

The Islamic University–Gaza
Research and Postgraduate Affairs
Faculty of Commerce
Master of Accounting & Finance



الجامعة الإسلامية - غزة
شئون البحث العلمي والدراسات العليا
كلية التجارة
ماجستير المحاسبة والتمويل

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة
في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)

**The Effect of Dividend Declaration on Share Prices and Trading
Values of the Listed Companies in Palestine Exchange (PEX)
(Applied study)**

إعدادُ الباحثِ

حسين محمد قشطه

إشرافُ

الأستاذ الدكتور

علي عبد الله شاهين

قُدِّمَ هَذَا البَحْثُ إِسْتِكْمَالاً لِمَتَطَلِبَاتِ الحُصُولِ عَلَى دَرَجَةِ المَاجِسْتِيرِ
فِي بَرنامِجِ المَحاسِبَةِ وَالتَّموِيلِ بِكَلِيَةِ التِّجَارَةِ فِي الجَامِعَةِ الإِسْلامِيَةِ بِغَزَّةِ

مايو/2017م - شعبان/1438هـ

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة
فلسطين (دراسة تطبيقية)

The Effect of Dividend Declaration on Share Prices of the Listed Companies in Palestine Stock Exchange

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

Declaration

I understand the nature of plagiarism, and I am aware of the University's
policy on this.

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

Student's name:	حسين محمد قشطه	اسم الطالب:
Signature:		التوقيع:
Date:		التاريخ:

ب



نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ حسين محمد حسين قشطة لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)

وبعد المناقشة التي تمت اليوم الاثنين 17 رمضان 1438هـ، الموافق 2017/06/12 الساعة العاشرة صباحاً، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

.....
.....
.....

أ.د. علي عبد الله شاهين مشرفاً و رئيساً
أ.د. حمدي شحده زعرب مناقشاً داخلياً
أ.د. علي سليمان النعماني مناقشاً خارجياً

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل.

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

نائب الرئيس لشئون البحث العلمي والدراسات العليا

أ.د. عبدالرؤف علي المناعمة



الملخص

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر الاعلان عن توزيع الارباح على السعر السوقي للسهم وقيم التداول للشركات المدرجة في بورصة فلسطين متضمناً الافصاح عن المتغيرات التي قد تؤثر على تلك الاسعار وقيم التداول في السوق وهي صافي الارباح، والارباح النقدية الموزعة ، والارباح المحتجزة ، وتاريخ الإعلان عن توزيع الارباح .

ولتحقيق ذلك تم اجراء دراسة تحليلية كمية للقوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين التي ينطبق عليها الشرط الحكمي وهو (توزيع ارباح لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات) خلال الفترة من عام 2007 حتى عام 2015 باستخدام الاساليب الاحصائية المناسبة ، وقد توصلت الدراسة الى عدة نتائج كان اهمها ان الاعلان عن نصيب السهم من الارباح يؤثر على سعر السهم السوقي ، كما كان الاعلان عن نصيب السهم من الارباح النقدية الموزعة اكبر تأثيراً من الاعلان عن نصيب السهم من الارباح المحتجزة ، وأن اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تتأثر بشكل ملحوظ عند الاعلان عن توزيع الارباح وبعده. كما خرجت الدراسة بعدم وجود ارتباط ملحوظ بين قيم تداول اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين و ما تفصح عنه الشركات حول كل من نصيب السهم من صافي الربح ونصيب السهم من الارباح الموزعة ونصيب السهم من الارباح المحتجزة . وبالرغم من ذلك ، فقد اظهرت الدراسة وجود علاقة بين قيم تداول اسهم الشركات المدرجة في البورصة وتاريخ الاعلان عن التوزيعات.

واوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بصياغة السياسة المناسبة لتوزيع الارباح والاعلان عنها لغرض المحافظة على استقرار اسعار اسهمها في السوق، مع ضرورة العمل على الاستخدام التدريجي لأسلوب التوزيعات للأرباح النقدية خاصة للشركات الناشئة لإعطاء المجال لتلك الشركات للتقييم الدوري لنتائج تلك التوزيعات ومتابعة مدى تأثير هذا التغيير في التوزيعات على اسعار اسهمها في السوق. إضافة لضرورة العمل نحو تعميق ثقافة سياسة الافصاح الكافي والعاقل في القوائم المالية للشركات بما يتيح المجال لكافة المستثمرين للوقوف على نتائج اعمال تلك الشركات مما يعزز الثقة في ادائها ويوسع قاعدة المستثمرين وامكانية النمو في رؤوس اموالها .

