشركات وعددها ونوعها خلال فترة البحث

مسلسل	اسم الشركة	سنة الالتحاق	توزيع نقدي	توزيع أسهم	توزيع نقدي وأسهم
1	شركة الاتصالات الفلسطينية	1997	2	-	1
2	شركة مطاحن القمح الذهبي	2005	-	-	-
3	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار المحدودة	1997	1	1	1
4	الشركة العربية لمنتجات الباطون	1999	-	-	-
5	بنك فلسطين المحدود	2005	-	1	-
6	بنك الاستثمار الفلسطيني	1997	-	1	1
7	بنك القدس للتنمية والاستثمار	1997	-	-	-
8	البنك الإسلامي العربي	1997	2	-	-
9	بنك فلسطين الدولي	1997	-	-	-
10	شركة التأمين الوطنية	1997	6	-	1
11	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	1997	2	-	1
12	شركة المؤسسة العربية للتأمين	1997	-	-	-
13	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	2000	-	-	-
14	الشركة العربية لصناعة الدهانات	1997	-	-	-
15	شركة دواجن فلسطين	2002	-	-	-
16	شركة مصانع الزيوت النباتية	1999	3	-	-
17	شركة سجائر القدس	1997	-	1	1
18	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	2002	-	-	1
19	شركة القدس للمستحضرات الطبية	1997	-	-	-
20	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية	1997	-	-	-
21	شركة بير زيت للأدوية	2005	-	-	1
22	شركة المستثمرون العرب	1997	-	-	-

مسلل	اسم الشركة	سنة الالتحاق	توزيع نقدي	توزيع أسهم	توزيع نقدي وأسهم
23	المؤسسة العقارية العربية	1997	-	-	-
24	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	1997	-	-	-
25	المؤسسة العربية للفنادق	1998	-	-	-
26	شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام	1999	-	-	-
27	الشركة الفلسطينية للكهرباء	2004	2	-	-
28	شركة فلسطين لصناعة اللدائن	2002	-	-	-
	إجمالي التوزيعات		18	4	8

8- هناك عدد 21 شركة توافرت عنها تواريخ الجمعيات العمومية، وبعض تواريخ (الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية، توزيع الأرباح النقدية، الإعلان عن توزيع أسهم عينية، أرباح محتجزة)، وبيان هذه الشركات كما يبينه الجدول رقم (3):

الجدول رقم (3)

كشف يبين مدى توافر بيانات الشركات التي شملها البحث

مسلسل	اسم الشركة	مدى توافر البيانات
1	شركة الاتصالات الفلسطينية	يوجد
2	شركة مطاحن القمح الذهبي	يوجد
3	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار المحدودة	يوجد
4	الشركة العربية لمنتجات الباطون	لا يوجد
5	بنك فلسطين المحدود	يوجد
6	بنك الاستثمار الفلسطيني	يوجد
7	بنك القدس للتنمية والاستثمار	يوجد
8	البنك الإسلامي العربي	يوجد
9	بنك فلسطين الدولي	لا يوجد
10	شركة التأمين الوطنية	يوجد
11	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	يوجد
12	شركة المؤسسة العربية للتأمين	لا يوجد
13	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	يوجد
14	الشركة العربية لصناعة الدهانات	لا يوجد
15	شركة دواجن فلسطين	يوجد
16	شركة مصانع الزيوت النباتية	يوجد
17	شركة سجائر القدس	يوجد
18	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	يوجد
19	شركة القدس للمستحضرات الطبية	لا يوجد
20	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية	لا يوجد
21	شركة بير زيت للأدوية	يوجد
22	شركة المستثمرون العرب	يوجد
23	المؤسسة العقارية العربية	يوجد
24	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	يوجد
25	المؤسسة العربية للفنادق	يوجد
26	شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام	لا يوجد

مدى توافر البيانات	اسم الشركة	مسلسل
يوجد	الشركة الفلسطينية للكهرباء	27
لا يوجد	شركة فلسطين لصناعة اللدائن	28

9- عدد الشركات 28 شركة ويجب توافر عدد 196 نتائج أعمال لكن لم يتوافر سوى 97 مجموعة قوائم مالية، كما يبينه الجدول رقم (4):

الجدول رقم (4)

كشف بأسماء الشركات وعدد الميزانيات المتوافرة لكل شركة

الميزانيات الباقية	الميزانيات المتوافرة	الميزانيات المطلوبة	سنة الإدراج	الشركة	مسلسل
2	7	9	1997	شركة الاتصالات الفلسطينية	1
1	0	1	2005	شركة مطاحن القمح الذهبي	2
2	7	9	1997	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار المحدودة	3
7	0	7	1999	الشركة العربية لمنتجات الباطون	4
0	1	1	2005	بنك فلسطين المحدود	5
0	9	9	1997	بنك الاستثمار الفلسطيني	6
0	9	9	1997	بنك القدس للتنمية والاستثمار	7
0	9	9	1997	البنك الإسلامي العربي	8
9	0	9	1997	بنك فلسطين الدولي	9
0	9	9	1997	شركة التأمين الوطنية	10
0	9	9	1997	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	11
9	0	9	1997	شركة المؤسسة العربية للتأمين	12
2	4	6	2000	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	13
4	5	9	1997	الشركة العربية لصناعة الدهانات	14
2	2	4	2002	شركة دواجن فلسطين	15
2	5	7	1999	شركة مصانع الزيوت النباتية	16
1	8	9	1997	شركة سجائر القدس	17
2	2	4	2002	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	18
5	4	9	1997	شركة القدس للمستحضرات الطبية	19
4	5	9	1997	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية	20
1	0	1	2005	شركة بيرزيت للأدوية	21
9	0	9	1997	شركة المستثمرون العرب	22

مسلسل	الشركة	سنة الإدراج	الميزانيات المطلوبة	الميزانيات المتوافرة	الميزانيات الباقية
23	المؤسسة العقارية العربية	1997	9	0	9
24	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	1997	9	0	9
25	المؤسسة العربية للفنادق	1998	8	0	8
26	شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام	1999	7	0	7
27	الشركة الفلسطينية للكهرباء	2004	2	2	0
28	شركة فلسطين لصناعة اللدائن	2002	4	0	4
	المجموع		196	97	99

مصادر جمع البيانات:

مصادر ثانوية تتمثل في:

- 1- الكتب والمراجع الخاصة بالدراسة.
- 2- دراسات سابقة خاصة بالدراسة.
- 3- نشرات سوق فلسطين للأوراق المالية.
- 4- التقارير السنوية والشهرية الصادرة عن السوق.
- 5- القوائم المالية الخاصة بالشركات المدرجة في السوق.
- 6- مواقع الانترنت ذات الصلة.

الصعوبات التي واجهت الباحثة:

خلال هذا البحث واجهت الباحثة عدة صعوبات منها:

- 1- الظروف السياسية التي يعيشها وطننا الحبيب لم تمكن الباحثة من الانتقال إلى الضفة الغربية والقيام بزيارات ميدانية إلى المقر الرئيسي لسوق فلسطين للأوراق المالية بنابلس، والمقرات الرئيسية للشركات المدرجة في السوق حيث تتركز 90% منها هناك.
- 2- عدم رد معظم الشركات على البريد الإلكتروني أو تعاونهم مع البحث العلمي.
- 3- عدم وجود بيانات كافية لدى فروع الشركات في قطاع غزة وطلبهم بالتعامل مباشرة مع المقر الرئيسي في الضفة الغربية.
- 4- عدم التزام الشركات بنشر نتائجها الختامية في الصحف الوطنية حسب نص القانون.

5- عدم توافر أي بيانات عن 35% من عدد الشركات المدرجة في السوق.

النطاق الزمني للبحث:

إن النطاق الزمني للبحث هو الفترة بين عام 1997 (حيث تأسست السوق) وحتى عام 2005 حيث تتوافر آخر تقارير مالية للشركات المدرجة في السوق حتى نهاية عام 2005 وذلك منذ تاريخ إدراج كل منشأة في السوق على حدة.

أدبيات البحث:

الدراسات السابقة:

أولاً: دراسة بورسلي، وعبد السلام (2005) بعنوان: محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية (دليل من سوق الكويت للأوراق المالية):

تهدف هذه الدراسة أساساً إلى البحث عن العوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح، إضافة إلى تحديد مدى انطباق نظرية التدفقات النقدية الفائضة على السوق الكويتية. حيث لاقت هذه النظرية قبولا في السوق الأمريكي بوصفها أحد التفسيرات المحتملة لسياسات توزيع الأرباح.

ودلت نتائج هذه الدراسة على:

- 1- وجود اختلاف كبير بين الشركات الموزعة للأرباح النقدية؛ من حيث الربح التشغيلي، والفرص الاستثمارية، وحجم الأصول والمديونية. حيث تميزت الشركات الموزعة للأرباح بربحية أعلى ونسبة سوقية إلى دفترية أعلى ومديونية أقل.
 - 2- إن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في نهاية السنة في الشركات الكويتية محل الدراسة هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية، على خلاف ما هو معمول به عالمياً.
 - 3- إن الشركات الموزعة للأرباح لديها فرص نمو أعلى وذلك على عكس توقعات نظرية التدفقات النقدية الفائضة. ولم يوجد أي دليل يؤكد وجود مشكلة تكلفة الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الفائضة.
- وأوصت الدراسة بعمل المزيد من الدراسات في هذا المجال

ثانياً: دراسة الظاهر (2003) بعنوان: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم
السوقي (دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان
المالي):

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهمية الدور الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في البنوك
التجارية في تقرير القيمة السوقية لهذه البنوك. وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

1- لا توجد سياسات موحدة تتبعها البنوك لتوزيع الأرباح كما أن السياسة المتبعة في
البنك الواحد تكون عرضة للتغير مع الزمن.

2- اتجاه العلاقة بين متوسط سعر السهم السوقي وكل من نصيب السهم من توزيع
الأرباح ونصيبه من الأرباح المحتجزة ودلالاتها الإحصائية تختلف من بنك إلى آخر.

3- إن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح لكافة بنوك العينة خلال مدة الدراسة وسعر
السهم في السوق علاقة طردية أي أن كل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومن
الأرباح المحتجزة للذين يكونان سياسة توزيع الأرباح يتناسبان طردياً مع سعر السهم
في السوق.

4- إن الأرباح الموزعة لها اثر اكبر على سعر السهم من اثر الأرباح المحتجزة أي أن
زيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة يضيف إلى سعر السهم مقدار أكبر
مما تضيفه زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة.

وبناء على هذه النتائج تمت التوصيات التالية:

1- على كل بنك القيام بدراسات لمعرفة العوامل التي تؤثر على سعر سهمه السوقي.

2- على البنوك عندما تقرر سياسات توزيع الأرباح أن تأخذ بعين الاعتبار الوفاء
بمتطلبات متانة رأس المال، وإتباع السياسة التي تراها ملائمة لها من حيث الكلفة
لغايات المشاريع المقترحة للاستثمار.

3- ينصح بعمل دراسة مقارنة بين سعر السهم السوقي قبل إعلان التوزيع بيوم واحد
وبعد إعلان التوزيع بيوم.

4- ينصح بتكرار هذه الدراسة مع إدخال متغيرات أخرى لها اثر على سعر السهم
وتطبيقها على قطاعات أخرى.

ثالثاً: دراسة نور، والفضل (2003) بعنوان: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية ركزت هذه الدراسة على قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المدرجة أسهماً في السوق المالي، ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية. وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

1- عدم اكتراث المستثمر الأردني بالمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قراراته الاستثمارية، إلا أن نتائج الدراسة تشير بقوة إلى اهتمامه بالأرباح السنوية المنشورة في التقارير المالية السنوية للشركات. أما المستثمر العراقي فان المؤثر الأساسي على قراراته الاستثمارية، هو الظرف السياسي الذي يلقي بظله على الحالة الاقتصادية للبلد.

2- إن المستثمرين في السوقين هم من ذلك الصنف الذي لا يفضل احتجاز الأرباح بقدر تفضيله للتوزيع.

3- إن كبر حجم العينة أثر على نتائجها، وعليه ينبغي التعامل بحذر مع نتائج الدراسات السابقة وخاصة التي أجريت في العراق وذلك لصغر حجم عينتها، لأنه يبدو من نتائج هذه الدراسة أن حجم الشركة، ممثلاً بمجموع موجوداتها، يعد محدداً قوياً للأسعار السوقية على الأسهم وعوائدها.

وفي ضوء هذه النتائج يوصي الباحثان بما يلي:

1- إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى وإضافة متغيرات جديدة مع المحافظة على نفس المتغيرات التي اعتمدها الدراسة

2- زيادة دور الجامعات في تنشيط السوق المالي في كل من العراق والأردن وذلك من خلال إقامة الدورات التدريبية للمستثمرين لزيادة نطاق اعتمادهم على المعلومات المالية وغير المالية في ترشيد قراراتهم والارتقاء بقوة بالسوق.

رابعاً: دراسة أبو حشيش (2003) بعنوان: دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، ودور القوائم المالية في ذلك.

ومن نتائج هذه الدراسة ما يلي:

1- إن سعر السهم في بورصة الأوراق المالية يرتبط طردياً مع عائد السهم، وصافي الربح/حقوق الملكية، وصافي الربح/إجمالي الأصول، وصافي الربح/إيرادات النشاط العادي، وصافي التدفقات النقدية/إجمالي الأصول، وحقوق الملكية/إجمالي مصادر

الأموال، ونسبة التداول، ونسبة الفوائد/إجمالي المصروفات، والقيمة السوقية/القيمة الدفترية. كما يرتبط بعلاقة معنوية مع كل من عائد السهم، والقيمة السوقية/القيمة الدفترية، وحقوق الملكية/إجمالي مصادر الأموال، والربح الموزع/الربح المحقق، وصافي الربح/إجمالي الأصول.

2- كما انه يرتبط عكسيا مع الأصول الثابتة/إجمالي الأصول، وإجمالي الدائنين/إجمالي مصادر الأموال، ونسبة الأجور/إجمالي المصروفات وقد أوصى الباحث بما يلي:

1- ضرورة قيام البورصة بتحديد القوائم المالية التي يجب أن تقوم بنشرها الشركات وتحديد تاريخ موحد يتم فيه النشر.

2- ضرورة قيام البورصة بمطالبة الشركات بأن تقوم بإعداد قوائمها المالية طبقا لمعايير المحاسبة الدولية، وأن تقوم بالفصل بين إيرادات النشاط الجاري والإيرادات الأخرى، وإعداد قوائم مالية لكل قسم أو لكل فرع.

3- ضرورة الاعتماد على الأسعار الجارية عند تقييم أصولها والتزاماتها، وإعداد ونشر موازنات تخطيطية.

4- إعداد قوائم مالية عن فترات ربع سنوية.

5- نشر مجموعة موحدة من النسب المحاسبية مع قوائمها المالية

خامساً: دراسة عبد الله (1995) بعنوان: العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي في كل من القطاع الصناعي، وقطاع الاسمنت، وقطاع الخدمات.

وبينت نتائج الدراسة أن هناك ثلاث متغيرات تلعب دوراً رئيسياً في تحديد سعر السهم في هذه الشركات وهي دخل السهم، والمؤشر العام لأسعار الأسهم، والعائد على حق الملكية كما أن أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة وشركات الخدمات تتأثر إيجاباً بوجود الملكية العامة لبعض أسهم هذه الشركات.

لكن حجم العينة ومحدودية المشاهدات قد شكلا قيداً على أسلوب التحليل وبعض الاستنتاجات المشتقة منها في هذه الدراسة مما يستوجب العمل على إجراء المزيد من الدراسات والبحوث في هذا الموضوع متى توافرت البيانات لسنوات أطول حتى يمكن

الخروج بنتائج أكثر دقة في المستقبل حول ماهية العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية.

الدراسات باللغة الانجليزية:

1- El-Khoury study, (1997), Dividends and New Equity Issues by Jordanian Corporations: an Empirical Investigation:

إن هدف هذه الدراسة هو بيان العلاقة بين قيمة الشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح وبنفس الوقت تزيد رأسمالها بواسطة إصدارات جديدة والشركات التي توزع أرباح فقط لمجموعة من الشركات المالية والصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.

وقد أظهرت النتائج إن قيمة الشركات التي توزع أرباح وتزيد من رأسمالها بواسطة الإصدارات أعلى من قيمة الشركات التي توزع أرباح فقط، وتقوم الشركات أيضا بتوزيع الأرباح عادة قبل توزيع الإصدارات ربما يعود ذلك لتوقع الشركات الحصول على تغطية لإصداراتها و/أو للتأكد من تسعير أفضل لأسهمها الجديدة حيث أن علاوة الإصدار تعتمد على القيمة السوقية والقيمة الدفترية بنفس الوقت. وحيث أن توزيع الأرباح محبب من قبل المستثمرين، فإنهم يقيمون السهم في السوق أكثر عندما توزع الشركة أرباحا وينعكس ذلك إيجابا على علاوة الإصدار للأسهم المطروحة.

2- El-Khoury, & Almwalla study, (1997), The Effect of Dividend Changes on Security Prices "The Case of Jordanian Companies":

استهدفت هذه الدراسة لبحث تأثير التغيير في سياسة توزيع أرباح الشركات المساهمة الأردنية على أسعار أسهم تلك الشركات، وكانت عينة البحث من شركات مدرجة في سوق عمان المالي.

واستخدم الباحثان طريقة مقارنة فترة العائد حيث أظهرت نتائج التحليل انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية على العلاقة ما بين التغيير الايجابي او السلبي في توزيع أرباح الشركات على أسعار أسهمها

التعليق على الدراسات السابقة:

- إذا تم النظر إلى هذه الدراسات ومقارنتها مع هذا البحث فإنه يمكن ملاحظة ما يلي:
- 1- تتفق الباحثة في الهدف مع دراسة كل من الظاهر، ونور والفضل، وأبو حشيش، من حيث دراسة اثر سياسات توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي.
 - 2- يختلف هذا البحث عن الدراسات السابقة في مجتمع البحث حيث انه يعتبر البحث الأول الذي يدرس أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما انه استخدم أسلوب المسح الشامل لكل الشركات المدرجة في السوق على مدى تسع سنوات منذ نشأة السوق.

هيكلية البحث

الفصل الأول: خطة البحث: مشكلة البحث، وفرضياته، المتغيرات، هدف البحث، أهميته، منهجيته، الصعوبات التي واجهت الباحثة، ومجموعة من الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع.

الفصل الثاني: ماهية أسواق رأس المال: تعريفها، أنواعها، العوامل المساعدة لإنجاحها، أركانها، الأوراق المالية المتداولة في كل نوع، مؤشرات السوق.

الفصل الثالث: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية وتطوره: النشأة، شركات الأوراق المالية الأعضاء فيها، أهدافها، أهميتها، التعامل والتداول فيها، النشاط الإجمالي للسوق، مؤشر القدس.

الفصل الرابع: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي: العوامل المؤثرة في سياسة التوزيعات، نظريات سياسات توزيع الأرباح، سياسات توزيع الأرباح، اثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم.

الفصل الخامس: اختبار الفرضيات

الفصل السادس: النتائج والتوصيات

المراجع

الملاحق

الفصل الثاني الأسواق المالية

مقدمة:

يعتبر السوق المالي همزة الوصل بين الأسواق جميعها، وتشكل البورصة الآلية الهامة لتجميع الموارد المالية التي يتم توظيفها في المشروعات الاستثمارية مع المحافظة في نفس الوقت على عنصر السيولة (قديح، 1997، ص3). وتحول الأموال عادة إلى العملات القوية والمتوقع أن ترتفع قيمتها وتتجه إلى السوق الذي لا يفرض قيود على تحركات رؤوس الأموال ولا يفرض ضرائب على الفوائد المتحققة. إن هذا ينطبق على الأسواق العالمية التي تحررت من القيود التي كانت مفروضة خلال الثمانينات (حبش، 1998).

في هذا الفصل يتم تناول ثلاثة مباحث تغطي موضوع الأسواق المالية وستكون كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: تصنيف الأسواق المالية

المبحث الثالث: سوق رأس المال

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

في هذا المبحث يتم تناول عدة نقاط وشرحها وستكون كما يلي:

- 1- تعريف الأسواق المالية
- 2- أهمية الأسواق المالية
- 3- شروط تكوين السوق المالية
- 4- مقومات إنشاء ونجاح الأسواق المالية

تعريف الأسواق المالية

حتى يتم تعريف الأسواق المالية يجب معرفة أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام. والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق. كما أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من المستثمرين والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق. (التميمي، وسلام، 2004، ص 110)

وقد عرف الزيدانين السوق بأنها "السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه" (الزيدانين، 1999، ص 211).

وفي تعريف آخر للسوق "هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة" (التميمي، وسلام، 2004، ص 110) مما سبق يمكن استخلاص تعريف بسيط للأسواق المالية هو المكان الذي تباع وتشتري فيه الأوراق المالية عن طريق قنوات اتصال بغض النظر عن المكان أو الوسيلة لتحقيق ذلك.

أهمية الأسواق المالية

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الرئيسي الذي تلعبه في الموازنة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال أو الموارد. كما تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية وفي

تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية بطرح أسهم وسندات المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب بها، كذلك تعتبر وسيطاً جيداً في تغطية الفجوة التي يعاني منها كثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل، بالإضافة إلى أنها تلعب دوراً هاماً في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراء مما له أثراً هاماً في تنمية ثرواتهم (الزيدانين، 1999، ص 211).