Abstract

The objective of this study is to assess the effect of the announcement of the distribution of dividends on the shares' market price and on the stock-turn values of the companies listed on Palestine Stock Exchange, including disclosures of the variables that may affect those prices and stock-turn values in the market, namely net profits, cash distributed dividends, retained earnings, and the date of the announcing the distribution of dividends.

In order to achieve this objective, a quantitative analysis of the financial statements of the companies listed on Palestine Stock Exchange, to which the governing condition (dividends distribution for a period not less than three years) was applied during the period from 2007 to 2015 using the appropriate statistical techniques. The study drew a number of findings, the most important of which is that the announcement of the share dividends distribution affects the market price of the share. The announcement shares' cash dividends distribution is more influential than the announcement of the shares' retained earnings. The prices of shares listed on the Palestine Stock Exchange are influenced significantly when and after announcing the distribution profits. The study also revealed that there is no significant correlation between the values of the stock-turn of shares of companies listed on the Palestine Stock Exchange and what the companies disclose about shares' dividends of the net profit and the dividends of shares from the retained earnings. However, the study showed that there is a correlation between the stock-turn values of listed companies and the date of the announcement of distributions.

The study recommended that the companies listed on the Palestine Stock Exchange formulate an appropriate policy for the distribution of profits and announcing them for the purpose of maintaining the stability of the prices of their shares in the market. There is a need to work on the gradual use of the method of distributions of cash profits especially for start-up companies to give these companies periodic evaluation of the results of these distributions and so as to follow the impact this change in dividends on the price of its shares in the market. This is in addition to the need to work towards deepening the culture of adequate and just disclosure policy in the financial statements of companies to allow all investors to see the results of those companies, which enhances confidence in their performance and expands the base of investors and the possibility of growth in their capital.

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿قَالُوا سُبْحٰنَكَ لَا عِلْمَ لَنَا بِإِلٰهٍ مَا

عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِیْمُ الْحَكِیْمُ﴾

[البقرة، 32]

الإهداء

أهدي عملي هذا..... لأمي الحنون،

أهدي عملي هذا..... لأبي العطوف،

وأهدي عملي هذا..... لإخوتي الكرام،

وأهدي عملي هذا لكل من وقف بجانبني لإخراج هذا العمل بالشكل المطلوب

شكرٌ وتقديرٌ

بعد الشكر لله العليّ القدير على توفيقني في إتمام هذه الرسالة

أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان إلى أستاذي ومشرفي على هذه الرسالة، الأستاذ الدكتور: علي عبد الله شاهين، الذي كان عوناً لي في كل مراحل إعدادها وأحاطني بعلمه الغزير وسعة صدره ولم يدخر جهداً في توجيهي وإرشادي.

كما أتقدم كذلك بالشكر الكبير للجامعة الإسلامية بغزة ممثلة برئيسها والأساتذة الكرام وأخص بالشكر منهم

أ. الدكتور/ حمدي زعرب مناقشاً داخلياً.

أ. الدكتور/ علي النعامي مناقشاً خارجياً.

فهرس المحتويات

ب	إقرار
ت	الملخص
ث	Abstract
ح	الإهداء
خ	شكر وتقدير
د	فهرس المحتويات
ز	فهرس الجداول
س	فهرس الأشكال والرسومات التوضيحية
س	فهرس الملاحق
1	الفصل الأول الإطار العام للدراسة
2	1.1 المقدمة:
3	1.2 مشكلة البحث:
4	1.3 أهداف البحث:
5	1.4 أهمية البحث:
5	1.5 متغيرات البحث:
6	1.6 فرضيات البحث:
7	1.7 الدراسات السابقة
15	1.8 التعليق على الدراسات السابقة
17	الفصل الثاني سياسات توزيع الارياح والعوامل المؤثرة فيها
18	2.1 مقدمة:
18	2.2 ماهية الأرياح الموزعة والمحتجزة في الشركات
20	2.3 نظريات سياسة توزيع الأرياح

2.4 أنواع سياسات توزيع الأرباح	23
2.5 إجراءات توزيع الأرباح	25
2.6 العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	25
2.7 اشكال توزيعات الارباح:	28
الفصل الثالث كفاءة الاسواق المالية والعوامل المؤثرة على سعر السهم فيها	31
3.1 مقدمة	32
3.2 مفهوم السوق المالي الكفاء:	32
3.2.1 الكفاءة التشغيلية (Operational efficiency)	33
3.2.2 الكفاءة التسعيرية (Pricing Efficiency):	33
3.3 أنواع كفاءة السوق:	34
3.3.1 الكفاءة الكاملة:	34
3.3.2 الكفاءة الاقتصادية:	34
3.4 أشكال كفاءة السوق:	35
3.4.1 المستوى الضعيف للكفاءة:	35
3.4.2 المستوى شبه القوي:	35
3.4.3 المستوى القوي:	35
3.5 العلاقة بين أشكال كفاءة السوق:	36
3.6 شروط تحقق الكفاءة في السوق:	36
3.7 أهمية السوق المالية الكفوة و دلالاتها	37
3.8 ارتباط الكفاءة الاقتصادية باقتصاد المعرفة:	37
3.9 العوامل المؤثرة في سعر السهم السوقي	38
الفصل الرابع الطريقة والإجراءات	41
المبحث الأول أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	42
(اسعار الاسهم وقيم التداول)	42

42	4.1.1 نبيذة عن أداء بورصة فلسطين:
43	4.1.2 أداء سوق الاوراق المالية (البورصة):
45	4.1.3 مؤشر قياس الاداء في بورصة فلسطين :
45	4.1.3.1 عينة مؤشر القدس لعام 2015م: (www.dfm.co.ae)
46	4.1.3.2 تطورات قيمة مؤشر القدس
48	المبحث الثاني الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات
48	4.2.1 مجتمع وعينة الدراسة
48	4.2.2 طرق جمع البيانات:
49	4.2.3 الأساليب الإحصائية المستخدمة.
52	4.2.4 تحليل البيانات المالية لمتغيرات الدراسة:
68	4.2.5 اختبار فرضيات الدراسة:
76	الفصل الخامس النتائج والتوصيات
77	5.1 النتائج:
78	5.2 التوصيات
79	5.3 ابحاث ودراسات مقترحة
80	المصادر والمراجع
85	الملاحق

فهرس الجداول

- جدول (4.1): سلوك القيمة السوقية للبورصة من عام 2007 الى عام 2015 43
- جدول (4.2): عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ما بين عام 2007م الى عام 2015م 43
- جدول (4.3): قيم تداول الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ما بين عام 2008م الى عام 2015م 44
- جدول (4.4): عدد الاسهم المتداولة في بورصة فلسطين ما بين عام 2008م الى عام 2015م 45
- جدول (4.5): سلوك قيم مؤشر القدس خلال الفترة ما بين 2007 الى 2015 46
- جدول (4.6): عينة الدراسة 48
- جدول (4.7): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة القيمة بالدولار الامريكي 50
- جدول (4.8): معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة المستقلة 51
- جدول (4.9): حصة السهم من صافي الربح للشركات موضوع الدراسة من عام 2007 الى عام 2015 .. 52
- جدول (4.10): حصة السهم من الارباح الموزعة من عام 2007 الى عام 2015 53
- جدول (4.11) : حصة السهم من الارباح المحتجزة من عام 2007 الى عام 2015 54
- جدول (4.12): السعر السوقي لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قبل الاعلان ويوم الاعلان وبعد تاريخ الاعلان عن توزيعات الارباح 55
- جدول (4.13) : قيم تداول اسهم الشركات في بورصة فلسطين قبل الاعلان ويوم الاعلان وبعد الاعلان عن توزيع الارباح 62
- جدول (4.14): تأثير نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي 68
- جدول (4.15): تأثير نصيب السهم من الارباح الموزعة على سعر السهم السوقي 69
- جدول (4.16): تأثير نصيب السهم من الارباح المحتجزة على سعر السهم السوقي 70
- جدول (4.17):تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 71
- جدول (4.18): تأثير نصيب السهم من صافي الربح على قيم تداول السهم 72
- جدول (4.19): تأثير نصيب السهم من الارباح الموزعة على قيم تداول السهم 73
- جدول (4.20): تأثير نصيب السهم من الارباح المحتجزة على قيم تداول السهم 73
- جدول (4.21):تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 75

فهرس الأشكال والرسومات التوضيحية

شكل (1.1): متغيرات البحث المستقلة والتابعة6

فهرس الملاحق

ملحق رقم (1): تواريخ الاعلان عن توزيع الارباح خلال فترة الدراسة86

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة:

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 ذلك السوق لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية. وفي عالمنا المعاصر وفي ظل ظهور البورصات وظهور شركات المساهمة العامة التي تعتمد في جزء من تمويلها على بيع الاسهم للمساهمين، أصبح قرار التوزيع حساس وجوهري للمؤسسة، وقد يؤثر على سعر السهم السوقي في عديد الاسواق المالية .