شروط تكوين السوق المالي

هناك عدة شروط يجب توافرها لتكوين السوق المالية يذكر منها (الجميل، 2002، ص21):

- 1- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: إن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية داخل الدولة، ويتطلب من هذه المؤسسات تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية، ورفع أسعار الفائدة، وتحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعها.
- 2- تحويل المدخرات إلى استثمارات: وهناك عدة طرق اتبعت لهذا الغرض منها اقتطاعات إجبارية من الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية، وتخصيص أيام خاصة بالجمهور لزيارة البورصات، وإنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار.
- 3- إنشاء بورصات للأوراق المالية: واهم مهامها تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في دور التكوين، وتحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.
- 4- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في السوق المشتركة: ومن الملاحظ وجود اتفاقيتين ضريبيتين على نطاق الدول العربية هما اتفاقية تجنب الازدواجية الضريبية ومنع التهرب من الضرائب، واتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.
- 5- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: ففي حالة نشر بيانات عن الخطة الاقتصادية للدولة يستطيع كلا من القطاع الخاص وصغار المستثمرين معرفة الشركات التي يمكن المشاركة فيها وتمويلها بدلاً من الجهود التي تبذلها الخزينة العامة لتمويل النقد اللازم لها.

6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد: فيجب على الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

مقومات إنشاء ونجاح الأسواق المالية

طبقا لمفهوم السوق المالية يمكن التمييز بين نوعين من المقومات لإنشاء الأسواق المالية (التميمي، وسلام، 2004، ص 112):
أولاً: مقومات أساسية :

- 1- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم.
- 2- فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة.
- 3- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.
- 4- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها.
- 5- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال التي يقوم السوق بتحفيزها.

ثانياً: مقومات مساندة:

- 1- أنظمة اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة لتوفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار
- 2- أنظمة كفاءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد
- 3- تشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة ومنح الاحتكار، لتفعيل السوق كأرضية للعرض والطلب
- 4- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة بشرط الحياد والخبرة
- 5- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

وقد أضاف (العريبي، 2002، ص 150) مقومات مساندة أخرى:

- 1- يجب وجود نظام محاسبي سليم يسمح بتوفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات وتلبية متطلبات المستثمرين.
- 2- يجب مراعاة مبدأ الإفصاح المطلوب عن المعلومات المحاسبية التي تعكس حقيقة المراكز المالية للشركات والبنوك وأرباحها الفعلية والمتوقعة وتطبيق مبدأ الشفافية، من أجل تقييم أسعار الأسهم المتداولة بقيمتها الحقيقية.
- 3- يجب توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية، بهدف التمكن من استخدام البيانات والمعلومات المتاحة، وإجراء تقييم حقيقي للمراكز المالية للشركات والبنوك المصدرة للأسهم، والتوصل إلى التقييم العادل للأسعار السوقية للأسهم.

المبحث الثاني: تصنيف الأسواق المالية

في هذا المبحث يتم تناول عدة نقاط وشرحها وستكون كما يلي:

- 1- الأسواق النظامية وغير النظامية
- 2- الأسواق الأولية والثانوية
- 3- الأسواق الحالية والآجلة
- 4- أسواق رأس المال والنقد والصراف الأجنبي

أولاً: الأسواق النظامية وغير النظامية:

السوق النظامية:

للسوق النظامية مكان مادي ملموس، يتم فيه النقاء وكلاء البائعين ووكلاء المشترين للأوراق المالية المتداولة. ويتم التعامل فيه من خلال نظام المزايمة، ويقتصر التعامل في السوق المالية النظامية على الأوراق المالية المدرجة فيها فقط، حيث يقوم كل سوق بإدراج أوراق مالية معينة للتداول (www.dfm.co.ae).

السوق غير النظامية:

يطلق مصطلح السوق غير النظامية أو السوق الموازية، على التعاملات التي تتم خارج السوق النظامية (البورصة). ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين الوسطاء والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة، ويعتبر السوق غير النظامي أسلوباً لأداء الصفقات أكثر منه مكاناً لعقد الصفقات، ولا تتم من خلاله مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية بل من خلال التفاوض عن طريق شبكة اتصالات تربط ما بين المتعاملين في هذه السوق، وقد يكون تواجد السوق غير النظامية موازياً لوجود سوق نظامية لأنها تتعامل مع كافة الأوراق المالية غير المدرجة في السوق النظامية (www.dfm.co.ae).

ثانياً: الأسواق الأولية والثانوية:

السوق الأولي:

يوجد عدة تعريفات للسوق الأولي، فقد عرفه (هندي، 1999، ص83) بأنه "السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكيير أو بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسات مالية متخصصة".

أما (إبراهيم، والحمداني، 1990، ص 17) فقد عرفا السوق بأنه "يشير إلى بيع وشراء الأدوات المالية مباشرة بين المصدر والمشتري، وعادة يحتفظ المشتري بهذه الأدوات حتى موعد استحقاقها ثم يردها إلى مصدرها الأصلي للحصول على قيمتها الاسمية أي أن هذا السوق هو سوق الإصدارات".

ويلاحظ أن تعريف هندي لمفهوم السوق الأولي أكثر تحديدا وشمولية.

السوق الثانوي:

يتم فيه تداول الأوراق المالية بين حامليها وبين الراغبين في شرائها من غير المصدرين، أي لا يكون أحد طرفي السوق مصدراً للأوراق المالية الأصلية وتعتبر مرحلة تداول للأسهم والسندات بعد مرحلة الإصدار لهذه الأسهم والسندات (إبراهيم، الحمداني، 1990، ص 17)

ويصنف السوق الثانوي للأوراق المالية إلى أربعة أنواع وفقاً لأطراف التعامل هي (حنفي، 2003، ص 49):

- 1- السوق الأول: ويتكون من السماسرة والعاملين بالبورصات النظامية.
- 2- السوق الثاني: ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير النظامية والمنتشرين في المناطق المختلفة وبالبنوك.
- 3- السوق الثالث: بيوت سمسرة من غير أعضاء السوق النظامية وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وتعتبر منافساً للمتخصصين أعضاء السوق النظامية.
- 4- السوق الرابع: حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى بهدف استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية.

ثالثاً: الأسواق الحالية والآجلة (الزرري، فرح، 2001، ص 49):

الأسواق الحالية:

تعتبر الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ودفع القيمة فوراً هي أسواق الحالية.

الأسواق الآجلة:

هي أسواق تتعامل أيضاً بالأوراق المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. ويندرج في هذا الإطار أسواق الخيارات.

رابعاً: أسواق رأس المال والنقد والصرف الأجنبي

تتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الاستحقاق للأموال، إلى سوق رأس المال للأدوات

طويلة الأجل، وسوق نقد للأدوات قصيرة الأجل

سوق رأس المال:

ويقسم حسب الإصدارات، إلى سوق أولية عندما يكون الإصدار أول مرة، لكن تداول هذه الإصدارات فتتولى السوق الثانوية مرونة تسهيل تلك الإصدارات، وسوق رأس المال أقل اتساعاً من سوق النقد لكنه أكثر تنظيماً لكون المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين، ومن شروط زيادة فاعلية السوق وجود سوق ثانوي نشط يتسم بالعمق والاتساع للأوراق المتداولة فيه، كما يبوب السوق الثانوي إلى سوق منتظمة وأخرى موازية وثالثة ورابعة (التميمي، سلام، 2004، ص 120).

سوق النقد:

يمتاز سوق النقد بمرونته العالية لانخفاض درجة المخاطرة فيه، فضلاً عن بساطة الإجراءات التي تخفض من تكاليف الصفقة المالية. وتلعب هذه الأسواق دوراً أساسياً في تخطيط السياسات النقدية على مستوى الاقتصاد الوطني لأنه يمكن البنك المركزي من ممارسة سياسته النقدية في التحكم بأسعار الفائدة القصيرة الأجل مما ينعكس بدوره على الاقتصاد الوطني (التميمي، سلام، 2004، ص 114).

سوق الصرف الأجنبي:

هو أكبر سوق في العالم، معظم عملياته تتم بالعملات الأربعة القوية: الدولار، الإسترليني، الفرنك السويسري، الين الياباني. لقد كان حجم هذا السوق ضئيلاً بعد الحرب العالمية الثانية وكانت أسعار العملات مقابل بعضها ثابتاً، ولكن بدأت تظهر مخاطر هذه الأسواق بعد نشوء ما سمي بنظام العملات العائم عام 1973 (حبش، 1998، ص 3)

المبحث الثالث: سوق رأس المال

في هذا المبحث يتم تناول عدة نقاط ومناقشتها وستكون كما يلي:

- 1- تعريف سوق رأس المال (البورصة)
- 2- خصائص سوق رأس المال
- 3- الأوراق المتداولة في سوق رأس المال: وتشمل الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات، والأوراق المالية القابلة للتحويل، وأدوات أخرى مستحدثة.
- 4- مؤشرات الأسهم

أولاً: تعريف سوق رأس المال (البورصة):

يطلق على المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية، عادة اسم البورصة. وقد انطلقت هذه التسمية، تاريخياً، من مدينة بروج البلجيكية، حيث كان يتجمع العاملون بالتجارة، في فندق مسمى باسم صاحبه "فان دو بورص"، بقصد عقد الصفقات التجارية دون تقديم أو نقل البضائع. وتعتبر بورصة أمستردام بهولندا، أول سوق منظمة للأوراق المالية، تلتها أسواق أخرى في أوروبا الغربية، أولها بورصة باريس التي أنشئت عام 1724، ثم بورصة لندن عام 1773. وبدأ نشاط كل من هذين السوقين على شكل اجتماعات في المقاهي بين الوسطاء وعمالهم لعقد الصفقات التجارية، وكانت بورصة لندن هي الأولى في وضع أنظمة خاصة بها في عام 1773، وشيدت مقراً خاصاً كتب على مدخله عبارة "بورصة" وتعد بورصة نيويورك أكبر وأهم الأسواق العالمية. (www.dfm.co.ae)

البورصة الإلكترونية:

عبارة عن تبادل وتداول الأوراق المالية إلكترونياً من خلال شبكة الانترنت أو شبكة الانترنت. فجميع الأوراق المالية وحركة تداولها مقروءة على شاشة الكمبيوتر. ولكل سمسار موقع على الانترنت يستطيع البائع أو المشتري الاتصال به فوراً للشراء والبيع والإضافة أو الخصم الفوري من حسابه لدى السمسار. وتتم هذه الصفقات مقابل رسم سمسرة أقل بكثير من عمولة السمسرة في غياب البورصة الإلكترونية. وتقلل الانترنت من مصاريف وعمولة السمسار نظراً للشفافية ومعرفة سعر البيع والسعر الذي يعرضه المشتري. (النجار، 2004)

شروط تكوين البورصة:

توجد عدة شروط لتكوين البورصة (حنفي، وقرياقص، 2003، ص 42) وهي كما

يلي:

- 1- مناخ استثماري مستقر في إطار توزيع عادل للثروات.
- 2- وعي اقتصادي ومالي، وهو الدور الذي تقوم به وسائل الإعلام العامة، والصحافة العامة والصحافة المالية المتخصصة في أسواق المال.
- 3- نوادي الاستثمار التي تساعد على نشر الوعي الاقتصادي والمالي وآليات عمل البورصات.
- 4- أدوات تقليدية ومستحدثة (أسهم بأنواعها وسندات بأنواعها وأخرى قابلة للتحويل) خاصة تلك الأدوات التي تناسب ذوي الدخل المحددة.
- 5- مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.
- 6- الانفتاح على الأسواق الدولية عن طريق تكنولوجيا اتصالات متقدمة ومواكبة المخرجات الحديثة في تلك الأسواق.
- 7- توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين سواء كانوا أفراد طبيعيين أو اعتباريين وتمثل هذه الملكية أما نصيب في رأس مال الشركات القائمة أو في قروض قدموها لهذه الشركات.
- 8- ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق المالية بالبيع.

أنواع البورصات:

تتعدد وتتوسع البورصات بتنوع النشاطات الاقتصادية في كل بلد وطبقاً لدرجة التقدم الاقتصادي والاجتماعي، لأن البورصات تعكس مدى درجة الرفاه الاجتماعي والاقتصادي للدولة. وتتميز المجتمعات الحرة بتنوع البورصات وامتدادها إلى مختلف نواحي ومجالات الحياة الاقتصادية وفيما يلي أنواع البورصات (العريبي، 2002، ص26):

- 1- من حيث المنتجات المتداولة:
 - أ- بورصات السلع وهي مجموعة البورصات التي يتم فيها تداول سلع معينة مثل بورصات السلع الزراعية (القطن - القمح - البن - الشاي - السكر) والسلع المعدنية (الذهب - الفضة - البترول - النحاس) والبورصات السلعية ذات الطبيعة الخاصة مثل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة.
 - ب- بورصات الخدمات: وهي بورصات متنوعة وأهمها السياحة والفنادق وبورصات التأمين والنقل وتأجير السفن، وبورصات عقود التصدير وتجارة الديون.
 - ت- بورصات الأفكار وهي أحدث أنواع البورصات وتتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع والمعرفة والعلامات التجارية وأنظمة المعلومات.

وتتعد هذه البورصات يومياً وفي مكان معلوم لكل المتعاملين ويتم التعامل فيها بواسطة السماسرة دون ظهور المنتج والمستهلك، ويتم فيها تداول الحقوق والعقود دون البضائع والنقود.

ويتم إعلان السعر بصورة رسمية ويومياً وينظم عمل هذه البورصات قوانين وتشريعات وقواعد وأعراف تحدد واجبات المتعاملين.

2- البورصات من حيث المدى الزمني:

أ- بورصات المنتجات الحاضرة: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها وقبض قيمها بصورة فورية.

ب- بورصات العقود الآجلة: ويتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام المنتجات أو الأثمان، ويتم فقط المضاربة على السعر.

3- البورصات من حيث التعامل الجغرافي:

أ- البورصات التي تعمل على المستوى المحلي ولا تمتد معاملاتها إلى الصعيد الدولي وتتميز بمحدودية نشاطها وتواجدها في الاقتصاديات الحديثة النشأة.

ب- البورصات التي تعمل على المستوى الدولي وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

4- البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي:

أ- بورصات رسمية: وتأسست وفقاً للقوانين والقواعد الناظمة ويتواجد فيها ممثل للحكومة يراقب ويتابع المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر ويحافظ على استقرار العمل.

ب- البورصات غير الرسمية: وتعمل بصورة غير رسمية وطبقاً لقواعد وإجراءات خاصة بها، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل معها نظراً لأنها تتضمن مخاطر حتمية.

ثانياً: خصائص سوق رأس المال:

هناك عدد من الخصائص التي تميز سوق المال وهي (الجمل، 2002، ص 35):

1- سوق رأس المال يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل

المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل.

2- الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائداً ويهتم المستثمرون بالدخل أكثر من

اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال.

3- يتسم هذا السوق بكونه أكثر تنظيماً من السوق النقدي لكونه متعامل به من قبل

الوكلاء والمتخصصين

4- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدي لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يحتمل مخاطر سوقية، أو سعرية وتنظيمية مختلفة.

5- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها.

ثالثاً: الأوراق المتداولة في سوق رأس المال:

الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغيرها، فهي تعتبر صكاً وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر (حنفي، 2003، ص 24).
وتعرف بأنها صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدره الورقة مثل السندات، أو الحق العائد فقط مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات (البرواري، 2002، ص 29).

وفيما يلي بيان لأنواع هذه الأوراق:

أولاً: الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية أوراق ملكية في الشركة وفي حالة تحقق أرباح فان الشركة توزع أرباح على حملة الأسهم، وهؤلاء لهم الحق في الأرباح غير الموزعة في حالة تصفية الشركة (حبش، 1998، ص 164).

إن الاستثمار في الأسهم يحقق عوائد للمستثمر تتمثل في (الزرري، وفرح، 2001، ص 168):

1- الأرباح الموزعة حيث إن مالك السهم له الحق في الأرباح التي توزعها الشركة ويعبر عنها كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم في حالة تحقيقها أرباح، وإذا لم تحقق الشركة أرباح أو تم تحقيق أرباح ولكن يوجد قرار من الإدارة باحتجاز هذه الأرباح بغرض تحسين الوضع المالي للشركة أو مشروعات التوسع في الشركة فليس للمستثمر الحق بالمطالبة بأرباح من الناحية القانونية.

2- الأرباح الرأسمالية وهي الناتجة عن ارتفاع سعر أسهم الشركة في السوق، فالمستثمر يأمل أن يبيع السهم في المستقبل عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به، وعندها يحقق ربح رأسمالي.

وقد اُضيف (حنفي، 2003) البند التالي:

I- الأسهم العادية تعتبر كمخزن للقيمة في المستقبل.

وتتعدد قيم الأسهم العادية ويذكر منها (الزرري، فرح، 2001، ص 157):

القيمة السوقية:

وهي القيمة التي يباع بموجبها السهم في السوق وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية، فإذا كان أداء الشركة جيدا وتحقق أرباح فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية، أما إذا كان أداء الشركة ضعيف فمن المتوقع أن ينخفض سعر سهمها في السوق وربما يصل إلى أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية

القيمة الاسمية:

هي القيمة للسهم عند إصداره أول مرة وهي أقل من القيمة السوقية عادة وفي الغالب تساوي دينار واحد (أو دولار واحد) وذلك حسب قانون الدولة. وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال المدفوع وهي منصوص عليها في عقد التأسيس.

القيمة الدفترية:

هي عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الشركة وليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق. وهذا يتناقض مع رأي (حنفي) كما سيتم ذكره في الفصل الرابع.

القيمة الحقيقية:

تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من هذا السهم، ويتمثل العائد بالتوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

قد تقوم الشركات بتوزيع أرباح على مساهميها بشكل أسهم بدلا من التوزيعات النقدية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، وهذا سيؤدي إلى انخفاض حصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة مما يترتب على ذلك انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد. وتستخدم سياسة توزيع الأرباح بشكل أسهم بهدف الحد من الارتفاع الكبير في سعر السهم في السوق الذي يؤثر بدوره على حجم التداول به.

الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية:

هناك بعض الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية وهي كما يلي (التميمي، وسلام، 2004، ص 43):

- 1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: يخول لحامله امتلاك قسم معين من أقسام الشركة ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، دون النظر للمركز المالي لبقية الأقسام في الشركة ونجاح القسم يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة.
- 2- الأسهم العادية ذات الأرباح المخصومة من الربح الخاضع للضريبة: وتخصص للعاملين في الشركة مما يجعلها تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون لأنها تختص بعنصر العمل، ويستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها تمثل عبئاً على إيرادات الشركة ويخفض وعاء الضريبة ومما يخفض مخصص الضريبة.
- 3- الأسهم العادية المضمونة: وإصدارها يكون مضمون بقيمة معينة، وتباع بعلاوة كتأمين، وللمستثمر الحق في الشراء بعلاوة إذا رغب بالضمان بأن لا يقل قيمة السهم عن قيمة معينة أو بدون علاوة إذا لم يرغب بالضمان، وتمتاز بالتعويض عن نقص المعلومات، لضمان عدم بيع السهم بأقل من القيمة الحقيقية ولدعم ثقة المستثمر للاحتفاظ بالسهم وعدم بيعه.

ثانياً: الأسهم الممتازة

تتشابه حقوق حملة الأسهم الممتازة مع حملة الأسهم العادية من ناحية حقها في الأرباح، ولكن هذا الحق يمثل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية وليست متغيرة مثل حقوق الأسهم العادية. وكذلك تتشابه مع حملة السندات في عدة نواحي (حبش، 1998، ص 164). وهناك عدة مميزات للأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر منها (خريوش، ارشيد، 1995، ص55):

1. إن الشركات تصدر هذا النوع من الأسهم ليتناسب ورغبات بعض المستثمرين الذين يرغبون بالحصول على دخل ثابت وبأقل نسبة من الخطورة.
2. إن حملة هذه الأسهم يحصلون على قيمة أسهمهم قبل حاملي الأسهم العادية، ولهم الحق أيضاً في الحصول على أرباح قبل أية توزيعات على الأسهم العادية.

وسيتم توضيح عيوب هذه الأسهم فيما يلي (خريوش، ارشيد، 1995، ص55):

- 1- تكلف الشركة كثيراً إذا ما قورنت بالسندات

- 2- إن أرباح هذه الأسهم لا تعتبر مصاريف لغايات الضرائب من جهة وتمثل عبء ثابت على الشركة المصدرة لها من جهة أخرى.
 - 3- يواجه حملتها مخاطر كما هو الحال بالنسبة لحملة الأسهم العادية، كما أن أسعارها تتذبذب مثل الأسهم العادية بعكس السندات ذات القيمة الثابتة.
 - 4- إن حملتها لا يحق لهم المشاركة بالإدارة.
- وإذا تم إجراء مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة فسيتم تسجيل الملاحظات التالية (خريوش، ارشيد، 1995، ص56):
- 1- الأسهم الممتازة أقل شيوعاً وانتشاراً من الأسهم العادية.
 - 2- الأسهم الممتازة لا تشارك في الإدارة بعكس الأسهم العادية التي تشارك في الإدارة.
 - 3- يحق للأسهم العادية أرباح إذا حققت الشركة أرباح وصدر قرار مجلس الإدارة بتوزيع أرباح في حين أن للأسهم الممتازة حق في الحصول على نسبة ثابتة من الربح إذا سمحت أرباح الشركة بذلك.
 - 4- عند تصفية الشركة لأي سبب فإن للأسهم الممتازة الأولوية في السداد. أما الأسهم العادية فإنها لا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد الالتزامات جميعها.
 - 5- تتذبذب أسعار الأسهم العادية صعوداً وهبوطاً بصورة أكثر من الأسهم الممتازة.
 - 6- يجوز أن تكون حقوق الملكية أسهم عادية في حين لا يجوز ولا يمكن تصور حقوق الملكية أسهم ممتازة.
 - 7- تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية.