يحتاج كل مشروع من أجل القيام بنشاطاته المتعددة من إنتاج وتسويق وشراء وغيرها مبلغاً معين من المال لتمويل أوجه تلك النشاطات، بالتالي يتعذر على أي مشروع اقتصادي ممارسة وظائفه إذا لم تتوفر له الأموال اللازمة لتفي بتلك الاحتياجات، فالمشروع يحتاج إلى الأموال لكي يحافظ على استمرارية عملياته كما انه بحاجة إلى توافر نسبة من السيولة النقدية لمقابلة التزاماته سواء الدورية أم الطارئة، حيث تقوم ادارة المشروع بوظيفة تأمين هذه الموارد وتوجيهها بالشكل الصحيح، و تعمل على تحديد احتياجات المشروع من الأموال اللازمة لتغطية كافة المستلزمات من أراض وآلات وأدوات وتجهيزات وتعمل على توجيهها بالشكل المناسب ليصار إلى تحقيق أهداف المنشأة في الوصول إلى أعلى قيمة سوقية لها وتعظيم ربحيتها (ناصر و بدران، 2014م)

وبذلك فإن اهتمام المنشأة ينصرف الى دراسة وتحليل العوامل التي تسهم في زيادة القيمة السوقية للسهم، والمحافظة على استمرارية بقاء المنشأة، كما تسهم ايضاً بدراسة العلاقة بين توزيعات الارباح واسعار وعوائد الاسهم والتي اصبحت من اكثر المواضيع التي سلطت عليها الاضواء من قبل الباحثين في دراساتهم، فمنذ نظريتي (Modigliani and Miller, 1959) (Miller and Modigliani, 1961) ،اصبح هذا الموضوع أساساً للعديد من الدراسات والأبحاث التي تناقش هذا الموضوع، حيث خرجت هذه النظرية بغياب وجود أثر للأرباح الموزعة على قيمة السهم السوقية، بالنظر الى ان قياس سعر السهم السوقي يكون من

خلال قيمة الشركة التي تتحقق بتحقيق الدخل بغض النظر عن كيفية توزيعه، في حين جاءت نظرية (Gordon 1963) بأفكار مناقضة تماماً لها، حيث طرحت هذه النظرية وجود علاقة بين الأرباح الموزعة وسعر السهم السوقي وايدته بعدها كثير من الباحثين كدراسة (Ogden, 1994).

فمن المعلوم ان تخصيص راس المال بطريقة مثالية يشكل وظيفة هامة من وظائف الادارة المالية والتي تشتمل على استثمار اموال الشركة كموجودات طويلة الاجل ومجالات ونشاطات مربحة ايضاً .

وبطبيعة الحال فإن هذا القرار يكتسب اهمية خاصة لأنه يؤثر بصورة مباشرة على قيمة الشركة ويحدد حجمها وسرعة اتجاه نموها.

إن اهتمام الادارة المالية للمنشأة ينصب ضمن قراراتها الاستراتيجية نحو السياسة التي يجب اتباعها عند توزيع الأرباح، فمثل هذا النوع من القرارات يجب ان يكون ملازماً للقرارات المالية الأخرى، فعند التعامل مع الأرباح هناك خيارات اما توزيع الأرباح نقداً وبنسبة مئوية من قيمة السهم الاسمية وتدفع لحامل السهم أو ان يتم تدوير الأرباح (احتجازها) ، من هنا يتبين اهمية القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح لما لذلك من أثر متوقع على ارتفاع او انخفاض سعر السهم السوقي وقيم تداوله على المدى القصير.

وحول ماسبق ونظراً للجدل القائم حول سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على سعر وقيمة تداول السهم، تحاول هذه الدراسة تسليط الضوء على هذا الموضوع من خلال تحليل أثر الاعلان عن توزيعات الأرباح وتطبيقاتها على اسعار وقيم تداول اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.2 مشكلة البحث:

يعتبر قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح من القرارات الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة، وهي تؤثر بشكل مباشر على المستثمر والشركة، حيث إن الهدف الأساسي للمستثمر هو جني الأرباح وتحقيقها، فالكثير من المستثمرين يفضلون الأرباح الجارية عن عملية التوزيع، في حين تحرص الإدارة على تحقيق التوازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة خاصة في الشركات الجديدة والنامية التي تكون بحاجة إلى التمويل، ومن هنا فإن مشكلة هذه الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي:-

- ما مدى تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول الأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟

وتتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية :-

- ما مدى تأثير تاريخ الاعلان عن توزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير تاريخ الاعلان عن توزيعات الأرباح على قيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من صافي الربح على قيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على قيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟

1.3 أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة الى تحقيق ما يلي :-

1. الوقوف على أثر نصيب السهم من صافي الربح على كل من سعر السهم السوقي وقيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

2. التعرف على أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على كل من سعر السهم السوقي وقيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
3. الوقوف على أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر السهم السوقي وقيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
4. تحليل أثر تاريخ الاعلان عن التوزيعات على كل من سعر السهم السوقي وقيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.4 أهمية البحث:

ينظر المستثمرون الى سياسة توزيع الأرباح التي تقوم بها المنشآت بأنها احدى المحددات الرئيسية التي تؤثر على قراراتهم الاستثمارية، فاعلم حملة الاسهم يفضلون التوزيعات الحالية وإن كانت محدودة، وبعضهم الآخر يفضلون اعادة استثمار تلك الأرباح لغرض تدعيم قيمة السهم والمساعدة على نمو سعره في السوق بالنظر الى اعتماده على التمويل الذاتي دون التمويل الخارجي الذي يترتب عليه دفع فوائد للغير .

لذلك تأتي هذه الدراسة في محاولة جادة للوقوف على مدى تأثير السياسة التي تتبعها المنشأة عند توزيع الأرباح عن اسعار اسهمها المدرجة في البورصة ، وعليه فإنه من المتوقع ان تسهم هذه الدراسة في تحديد طبيعة وقوة العلاقة بين المتغيرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح ونتائجها التطبيقية على اسعار وقيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي تنعكس نتائج هذه الدراسة على تطور المفاهيم المتعلقة بالاستثمار والتمويل في تلك البورصة وتقدم مساهمة فاعلة في تحديد الرؤى المستقبلية لدوائر الاستثمار في الشركات واستفادة ادارة البورصة في توجيه المستثمرين نحو تحقيق افضل النتائج لاستثماراتهم.

1.5 متغيرات البحث:

• المتغيرات المستقلة/

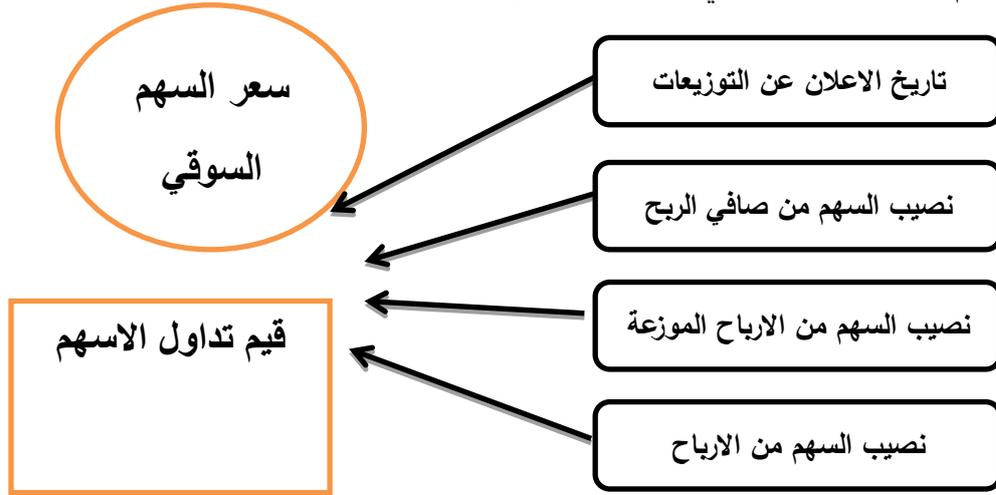
- 1- تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح
- 2- نصيب السهم من صافي الربح
- 3- نصيب السهم من الأرباح الموزعة
- 4- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة

• المتغيرات التابعة /

1- سعر السهم السوقي

2- قيم تداول الاسهم

ويوضع الشكل رقم (1-1) المتغيرات المستقلة للدراسة وربطها بالسعر السوقي وقيمة التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين



شكل (1.1): متغيرات البحث المستقلة والتابعة

1.6 فرضيات البحث:

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه فيما يلي فرضيات البحث :-

• فرضيات السعر السوقي للسهم

- 1- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- 2- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الارباح الموزعة على سعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- 3- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الارباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

4- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للإعلان عن توزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

• فرضيات قيم تداول الاسهم

- 1- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من صافي الربح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- 2- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- 3- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- 4- يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.7 الدراسات السابقة

1.7.1 الدراسات باللغة العربية :

1- دراسة حمدان (2016م) بعنوان " مدى لجوء الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة "

هدفت هذه الدراسة الى البحث في مدى لجوء الشركة المدرجة في بورصة البحرين لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة ، ولتحقيق هذا الهدف ، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الطولي بمقدرات التأثيرات العشوائية لبيانات واحد وثلاثون (31) شركة بحرينية ولمدة 13 عاماً تمتد من (2002 الى 2014)، وخرجت الدراسة بعدة نتائج اهمها لجوء الشركات البحرينية لاستخدام سياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض التدفقات النقدية الحرة، وبالتالي تكاليف الوكالة .