ثالثاً: السندات

هي أداة من أدوات الدين التي تلزم مصدر السندات بدفع مبالغ محددة على فترات زمنية متتالية تمثل الفائدة بالإضافة إلى دفع المبلغ الأصلي عند استحقاق السند، وتشكل السندات التزاماً على مصدر السند بدفع المبلغ الأصلي في تاريخ الاستحقاق أو تسديد مبلغ معين من قيمة السند الأصلي في حالة الإطفاء قبل الاستحقاق إضافة إلى دفع الفوائد (حبش، 1998، ص 117). وفيما يلي أنواع السندات (خريوش، ارشيد، 1995، ص63):

1. سندات الدولة: وهي سندات تصدرها الدولة لأجل متعده. ويعتمد سعر الفائدة هنا على قيمة القرض، مستوى أسعار الفائدة ووقت إصدارها. لا يواجه مشتروا هذا النوع من السندات أية مخاطر وظيفية وسوقية فيما عدا خطر

التضخم. وعادة ما يتم إصدار هذا النوع من السندات بغرض تمويل الإنفاق العام في الدولة.

2. سندات الهيئات الحكومية المحلية: يصدر هذا النوع من السندات الهيئات العامة والبلديات والمدن، وإصدارها يخلق التزاماً على الجهة المصدرة تجاه المكتتبين بهذه السندات. وتتميز هذه السندات بانخفاض معدل درجة المخاطرة المصاحبة لها. ويتم إصدار هذه السندات لأجل طويلة مما يعرضها لمخاطر التضخم (تآكل القوة الشرائية) والتغيرات التي تطرأ على أسعار الفوائد.

3. سندات المنظمات الإقليمية الدولية: وهي سندات تصدرها الهيئات الدولية. فالأموال المقترضة وهي حصيلة الاكتتابات بهذه السندات تستخدمها هذه الهيئات في تمويل مشاريعها. وتعتبر نوعية هذه السندات من الدرجة الأولى. وهناك سندات تعرف بالسندات الدولية وهي السندات التي تصدر في بلد ولكن بعملة مغايرة لعملة ذلك البلد.

4. سندات الشركات: تعتبر أدوات دين على الشركات المصدرة لها. وهي تصدر في العادة عن شركات ذات طابع تجاري وصناعي وكذلك الشركات التي تتعامل بالأنشطة الخدمية ولأغراض التوسع وزيادة رأس المال. وتتعرض أنواع هذه السندات لأنواع من المخاطر تتمثل في التغيرات في القيمة السوقية، التغيرات في مستويات أسعار الفائدة. ويمكن تصنيف سندات الشركات للأنواع التالية:

أ- السندات القابلة للاستدعاء: وهي سندات تعطي الحق للشركة التي تصدرها برد قيمتها بتاريخ سابق على تاريخ استحقاق السند المحدد مقدماً. فإذا استخدمت الشركة حقها في استدعاء حاملها هذا النوع من السندات فإنها ملزمة بدفع قيمة تفوق القيمة الاسمية للسند ويطلق عليها تعويض الاستدعاء.

ب- السندات القابلة للاستهلاك: تقوم الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات بالوفاء بقيمة السندات خلال جدول زمني محدد مقدماً. إذ تلتزم الشركة بشراء عدد معين من السندات سنوياً. وعادة ما تكون أسعار الفائدة على هذا النوع من السندات أقل من السندات العادية لنفس الشركة المصدرة. وذلك لأن الشركة المصدرة توفر الحماية والأمان بدرجة أكبر لأموال المستثمر عن طريق استهلاكها بصورة منتظمة.

ت - السندات المضمونة بأصل: تصدر الشركات هذا النوع من السندات بضمان يتمثل بأصل معين في حالة إفلاس الشركة. وهذه السندات مشابهة للسندات العادية. وعادة ما يكون الأصل عقارات. ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار المرهون لصالح إصدار السند أعلى من قيمة الإصدار لتترك هامش أمان مناسب. وفي حالة تخلف الشركة عن دفع الفائدة أو قيمة استحقاق السندات أو في حالة تصفية الشركة، يتم تسديد قيمة السندات من تصفية العقار المرهون.

ث - سندات الدخل: وهي سندات تختلف عن السندات العادية من حيث أن الشركة المصدرة لها ملتزمة بجدول زمني محدد لدفع الفوائد. ويبدو أن هذه الفوائد لا تعتبر مستحقة وقابلة الدفع إلا في حالة تحقيق الشركة لفوائد قبل تاريخ استحقاق دفع الفوائد. وأهم عيوب هذه السندات أن حاملها يتعرض لمخاطرة أعلى من المخاطرة التي يتعرض لها حامل السند الحكومي.

ج - السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: يعتبر هذا النوع من السندات احد المكونات الرئيسية للأوراق المالية القابلة للتحويل بصفة عامة وسيتم ذكر هذا النوع بالتفصيل في البند التالي وهو الأوراق المالية القابلة للتحويل.

وكذلك تتشابه مع حملة الأسهم الممتازة في عدة نواحي وهي (حبش، 1998):

- 1- يشكل الدخل نسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم / للسند.
- 2- لحملة الأسهم الممتازة ولحملة السندات الأفضلية عن حملة الأسهم العادية بخصوص توزيع الأرباح وتوزيع الموجودات في حالة التصفية.
- 3- السندات التي تصدرها الحكومات وخاصة الصادرة من قبل الحكومة الأمريكية (دائرة الخزينة) وتسمى إدونات الخزينة.
- 4- السندات التي تصدرها الشركات العالمية
- 5- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: أي يحق لحاملها الخيار بتحويل هذه السندات إلى أسهم عادية، وتحمل هذه السندات عادة فائدة أقل من مثيلاتها بسبب الفرصة الإضافية للتحويل إلى أسهم
- 6- السندات المرفقة بها وثائق تملك: وتقدم للمستثمر فرص إضافية لكن وثائق التملك لها صفة الاستقلالية عن السند وتعتبر وثيقة منفصلة عنها وتتم المتاجرة بها بشكل منفصل عن السند.

- 7- السندات بدون فائدة: ولكن تصدر بأقل من القيمة الاسمية وتسدد بالقيمة الاسمية وهي تستحق عادة خلال أقل من سنة.
- 8- سندات ذات سعر فائدة عائم: أي سعر الفائدة متغير ومرتبط بمؤشر متغير.
- 9- السندات القابلة للطلب: تسدد قبل موعد الاستحقاق وضمن شروط معينة تحدد مسبقا عند إصدار السندات ويحتفظ مصدر السندات بهذا الحق عندما يتوقع هبوط الأسعار الفائدة فيسدد سندات ذات فائدة عالية مقابل إصدار سندات جديدة بفائدة أقل.

رابعاً: الأوراق المالية القابلة للتحويل

يقصد بالأوراق المالية القابلة للتحويل السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها في ذلك. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة 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.

ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل. وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل إذ يمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل (هندي، 1999، ص 35).

وهناك عدة مزايا للتحويل وهي (هندي، 1999، ص 37):

- 1- تأجيل التأثير السلبي على كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادي، والذي كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن الشركة أصدرت أسهم عادية من البداية.
 - 2- إن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تكون أقل مقارنة بأوراق مالية مماثلة لكنها غير قابلة للتحويل، وهو ما يعني في النهاية انخفاض متوسط تكلفة الأموال.
 - 3- تناسب الميزة السابقة الشركات التي تتصف بانخفاض تصنيفها الائتماني في الوقت الذي يتوقع لها معدلات نمو مباشرة في المستقبل.
 - 4- إن المستثمر من حقه تحويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى أسهم عادية، هذه الأسهم يتوقع أن تدر عائد مرتفع عندما يتحقق النمو المنتظر.
 - 5- إن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية للسهم مما يعوض الملاك القدامى عن الانخفاض الذي طرأ على تلك القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم العادية.
- وفي مقابل هذه المزايا توجد عيوب وهي (هندي، 1999، ص 36):

1- يترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها.

2- إن احتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة، قد يفهم من قبل المتعاملين في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء الشركة عما كان متوقعاً، الأمر الذي قد يترك أثراً غير مرغوباً على قدرتها على تدبير موارد مالية مستقبلاً.

خامساً: أدوات أخرى مستحدثة

وهي تلك الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق غير منتظمة والتي خلقتها بعض بيوت السمسة، وهي في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق، نظراً لعدم وجود سوق تداول فيه، كقرض الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية حيث لا تنتظر المؤسسة المقرضة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوك قابلة للتداول ومضمونة بتلك القروض وهذه الصكوك لا تتم تسيلها إلا في تاريخ استحقاق القرض حسب الاتفاق. (هندي، 1999) ويعتبر الاتجاه المتزايد نحو أسواق الخيارات والأسواق الآجلة من التطورات الحادثة في الأسواق المالية في السنوات الأخيرة (حنفي، 2001، ص 91).

رابعاً: مؤشرات البورصة:

تتضح أهمية مؤشرات البورصة عند دراسة عمليات التغطية أو التحوط وعمليات المضاربة وعمليات المراجعة في الأسواق المالية وحتى يتم فهم آلية عمل مؤشرات البورصة لابد من دراسة كل مما يلي (العريبي، 2002، ص 37):

1- الوظائف الاقتصادية والمالية لمؤشرات البورصات:

تشهد الآن البورصات الدولية رواجاً كبيراً من قبل المتعاملين وإدارات هذه البورصات نظراً للوظيفة الاقتصادية التي تؤديها البورصات للاقتصاديات القومية.

ولا تخرج مؤشرات بورصات الأوراق المالية عن كونها مؤشرات أسعار يتم حسابها من واقع القيمة السوقية لمحظة أوراق مالية مستقرة زمنياً، للقيام بدور أساسي يتمثل في بيان التطور الذي يحدث في أسواق المال. وتسعى مؤشرات البورصة إلى تحقيق ما يلي:

أ- قياس التطور في الأوراق المالية (بارومتر البورصات): حيث يعتبر مؤشر البورصة بارومتراً لتطورها، لذلك يجب أن يكون المؤشر مبسطاً ويعبر عن الواقع الفوري

لوضع البورصة صعوداً أو هبوطاً، ونورد مثال على ذلك مؤشر داوجونز الذي يعبر كل لحظة عن واقع وول ستريت، ومدى الاعتماد الكبير للمتعاملين في تقديرهم لحركة البورصة، وتخدم وظيفة المؤشر كمقياس لمقدار الثقة في الاقتصاد الوطني.

ب- قاعدة أساسية في قياس أداء البورصة: تساعد مؤشرات البورصة المستثمرين في مقارنة أداء استثماراتهم مع الأداء الذي تحققه، وأيضاً قياس كفاءة إدارات محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

ت- تعتبر أداة المتاجرة في الأسواق المشتقة: حيث تعد مؤشرات البورصة أداة للمتاجرة بالبورصة في الأسواق المشتقة من خلال عقود المستقبلات والخيارات، التي تهدف لتحقيق العديد من الأغراض للمستثمرين أهمها تغطية الأخطار.

ث- تعتبر مؤشراً اقتصادياً: حيث تساعد مؤشرات البورصات في عملية التقييم الاقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الاقتصاد الكلي، ومثال على ذلك استخدام جداول العمليات المالية في المحاسبة القومية لتلك المؤشرات، وذلك عند تقييم أصول الشركات غير المدرجة بقوائم أسعار البورصة.

2- أنواع مؤشرات البورصة:

أ- المؤشرات غير القابلة للتداول: وهي المؤشرات التقليدية مثل مؤشر داوجونز وتهدف إلى إيجاز الأداء الكلي للبورصة في رقم واحد وبطريقة موضوعية وحيادية وتقسّم تلك المؤشرات بدورها إلى المؤشرات الآتية:

أولاً: مؤشرات البورصة الرسمية: وهي المؤشرات المصدرة من الهيئات الرسمية في البورصة، وتشمل مؤشرات قومية لمتابعة سلوك البورصة داخل الدولة، وقد تصدر من جهات أخرى كالمعاهد الإحصائية والمؤسسات المالية.

ثانياً: المؤشرات الدولية: وتنتشر بمعرفة بيوت السمسة الدولية مثل مورجان ستانلي أو ميرلينشر.

ب- المؤشرات موضوع السوق (مؤشرات المتاجرة)، حيث تسمح هذه المؤشرات بالمتاجرة في البورصة ككل في السوق المشتقة، سوق المستقبلات والخيارات، وتمكن المستثمرين من إدارة محافظ الأوراق المالية وتغطية أخطارها، بالإضافة إلى المضاربة والمراجعة بين الأسواق المختلفة.

وتتميز المؤشرات موضوع السوق عن تلك غير القابلة للتداول بخاصية المعلومات المستمرة، حيث إن انتعاش المؤشر يعني أن العديد من المستثمرين قرروا توجيه إدارة محافظهم نحو هذا المؤشر، وبذلك يعكس المؤشر اختيار السوق ويوجز المعلومات التي يريد

المتعاملين إيصالها للسوق، وتقسّم تلك المؤشرات إلى مؤشرات خاصة ومؤشرات محلية أو مستوردة، ومؤشرات متنوعة.

ت- مؤشرات المؤشرات (مؤشرات صناديق الاستثمار): ويقصد بتلك المؤشرات صناديق الاستثمار، حيث تقوم الشركات التي تدير الصناديق بتكوين مجموعة من الأصول المالية التي تعد في نفس الوقت مؤشر مالي، حيث يتم حساب قيم التصفية بنفس طريقة حساب مؤشر البورصة الذي يتكون من نفس عينة الأصول المالية. وتوجد مؤشرات للبورصة على المستوى الدولي، وغالبية تلك المؤشرات تأخذ باعتبارها الأسهم العادية فقط، وتختلف فيما بينها في كل من طريقة حساب المؤشر ومعايير اختيار الأوراق المالية المتضمنة للمؤشر أو في الأسعار التي تؤخذ بالاعتبار.

3- كيفية تكوين مؤشرات البورصة:

يجري تكوين المؤشرات بإتباع خطوتين أو ثلاث طبقاً لنوع المؤشر: قابل أو غير قابل للمتاجرة، وتمثل الخطوتان الشائعتان في اختيار العينات، أي الأسهم التي تستخدم أسعارها في حساب المؤشر، ومن ثم التجميع، وهي الطريقة التي يتم بموجبها تركيب الأسعار للحصول على رقم موحد يمثل المؤشر. وتوجد خطوة ثالثة تتعلق بتنظيم إجراءات التسعير النقدي للمؤشر ومهما تكن الطريقة يجب أن يحقق تكوين مؤشر السوق الأهداف الآتية:

أ- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي.

ب- أن يراعي القواعد الإحصائية.

ت- أن يكون قابلاً للتسعير.

وطبقاً لذلك يختلف حساب المؤشر من بورصة لأخرى وفقاً للمعايير المكونة للمؤشر مع أنها تتفق في المعادلة العامة، وهي:

(مجموع الرسملة الفورية للأوراق المالية المتضمنة/الرسملة في تاريخ الأساس) 100X

وتختلف هذه المؤشرات في شيئين أساسيين هما (الحنوي، 2000، ص 65):

1- الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

2- الأسلوب الذي استخدم في حساب قيمة المؤشر.

مبادئ ترجيح المؤشرات

يوجد بصفة عامة أربعة مبادئ للترجيح هي (حنفي، 2001، ص 89):

المبدأ الأول: الترجيح بدلالة سعر السهم:

يعتمد هذا المبدأ على حساب متوسط السعر للأسهم الداخلة في المؤشر وذلك كما يلي:

1. حساب مجموع القيم السوقية للأسهم الداخلة في المؤشر.

2. حساب متوسط السعر للسهم عن طريق قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم/عدد الأسهم الداخلة في المؤشر .

3. يتم حساب نسبة التغير في السعر المتوسط للأسهم الداخلة في المؤشر .
ويلاحظ أن هذا المدخل يعطي الأسهم ذات السعر المرتفع وزن اكبر في تحديد مستوى الرقم القياسي. وتؤثر ثلاثة عوامل في تعديل المقسوم عليه حتى لا يتأثر هذا المؤشر وهي:

أ- إذا حدث تجزئة للسهم.

ب- إذا حدث توزيع لأسهم مجانية تتجاوز 10%

ت- إذا ما تم إحلال إحدى الشركات بأخرى.

مؤشر داوجونز: يعتمد على الترجيح بدلالة سعر السهم وعدد الأسهم الداخلة في هذا المؤشر 30 سهم.

المبدأ الثاني: الترجيح بدلالة القيمة السوقية المرجحة للأسهم:

وفي مثل هذه المؤشرات تكون قيمة الأسهم الداخلة في المؤشر مرجحة بالقيمة، ولحساب هذا المؤشر يتم حساب ما يلي:

1- إجمالي القيمة السوقية الحالية للأسهم = (سعر السهم الحالي X عدد الأسهم المصدرة) لكل نوع من الأسهم المدرجة في المؤشر .

2- قيمة المقسوم عليه = (إجمالي القيمة السوقية للأسهم / القيمة المبدئية للمؤشر)

3- مؤشر السوق = (إجمالي القيمة السوقية للأسهم بالسعر الجديد/ قيمة المقسوم عليه الناتج من الخطوة 2)

ومن أمثلة هذه المؤشرات مؤشر كولس الذي يشمل جميع الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكذلك مؤشر ستاندرد بورز الذي يفضل على مؤشر الداوجونز لسببين هما:

أ- إنه يشتمل على أسهم 500 شركة بدلا من 30 شركة كما في الداوجونز.

ب- إنه يعتبر مؤشر مرجح بالقيمة السوقية.

أي أنه يحسب على أساس حساب القيمة السوقية لأسهم ال 500 شركة الداخلة في المؤشر بالمقارنة بالقيمة السوقية لحقوق الملكية لهذه الشركات في اليوم السابق.

لكن يلاحظ أنه كلما كانت عدد الأسهم المصدرة كبير فإن أي تغير في سعر السهم فإنه يؤثر على قيمة المؤشر، أي أن قيمة المؤشرات المبنية على أساس القيمة متحيزة للأسهم ذات العدد الكبير.

المبدأ الثالث: الترجيح بدلالة السعر التناسبي:

- تقوم فكرة هذا المبدأ على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، ويتم ضرب الوسط الهندسي X الأساس. ويحسب الوسط الهندسي كما يلي:
- 1- قسمة السعر الحالي لكل سهم على السعر المناظر في سنة الأساس.
 - 2- يتم ضرب نواتج القسمة السابقة لكل الأسهم.
 - 3- حساب الجذر (ن) لهذا الناتج حيث $n = \text{عدد الأسهم}$

المبدأ الرابع: الترجيح بدلالة الأوزان المتساوية (الحناوي، 2000، ص70):

وفي هذا المبدأ يتم استثمار مبلغ متساوي من الأسهم التي يتضمنها المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يتغلب هذا المؤشر على فكرة التحيز للأسعار وهي أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر. ويتم حساب المؤشر حسب الخطوات التالية:

- 1- حدد وزن نسبي يساوي واحد صحيح للسهم صاحب أقل سعر.
- 2- حدد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:
الوزن النسبي = (قيمة السهم صاحب أقل سعر / سعر السهم)
- 3- احسب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكل سهم X سعر السهم
السوقي.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية للأسهم التي يتكون منها المؤشر تظل كما هي ثابتة لا تتغير إلا في ظل الحالات التالية:

- أ- قيام إحدى الشركات التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها.
 - ب- زيادة أو تخفيض عدد أسهم التي يتكون منها المؤشر نتيجة العديد من العوامل كاندماج بعض الشركات التي يتكون منها المؤشر، أو شطب أسهم إحدى الشركات التي يتكون منها المؤشر.
- كما يلاحظ انه في حالة تغير سهم أو أكثر من أسهم المؤشر يبقى الوزن النسبي كما هو دون تغيير.

الشروط الواجب توافرها في مؤشرات البورصة:

إن المؤشر الجيد هو الذي يبتعد عن التحيز أي يجب أن يعبر عن مختلف وحدات المجتمع لذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل ونظراً لعدم تجانس وحدات أي مجتمع فانه يوجد اختلاف في إعداد المؤشرات، فإذا لم يكن المؤشر يعبر عن مختلف وحدات هذا المجتمع فانه

لا قيمة له. لذلك يتطلب الأمر توافر عدد من الخصائص عند تصميم أي مؤشر أو دليل للأسهم وهي (حنفي، 2001، ص78):

1- حجم العينة:

يلاحظ أن العينة من الناحية الاقتصادية هي جزء من المجتمع موضع الدراسة - وكلما كان حجم العينة كبيراً كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي يمثله.

2- أن تعبر عن المجتمع الذي سحبت منه:

يشترط في العينة أن تعبر عن مختلف فئات المجتمع وبمعنى آخر لا تقتصر العينة فقط على أسهم الشركات الكبيرة فقط أو الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة.

3- الترجيح:

بمعنى أن يعطي وزن ترجيحي لكل عنصر يدخل في العينة أي أن يتم ترجيح الورقة (السهم أو السند) في المؤشر أو الدليل كنسبة معينة بالمقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة. هذا يعني أن الترجيح بالقيمة السوقية يعكس الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق. إذا ما اتبع أسلوب الوزن المتساوي في الدليل - فهذا يعني احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية.

4- أن تكون وحدات المؤشر مناسبة:

بمعنى من السهل فهمه والتوصل منه إلى إجابات ملائمة على الأسئلة المثارة.

الفصل الثالث

سوق فلسطين للأوراق المالية

مقدمة

سوق فلسطين للأوراق المالية، إسم تردد على مسامعنا خلال السنوات التسع الماضية، ولكن هل يدرك جميعنا معنى هذا الإسم وما الذي تقوم به هذه المؤسسة، حيث أن أول ما يتبادر الى الأذهان تداول العملات، لكن هذا الفصل هو خطوة في سبيل تعميق الفهم عن سوق فلسطين للأوراق المالية، ويتم في هذا الفصل تناول المباحث التالية:

المبحث الأول: نشأة وأهداف وصلاحيات سوق فلسطين للأوراق المالية.

المبحث الثاني: مراحل تطور السوق.

المبحث الثالث: مؤشر القدس.

المبحث الأول: نشأة وأهداف وصلاحيات سوق فلسطين للأوراق المالية

ويتناول هذا المبحث النقاط التالية:

- 1- نشأة السوق
- 2- أهداف السوق
- 3- صلاحيات السوق

أولاً: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية:

تأسست السوق بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) حيث قدمت باديكو دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية بتاريخ 19/7/1995م، للمباشرة في إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس وفي 7/11/1996م تم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية، وبدأ التداول الفعلي في السوق بتاريخ 18/2/1997م.

ولقد روعي عند تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية انتهاج الأنظمة الإلكترونية لتداول ورقابة وتسوية وتحويل الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية (زرع، 2005).

ثانياً: أهداف السوق:

تعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية ركناً من أركان هيكل النظام المالي الفلسطيني وإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد وتوظيفها في مشاريع البنية التحتية والإنتاجية وهي بذلك تسعى لتحقيق الأهداف التالية (www.p-s-e.ps):

1. القيام بتوفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل ملكية الأوراق المالية بطرق تكفل السرعة والدقة في إنجاز عمليات البيع والشراء، وتضمن سلامة التعامل بالأوراق المالية.
2. تيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية للأسهم والسندات المدرجة في السوق من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب.
3. توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار، بحيث يتم ارتفاع وانخفاض الأسعار للأوراق المالية بشكل منتظم وتدرجي.
4. توفير وإيصال المعلومة الدقيقة المطلوبة للمستثمر، ليتسنى له اتخاذ القرار المناسب.
5. توفير الحماية اللازمة للمستثمرين من كافة أشكال التلاعب والغش والاحتيال.

6. العمل على استقطاب رؤوس الأموال الفلسطينية في الخارج والتي تشكل الجزء الأكبر من مدخرات الشعب الفلسطيني.
 7. ضمان العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية من خلال توفير أسس التداول وإيصال المعلومة المناسبة في الوقت المناسب، مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والخسارة.
 8. تأهيل السوق عن طريق تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية من خلال استقطاب الخبرات والابتكارات في هذا المجال.
 9. السعي لإلحاق السوق الفلسطينية وربطها بالأسواق العالمية والعربية.
- وقد أضاف (زعر، 2005) الأهداف التالية:

1. إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
2. ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.
3. العمل على تطوير السوق المالي على نحو وجهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للسلطة.
4. العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.
5. إدراج الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة للأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.
6. إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم وأحجام التداول، وكافة البيانات اللازمة للمستثمرين.

ثالثاً: صلاحيات السوق:

من أجل تحقيق أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية، فقد منحت عدد من الصلاحيات بموجب اتفاقية التشغيل بين السوق ووزارة المالية، ومن أهم هذه الصلاحيات ما يلي (قديح، 1998، ص 7):

- 1- رسم السياسة العامة لعمل السوق بخطوطها العريضة، وذلك ضمن إطار السياسات والتوجيهات المالية والاقتصادية في فلسطين.
- 2- وضع التنظيم والهيكل الإداري للسوق بالشكل المناسب لأجل تنفيذ أعمال السوق.

- 3- قبول شركات الأوراق المالية المؤهلة كأعضاء في السوق، وتنظيم أعمالها والإشراف عليها وعلى مستخدميها بالشكل الذي تراه مناسباً لرفع خدمات المستثمر في السوق.
- 4- فرض العقوبات على الأعضاء في السوق ومستخدميهم في حالة ارتكابهم أو ارتكاب أي منهم لأي مخالفة بموجب الأنظمة المعمول بها.
- 5- إيقاف التداول في السوق عند الاقتضاء بعد التشاور مع وزارة المالية.
- 6- تحديد الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الأعضاء في السوق، مقابل الاتجار بالأوراق المالية المدرجة في السوق لحساب الغير أو مقابل خدمات.
- 7- وضع شروط وأسس لإدراج الأوراق المالية بكافة أنواعها في السوق، ورفض إدراج أية أوراق مالية لا تنطبق شروط متطلبات الإدراج عليها أو على الجهة المصدرة لها.
- 8- تسجيل مستخدمي شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق والترخيص لهم ببيع وشراء الأوراق المالية، ورفض أي طلب مقدم من أية جهة كانت للانتساب لعضوية السوق.
- 9- منع أي تعامل بالأوراق المالية لأية شركة في السوق إذا كان مثل هذا التعامل من شأنه أن يؤدي إلى التأثير على مصلحة مساهمي الشركة على وجه الخصوص.

المبحث الثاني: مراحل تطور السوق

لقد مر سوق الأوراق المالية الفلسطيني بعدة ظروف أثرت على أداءه خلال التسع سنوات وهي عمر السوق ويتضح ذلك من استعراض ما يلي:

1. عدد الشركات المدرجة في السوق.
2. القيمة السوقية للشركات المدرجة.
3. قيم التداول في السوق.
4. عدد الأسهم المتداولة في السوق.

الشركات المدرجة في السوق:

تطور عدد الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسع سنوات الماضية حسب ما يبين الجدول رقم (5) التالي:

جدول رقم (5)

يبين عدد الشركات المدرجة في نهاية كل عام

السنة	عدد الشركات	نسبة التغير السنوي
1997	19	-
1998	20	%5.26
1999	21	%5
2000	24	%14.28
2001	24	%0
2002	24	%0
2003	24	%0
2004	26	%8.33
2005	28	%7.69

يتضح من الجدول رقم (5) ما يلي: بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق في قاعة التداول في نهاية عام 1997م تسع عشرة شركة، وفي نهاية عام 1998م ارتفع عدد تلك الشركات إلى عشرين شركة، وفي نهاية عام 1999م بلغ عددها إحدى وعشرون شركة وفي نهاية عام 2000م بلغ عددها أربع وعشرون شركة، ولم تدرج أي شركة خلال الأعوام 2001م، 2002م، 2003م، أما نهاية عام 2004م وصل عدد الشركات المدرجة في السوق ست وعشرون شركة، وكما يلاحظ أن الشركات المدرجة من تاريخ إنشاء السوق وحتى نهاية

عام 2004م زادت من تسع عشر شركة إلى ست وعشرين شركة بنسبة 37%. (زعر، 2005)

وقد تم إدراج شركتين خلال سنة 2005 بنسبة زيادة 7,7%. (www.p-s-e.ps)

القيمة السوقية للشركات المدرجة:

تطورت القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسع سنوات الماضية حسب ما يبين الجدول رقم (6) التالي:

جدول رقم (6)

يبين القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية كل عام

السنة	القيمة السوقية	نسبة التغير السنوي
1997	529,057,368	-
1998	587,876,243	11.11%
1999	848,935,775	44.40%
2000	766,018,025	-9.76%
2001	722,631,785	-5.66%
2002	576,593,466	-20.20%
2003	650,468,928	12.81%
2004	1,096,525,380	68.57%
2005	4,456,182,377	306.39%

المصدر: موقع سوق فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com)

يتضح من الجدول رقم (6) ما يلي: قدرت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 1997م 529,057,368 دولار وفي نهاية عام 1998م قدرت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 587,876,243 دولار بنسبة زيادة 11%، في نهاية عام 1999م بلغت القيمة السوقية لأسهمها 848,935,775 دولار زيادة بنسبة 44%، أما في نهاية عام 2000م فبلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 766,018,025 دولار أي تراجع بنسبة 10%، وفي نهاية عام 2001م واصلت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات التراجع فبلغت قيمتها 722,631,785 دولار أي بنسبة تراجع 6%، وكما تراجعت في نهاية عام 2002م بنسبة 20% حيث بلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 576,593,466 دولار، أما في نهاية عام 2003م قدرت القيمة السوقية لأسهمها 650,468,928 دولار بزيادة 13%، وكذلك في نهاية عام 2004م قدرت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 1,096,525,380 دولار بنسبة

زيادة 69%، زادت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات منذ افتتاح السوق وحتى نهاية عام 2004م بمبلغ 567,468,012 دولار بنسبة زيادة 107%. (زعر، 2005)

وصلت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى 4,456,182,377 دولار مع نهاية العام 2005 وتجدر الإشارة إلى أن نسبة القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي الفلسطيني تزيد عن 113%، إذا استخدمنا تقديرات البنك الدولي للناتج المحلي الفلسطيني للعام 2005. (www.p-s-e.ps)

قيم التداول:

تطورت قيم التداول للأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسع سنوات الماضية حسب ما يبين الجدول رقم (7) التالي:

جدول رقم (7)

يبين قيمة الأسهم المتداولة في نهاية كل عام

السنة	قيمة الأسهم المتداولة بالدولار الأمريكي	نسبة التغير
1997	25,158,471	-
1998	68,642,344	172.84%
1999	150,243,919	118.43%
2000	188,982,443	25.82%
2001	74,528,351	-60.59%
2002	45,084,654	-39.51%
2003	58,326,445	29.35%
2004	200,556,709	243.45%
2005	2,096,178,223	945.94%

المصدر: موقع سوق فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com)

يتضح من الجدول رقم (7) ما يلي: بلغت قيمة التداول خلال عام 1997م 25,158,471 دولار وفي عام 1998م زادت قيمة التداول لكي تصل إلى 68,642,606 دولار بنسبة 173% وفي عام 1999م واصلت قيمة التداول في الارتفاع حيث بلغت 150,243,918 دولار بنسبة 119%، وفي عام 2000م زادت قيمة التداول فبلغت 188,982,443 دولار بنسبة 26%، أما خلال عام 2001م أخذت قيمة التداول بالتراجع حيث قدرت بمبلغ 74,528,351 دولار بنسبة 61%، وكذلك خلال عام 2002م واصلت قيمة

التداول التراجع حيث قدرت بمبلغ 45,084,654 دولار بنسبة 40%، أما خلال عام 2003م بدأت قيمة التداول بالارتفاع حيث قدرت بمبلغ 58,326,444 دولار بنسبة 29%، وفي خلال عام 2004م ارتفعت قيمة التداول لتصل إلى 200,556,709 دولار بنسبة 244%. (زعر، 2005)

وصلت قيمة التداول خلال العام 2005 إلى 2.096 مليار دولار. وهذا الرقم يزيد بحوالي 158% عن مجموع قيم التداول خلال جميع السنوات السابقة ومنذ بداية التداول في شهر شباط 1997 وحتى نهاية عام 2004 والبالغة 811.5 مليون دولار.

(www.p-s-e.ps)

عدد الأسهم المتداولة:

تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسع سنوات الماضية حسب ما يبين الجدول التالي:

جدول رقم (8)

يبين عدد الأسهم المتداولة في نهاية كل عام

السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير
1997	10,000,276	-
1998	16,782,498	67.82%
1999	68,892,607	310.50%
2000	93,351,075	35.50%
2001	33,456,535	-64.16%
2002	18,666,938	-44.20%
2003	40,350,788	116.16%
2004	103,642,845	156.85%
2005	369,567,295	256.57%

المصدر: موقع سوق فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com)

يتضح من الجدول رقم (8) ما يلي: كان عدد الأسهم المتداولة في السوق عام 1997م 10000276 سهماً، وفي خلال عام 1998م وصل عدد الأسهم المتداولة 16,782,498 سهماً بنسبة 68%، وكذلك خلال عام 1999م زادت عدد الأسهم المتداولة فبلغ 68,892,607 سهماً بنسبة 311%، وفي خلال عام 2000م بلغ عددها 93,351,075 سهماً بنسبة 36%، أما

خلال عام 2001م تراجع عدد الأسهم المتداولة لكي يصل إلى 33,466,535 سهماً بنسبة تراجع 44%، أما خلال عام 2003م أخذ عدد الأسهم المتداولة بالزيادة حيث وبلغ عددها 40,350,788 سهماً بنسبة 116%، وكذلك خلال عام 2004م زاد عدد الأسهم المتداولة فبلغ 103,642,845 سهماً بنسبة زيادة 157%.(زعر، 2005)

في حين بلغ عدد الأسهم المتداولة عام 2005م 369,567,295 سهماً بنسبة زيادة 257%

المبحث الثالث: مؤشر القدس

ينكون مؤشر القدس من عدد 10 شركات على أساس مبدأ الوزن على أساس السعر وقد تم تعديل قائمة الشركات، ومع أول جلسة تداول من العام 2006، تمّ البدء بالعمل بعينة الشركات الجديدة والتي تدخل في احتساب مؤشر القدس. وهذه العينة تضم:

جدول رقم (9)

يبين أسماء الشركات الداخلة في حساب مؤشر القدس في الوقت الحالي

الرقم	اسم الشركة	رمز السهم	القطاع
1	شركة الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	خدمات
2	الشركة الفلسطينية للكهرباء	PEC	خدمات
3	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	خدمات
4	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	استثمار
5	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	تأمين
6	البنك الإسلامي العربي	AIB	بنوك
7	بنك فلسطين المحدود	BOP	بنوك
8	شركة بيرزيت للأدوية	BPC	صناعة
9	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	صناعة
10	شركة سجاير القدس	JCC	صناعة

المصدر: موقع سوق فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com)

مراحل تطور مؤشر القدس

تطور مؤشر القدس في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسع سنوات الماضية حسب ما يبين الجدول رقم (10) التالي:

جدول رقم (10)

يبين قيمة مؤشر القدس في نهاية كل عام

التغير السنوي في مؤشر القدس	مؤشر القدس كما في 12/31	السنة
0.00	139.13	1997
11.39%	154.98	1998
52.77%	236.76	1999
-12.31%	207.62	2000
-6.08%	195.00	2001
-22.48%	151.16	2002
18.95%	179.81	2003
54.36%	277.56	2004
306.61%	1128.59	2005

المصدر: موقع سوق فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com)

يتضح من الجدول رقم (10) ما يلي: تم إطلاق مؤشر القدس في مطلع عام 1997م، وبدء 100 نقطة وهو مرجح بالقيمة، وارتفع المؤشر في نهاية عام 1997م إلى 139.13 نقطة وكانت نسبة الارتفاع 39.13%، وفي نهاية عام 1998م استمر مؤشر القدس في الارتفاع حيث وصل إلى 154.98 نقطة بنسبة 11%، وكما واصل في الارتفاع في نهاية عام 1999م إلى 236.76 نقطة بنسبة 53%، وفي نهاية عام 2000م وبسبب اندلاع انتفاضة الأقصى تراجع المؤشر إلى 207.62 نقطة بنسبة 12% وفي نهاية عام 2001م استمر المؤشر في التراجع فوصل إلى 195 نقطة بنسبة 6%، وكذلك في نهاية عام 2002م تراجع إلى 151.16 نقطة بنسبة 23%، أما في نهاية عام 2003م عاد المؤشر يرتفع حيث وصل إلى 179.81 نقطة بنسبة 31%، وفي نهاية عام 2004م ارتفع المؤشر ليصل إلى 277.56 نقطة بنسبة 40%. (زعر، 2005)

مع نهاية العام 2005 وصل المؤشر إلى 1128.59 مقارنة مع 885.42 في نهاية الربع الثالث و 277.56 في نهاية العام المنصرم 2004، بزيادة مقدارها 306.6% إذا تمت المقارنة مع إغلاق 2004 و 27.5% إذا تمت المقارنة مع نهاية الربع الثالث للعام 2005. (www.p-s-e.ps)

الفصل الرابع
العوامل المؤثرة على سعر السهم
السوقي

مقدمة

تعتبر دراسة حركة أسعار الأوراق المالية أمراً مهماً في عالم المال والإستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين ومنذ القرن الماضي وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ومحاولة دراستها وتفسيرها للإستفادة منها في معرفة تأثيرها على هذه الأسعار. ويتم في هذا الفصل دراسة المباحث التالية

المبحث الأول: عوائد الأسهم العادية والظواهر المرتبطة بها.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة التوزيعات.

المبحث الرابع: نظريات سياسات توزيع الأرباح (مودجلياني وميلر، جوردون ولينتنر، الوضع).

المبحث الخامس: سياسات توزيع الأرباح.

المبحث السادس: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم.

المبحث الاول: عوائد الأسهم العادية والظواهر المرتبطة بها

أولاً: عائد السهم:

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع وطبيعة التشريعات في البلد المعني (التميمي، وسلام، 2004، ص 45).

ثانياً: الظواهر المرتبطة بالأسهم العادية:

هناك ظواهر مرتبطة بالأسهم العادية وسيتم استعراض بعضها (التميمي، وسلام، 2004، ص 41):

- 1- ظاهرة تجزئة الأسهم: ويقصد بها تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، وهناك دوافع للتجزئة وهي:
 - أ- تشجيع التداول: حيث إن التجزئة تعمل على تخفيض القيمة السوقية للسهم مما يتيح الفرصة لصغار المستثمرين في شراء.
 - ب- توحيد القيم الاسمية: خاصة عند الإصدار خلال حياة المشروع بقيم اسمية تختلف عن الإصدار في بداية حياة المشروع.
- 2- ظاهرة تجميع الأسهم: وهي ظاهرة نادرة جداً ولا تحدث بشكل متكرر وهي عكس ظاهرة تجزئة الأسهم وأسبابها ما يلي:
 - أ- حصر التصويت في عدد معين من الأسهم في الهيئة العامة.
 - ب- التأثير على سمعة الشركة بارتفاع قيمة أسهمها السوقية بسبب تجميع الأسهم.
- 3- ظاهرة أسهم الخزينة: تتضمن قيام الشركة المساهمة بشراء أسهمها من السوق رغبة منها في تخفيض رأس مالها، وبذلك يحرر الشركة من التزام توزيع أرباح عن الأسهم المشتراة. هذا بجانب زيادة الطلب على أسهمها، وارتفاع أسعارها.
- 4- ظاهرة الأسهم المجانية: ترتبط بتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية بدلا من مبالغ نقدية في حالات رسملة الاحتياطات والأرباح المحتجزة، أي تحويلها لرأس المال، وذلك عندما تكون الاحتياطات والأرباح مساوية لرأس المال، وذلك لزيادة رأس المال والاستفادة من السيولة النقدية.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم

توجد مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق وهذه العوامل تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

1- القيمة الدفترية:

يهتم معظم المحللين بالسعر الذي يتداول به السهم خاصة إذا كان أقل من القيمة الدفترية للسهم، وهذا يفسر على أنه إشارة للشراء (حنفي، 2003، ص 238). ورغم أن رأي (حنفي) يتناقض مع رأي (الزرري، وفرح) وهذا يرجع لاعتماد بعض المحللين استراتيجية القيمة كمفتاح للنجاح في شراء الاسهم وتقول هذه الفرضية ان الاسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) متدنية تحقق معدلات أعلى من تلك الاسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) مرتفعة (الذهبي، 1997، ص64).

2- الأرباح المحققة:

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح. ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن السعر (حنفي، 2003، ص 234).

3- توزيعات الأرباح:

إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والإستهلاكات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة (نمر، 1997، ص7).

4- الموقف المالي للشركة ومدى قوته:

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل في القوائم المالية المقارنة، وقائمة الموارد والاستخدامات، والنسب المالية، والنموذج التشخيصي لتحليل الربحية، ثم تحليل المخاطر. ويجب الانتباه إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالي ينبغي أن تؤخذ بحذر، لأسباب كثيرة من أهمها: تباين الإجراءات المحاسبية التي يمكن إتباعها عند إعداد القوائم المالية التي تمثل الأساس لهذا التحليل، وان البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه. (هندي، 1999) ولكن يختلف معه (الدبي وابو نصار، 2001، ص 54) حيث يرى ان اهمية القوائم المالية تنبع من انها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية افضل، فلقد اثبت الباحثون ان الارقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي، سواء كانت ارقام ارباح (الربح قبل الضرائب، والربح بعد الضرائب، والربح الموزع، والربح المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا ارقام الأرباح (مثلا: هيكل التمويل، ونسب السيولة، معدلات دوران البضاعة، والمدينون، وأوراق القبض).

5- توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة:

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بان يمهد لذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيدا لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل. وبلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وهي أيضا حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري (هندي أ، 1997).

6- الأوضاع الاقتصادية:

إن الحالة الاقتصادية للدولة تتأثر بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، ومستوى التضخم، واتجاه سعر الفائدة، والدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة، وغير ذلك من أحداث (هندي أ، 1997، ص215).

7- الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث:

وتنتشر هذه الظاهرة في ظل الأسواق المالية للدول النامية بكثرة حيث ينتشر ما يعرف باحتكار المعلومات، وفي ظل غياب كل من القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من ناحية، والوعي الاستثماري لدى المستثمرين من ناحية أخرى، وعدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، وكثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية.

8- مدى أو مستوى الاستقرار السياسي:

والمقصود في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية واجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، والتي عادة ما تترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق المال بها (هندي أ، 1997، ص 214).

طرق تحديد أسعار الأوراق المالية:

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب). فإن سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظراً لتأثير عوامل متعددة في تحديد سعر الورقة المالية، من تلك العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللدولة المصدرة للورقة بصفة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة. ومن الطرق المتبعة لتحديد أسعار الأوراق المالية في معظم البورصات العالمية ما يلي (البرواري، 2002، ص 75):

- 1- التسعير بالمناداة: يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع).
- 2- التسعير بالأدراج: في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقاً لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.
- 3- التسعير بالاعتراض أو المقارنة: يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

4- التسعيرة بالصندوق: تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة. فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص. ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

5- التسعير بالنسبة المئوية: في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6- التسعير بالمطابقة: عندما ينلقى احد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق احدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني. وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة احد السماسرة من انه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة:

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية (البرواري، 2002، ص 77):

1- سعر الفتح: وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.

2- أعلى سعر للورقة المالية.

3- أدنى سعر للورقة المالية.

4- سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم. ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة التوزيعات

هناك العديد من العوامل المحددة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملائمة، ويختلف أثر كل عامل منها باختلاف ظروف الشركة ويمكن إيجازها فيما يلي (الظاهر، 2003، ص 40):

1- القواعد القانونية: تختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من دولة لأخرى ومن زمن لآخر، فقدرة الشركة على توزيع أرباح تتأثر إلى حد كبير بالقواعد والقوانين التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح. ومن هذه القواعد ما يلي (الهوري، 1986، ص 285):

أ- عدم توزيع أرباح ناتجة من بيع الأصول بقصد حماية المستثمرين.