كما بينت الدراسة ان للقيمة السوقية تأثيراً ايجابياً في تخفيض تكاليف الوكالة ، بينما كان لحجم الشركة وعمرها تأثيراً سلبياً في تخفيض تكاليف الوكالة ، إذ تبين ان الشركة البحرينية كبيرة الحجم والاقدم تفتقد للادوات الرقابية الملائمة على تصرفات الادارة.

أما عن علاقة المديونية بتكاليف الوكالة ، فقد كان للمقرضين دوراً ايجابياً (لكنه غير فعال) في مراقبة الادارة ودفعها نحو الاستغلال الامثل للاصول يؤدي الى خفض تكاليف الوكالة .

كما واوصت الدراسة بعمل ابحاث مستقبلية من خلال زيادة حجم العينة في بورصة البحرين واوصت ايضا بضرورة اجراء هذه الدراسة على الاسواق المالية في دول الخليج العربي ذات البيئة الاقتصادية المتشابهة او البحث في تأثير حوكمة الشركات او هيكل الملكية في الحد من تكاليف الوكالة .

2- دراسة نصر والشيخ (2015م) بعنوان " أثر الاعلان عن توزيع الارباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية "

هدفت هذه الدراسة الى قياس اثر الاعلان عن توزيع الارباح والاعلان عن ربحية السهم في القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009م الى عام 2013م، وتم استخدام اسلوب دراسة الحدث لهذه الغاية ، وذلك باستخدام اختبار عينتين مرتبطتين .

وتم التوصل الى وجود اثر ذو دلالة احصائية للإعلان عن توزيع الارباح والاعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009م الى عام 2013 م.

وقد اوصت الدراسة بإجراء نفس هذه الدراسة على كل قطاع بشكل منفرد وذلك لمعرفة أي القطاعات اكثر تأثراً، كما واوصت الدراسة بالأخذ بعين الاعتبار نسبة توزيع الارباح ونسبة ربحية السهم ومقارنتها بنسبه التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان ، وذلك للتوصل الى نموذج للتنبؤ بقيمتها السوقية .

3- دراسة الكحلوت (2014م) بعنوان " العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين "

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح في شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين ، ولتحقيق هذا الهدف تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي ، حيث تم استخدام مجموعة من الاساليب الاحصائية مثل نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد من خلال الاعتماد على برنامج التحليل الاحصائي (SPSS) ، حيث تم جمع البيانات من خلال التقارير المالية السنوية لتلك الشركات خلال الفترة من عام 2007م حتى عام 2012م.

ولقد توصلت الدراسة الى ان (ربحية السهم ، معدل العائد على الاصول، السيولة النقدية للسهم، نمو الشركة ، حجم الشركة ، نسبة القيمة السوقية الى الدفترية) للشركات الموزعة للأرباح اعلى من الشركات غير الموزعة للأرباح، وعدم وجود فروق جوهرية بين الشركات الموزعة للأرباح والشركات غير الموزعة للأرباح في (الرفع المالي، عمر الشركة). كما اوصت الدراسة بضرورة اهتمام الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين بتوزيع الارباح على المساهمين ، وعدم المغالاة في احتجاز الأرباح، واوصت ايضاً بضرورة قيام الشركات بالأخذ بعين الاعتبار آراء مستثمريها حول تفضيلاتهم لنظريات توزيع الارباح.

4-دراسة الداعور(2011م) بعنوان " نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC) وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر استخدام نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC) على سياسات توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وقد اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتوصلت إلى وجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين ممارسة شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين لنظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت، كما أظهرت الدراسة أن ما نسبته (78%) من الشركات المستجيبة لا توزع أرباحاً نقدية ، كما بلغ متوسط نصيب السهم من الربح الموزع لهذه الشركات (2%)، في حين أظهرت أن الشركات الفلسطينية لديها تطبيق بنسبة مقبولة لنظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC)، حيث بلغ متوسط درجة التطبيق (57.84%)، وهي دالة إحصائياً عند مستوى دلالة (5%).

وفي ضوء هذه النتائج ، قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها ضرورة توعية الإدارات العليا للشركات الفلسطينية بأهمية تبني وتطبيق أساليب المحاسبة الإدارية الحديثة، خصوصاً نظام (TDABC)، وذلك للاستجابة للمتغيرات البيئية السريعة التي تزداد تعقيداً يوماً بعد يوم، إضافة إلى الاستمرار في الدراسات التي توضح مزايا استخدام الشركات لنظام (TDABC)، خاصة تلك التي توضح الأثر على الأداء المالي والإداري للشركات.

5- دراسة شبيطة وحداد (2010م) بعنوان "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الاسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان)"

هدفت الدراسة الى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الاسهم المدرجة في سوق عمان المالي ومدى تأثيرها بدرجة المخاطر النظامية للشركة وحجمها ونوع القطاع الذي تنتمي اليها الشركة، وقد تكونت عينة الدراسة من 55 شركة من قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة من (1996م-2005م). واتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين توزيعات الأرباح وعوائد الاسهم في قطاع الصناعة فقط، وبينت النتائج ايضا عدم وجود اثر للمخاطر النظامية على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الاسهم، في حين اظهرت الدراسة عدم وجود اثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الاسهم.

كما اوصت الدراسة بضرورة عمل ابحاث اخرى تتناول نفس الموضوع مع قطاعات اخرى، وفترات زمنية مختلفة . كما اوصت هذه الدراسة بضرورة توعية الادارات العليا لتلك الشركات في قطاعي الصناعة والخدمات والوقوف حول مدى تأثر عوائد اسهمها بتوزيعات الأرباح لمساعدة تلك الادارات على وضع وصياغة سياسة التوزيع المناسبة لها والمحققة لأعلى عائد لاسهم تلك الشركات .

6- دراسة (الظاهر والفقهاء، 2009م) بعنوان "العوامل المؤثرة في اسعار اسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" (دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004م الى 2008م).

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004م-2008م.

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول على أسعار الأسهم للشركات الصناعية. أما بالنسبة لمتغير العائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما.

وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام في زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر على سعر السهم كما توصي بالمراجعة المستمرة للمعلومات المالية المنشورة للتأكد من دقتها حيث يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة وضرورة العمل على التحديث الدائم للمعلومات المنشورة في السوق المالي، ونشرها إلى الجميع حتى يمكن الاستفادة منها بشكل فعال وبأقل التكاليف، إضافة لضرورة العمل على ترخيص مؤسسات لتحليل الاستثمار من قبل الجهات المسؤولة وفق معايير مناسبة تساعد المستثمرين في السوق على تحديد الأسعار الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في السوق.

7- دراسة حسين (2008م) بعنوان "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح على الشركات المساهمة" (دراسة تطبيقية على شركات مساهمة عراقية)

هدفت الدراسة الى تحليل آليات اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو استبقائها، وكذلك دراسة العوامل المؤثرة في سياسة الأرباح في الشركات المساهمة.

وتوصلت الدراسة الى ان الأرباح التي تحققها الشركات المساهمة تمثل أهمية كبيرة من وجهة نظر المساهمين، وكذلك من وجهة نظر ادارة الشركة، وبالتالي فإنها تمثل هدفا أساسيا ومشاركاً، مما يتطلب من ادارة الشركة بذل جهودها في سبيل تحقيق ذلك الهدف، كما ان هناك تذبذب كبير وعدم استقرار في نسب الأرباح الموزعة على المساهمين ، وان هناك علاقة عكسية بين كل من زيادة مديونية الشركات وإجراء التوسعات والاستثمارات، ونسبة توزيع الأرباح و ان شركات المساهمة تعتبر ان عامل السيولة النقدية في مقدمة العوامل التي تؤثر في قرار توزيع الأرباح وأكثرها أهمية، وتوصلت ايضا الى ان معظم المساهمين يفضلون توزيع الأرباح بدلا من احتجازها، بغض النظر عن نسبة حصصهم من الاسهم .

واوصت الدراسة بضرورة قيام الملاك وإدارات الشركات الداخلة في عينة البحث بدفع توزيعات نقدية منظمة للمساهمين ، لما تسببه تلك الدفعات في زيادة من سعر السهم بناءً على هذه الدراسة . كما واوصت بضرورة عمل ابحاث أخرى بهذا الشأن مع زيادة عينة وفترة الدراسة . واوصت ايضا إدارات الشركات الداخلة في عينة الدراسة بضرورة الاخذ بعين الاعتبار العوامل التي تؤثر على سعر السهم للتنبؤ بسلوكيات سعر السهم الخاص بها.