ب- توزيع الأرباح من الأرباح المستبقاة والمحقة فقط.

ت- عدم جواز توزيع أرباح في حالة العسر المالي للشركة، أي عدم توزيع الأرباح في حالة كون الخصوم أكبر من الموجودات، وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى أو الأقصى للأرباح الموزعة وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتها.

2- مركز السيولة: يجب على المحلل المالي للشركة أن يقوم بتحديد وضع السيولة في الشركة ويحدد كذلك حاجات الشركة المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر حجم الأرباح التي يستبقياها والجزء من الأرباح الذي يوزعه على المساهمين (الشماع، 1992، ص 224).

3- الحاجة إلى تسديد الديون: عندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بالقروض فإنها تواجه بدائلين: إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول على قرض جديد أو عمل ترتيبات لرد قيمة القرض من أموالها الذاتية. وهنا يكون على المدير أن ينظر للأرباح المحققة ليس فقط على أنها مورد جديد يمكن استعماله في الاستثمار والتوسع، ولكن كوسيلة لتسديد القروض كذلك، وبالتالي يوضع معدل توزيع أرباح على ذلك الأساس (الهوري، 1986، ص 286).

4- قيود على عقود الدين: إن عقود الديون طويلة الأجل غالبا ما تحد من حرية الشركة في توزيع الأرباح نقداً، وتكون هذه القيود عادة لحماية الدائنين (الهوري، 1986، ص 286).

5- معدل النمو في الأصول (معدل التوسع): كلما كان معدل النمو في الأصول كبيراً كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول وبناء على ذلك فكلما كانت الاحتياجات المالية في المستقبل كبيرة كلما شجع ذلك على احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها.

ولكن من جهة أخرى يجب على الشركة أن توزع أرباحا على المساهمين عندما يكون عائد استثمار الأرباح المحتجزة اقل من المعدل الذي يحصل عليه المساهم لو وزعت تلك الأرباح (الهوري، 1986، ص 286).

6- عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة: إذا لم ترغب الشركة باستثمار أموالها في أصول إنتاجية أو كانت لا ترغب في استهلاك ديونها، يمكن توزيع الأرباح التي حققتها على المساهمين، أما إذا توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة يمكن استخدام الأرباح التي تحققت في تمويلها (حنفي، 2000، ص 233).

7- تكاليف المعاملات المالية للمساهم: إذا احتاج المستثمر إلى دخل للقيام بعملية استثمارية أو مواجهة أعباء معيشية، فإن تكلفة هذه العملية تكون منخفضة إذا كان مصدر الدخل هو التوزيعات وعدم بيع الأسهم (قرياقس، 1997).

8- الشروط التعاقدية: قد تتضمن الاتفاقيات بين الشركة وحملة الأسهم الممتازة أو السندات أن لا توزع الشركة أي أرباح على المساهمين، إلا بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاههم (حنفي، 2000، ص 233).

المبحث الرابع: نظريات سياسات توزيع الأرباح

توجد أربع نظريات لتفسير العلاقة بين توزيعات الأسهم والعوائد السوقية للأسهم وهي (نور، والفضل، 2003، ص 184):

1- نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح:

بموجب هذه النظرية التي جاء بها كل من (Miller and Modigliani, 1961) فان المستثمرين يساؤون بين الحصول على توزيعات الأرباح وبين إعادة استثمار الشركة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، بمعنى أن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة، وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

- أ- لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار الأسهم في أسواق رأس المال العامة، وان الجميع لديهم المعلومات حول الأسعار ولا توجد تكاليف تمويل أو ضرائب.
- ب- التأكد التام حول مستقبل البرامج الاستثمارية وخاصة فيما يتعلق بالفوائد.
- ت- الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين.
- ث- سياسة توزيعات الأرباح لا ترتبط مع سياسة الاستثمار، وسياسة الاستثمار ثابتة لا تتغير.
- ج- عدم تأثر كلفة رأس المال بسياسة توزيعات الأرباح.

2- نظرية عصفور في اليد:

لقد تعرضت نظرية (Miller and Modigliani) للعديد من الانتقادات التي كان من أهمها الانتقاد الذي وجه للافتراض الذي قامت عليه النظرية، ويفيد بان الشركة تعمل في ظل المنافسة التامة مما يسمح باستنتاج مفاده استقلال سياسة الاستثمار عن سياسة توزيعات الأرباح، والذي تم اعتباره افتراضاً واستنتاجاً غير واقعيين، ذلك بسبب عدم مرونة عرض الأموال بالإضافة إلى عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية لكي يمكن تصور مدى رشد القرارات الاستثمارية، فضلاً عن عدم موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف تمويل أو ضرائب (نور، والفضل، 2003، ص 185).

ونتيجة لهذه الانتقادات صاغ (Gardon, 1962) أفكاراً بديلة للأفكار التي جاءت بها نظرية لها علاقة بتوزيعات الأرباح، عرفت بنظرية عصفور في اليد. وتشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية، إذ ترى هذه

الأفكار أن توزيعات الأرباح تؤثر في نسبة العائد المتوقع من قبل المستثمرين. وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

أ- لا تخضع مردودات المستثمرين في أسهم الشركة للضريبة سواء كانت هذه المردودات متمثلة بالمكاسب الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم أو بتوزيعات الأرباح.

ب- معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل كلفة التمويل الممتلك أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق الملاك.

ت- اعتماد إدارة الشركة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل مقترض خارجي.

ث- معدل نمو الشركة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضموراً في معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

ج- معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو.

ح- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

3- نظرية أثر محتوى المعلومات (أو إشارتها) لتوزيعات الأرباح على المستثمرين:

طبقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة التوزيع عن طريق الشركة كإشارة لتوقع الربح بوساطة إدارة الشركة، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً، بمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح - بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي إنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال.

ومع ذلك فإن (Miller and Modigliani) يؤكدان أن زيادة مقسوم الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة الشركة على أنها تتوقع نمواً كبيراً في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضاً، أي أن المعلومات هذه (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا يؤثر في سعر السهم (نور، والفضل، 2003، ص 186).

وقد توصل (Healy and Paleph, 1988) في دراستهما لهذه النظرية إلى أن الإعلان عن نتائج توزيعات الأرباح سيؤدي إلى تقلب في أسعار الأسهم بنسبة (4%)، في حين انخفضت أسعار الأسهم بنسبة (9.5%) في الشركات التي تمتع أو تتوقف عن توزيع الأرباح. ويستنتج من ذلك أن الإعلان عن مقسوم الأرباح يعد مؤشراً لزيادة الإيرادات

المستقبلية التي تعكس الأخبار للمستثمرين عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق النقدي والقيمة الحالية الموجبة لفرص الاستثمار الرأسمالية وبالتالي كفاءة السوق المالي.

ويشير (McMenamin, 1999) إلى أن التغيير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة، وعلى وجه العموم فإن ارتفاع دفع توزيعات الأرباح ينظر له كإشارة موجبة، ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم. وبالعكس فإن الانخفاض في دفع التوزيعات ينظر إليه كإشارة سالبة حول دلائل الأرباح المستقبلية، تؤدي إلى انخفاض في سعر السهم.

4- نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة:

من النظريات المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح التي يثار حولها الجدل المستمر، نظرية اثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين، والتي تجعل لسياسة توزيعات الأرباح تأثيرا على القيمة السوقية لأسهم الشركات، فطبقا لهذه النظرية، فإن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات، في حين نجد انه لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات الأرباح، كدخل جار، ويفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها، فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من الأرباح، فإن المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجيا لبيع أسهمهم، من جهة، ومن جهة أخرى فإن انتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها، إلى جانب اضطرارهم للقيام بعملية إعادة استثمار مثل هذه الفوائض المالية، واستنادا إلى ذلك، فإن المساهمين الراغبين في توزيعات الأرباح العالية سوف يشترون أسهما في الشركات من هذا النوع، في حين يشتري المساهمون ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهما في الشركات من النوع الثاني، وعلى أساس ذلك، يتوزع المساهمون على الشركات، في ضوء أفضليتهم للدخول الجارية والمستقبلية، وتؤثر الحالتان السابقتان في ارتفاع أو انخفاض سعر السهم للشركة (نور، والفضل، 2003، ص 186).

وتشير دراسة (Elton and Gruber, 1970) إلى أن أهمية سياسة توزيع الأرباح لا يقتصر أثرها على أسعار الأسهم في السوق المالية وإنما تمتد لتشمل مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة، فتفضيلات المساهمين في الشركة متباينة تجاه سياسة توزيع الأرباح، فعلى سبيل المثال يفضل بعض المساهمين من المتقاعدين أو كبار السن توزيع الأرباح لأنهم يعدونه دخلا رئيسيا لاستهلاكهم، لذا يرون أن على الشركة أن توزع أكبر قدر ممكن من أرباحها بينما تختلف وجهة نظر بعض المساهمين الذين لا يحتاجون إلى أرباح استثماراتهم المالية في

الشركة عن أولئك المتقاعدين، إذ يفضلون احتجاز تلك الأرباح تمهيداً لإعادة استثمارها مجدداً داخل الشركة. ونتيجة لذلك التباين سيلاحظ المنتبع لسلوك المجموعة الأولى من المساهمين أنهم سيتخلون عن استثماراتهم في الشركة التي تحتجز الأرباح، ويشترون أسهم الشركات التي تعمل على توزيع الأرباح بصورة مستمرة، والعكس صحيح بالنسبة للمجموعة الثانية، وعليه فقد استنتج الباحثان أن سياسة توزيع الأرباح قد تؤثر في حجم تداول أسهم الشركة في السوق المالية وبالتالي على قيمة الشركة.

المبحث الخامس: سياسات توزيع الأرباح

تجد الشركة نفسها أمام العديد من السياسات الممكنة وتختار نموذج السياسة في مجال توزيع الأرباح الذي يتلاءم وظروفها والذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة ويمكن إيجاز أهم هذه النماذج بما يلي (الظاهر، 2003، ص 42):

1- توزيع نسبة ثابتة من الأرباح: ويتم تحديد هذه النسبة في ضوء تحليل الظروف والمتغيرات الماضية والمرتبقة وقد تتغير هذه النسبة جزئياً في بعض الحالات ولكن متوسطها عبر الوقت يبقى ثابتاً.

2- مقسوم الأرباح المنخفض والمنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف الشركة: وتعتبر بديلاً وسطياً فالتوزيع المنتظم دورياً يحدد بمستوى منخفض وتترك إمكانية دفع زيادات حسب وضع الشركة كل سنة، ومن مزاياها المرونة المتاحة للشركة ودرجة التأكد التي توفرها للمستثمر فيما يتعلق بحد أدنى من مقسوم الأرباح السنوي.

3- توزيع نسبة ثابتة من صافي الربح بعد الضرائب: وهو ما يسمى بمعدل التوزيع النقدي.

4- سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير: ويتم إتباع هذه السياسة عندما يكون الاقتراض صعباً أو تكاليف الاقتراض عالية، وعندما يفضل المساهمين الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية، وعندما تكون الشركة حديثة النشأة ونموها سريع.

5- سياسة توزيع الأرباح كنسبة من القيمة السوقية للسهم: إن معظم المستثمرين يربطون ما بين القيمة السوقية لأسهم الشركة وبين الأرباح الموزعة، لكن من الأفضل بالنسبة للإدارة ربط الأرباح الموزعة بقيمة الشركة بدلاً من ربطها بالأرباح المحققة (الشماع، 1992).

6- سياسة التوزيعات على أساس الأرباح المتبقية: إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من العائد المطلوب فلا يجب حجز أي أموال، وإذا ما تم تحديد المقترحات المطلوب تنفيذها والأموال المتاحة للتمويل فإن الأموال التي توجه للتوزيعات هي المتبقية بعد تغطية الاحتياجات المالية (حنفي، 2000، ص 197).

7- سياسة التوزيع المستقرة: تميل إليها معظم الشركات التي تقوم بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وهذا بسبب تفضيل المساهمين والمحتوى الإعلامي للتوزيع وقدرة الشركة على الحصول على قروض وروتين قرار التوزيع (الشريف، 1993).

وقد تلجأ بعض الشركات خاصة الشركات الصغيرة أو الشركات الجديدة إلى بعض البدائل لتوزيع الأرباح، بحيث تستطيع احتجاز أكبر مبلغ ممكن من الأرباح على شكل احتياطات،

وذلك حتى تستطيع تمويل بعض المشروعات من هذه الأرباح والسبب أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيداً من قبل المصارف أو من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، مما يجعل تداول أسهمها في السوق المالية بطيء من قبل المستثمرين وعدم رغبة البنوك في تمويل مثل هذه الشركات الجديدة (الميداني، 1989).

أشكال الأرباح الموزعة

أولاً: أسهم الخزينة:

تتسأ أسهم الخزينة عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها، وفي الواقع يوجد نوعين من عملية إعادة شراء الأسهم (الحناوي، العبد، 2002، ص413):

1- عندما يتاح للشركة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، حيث تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء الأسهم بدلاً من دفع توزيعات نقدية. وفي هذه الحالة تعتبر أرباحاً موزعة.

2- النوع الثاني يرتبط بهيكل رأس مال الشركة، فقد ترى إدارة الشركة أن نسبة حق الملكية مرتفعة في هيكل رأس المال، وهو ما يدفعها إلى إصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم.

ووفقاً لقرار قانون سنة 2006 بتاريخ 2006/02/05 فقد نص على "يجوز للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الأوراق المالية شراء الأسهم الصادرة عنها وفقاً للتعليمات التي تقرها هيئة سوق رأس المال"، وبناء عليه فقد حددت السوق نسبة 5% من رأس مال الشركات كحد أقصى لشراء الأسهم.

وقد سمح القانون في بعض الدول للشركات شراء أسهمها في إحدى الحالات الآتية (حماد، 2000):

1. في حالة تخفيض رأس المال.
 2. إذا كان الشراء بقصد التوزيع على العاملين بالشركة، سواء كنصيب في الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركتهم.
 3. إذا تطلب النظام موافقة الشركة على انتقال ملكية الأسهم، ورأت الشركة رفض الموافقة وشراء الأسهم لنفسها.
- ولا يجوز أن تحتفظ الشركة بما تحصل عليه من أسهمها لأكثر من سنة ميلادية ويجب عليها أن تتصرف في هذه الأسهم إلى العاملين بها أو إلى الغير بحسب الأحوال أو يتم تخفيض رأس المال خلال هذه السنة وإعدام تلك الأسهم.

ولا يكون للأسهم المذكورة (خلال فترة احتفاظ الشركة بها) أية حقوق في التصويت أو الأرباح، وتستتزل من النصاب اللازم للتصويت في الجمعية العمومية. ويذكر أن السماح للشركات شراء أسهمها يزداد في فترات الأزمات التي تواجه أسواق المال وذلك للتخفيف من حدة الأزمات، ثم إعادة بيعها بعد أن تهدأ الأزمة.

مزايا سياسة إعادة شراء الأسهم:

هناك عدد من المزايا توفرها إعادة شراء الأسهم وهي (الحناوي والعبد، 2002، ص415):

- 1- ينظر لإعلان الشركة عن عملية إعادة شراء الأسهم كمؤشر ايجابي من قبل المستثمرين، فغالباً ما تنطوي هذه العملية على اعتقاد الإدارة بأن أسعار أسهمها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية.
- 2- في ظل هذه العملية يتاح لكل مساهم تحقيق ما يريد، فالمستثمر الذي بحاجة عاجلة للأموال يمكنه بيع بعض ما يمتلكه من أسهم، بينما المستثمر الذي لا يحتاج لدخل إضافي يمكنه الاحتفاظ بما لديه من أسهم والحصول على التوزيعات المقررة.
- 3- إن عملية شراء الأسهم تؤدي إلى تقليل عدد الأسهم المطروحة في السوق والتي من شأنها زيادة سعر السهم.
- 4- تنفيذ عملية إعادة شراء الأسهم في إحداث تغييرات جوهرية في هيكل رأس المال وبالتالي تساعد الإدارة في الوصول إلى هيكل رأس المال المستهدف.

عيوب سياسة إعادة شراء الأسهم

وكما أن لسياسة إعادة شراء الأسهم مزاياها فإن لها عيوبها التي تتمثل في (الحناوي والعبد، 2002، ص415):

- 1- عادة ما تؤدي التوزيعات النقدية إلى زيادة سعر السهم بشكل أكبر من سياسة إعادة شراء الأسهم.
- 2- المساهمون لا يملكون معلومات ملائمة بشأن حاضر ومستقبل أنشطة الشركة ولا يعرفون الإجراءات المتبعة في برامج إعادة شراء الأسهم.
- 3- عادة ما تعلن الشركة عن برامجها فيما يتعلق بإعادة شراء السهم قبل أن يشرع المستثمرون في التحوط إزاء ذلك.

4- عادة ما تعرض الشركة سعراً عالياً للسهم المعاد شراؤه، وهو ما يعني تعرض المساهمين -الباقين الذين لا يعرضون أسهمهم للبيع- للخسارة، خاصة بعد إتمام عملية إعادة شراء الأسهم، لانخفاض سعر السهم بعد هذه العملية.

ويمكن من السياق السابق استنتاج أن هذا الشكل من أشكال الأرباح الموزعة يجب اقتصار استخدامها خلال فترات الأزمات التي تهدد سوق المال. وحتى لا تستخدم كوسيلة للمضاربة نظراً لأن الشركة لديها كل المعلومات المتعلقة بنشاطها وخططها المستقبلية.

وقد أصدرت هيئة سوق رأس المال الفلسطينية تعميم رقم (1) يتناول الإجراءات المقترحة لإتمام الشراء (www.p-s-e.com):

أ- تقوم الشركة بإعلام الهيئة والسوق خطياً بقرار مجلس إدارتها شراء الأسهم، وتحديد نسبة وعدد الأسهم المقرر شراؤها، وتلتزم بفترة احتفاظ لا تقل عن ثلاثة أشهر تبدأ من اليوم التالي لإتمام عملية الشراء، ما لم توافق الهيئة على تقصير المدة، على أن تنتهي عملية بيع كامل الأسهم المشتراة قبل نهاية السنة المالية.

ب- تصدر الهيئة موافقتها خطياً على قيام الشركة بالشراء، ويحدد في قرار الموافقة تاريخ البدء بالشراء، وتنسخ موافقتها للسوق على مدار فترة 10 أسابيع.

ت- تلتزم الشركة بشراء الأسهم من السوق (القاعة) مباشرة، وليس عبر صفقات من خارج القاعة.

ث- تلتزم الشركة بشراء الأسهم باسمها، ويتم تغريمها في حال قامت بالشراء عبر أسماء وهمية بنسبة 0.5% من القيمة السوقية لأي صفقة مخالفة وتودع في صندوق خاص بإشراف الهيئة لتمويل نشاطات التوعية الاستثمارية.

ج- تلتزم الشركة تقييد الشراء بمبادئ صناعة السوق، وعلى رأسها التقييد بقواعد العرض والطلب، بحيث تمنح أولوية الشراء مع زيادة العرض على سهم الشركة، وتمتنع عن الشراء مع زيادة الطلب على سهم الشركة.

ثانياً: توزيع أسهم مجانية:

بمعنى أن المنظمة تحتفظ بعدد من الأسهم الجديدة لكي توزعها على المساهمين دون أن تطلب منهم سداد أي نقدية. أي أن المنظمة تكافئ المساهمين في شكل أسهم بدلاً من أن

تجري توزيعات نقدية. وفي حقيقة الأمر فإن المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات من قبل الشركة هي توزيعات في شكل أسهم بدلا من التوزيعات النقدية، من الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات في شكل أسهم لن تثري المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات، وهذا يعني أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية، وعلى العكس فقد زاد عدد الأسهم عندما أصدرت المنظمة هذه الأسهم الجديدة، وهذه يعني أن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كانت عليه قبل التوزيع لهذه الأسهم (حنفي، 2001، ص 242).

ووفقا لنص المادة (91) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 الخاص بشركات الأموال الصادر في جمهورية مصر العربية، فإنه يجوز بقرار من الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، أن تقرر تحويل المال الاحتياطي أو جزء منه إلى أسهم يزداد بقيمتها رأس المال المصدر. وتوزع الأسهم الناتجة عن الزيادة مجانا على المساهمين أو الشركاء الحاليين للشركة كل بحسب قيمة مساهمته أو مشاركته.

ويتضح من هذا النص إن شروط توزيع الأسهم المجانية هي (حماد، 2000):

أ- وجود احتياطات كافية لتغطية قيمة الأسهم المجانية.
ب- اتخاذ قرار بهذا الشأن من الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح من الإدارة ويترتب على توزيع الأسهم المجانية زيادة في رأس المال المصدر وفي نفس الوقت نقص بنفس القيمة في الاحتياطات المحتجزة لدى الشركة، أي أن الأمر ينصب فقط على تغيير تركيبة حق الملكية.

يمكن استعراض ثلاث خصائص مترتبة على توزيع أسهم مجانية هي (حنفي، 2001، ص 242):

- 1- توجد علاقة قوية بين توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم، (من وجهة النظر المالية فقط)، ففي الحالتين يحدث تخفيف في سعر السهم، وبذلك يستطيع المستثمر تصفية جزئية للمحفظة عندما يرغب المستثمر في ذلك.
- 2- إذا كان السوق يتيح فرص استثمارية مربحة لاستثمار الأرباح، فإن سعر السهم يتجه إلى الارتفاع ليصل أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة وليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر ولكن بسبب عوامل نفسية واقتصادية.
- 3- عندما تدفع المنظمة بانتظام التوزيعات نقدا، فإن دفع توزيعات عرضية في شكل أسهم مجانية يعتبر ميزة بالنسبة للمستثمر - بفرض ثبات التوزيعات واستمراريتها - فإنه

يترتب على هذه العملية زيادة عائد التوظيف الظاهري وكذلك العائد الكلي، يعني هذا أن عملية توزيع أسهم مجانية مثل عملية تقسيم أو تجزئة الأسهم لا تؤثر على القيمة الرأسمالية للمنظمة ولكنها تؤثر على عدد الأسهم المتداولة لهذا السبب تحدث انخفاض فني في السعر ولا يشكل خسارة بالنسبة للمستثمر.

لذلك يجب أخذ هذا العامل في الاعتبار عند المقارنة بإجراء التعديل، هذا يعني انه ينبغي تعديل السعر إذا ما حدث توزيع أسهم مجانية التي عادة ما يتم استخدامها على أساس سنوي منتظم وذلك للحفاظ على سعر السهم عند حدود معينة (الحناوي، والعبد، 2002، ص409).

وتلجأ الشركات عادة إلى توزيع الأسهم المجانية في عدة حالات أهمها (حماد، 2000):

- 1- نقص السيولة لدى الشركة والرغبة في توزيع أرباح على المساهمين، ولتجنب الأثر السيئ لعدم توزيع أرباح نقدية أو انخفاض الأرباح النقدية الموزعة فان الشركة تلجأ إلى توزيع الأسهم المجانية، خاصة وان السوق يستقبل ذلك عادة كمعلومات ايجابية.
- 2- رغبة الشركة في زيادة رأس المال دون مطالبة المساهمين بمقابل لهذه الزيادة وعادة ما يستقبل سوق المال هذه المعلومات بكفاءة فتتخفف القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار الزيادة الناتجة عن توزيع أسهم مجانية.

ثالثاً: توزيع أرباح نقدية:

سياسة التوزيعات هي قرارات الشركة المساهمة العامة التي تتعلق بتوزيع صافي الأرباح بعد الضرائب على مدار السنوات. ويمكن أن تتضمن هذه السياسة عدم توزيع أرباح على الإطلاق (إذا كان القانون يسمح بذلك) أو توزيع جميع الأرباح الصافية (بعد الأخذ في الاعتبار الحد الأدنى من المتطلبات القانونية) أو توزيع أرباح بين هذين الحدين (نمر، 1997، ص11).

وتكون الأرباح المعدة للتوزيع في الشركات المساهمة العامة من نصيب مالك السهم المسجل في سجلات الشركة في التاريخ الذي تقرره الهيئة العامة في إجتماعها الذي توافق فيه على توزيع الأرباح، ويمكن ملاحظة ان (نمر، 1997، ص13):

- 1- إن الهيئة العامة هي التي تقرر الموافقة على توزيع الأرباح بناء على توصية مجلس الإدارة.
- 2- يتم توزيع الأرباح لمالك السهم في تاريخ إجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع هذه الأرباح.
- 3- جرت العادة أن يتم توزيع الأرباح مرة واحدة في السنة.

المبحث السادس: اثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

يشتري المستثمر الأسهم للحصول على أرباح رأسمالية محتملة وأيضاً للتوزيعات المحتمل الحصول عليها، فالشركات تشارك المستثمرين في الأرباح التي تحققها من خلال التوزيعات النقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مما يقوي أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت تجذب سياسة التوزيعات للشركة الجمهور للاكتتاب في أسهمها لذا فإن الشركات التي تعلن عن توزيعاتها والتي تنشر في الجرائد المالية، فهي تحافظ على هذا المستوى من التوزيعات حتى لو حدث انخفاض في الربح، أو حدثت زيادة في الأرباح فهي لا تتعكس في التوزيعات، ورغم هذا فإنه توجد عادة علاقة بين الأرباح والتوزيعات، فقد يحدث أن تزيد الأرباح مما يؤدي إلى زيادة التوزيعات وقد تكون الزيادة في التوزيعات تفوق الزيادة في الأرباح ويمثل هذا النمو في التوزيعات. وقد يفضل المستثمر إعادة استثمار التوزيعات النقدية ويكون بذلك أكثر اهتماماً بقيمة السهم من العائد الجاري (حنفي، 2003، ص 236).

حيث إن المستثمرون ينظرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة. فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمنشأة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة لأخرى يحتمل أن يترك انطباعاً إيجابياً - لدى المتعاملين في سوق رأس المال - عن فاعلية أداء الشركة، الأمر الذي يؤدي - بالتبعية - إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها العادية.

ولقد اعترف (Miller and Modigliani) ذاتهما بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات، غير أن الاعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغيير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم العادية يمكن أن يكون وقتياً، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية للشركة. بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغيير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم العادية، فإن هذا لا يرجع في الأساس إلى التغيير في سياسة التوزيعات، بقدر ما يرجع إلى التغييرات الإيجابية المتوقعة في ربحية الشركة (هندي، 1997، ص 670).

ويجب الاهتمام بمعرفة مصادر واستخدامات النقدية فإذا كانت من خلال إصدار سندات أو تصفية بعض الأصول فمعنى ذلك أن الشركة لا تستطيع المحافظة على سياسة توزيعات عالية. ويمكن القول بأن التوزيعات ومعدل التوزيعات ليسا بالمؤشر الجيد للقيمة الحقيقية للسهم ويرجع ذلك لأن التوزيعات تتقلب وتتغير عبر الزمن، مما يخلق علاقة غير دقيقة بين النمو في التوزيعات والنمو في الأرباح (حنفي، 2003، ص 237).

الفصل الخامس

اختبار الفرضيات وتحليل النتائج

مقدمة:

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار صحة الفرضيات في هذا البحث. والانحدار هو دراسة للتوزيع المشترك لعدد من متغيرات تقاس دون خطأ وتسمى المتغيرات المستقلة ومتغير يسمى المتغير التابع. والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً لتغير في قيم المتغيرات المستقلة (صافي، 2001، ص 209).

وتم اختبار الفرضيات الإحصائية على أساس أن تقبل الفرضية في حالة أن بيانات العينة تساند النظرية، وترفض عندما تكون بيانات العينة على النقيض منها، وفي حالة قبول الفرضية الإحصائية فإن هذا ناتج عن عدم وجود أدلة كافية لرفضها من بيانات العينة ولذلك فإن قبول هذه الفرضية لا يعني بالضرورة أنها صحيحة، أما إذا تم رفض هذه الفرضية بناء على المعلومات الموجودة في بيانات العينة فهذا يعني أن الفرضية خاطئة (صافي، 2001، ص 153).

وتمت مقارنة فروق متوسطات الأسعار قبل تاريخ الإعلان وبعده لتحديد اتجاه العلاقة ما إذا كان طردياً أو عكسياً

ويمكن قراءة النتائج كما يلي:

1- في حالة أن تكون قيمة R^2 (معامل التحديد) مساوية للواحد الصحيح فإن هذا يدل على وجود ارتباط تام.

2- في حالة أن تكون قيمة R^2 (معامل التحديد) مساوية ل 0.5 أو أكبر منها فإن هذا يدل على وجود ارتباط قوي وباقي الواحد الصحيح يرجع لعوامل أخرى.

3- في حالة أن تكون قيمة R^2 (معامل التحديد) أقل من 0.5 فإن هذا يدل على وجود ارتباط ضعيف وباقي الواحد الصحيح يرجع لعوامل أخرى.

4- في حالة أن تكون قيمة R^2 (معامل التحديد) مساوية للصفر فإن هذا يدل على عدم وجود علاقة.

5- في حالة أن تكون $Sig = 0.05$ أو أقل فإن هناك علاقة معنوية قوية.

6- في حالة أن تكون Sig أكبر من 0.05 فإن معنى ذلك عدم وجود علاقة معنوية.

7- في حالة كون المتوسطات قبل التاريخ أكبر من المتوسطات بعده تكون العلاقة عكسية أي يوجد انحدار في المتوسط.

8- في حالة كون المتوسطات بعد التاريخ أصغر من المتوسطات قبله تكون العلاقة طردية أي يوجد ارتفاع في المتوسط.

الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق من جهة ونصيب السهم من صافي الأرباح من جهة أخرى أولاً: اختبار الفرضية الأولى بصفة عامة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الأولى بصفة عامة يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (11)

يبين اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي بصفة عامة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.581	26.346	2.8602	2.652	2.6628
Sig			0.000	0.003	0.004
حجم التداول	0.011	0.213	72985.39	60985.72	83004.7
Sig			0.415	0.294	0.361
قيم التداول	0.023	0.438	201437.5	198332.7	214708.2
Sig			0.241	0.147	0.467

يتبين من الجدول رقم (11) ما يلي:

1- إن ما نسبته 58.1% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 2.8602 وبلغ يوم الإعلان 2.652 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2.6628 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.000 ، 0.003 ، 0.004 وبلغت قيمة F 26.346.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية قوية بصفة عامة بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 1.1% من التغير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 72985.39 وبلغ يوم الإعلان 60985.72 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 83004.7 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.415 ، 0.294 ، 0.361 وبلغت قيمة F 0.213.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بصفة عامة بين نصيب السهم من الأرباح وحجم تداول السهم في السوق بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان .

3- إن ما نسبته 2.3% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 201437.5 وبلغ يوم الإعلان 198332.7 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 214708.2 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.241 ، 0.147 ، 0.467 وبلغت قيمة F 0.438

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بصفة عامة بين نصيب السهم من الأرباح وحجم تداول السهم في السوق بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

وبناء على ما سبق بصفة عامة يمكن استنتاج ما يلي:

1. قبول الفرضية القائلة بوجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح وبين سعر السهم السوقي.
2. رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح وبين كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق.

ثانياً: اختبار الفرضية الأولى في المرحلة الأولى

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الأولى في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (12)

يبين اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.036	0.241	3.0325	3.0463	3.0356
Sig			0.242	0.239	0.242
حجم التداول	0.106	0.474	56202	62016.25	80837.5
Sig			0.119	0.428	0.440
قيم التداول	0.136	0.627	56665.08	131628.7	94279.09
Sig			0.100	0.476	0.436

يتبين من الجدول رقم (12) ما يلي:

1- إن ما نسبته 3.6% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 3.0325 وبلغ يوم الإعلان 3.0463 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 3.0353 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.242 ، 0.239 ، 0.242 وبلغت قيمة F 0.241 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 10.6% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 56202 وبلغ يوم الإعلان 62016.25 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 80837.5 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.119 ، 0.428 ، 0.440 وبلغت قيمة F 0.474 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وحجم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 13.6% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 56665.08 وبلغ يوم الإعلان 131628.7 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 94279.09 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.1 ، 0.476 ، 0.436 وبلغت قيمة F 0.627

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

وبناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى للسوق.

ثالثاً: اختبار الفرضية الأولى في المرحلة الثانية

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الأولى في المرحلة الثانية (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (13)

يبين اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.275	3.028	2.2414	2.0904	2.1354
Sig			0.004	0.002	0.002
حجم التداول	0.03	0.245	94340.5	62644.96	119657.39
Sig			0.481	0.203	0.498
قيم التداول	0.125	1.143	307402.1	220486	352948.6
Sig			0.061	0.034	0.270

يتبين من الجدول رقم (13) ما يلي:

1- إن ما نسبته 27.5% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 2.2414 وبلغ يوم الإعلان 2.0904 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2.1354 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.004 ، 0.002 ، 0.002 وبلغت قيمة F 3.028.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي في المرحلة الثانية بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 3% من التغير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 94340.5 وبلغ يوم الإعلان 62644.96 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 119657.39 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.481 ، 0.203 ، 0.498 وبلغت قيمة F 0.245

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وحجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 12.5% من التغيير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 307402.1 وبلغ يوم الإعلان 220486 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 352948.6 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.061 ، 0.034 ، 0.27 وبلغت قيمة F 1.143

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية بسبب وجود أي أن هناك ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

وبناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية للسوق ولكن توجد علاقة معنوية قوية بين نصيب السهم من الأرباح وبين كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق.

رابعاً: اختبار الفرضية الأولى في المرحلة الثالثة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الأولى في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (14)

يبين اثر نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.759	13.664	3.7171	3.2059	3.1806
Sig			0.003	0.007	0.009
حجم التداول	0.014	0.062	53608.41	57282.94	24675.29
Sig			0.415	0.333	0.326
قيم التداول	0.095	0.457	163164.2	224625	100363
Sig			0.293	0.318	0.301

يتبين من الجدول رقم (14) ما يلي:

1- إن ما نسبته 75.9% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 3.7171 وبلغ يوم الإعلان 3.2059 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 3.1806 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.003 ، 0.007 ، 0.009 وبلغت قيمة F 13.664 .

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية قوية بين نصيب السهم من الأرباح وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 1.4% من التغير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 53608.41 وبلغ يوم الإعلان 57282.94 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 24675.29 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.415 ، 0.333 ، 0.326 وبلغت قيمة F 0.062 .

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في

حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان أي هناك علاقة عكسية ضعيفة بينهما في المرحلة الثالثة.

3- إن ما نسبته 9.5% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من صافي الربح، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 163164.2 وبلغ يوم الإعلان 224625 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 100363 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.293 ، 0.318 ، 0.301 ، وبلغت قيمة F 0.457

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية قوية بين نصيب السهم من الأرباح وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح عنه قبل الإعلان.

وبناء على ما سبق في المرحلة الثالثة للسوق يمكن استنتاج ما يلي:

1. قبول الفرضية القائلة بوجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح وبين كلا من سعر وقيم تداول السهم في السوق.
2. رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح وبين حجم تداول السهم في السوق.

الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق من جهة وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح من جهة أخرى أولاً: اختبار الفرضية الثانية بصفة عامة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثانية بصفة عامة يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (15)

يبين اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي بصفة عامة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.252	2.355	4.372	4.2892	4.3108
Sig			0.042	0.092	0.086
حجم التداول	0.109	0.861	99080.8	65170.48	48586.8
Sig			0.096	0.072	0.095
قيم التداول	0.133	1.077	495840.8	327116.7	246596.5
Sig			0.062	0.044	0.041

يتبين من الجدول رقم (15) ما يلي:

1- إن ما نسبته 25.2% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 4.372 وبلغ يوم الإعلان 4.2892 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 4.3108 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.042 ، 0.092 ، 0.086 وبلغت قيمة F 2.355

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين سعر السهم السوقي بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 10.9% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 99080.8 وبلغ يوم الإعلان 65170.48 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 48586.8 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.096 ، 0.072 ، 0.095 وبلغت قيمة F 0.861

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين حجم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 13.3% من التغير في قيم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية

فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 495840.8 وبلغ يوم الإعلان 327116.7 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 246596.5 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.062 ، 0.044 ، 0.041 وبلغت قيمة F 1.077.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين قيم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق بصفة عامة.

ثانياً: اختبار الفرضية الثانية في المرحلة الأولى

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثانية في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (16)

يبين اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.759	1.571	4.79	4.785	4.8425
Sig			0.183	0.181	0.174
حجم التداول	1	-	5270.5	14803.75	34795.5
Sig			0.385	0.393	0.236
قيم التداول	1	-	9959.6225	17656.09	30962.8
Sig			0.295	0.472	0.255

يتبين من الجدول رقم (16) ما يلي:

1- إن ما نسبته 75.9% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 4.79 وبلغ يوم الإعلان 4.785 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 4.8425 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.183 ، 0.181 ، 0.174 وبلغت قيمة F 1.571

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية قوية بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين سعر السهم السوقي وهذا تحقق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 100% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 5270.5 وبلغ يوم الإعلان 14803.75 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 34795.5 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.385 ، 0.393 ، 0.236 ولا توجد أي قيمة ل F

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية تامة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين حجم تداول السهم في السوق وهذا تحقق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 100% من التغير في قيم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 9959.6225 وبلغ يوم الإعلان 17656.09 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 30962.8 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.295 ، 0.472 ، 0.255 ولا توجد أي قيمة ل F

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية تامة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين قيم تداول السهم في السوق وهذا تحقق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى للسوق.

ثالثاً: اختبار الفرضية الثانية في المرحلة الثانية

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثانية في المرحلة الثانية (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (17)

يبين اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.216	0.824	2.8515	2.8692	2.8862
Sig			0.067	0.071	0.071
حجم التداول	0.285	1.196	35571.15	25710	11030.92
Sig			0.104	0.053	0.074
قيم التداول	0.392	1.934	114567.9	76155.65	44718.25
Sig			0.040	0.017	0.051

يتبين من الجدول رقم (17) ما يلي:

1- إن ما نسبته 21.6% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 2.8515 وبلغ يوم الإعلان 2.8692 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2.8862 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.067 ، 0.071 ، 0.071 وبلغت قيمة F 0.824

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين سعر السهم السوقي وهذا تحقق في المرحلة الثانية بسبب وجود ارتفاع في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 28.5% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 35571.15 وبلغ يوم الإعلان 25710 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 11030.92 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.104 ، 0.053 ، 0.074 وبلغت قيمة F 1.196

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين حجم تداول السهم في السوق وهذا تحقق في المرحلة الثانية

بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 39.2% من التغير في قيم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 114567.9 وبلغ يوم الإعلان 76155.65 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 44718.25 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.04 ، 0.017 ، 0.051 وبلغت قيمة F 1.934

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين قيم تداول السهم في السوق وهذا تحقق في المرحلة الثانية بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية للسوق.

رابعاً: اختبار الفرضية الثانية في المرحلة الثالثة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثانية في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (18)

يبين اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.746	3.92	6.6338	6.3488	6.36
Sig			0.039	0.141	0.125
حجم التداول	0.144	0.224	249189.13	154477.13	116510.75
Sig			0.332	0.313	0.304
قيم التداول	0.09	0.132	1358350	889658.6	672465.6
Sig			0.298	0.270	0.260

يتبين من الجدول رقم (18) ما يلي:

1- إن ما نسبته 74.6% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 6.6338 وبلغ يوم الإعلان 6.3488 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 6.36 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.039 ، 0.141 ، 0.125 وبلغت قيمة F 3.92.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية قوية بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين سعر السهم السوقي وهذا تحقق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 14.4% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 249189.13 وبلغ يوم الإعلان 154477.13 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 116510.75 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.332 ، 0.313 ، 0.304 وبلغت قيمة F 0.224

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين حجم تداول السهم في السوق وهذا تحقق في المرحلة الثالثة

بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 9% من التغير في قيم التداول يعزى إلى الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 1358350 وبلغ يوم الإعلان 889658.6 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 682465.6 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.298 ، 0.27 ، 0.26 وبلغت قيمة F 0.132

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين قيم تداول السهم في السوق وهذا تحقق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية عنه قبل الإعلان.

وبناء على ما سبق في المرحلة الثالثة للسوق يمكن استنتاج ما يلي:

1. قبول الفرضية القائلة بوجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين سعر السهم السوقي.
2. رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح وبين كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق.

**الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول
السهم في السوق من جهة ونصيبه من الأرباح الموزعة من جهة أخرى
أولاً: اختبار الفرضية الثالثة بصفة عامة**

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثالثة بصفة عامة يمكن استخراج
الأرقام التالية:

جدول رقم (19)

يبين اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي بصفة عامة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.215	1.913	4.1748	3.8692	3.9152
Sig			0.077	0.162	0.156
حجم التداول	0.124	0.99	24372.44	33496.28	32401.2
Sig			0.054	0.053	0.067
قيم التداول	0.229	2.082	112020.1	184687	202741.9
Sig			0.080	0.093	0.083

يتبين من الجدول رقم (19) ما يلي:

1- إن ما نسبته 21.5% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط الأسعار 4.1748 وبلغ يوم التوزيع 3.8692 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 3.9152 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.077 ، 0.162 ، 0.156 وبلغت قيمة F 1.913 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة وبين سعر السهم السوقي بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

2- إن ما نسبته 12.4% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط حجم التداول 24372.44 وبلغ يوم التوزيع 33496.28 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 32401.2 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.054 ، 0.053 ، 0.067 وبلغت قيمة F 0.99

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة وبين حجم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

3- إن ما نسبته 22.9% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط قيم التداول 112020.1 وبلغ يوم التوزيع 184687 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 202741.9 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.08 ، 0.093 ، 0.083 وبلغت قيمة F 2.082

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة وبين قيم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح النقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق بصفة عامة.

ثانياً: اختبار الفرضية الثالثة في المرحلة الأولى

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثالثة في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (20)

يبين أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.408	1.379	4.7275	4.7	4.6925
Sig			0.184	0.182	0.181
حجم التداول	1	-	5233.75	8392.75	15450
Sig			0.486	0.393	0.105
قيم التداول	1	-	7582.225	6147.9	12846.81
Sig			0.308	0.373	0.116

يتبين من الجدول رقم (20) ما يلي:

1- إن ما نسبته 40.8% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط الأسعار 4.7275 وبلغ يوم التوزيع 4.7 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 4.6925 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.184 ، 0.182 ، 0.181 وبلغت قيمة F 1.379

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية قوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

2- إن ما نسبته 100% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط حجم التداول 5233.75 وبلغ يوم التوزيع 8392.75 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 15450 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.486 ، 0.393 ، 0.105 ولا توجد أي قيمة ل F

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية تامة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

3- إن ما نسبته 100% من التغيير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 75882.225 وبلغ يوم الإعلان 6147.9 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 12846.81 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.308 ، 0.373 ، 0.116 ولا توجد أي قيمة ل F وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية تامة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح النقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى للسوق.

ثالثاً: اختبار الفرضية الثالثة في المرحلة الثانية

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثالثة في المرحلة الثانية (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (21)

يبين اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.345	1.577	3.1531	3.1823	3.2315
Sig			0.033	0.030	0.033
حجم التداول	0.293	1.246	18828.92	31617.08	35881.77
Sig			0.042	0.044	0.037
قيم التداول	0.391	1.923	152110	282816.6	301345.5
Sig			0.037	0.039	0.038

يتبين من الجدول رقم (21) ما يلي:

1- إن ما نسبته 35.5% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط الأسعار 3.1531 وبلغ يوم التوزيع 3.1823 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 3.2315 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.033 ، 0.03 ، 0.033 وبلغت قيمة F 1.577. وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية بسبب وجود ارتفاع في سعر السهم السوقي بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

2- إن ما نسبته 29.3% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط حجم التداول 18828.92 وبلغ يوم التوزيع 31617.08 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 35881.77 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.042 ، 0.044 ، 0.037 وبلغت قيمة F 1.246. وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

3- إن ما نسبته 39.1% من التغيير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط قيم التداول 152110 وبلغ يوم التوزيع 282816.6 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 301345.5 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.037 ، 0.039 ، 0.038 وبلغت قيمة F 1.923 .
وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح النقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية للسوق ولكن يوجد ارتباط معنوي قوي بين نصيب السهم من الأرباح النقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية للسوق.

رابعاً: اختبار الفرضية الثالثة في المرحلة الثالثة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الثالثة في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (22)

يبين اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.302	0.576	5.5588	4.57	4.6375
Sig			0.082	0.106	0.103
حجم التداول	0.082	0.119	42950	49101.75	35220.88
Sig			0.419	0.399	0.273
قيم التداول	0.112	0.168	99092.76	114496.3	137458.4
Sig			0.482	0.373	0.270

يتبين من الجدول رقم (22) ما يلي:

1- إن ما نسبته 30.2% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط الأسعار 5.5588 وبلغ يوم التوزيع 4.57 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 4.6375 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.082 ، 0.106 ، 0.103 وبلغت قيمة F 0.576 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة بسبب وجود ارتفاع في سعر السهم السوقي بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

2- إن ما نسبته 8.2% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط حجم التداول 42950 وبلغ يوم التوزيع 49101.75 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 35220.88 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.419 ، 0.399 ، 0.273 وبلغت قيمة F 0.119 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

3- إن ما نسبته 11.2% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة، فقبل تاريخ التوزيع بلغ متوسط قيم التداول 99092.76 وبلغ يوم التوزيع 114496.3 أما بعد تاريخ التوزيع بلغ المتوسط 137458.4 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.482 ، 0.373 ، 0.27 وبلغت قيمة F 0.168 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد توزيع الأرباح النقدية عنه قبل التوزيع.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح النقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة للسوق.

الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق من جهة ونصيبه من الأرباح المحتجزة من جهة أخرى أولاً: اختبار الفرضية الرابعة بصفة عامة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الرابعة بصفة عامة يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (23)

يبين اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي بصفة عامة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.448	12.442	3.0836	2.832	2.8558
Sig			0.019	0.056	0.064
حجم التداول	0.05	0.147	67183.94	62521.3	47091.2
Sig			0.304	0.473	0.372
قيم التداول	0.006	0.086	194009.6	204897.3	120472.8
Sig			0.362	0.391	0.414

يتبين من الجدول رقم (23) ما يلي:

1- إن ما نسبته 44.8% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 3.0836 وبلغ يوم الإعلان 2.832 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2.8558 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.019 ، 0.056 ، 0.064 وبلغت قيمة F 12.442. وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بان هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم السوقي بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 5% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 67183.94 وبلغ يوم الإعلان 62521.3 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 47091.2 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.304 ، 0.473 ، 0.372 وبلغت قيمة F 0.147.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بان هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين حجم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 0.6% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 194009.6 وبلغ يوم الإعلان 204897.3 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 120472.8 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.362 ، 0.391 ، 0.414 وبلغت قيمة F 0.086

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بان هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين قيم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق بصفة عامة.

ثانياً: اختبار الفرضية الرابعة في المرحلة الأولى

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الرابعة في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (24)

يبين اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.233	1.8181	2.9033	2.9167	2.9120
Sig			0.035	0.034	0.035
حجم التداول	0.221	1.041	57822.13	48710.67	79406.67
Sig			0.098	0.365	0.300
قيم التداول	0.379	2.233	49837.29	54169.37	69211.36
Sig			0.045	0.221	0.404

يتبين من الجدول رقم (24) ما يلي:

1- إن ما نسبته 23.3% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 2.9033 وبلغ يوم الإعلان 2.9167 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2.912 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.035 ، 0.034 ، 0.035 وبلغت قيمة F 1.818 .
وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 22.1% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 57822.13 وبلغ يوم الإعلان 48710.67 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 79406.67 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.098 ، 0.365 ، 0.3 وبلغت قيمة F 1.041 .

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 37.9% من التغيير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 49837.29 وبلغ يوم الإعلان 54169.37 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 69211.36 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.045 ، 0.221 ، 0.404 وبلغت قيمة F 2.233.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى للسوق ولكن يوجد ارتباط معنوي قوي بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى.

ثالثاً: اختبار الفرضية الرابعة في المرحلة الثانية

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الرابعة في المرحلة الثانية (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (25)

يبين اثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.018	0.116	2.4283	2.2396	2.3026
Sig			0.314	0.342	0.331
حجم التداول	0.042	0.275	72069.78	62700.39	32808.52
Sig			0.355	0.388	0.461
قيم التداول	0.052	0.348	271784	244826	144845.3
Sig			0.304	0.259	0.267

يتبين من الجدول رقم (25) ما يلي:

1- إن ما نسبته 1.8% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 2.4283 وبلغ يوم الإعلان 2.2396 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2.3026 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.314 ، 0.342 ، 0.331 وبلغت قيمة F 0.116 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 4.2% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 72069.78 وبلغ يوم الإعلان 62700.39 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 32808.52 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.355 ، 0.388 ، 0.461 وبلغت قيمة F 0.275 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 5.2% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 271784 وبلغ يوم الإعلان 244826 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 144845.3 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.304 ، 0.259 ، 0.267 وبلغت قيمة F 0.348

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية للسوق.

رابعاً: اختبار الفرضية الرابعة في المرحلة الثالثة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الأولى في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (26)

يبين أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.599	3.984	4.565	3.8617	3.8458
Sig			0.041	0.060	0.068
حجم التداول	0.075	0.216	69521.67	79441.33	34072
Sig			0.402	0.328	0.285
قيم التداول	0.027	0.073	225157.4	316777	140335.4
Sig			0.491	0.362	0.370

يتبين من الجدول رقم (26) ما يلي:

1- إن ما نسبته 59.9% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 4.565 وبلغ يوم الإعلان 3.8617 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 3.8458 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.041 ، 0.06 ، 0.068 ، وبلغت قيمة F 3.984. وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية قوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 7.5% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 69521.67 وبلغ يوم الإعلان 79441.33 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 34072 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.402 ، 0.328 ، 0.285 ، وبلغت قيمة F 0.216. وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 2.7% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 225157.4 وبلغ يوم الإعلان 316777 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 140335.4 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.491 ، 0.362 ، 0.37 ، وبلغت قيمة F 0.073 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن أرباح محتجزة عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة للسوق.

الفرضية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق من جهة ونصيب السهم من توزيع أسهم عينية من جهة أخرى

أولاً: اختبار الفرضية الخامسة بصفة عامة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الخامسة بصفة عامة يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (27)

يبين اثر نصيب السهم من توزيع أسهم عينية على سعر السهم السوقي بصفة عامة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.116	0.055	6.641	6.589	6.386
Sig			0.392	0.422	0.449
حجم التداول	0.1	0.221	203008.7	135462	94874.2
Sig			0.326	0.328	0.302
قيم التداول	0.108	0.243	1110592	750246.2	553626.1
Sig			0.324	0.326	0.308

يتبين من الجدول رقم (27) ما يلي:

1- إن ما نسبته 11.6% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم في توزيع أسهم عينية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 6.641 وبلغ يوم الإعلان 6.589 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 6.386 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.392 ، 0.422 ، 0.449 وبلغت قيمة F 0.055

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين سعر السهم السوقي بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان .

2- إن ما نسبته 10% من التغير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم في توزيع أسهم عينية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 203008.7 وبلغ يوم الإعلان 135462 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 94874.2 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.326 ، 0.328 ، 0.302 وبلغت قيمة F 0.221

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين حجم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 10.8% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم من توزيع أسهم عينية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 1110592 وبلغ يوم الإعلان 750246.2 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 553626.1 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.324 ، 0.326 ، 0.308 ، وبلغت قيمة F 0.243

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين حجم تداول السهم في السوق بصفة عامة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق بصفة عامة.

ثانياً: اختبار الفرضية الخامسة في المرحلة الأولى

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الخامسة في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (28)

يبين اثر نصيب السهم من توزيع أسهم عينية على سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	-	-	4.175	4.17	4.13
حجم التداول	-	-	560	1583.5	2800
قيم التداول	-	-	2014	7667.83	8650

(مع ملاحظة وجود حالتين فقط في هذه المرحلة حيث لم يتم توزيع أسهم عينية سوى مرتين خلال هذه المرحلة)

يتبين من الجدول رقم (28) ما يلي:

1- قبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 4.175 وبلغ يوم الإعلان 4.17 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 4.13 أي بمعدل تغير -1% وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم من توزيع الأسهم العينية وسعر السهم السوقي في المرحلة الأولى بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

2- قبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 560 وبلغ يوم الإعلان 1583.5 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 2800 أي بمعدل تغير 400% وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية تامة بين نصيب السهم من توزيع الأسهم العينية وحجم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

3- قبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 2014 وبلغ يوم الإعلان 7667.84 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 8650 أي بمعدل تغير 329%

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة طردية تامة بين نصيب السهم من توزيع الأسهم العينية وحجم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى بسبب وجود ارتفاع في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين كلاً من حجم وقيم تداول السهم في السوق، في حين رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى للسوق.

ثالثاً: اختبار الفرضية الخامسة في المرحلة الثانية

لا توجد أي حالة مسجلة لتوزيع أسهم عينية في هذه المرحلة (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004).

رابعاً: اختبار الفرضية الخامسة في المرحلة الثالثة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية الخامسة في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (29)

يبين اثر نصيب السهم من توزيع أسهم عينية على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	R ²	F	قبل الإعلان	يوم الإعلان	بعد الإعلان
أسعار التداول	0.035	0.048	7.2575	7.1938	6.95
Sig			0.426	0.419	0.401
حجم التداول	0.187	0.307	253620.88	168931.83	117892.75
Sig			0.260	0.248	0.232
قيم التداول	0.164	0.262	1387736	935890.8	689870.2
Sig			0.249	0.238	0.222

يتبين من الجدول رقم (29) ما يلي:

1- إن ما نسبته 3.5% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى نصيب السهم في توزيع أسهم عينية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط الأسعار 7.2575 وبلغ يوم الإعلان 7.1938 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 6.95 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.426 ، 0.419 ، 0.401 وبلغت قيمة F 0.048 وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم في توزيع أسهم عينية وبين سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

2- إن ما نسبته 18.7% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى نصيب السهم في توزيع أسهم عينية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط حجم التداول 253620.88 وبلغ يوم الإعلان 168931.83 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 117892.75 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.26 ، 0.248 ، 0.232 وبلغت قيمة F 0.307

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم في توزيع أسهم عينية وبين حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في حجم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

3- إن ما نسبته 16.4% من التغير في قيم التداول يعزى إلى نصيب السهم في توزيع أسهم عينية، فقبل تاريخ الإعلان بلغ متوسط قيم التداول 1387736 وبلغ يوم الإعلان 935890.8 أما بعد تاريخ الإعلان بلغ المتوسط 689870.2 كما كانت قيمة Sig في الحالات الثلاث كما يلي 0.249 ، 0.238 ، 0.222 وبلغت قيمة F 0.262

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين نصيب السهم في توزيع أسهم عينية وبين قيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة بسبب وجود انخفاض في قيم تداول الأسهم بعد الإعلان عن توزيع أسهم عينية عنه قبل الإعلان.

بناء على ما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة للسوق.

الفرضية السادسة: إن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر في سعر وحجم
 وقيم تداول السهم أكثر مما يؤثر فيه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة
 أولاً: اختبار الفرضية السادسة بصفة عامة

لمقارنة كلا من اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة واثر نصيب السهم من الأرباح
 المحتجزة فانه بالرجوع إلى تحليل كلتا الفرضيتين الثالثة والرابعة بصفة عامة يمكن استنتاج
 الجدول التالي:

جدول رقم (30)

يبين اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر
 السهم السوقي بصفة عامة

البيان	الربح	أسعار التداول	حجم التداول	قيم التداول
R ²	الموزع	0.215	0.124	0.229
	المحتجز	0.448	0.05	0.006
F	الموزع	1.913	0.99	2.082
	المحتجز	12.442	0.147	0.086
قبل الإعلان	الموزع	4.1748	24372.44	112020.1
	المحتجز	3.0836	67183.94	194009.6
يوم الإعلان	الموزع	3.8692	33496.28	184687
	المحتجز	2.832	62521.3	204897.3
بعد الإعلان	الموزع	3.9152	32401.2	202741.9
	المحتجز	2.8558	47091.2	120472.8

يتبين من الجدول رقم (30) ما يلي:

1- إن ما نسبته 21.5% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 44.8% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن متوسط أسعار التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 4.1748 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 3.0836، وبلغت الأسعار يوم الإعلان للأرباح الموزعة 3.8692 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.832، وبلغ متوسط أسعار التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 3.9152 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.8558.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على سعر السهم السوقي أكثر مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بصفة عامة.

2- إن ما نسبته 12.4% من التغير في حجم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 5% من التغير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن حجم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 24372.44 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 67183.94، وبلغ حجم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 33496.28 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 62521.3، وبلغ حجم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 32401.2 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 47091.2.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على حجم تداول الأسهم أقل مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بصفة عامة.

3- إن ما نسبته 22.9% من التغير في قيم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 0.6% من التغير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن قيم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغت 112020.1 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 194009.6، وبلغت قيم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 184687 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 204897.3، وبلغت قيم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 202741.9 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 120472.8.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على قيم تداول الأسهم أكثر مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بصفة عامة.

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلا من سعر وقيم تداول السهم في السوق، في حين رفض الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على حجم تداول السهم في السوق بصفة عامة.

ثانياً: اختبار الفرضية السادسة في المرحلة الأولى

لمقارنة كلا من اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة واثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة فانه بالرجوع إلى تحليل كلتا الفرضيتين الثالثة والرابعة في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استنتاج الجدول التالي:

جدول رقم (31)

يبين اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر

السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	الربح	أسعار التداول	حجم التداول	قيم التداول
R ²	الموزع	0.408	1	1
	المحتجز	0.233	0.221	0.379
F	الموزع	1.379	-	-
	المحتجز	1.818	1.041	2.233
قبل الإعلان	الموزع	4.7275	5233.75	7582.225
	المحتجز	2.9033	57822.13	49837.29
يوم الإعلان	الموزع	4.7	8392.75	6147.9
	المحتجز	2.9167	48710.67	54169.37
بعد الإعلان	الموزع	4.6925	15450	12846.81
	المحتجز	2.912	79406.67	69211.36

يتبين من الجدول رقم (31) ما يلي:

1- إن ما نسبته 40.8% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 23.3% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن متوسط أسعار التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 4.7275 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.9033، وبلغت الأسعار يوم الإعلان للأرباح الموزعة 4.7 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.9167، وبلغ متوسط أسعار التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 4.6925 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.912.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على سعر السهم السوقي بضعف ما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الأولى.

2- إن ما نسبته 100% من التغير في حجم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 22.1% من التغير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن حجم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 5233.75 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 57822.13، وبلغ حجم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 8392.75 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 48710.67، وبلغ حجم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 15450 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 79406.67.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على حجم تداول الأسهم أقل مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الأولى.

3- إن ما نسبته 100% من التغير في قيم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 37.9% من التغير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن قيم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغت 7582.225 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 49837.29، وبلغت قيم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 6127.9 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 54169.37، وبلغت قيم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 12846.81 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 69211.36.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على قيم تداول الأسهم أقل مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الأولى.

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي، في حين رفض الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الأولى للسوق.

ثالثاً: اختبار الفرضية السادسة في المرحلة الثانية

لمقارنة كلا من اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة واثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة فانه بالرجوع إلى تحليل كلتا الفرضيتين الثالثة والرابعة في المرحلة الثانية (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004) يمكن استنتاج الجدول التالي:

جدول رقم (32)

يبين اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية

البيان	الربح	أسعار التداول	حجم التداول	قيم التداول
R ²	الموزع	0.345	0.293	0.391
	المحتجز	0.018	0.042	0.052
F	الموزع	1.577	1.246	1.923
	المحتجز	0.116	0.275	0.348
قبل الإعلان	الموزع	3.1531	18828.92	152110
	المحتجز	2.4283	72069.78	271784
يوم الإعلان	الموزع	3.1823	31617.08	282816.6
	المحتجز	2.2396	62700.39	244826
بعد الإعلان	الموزع	3.2315	35881.77	301345.5
	المحتجز	2.3026	32808.52	144845.3

يتبين من الجدول رقم (32) ما يلي:

1- إن ما نسبته 34.5% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 1.8% من التغيير في أسعار التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن متوسط أسعار التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 3.1531 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.4283، وبلغت الأسعار يوم الإعلان للأرباح الموزعة 3.1823 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.2396، وبلغ متوسط أسعار التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 3.2315 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 2.3026.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على سعر السهم السوقي أكثر مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الثانية.

2- إن ما نسبته 29.3% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 4.2% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن حجم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 18828.92 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 72069.78، وبلغ حجم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 31618.08 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 62700.39، وبلغ حجم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 35881.77 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 32808.52.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على حجم تداول الأسهم أقل مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الثانية.

3- إن ما نسبته 39.1% من التغيير في قيم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 5.2% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن قيم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغت 152110 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 271784، وبلغت قيم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 282816.6 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 244826، وبلغت قيم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 301345.5 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 144845.3.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على قيم تداول الأسهم أكثر مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الثانية.

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلا من سعر وقيم تداول السهم في السوق، في حين رفض الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على حجم تداول السهم في السوق في المرحلة الثانية للسوق.

رابعاً: اختبار الفرضية السادسة في المرحلة الثالثة

لمقارنة كلا من اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة واثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة فانه بالرجوع إلى تحليل كلتا الفرضيتين الثالثة والرابعة في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استنتاج الجدول التالي:

جدول رقم (33)

يبين اثر نصيب السهم من كلا من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	الربح	أسعار التداول	حجم التداول	قيم التداول
R ²	الموزع	0.302	0.082	0.112
	المحتجز	0.599	0.075	0.027
F	الموزع	0.576	0.119	0.168
	المحتجز	3.984	0.216	0.073
قبل الإعلان	الموزع	5.5588	42950	99092.76
	المحتجز	4.565	69521.67	225157.4
يوم الإعلان	الموزع	4.57	49101.75	114496.3
	المحتجز	3.8617	79441.33	316777
بعد الإعلان	الموزع	4.6375	35220.88	137458.4
	المحتجز	3.8458	34072	140335.4

يتبين من الجدول رقم (33) ما يلي:

1- إن ما نسبته 30.2% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 59.9% من التغير في أسعار التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن متوسط أسعار التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 5.5588 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 4.565، وبلغت الأسعار يوم الإعلان للأرباح الموزعة 4.57 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 3.8617، وبلغ متوسط أسعار التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 4.6375 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 3.8458.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على سعر السهم السوقي أكثر مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الثالثة.

2- إن ما نسبته 8.2% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 7.5% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن حجم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغ 42950 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 69521.67، وبلغ حجم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 49101.75 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 79441.33، وبلغ حجم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 35220.88 في حين بلغ للأرباح المحتجزة 34072.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على حجم تداول الأسهم أكثر مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الثالثة.

3- إن ما نسبته 11.2% من التغيير في قيم التداول يعزى إلى الربح الموزع، في حين أن ما نسبته 2.7% من التغيير في حجم التداول يعزى إلى الربح المحتجز، كما أن قيم التداول قبل الإعلان للأرباح الموزعة بلغت 99092.76 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 225157.4، وبلغت قيم التداول يوم الإعلان للأرباح الموزعة 114496.3 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 316777، وبلغت قيم التداول بعد الإعلان للأرباح الموزعة 137458.4 في حين بلغت للأرباح المحتجزة 140335.4.

وبمقارنة المتوسطات يمكن القول بأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يؤثر على قيم تداول الأسهم أقل مما يؤثر عليه نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في المرحلة الثالثة.

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق في المرحلة الثالثة للسوق

الفرضية السابعة: إن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر
السوقي له
أولاً: اختبار الفرضية السابعة بصفة عامة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية السابعة بصفة عامة يمكن استخراج
الأرقام التالية:

جدول رقم (34)

يبين المقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي
بصفة عامة

البيان	القيمة
R ²	0.438
F	45.959
Sig	0.00
Meam الربح	22.1398
Mean تغير السعر	3.15774-

يتبين من الجدول رقم (34) ما يلي:

إن ما السعر يتغير بنسبة 43.8% من الربح، وقيمة F بلغت 45.959، وقيمة
Sig بلغت 0.00، ومتوسط الربح بلغ 22.1398 في حين بلغ متوسط تغير السعر
3.15774-

بناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن نصيب السهم من صافي الربح
يفوق التغير في السعر السوقي له بصفة عامة عند مستوى معنوية 5%.

ثانياً: اختبار الفرضية السابعة في المرحلة الأولى

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية السابعة في المرحلة الأولى (من عام 1997 وحتى نهاية عام 1999) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (35)

يبين المقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي في المرحلة الأولى

البيان	القيمة
R ²	0.008
F	0.11
Sig	0.745
Meam الربح	11.5631
Mean تغير السعر	0.06094

يتبين من الجدول رقم (35) ما يلي:

إن ما السعر يتغير بنسبة 0.8% من الربح، وقيمة F بلغت 0.11، وقيمة Sig بلغت 0.745، ومتوسط الربح بلغ 11.5631 في حين بلغ متوسط تغير السعر 0.06094

وبناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له في المرحلة الأولى عند مستوى معنوية 5%.

ثالثاً: اختبار الفرضية السابعة في المرحلة الثانية

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية السابعة في المرحلة الثانية (من عام 2000 وحتى نهاية عام 2004) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (36)

يبين المقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي في المرحلة الثانية

البيان	القيمة
R ²	0.00
F	0.004
Sig	0.949
Meam الربح	12.0218
Mean تغير السعر	-1.37611

يتبين من الجدول رقم (36) ما يلي:

إن ما السعر يتغير بنسبة 0% من الربح، وقيمة F بلغت 0.004، وقيمة Sig بلغت 0.949، ومتوسط الربح بلغ 12.0218 في حين بلغ متوسط تغير السعر -1.37611.

وبناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له في المرحلة الثانية عند مستوى معنوية 5%.

رابعاً: اختبار الفرضية السابعة في المرحلة الثالثة

من نتائج التحليل الإحصائي SPSS للفرضية السابعة في المرحلة الثالثة (عام 2005) يمكن استخراج الأرقام التالية:

جدول رقم (37)

يبين المقارنة بين نصيب السهم من صافي الربح والتغير في سعر السهم السوقي في المرحلة الثالثة

البيان	القيمة
R ²	0.564
F	19.408
Sig	0.001
Meam الربح	48.7594
Mean تغير السعر	9.12153-

يتبين من الجدول رقم (37) ما يلي:

إن ما السعر يتغير بنسبة 56.4% من الربح، وقيمة F بلغت 19.408، وقيمة Sig بلغت 0.001، ومتوسط الربح بلغ 48.7594 في حين بلغ متوسط تغير السعر -9.12153.

وبناء على ما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له في المرحلة الثالثة عند مستوى معنوية 5%.

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

وفي هذا الفصل سيتم استعراض كل من

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات

ثانياً: التوصيات المقترحة

أولاً: النتائج

مقدمة

لقد قامت الباحثة بجمع ميزانيات الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية كما قامت بفحص جريدة الأيام الفلسطينية وجمع التواريخ اللازمة لاختبار الفرضيات، كما قامت بإدخال هذه البيانات في برنامج SPSS وإجراء الاختبارات اللازمة لها، وقد أسفرت هذه الدراسة عن ما يلي:

- 1- تبين أن هناك بصفة عامة علاقة عكسية بين نصيب السهم من الأرباح وبين سعر السهم السوقي، بينما لا توجد علاقة بين نصيب السهم من الأرباح وبين كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق، أما حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تبين في كلا المرحلتين الأولى والثانية عدم وجود علاقة بين نصيب السهم من الأرباح وبين سعر السهم في السوق، أما في المرحلة الثالثة فإن هناك علاقة عكسية بين نصيب السهم من الأرباح وبين سعر السهم السوقي بينما لا توجد علاقة بين نصيب السهم من الأرباح وبين كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق.
- 2- تبين عدم وجود علاقة بصفة عامة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق، أما حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تبين في المرحلة الأولى وجود علاقة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق، ولكن في المرحلة الثانية لا توجد علاقة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق، بينما توجد في المرحلة الثالثة علاقة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين سعر السهم السوقي في حين لا توجد علاقة بين تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبين كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق.
- 3- تبين عدم وجود علاقة بصفة عامة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق، كذلك الأمر حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تم التوصل إلى نفس النتيجة في كل مرحلة.

4- تبين عدم وجود علاقة بصفة عامة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق، كذلك الأمر حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تم التوصل إلى نفس النتيجة في كل مرحلة.

5- تبين عدم وجود علاقة بصفة عامة بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق، أما حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تبين في المرحلة الأولى وجود علاقة بين نصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين سعر السهم السوقي، بينما لم تسجل أي حالة في المرحلة الثانية، أما في المرحلة الثالثة فلا توجد علاقة بين نصيب السهم من توزيع أرباح عينية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق.

6- تبين بصفة عامة أن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلا من سعر وقيم تداول السهم في السوق، في حين كان تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أقل من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على حجم تداول السهم في السوق، أما حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تبين في المرحلة الأولى أن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي، في حين كان تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أقل من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلا من حجم وقيم تداول السهم في السوق، أما في المرحلة الثانية فتبين أن تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلا من سعر وقيم تداول السهم في السوق، في حين كان تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة على حجم تداول السهم في السوق، أما في المرحلة الثالثة فكان تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق.

7- تبين بصفة عامة أن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغيير في السعر السوقي له، كذلك الأمر حسب التحليل حسب المراحل الذي اتبع في الدراسة تم التوصل إلى نفس النتيجة في كل مرحلة.

ثانياً: التوصيات:

بناء على النتائج التي أسفرت عنها الدراسة التي قامت بها الباحثة تم التوصل إلى التوصيات التالية:

- 1- التوصية بعمل حملات إعلانية وعقد الدورات التدريبية لتشجيع الأفراد على الادخار بهدف تعظيم القيمة السوقية للسهم وتنمية الوعي الادخاري والاستثماري.
- 2- التوصية بضرورة تشجيع دخول المزيد من المتخصصين أعضاء البورصة (صانعو السوق) للحفاظ على توازن السوق وذلك من خلال دورهم الرئيسي في تحديد الأسعار وتوفير النصح والإرشاد للمتعاملين فيه ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- 3- التوصية بتوفير بنوك الاستثمار التي تقدم النصح والإرشاد للشركات المصدرة للأوراق المالية، وإعطاء النصح بخصوص اختيار الأوراق المالية وتحديد أسعارها.
- 4- التوصية بزيادة شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني، وتوفير الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات إضافة إلى إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين، الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوافرة لشخص دون شخص آخر مما يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.
- 5- التوصية بتوعية المستثمرين بأهمية القوائم المالية ودراسة التغير في هيكل حقوق الملاك وليس التركيز فقط على الأرباح الموزعة.
- 6- التوصية بمطالبة الشركات التي تحتوي على عدة فروع القيام بإعداد قوائم مالية لكل فرع على حدة بجانب القوائم المالية الموحدة.
- 7- التوصية بإيجاد إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب، وتوفير عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات تتوافر عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المستثمرين في ذات الوقت وعلى قدم المساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- 8- التوصية بضرورة التزام الشركات بإعطاء مزيد من الاهتمام للقوائم المالية وإلزام الشركات بالنشر في الصحف الرسمية في الوقت المحدد لذلك وفي مواقعها الالكترونية وبيان أسعار أوراقها المالية المدرجة والتي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها.

توصيات بإجراء دراسات مستقبلية:

1. التوصية بإجراء المزيد من الدراسات لتحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لسهم الشركات المدرجة في السوق وبخاصة تلك التي تعكس وجهة نظر مستخدمي القوائم المالية لمعرفة مدى ارتكازهم في قراراتهم الاستثمارية والائتمانية على المعلومات المنشورة في هذه القوائم.
2. التوصية لكل شركة بالقيام بدراسات وأبحاث متخصصة حسب نشاطها والقطاع الذي تنتمي إليه، لمعرفة العوامل المؤثرة على سعر سهمها السوقي وخاصة اثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة وذلك حتى تستطيع الشركة إتباع سياسة مناسبة لتوزيع الأرباح بناء على ما توصلت إليه من نتائج وذلك حتى تستطيع الشركة تعظيم سعر سهمها السوقي وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للشركة وهو الهدف الذي تسعى إليه منشآت الأعمال كافة.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أ- الكتب:

1. إبراهيم، إبراهيم، والحمداني، شيرين (1990)، مؤسسات مالية متخصصة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
2. البرواري، شعبان محمد إسلام (2001)، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق.
3. التميمي، أرشد، وسلام، أسامة عزمي (2004)، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى.
4. الجمل، جمال جويدان (2002)، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
5. حبش، محمد محمود (1998)، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، المؤلف نفسه، عمان.
6. حماد، طارق (2000)، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية.
7. الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم (2002)، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
8. حنفي، عبد الغفار (2000)، أساسيات الإدارة المالية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية.
9. _____ (2001)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
10. _____ (2003)، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
11. _____، وقرياقص، رسمية (1995)، مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية.
12. _____، وقرياقص، رسمية (2000)، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية.
13. خريوش، حسني، وارشيد، عبد المعطي، وجودة، محفوظ (1998)، الأسواق المالية، دار زهران، عمان.
14. الزبيدي، حمزة (2001)، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الطبعة الأولى.
15. الزرري، عبد النافع، وفرح، غازي (2001)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
16. الزيدانين، جميل (1999)، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى.
17. الشماع، خليل (1992)، الإدارة المالية، جامعة بغداد، بغداد.
18. صافي، سمير (2001)، البرنامج الإحصائي SPSS، مكتبة آفاق، غزة.
19. العريبي، عصام (2002)، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الأولى.
20. قرياقص، رسمية (2000)، أساسيات الإدارة المالية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية.

21. مقداد، محمد إبراهيم، والفرا، ماجد محمد عبد السلام (2004)، مناهج البحث والتحليل الإحصائي في العلوم الإدارية، المؤلفان، غزة.
22. الميداني، محمد عزت (1989)، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد، الظهران.
23. النجار، فريد راغب (2004)، الاستثمار بالنظم الالكترونية والاقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
24. هندي، منير (1997)، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.
25. _____ (1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.
26. _____ (1999)، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.
27. الهواري، سيد (1986)، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، دار المعارف، القاهرة.

ب - الدوريات:

1. أبو حشيش، خليل (2003)، دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الأردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية، مجلة البصائر، مجلد (7)، العدد (2)، ص 149: ص 196.
2. بورسلي، أماني خالد، وعبد السلام، فايز عبد الرحمن (2005)، محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية: دليل من سوق الكويت للأوراق المالية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد (12)، العدد (2).
3. الدبعي، مأمون، وأبو نصار، محمد (2001)، هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (28)، العدد (1)، عمان، ص 410: ص 431.
4. الذهبي، خالد (مارس، 1997)، استراتيجيات التعامل بالأسهم وتطبيقاتها على الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، مجلة المساهم، العدد (3)، عمان.
5. الزعبي، بشير (2000)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (27)، العدد (2)، عمان، ص 321: ص 330.
6. زعرب، حمدي (مايو، 2005)، اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني، مؤتمر الاستثمار والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة.
7. الشريف، حمادو (1993)، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية، أطروحة ماجستير، الجامعة الأردنية، عمان.

8. الظاهر، مفيد، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي (دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي)، مجلة جامعة بيت لحم، العدد (22)، ص 28: ص 61.
9. عبد الله، عبد القادر (1995)، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد (11)، العدد (1)، ص 135: ص 155.
10. قديح، وائل (مايو، 1997)، دور وأهمية سوق فلسطين للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، سلسلة دراسات وتقارير، تقارير اقتصادية، العدد (38)، مركز التخطيط، مكتب الرئيس، غزة، ص 2: ص 15.
11. نمر، محسن (مارس، 1997)، توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات، مجلة المساهم، العدد (3)، عمان، ص 7: ص 23.
12. نور، عبد الناصر، والفضل، مؤيد (2003)، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية (دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية)، دراسات، العلوم الإدارية، مجلد (30)، العدد (1)، ص 183: ص 197.

ثانيا: المراجع الأجنبية:

- 1- Elton, E.J. and Gruber, M.J. 1970. Marginal Stock Holders Tax Effect and the Clientele Effects, Review of Economics and Statistics, 52:68-74.
- 2- El-khoury, R. and Almwalla, M. 1997. The Effect of Dividend Changes on Security Prices "The Case of Jordanian Companies", Abhath Al-Yarmouk, 13 (1/B).
- 3- _____. 1997. Dividends and New Equity Issues by Jordanian Corporations: an Empirical Investigation, Abhath Al-Yarmouk, 13 (2/A).
- 4- Gardon, M.J. 1962. The Savings, Investment and Valuation of the Corporation, Review of Economics and Statistics: 37-51.
- 5- Healy, P. and Paleph, K. 1988. Earning Information Conveyed by Divided Initiation and Omissions, Review of Economics and Statistics: 149-175.
- 6- Miller, M.H. and Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth and Evaluation of Shares, Review of Economics and Statistics, Oct.
- 7- McMenamin, J. 1999. Financial Management, an Introduction, First Published. 494.

ثالثا: المواقع الإلكترونية:

1. موقع سوق دبي للأوراق المالية www.dfm.co.ae.
2. موقع سوق فلسطين للأوراق المالية www.p-s-e.com.

رابعا: الصحف والمجلات والقوانين

1. صحيفة الأيام الفلسطينية.
2. قانون الأوراق المالية.
3. قانون هيئة سوق رأس المال.
4. قرار قانون سنة 2006.

الملاحق

وهنا نستعرض القوانين التالية:

1- قانون الأوراق المالية

2- قانون هيئة سوق رأس المال

3- قرار قانون بشأن تعديل قانون الشركات

2004 (12)

2004/10/5

:

(1)

:

(2)

:

:

:

:

:

:

:

:

:

:

:

:

:

:

30

%10

%10

% 10

(%50)

(3)

.1

:

.2

(4)

.1

.2

.3

(5)

.1

.2

.3

.4

.5

.6

(6)

(7)

.1

.2

.3

.4

.5

.

.

.

.

.6

.7

(8)

()

(9)

.1

.2

(10)

(11)

.1

.2

.

.

.

.

.

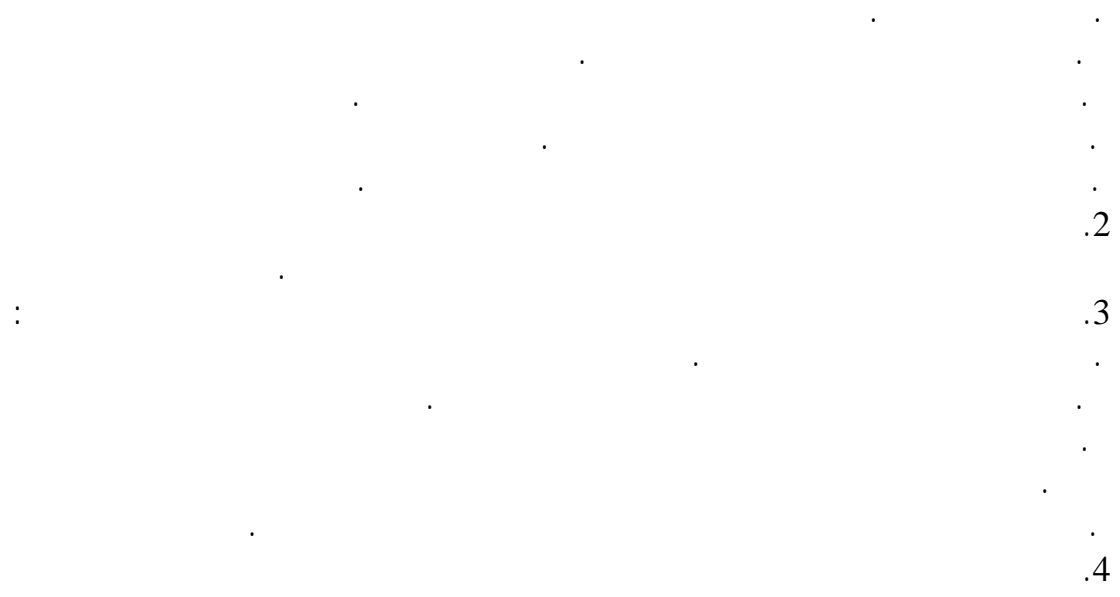
.

()

(12)

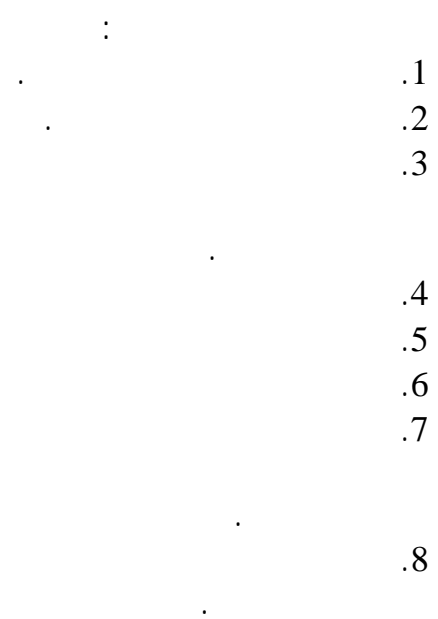
(11)

.-1



(13)

(14)



.9

.10

.11

(15)

(16)

.1

:

.

.

.

.

.2

:

.

.

.

.

.3

(17)

.1

.2

(18)

.1

.2

.3

(19)

(20)

(21)

.1

.2

(22)

(23)

.1

.2

(24)

(25)

.1
(26)
.2

(26)

:

:

.1

.2

.3

.

/

.4

:

(27)

(28)

.1

.2

.3

(29)

(30)

.1

.2

(31)

(32)

:

.1
.2
.3

(33)

:

.1
.
.
.
.2

(34)

.1
.2
.3
.4
.5

(35)

.1

.

.

.

.

.2

(36)

.1

.2

.3

(37)

.1

.2

%50

()

.3

(38)

.1

.2

(39)

.1

.2

(40)

.1

.2

.3

.4

.5

.6

.7

.8

(41)

.1

.2

(42)

.1

.2

.3

.4

.5

.6

.7

.8

(43)

.1

.2

(44)

.1

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.2

(45)

.1

:

.2

.

.

.

(46)

.1

.(2) (1) 44)

.2

.3

.4

.5

:

.

.

.

.

.

.

(47)

:

.1

.2

.3

.4

.5

(48)

.1

.2

.3

(50)

(51)

	:	.1
.()	.
.()	.
		.2
		.3
		.4
		.5
		.6
		.7
		.8

(52)

- .1
- .2
- .3
- .4

- .5
- .6
- .7
- .8

(53)

(54)

.1

.2

.3

.4

(3) (2) (1)

(55)

.1

.2

.3

.4

(56)

(57)

.1

.2

.3

.4

.5

(58)

.1

.2

.

.3

(59)

.1

.2

.3

.4

.5

(60)

.1

.2

.3

.4

.5

(61)

(62)

(63)

.1

.2

.3

.4

.5

.6

.7

:

/ /

.

.

.

.

.

.8

(64)

.1

.2

(65)

(66)

(71)

(72)

(73)

%66

(74)

(75)

.1

.2

.3

(76)

.1

.2

(77)

:

.1

.2

.3

.4

(78)

(79)

.1

.2

.3

4

(80)

(81)

.1

.2

(82)

%10

.1

(

.2
)

(83)

(84)

.1

.2

.3

(85)

(%10)

)

(

(86)

:

.1

.2

(87)

.1

:

.

.

.2

.

.

.

(88)

:

.1

.

.

.2

:

.

.

.

.

.

.3

:

.

.

.

.

.

.4

(89)

.1

:

.2

:

.3

(90)

(91)

:

.

.

.

.

.

(92)

.1

(1)

.2

(93)

.(91)

(94)

: (93) (1/92)

.1

.2

.3

(95)

:

.1

.2

.3

.4

(96)

(3/2/1/95) (93) (1/92)

(97)

(98)

.1

.2

.3

(99)

.1

:

.2

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

(100)

(100000)

.1

4

() ()

.2

.3

.

.4

:

.

.

.

.5

.

.

.

(101)

.1

.2

(102)

.1

.2

(103)

%10

.1

.2

.3

(104)

(105)

(106)

(107)

2004/ /1:
1425/ /18:

()

2004 (13)

. 2004/11/24

:

(1)

. :
. :
. :
. :
. :
. :
. :
. :
. :

(2)

()

.1

.2

.3

(3)

:

:

.1

.

.

.

.

.2

.3

.4

(4)

(5)

.1

:

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.

.2

.3

(6)

.1

.2

.3

.4

.5

.6

.7

(7)

:

.1

.2

.3

.4

.5

.6

.7

.8

.9

.10

.11

.12

(8)

.1

(9)

.
.2

.1

:

.

.

.

.2

(1)

.3

.4

.5

(10)

.1

.2

.3

(11)

.1

.2

:

.

.

.

(2,1)

(5)

.3

(12)

.1

.2

.3

.4

(13)

.1

(14)

.2

.1

.2

(15)

(16)

.1

.2

.3

(17)

:

.1

.2

.3

.4

(18)

:

.1

.2

.3

.4

(19)

.1

.2

(20)

.1

.2

(21)

.1

()

.2

()

(22)

:

.1

.

.

(23)

.2

(24)

:

.1

.2

.3

(25)

.1

.

.2

.

.3

.



(26)

.1

.

.2

.

.3

90

.

(27)

(28)

(29)

2004/ /1 :

1425 / /18 :

قرار بقانون رقم () لسنة 2006

بشأن تعديل قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964

رئيس اللجنة التنفيذية لمنظمة التحرير الوطنية

رئيس السلطة الوطنية الفلسطينية

بعد الاطلاع على المادة (43) من القانون الأساسي المعدل لسنة 2003 وتعديلاته،
وعلى قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004، وقانون هيئة سوق رأس المال رقم (13)
لسنة 2004،

وبناءً على الصلاحيات المخولة لنا،

وتحقيقاً للمصلحة العامة،

أصدرنا القرار بقانون التالي:

مادة (1)

يعدل قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964 بإضافة المادة التالية ويلغى ما يتعارض معها من
أحكامه:

"يجوز للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الأوراق المالية شراء الأسهم الصادرة
عنها وفقاً للتعليمات التي تقررها هيئة سوق رأس المال".

مادة (2)

يعرض هذا القرار بقانون على المجلس التشريعي لإقراره في أول جلسة يعقدها بعد صدوره.

مادة (3)

يلغى كل حكم يتعارض مع أحكام هذا القرار بقانون.

مادة (4)

على جميع الجهات المختصة، كل فيما يخصه، تنفيذ أحكام هذا القرار بقانون اعتباراً من
تاريخ صدوره، وينشر في الجريدة الرسمية.

صدر في مدينة رام الله بتاريخ: 2006/02/05 م.