2-دراسة (Lantz &Lundgren ، 2015م) بعنوان Ownership structure's effect on dividend policy (Evidence from publicly listed Swedish firm)"

" هيكلية التمويل واثرها على سياسة توزيعات الارباح دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة ستوكهولم في السويد ."

هدفت الدراسة الى قياس مدى تأثير عناصر هيكل التمويل على سياسة التوزيعات للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة ستوكهولم . وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج اهمها:- وجود تأثير إيجابي لكل من السعة السوقية، والعائد على الأصول وكذلك السعر إلى القيمة الدفترية على نسبة توزيع أرباح الشركات الداخلة في عينة الدراسة، كما تشير النتائج أيضا الى وجود علاقة بين توزيع الارباح ونسبة الدين إلى حقوق الملكية. واوصت الدراسة المساهمين بضرورة الاخذ بعين الاعتبار السعة السوقية للشركات للتنبؤ بنسبة توزيع الارباح الخاصة بها. كما اوصت ايضا بعمل دراسات اخرى بهذا الشأن مع اخذ عينة مختلفة من اسهم الشركات المدرجة في بورصة ستوكهولم.

3-دراسة (Mugo ، 2014م) بعنوان Survey of Factors Affecting Dividend Policy for Firms listed at the Nairobi Securities Exchange."

" بحث ميداني حول العوامل التي تؤثر على سياسة التوزيعات لاسهم الشركات المدرجة في بورصة نيروبي ."

هدفت الدراسة الى معرفة العلاقة بين كل من النسب المحاسبية الخاصة بالشركات الداخلة في عينة الدراسة وهي كالاتي : (الرافعة- السيولة-الربحية- النمو -الحجم) و سياسة توزيع الارباح الخاصة بالشركات المدرجة في بورصة نيروبي .

توصلت الدراسة الى وجود علاقة عكسية قوية بين الرافعة وسياسة التوزيع التي تتبعها المنشآت في بورصة نيروبي ، كما توصلت ايضاً الى وجود علاقة طردية قوية بين ربحية الشركات و سياسة التوزيع الخاصة بها ، وخرجت الدراسة بوجود اثر عكسي للسيولة على سياسة التوزيع لتلك المنشآت، ووجود علاقة طردية بين كل من نمو وحجم الشركة وسياسة التوزيع التي تضعها.

واوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات بالمحافظة على دفع معدل توزيعات ارباح مرتفع ، في المقابل اوصتهم بالمحافظة على درجة ربحية وسيولة مناسبة ، كما واوصت الدراسة هذه الشركات بالأخذ بعين الاعتبار درجة الرافعة المحددة في المنشأة عند صياغة سياسة التوزيع المتبعة لها.

" An Empirical Analysis on the Cash Dividend Policy and their effect of the Value of the Chinese Listed real estate Corporations"

"بحث ميداني حول تأثير سياسة التوزيعات على قيم الشركة في قائمة الشركات العقارية الصينية "

هدفت الدراسة الى توضيح مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة العقارية، وقد تم اختيار عدد 132 شركة عقارية في الصين على عينة باستخدام التحليل الإحصائي .

وتوصلت الدراسة الى عدة نتائج اهمها: ان الشركات المدرجة ذات القيمة الاكبر غالبا تميل الى التوزيع بشكل اكبر من الاحتجاز. وأن توزيع الارباح النقدية له تأثير أكثر أهمية على قيمة المنشأة مقارنة مع أرباح الأسهم. وفي الوقت نفسه، وتضع هذه الدراسة بعض الاقتراحات الخاصة بتوزيع الارباح لزيادة قيمة الشركة.

كما اوصت الدراسة المنشآت بضرورة تقييم سلوك المساهمين عند وضع سياسة التوزيع الخاصة بهم واوصت المنشآت ايضاً بضرورة الأخذ بعين الاعتبار نسبة التوزيع النقدي واثرها على سلوك المستثمر .

5-دراسة (Ardekani & et.al ، بدون تاريخ) بعنوان " The Effect of Dividend policy on Share Prices Fluctuation of the Listed Companies in Malysian Stock Exchange "

" أثر سياسة توزيع الأرباح على السعر المتقلب في سوق الأوراق المالية الماليزي " جامعة الوسائط المتعددة، ماليزيا

هدفت الدراسة الى قياس العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم، مع التركيز على شركات المنتجات الاستهلاكية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزي، ولتحقيق هذا الغرض تم اختيار عينة من 84 شركة من شركات المنتجات الاستهلاكية المدرجة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا وتحليل العلاقة بين تقلب سعر السهم، مع اثنين من المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح، وهي التوزيعات المحققة والتوزيعات المدفوعة، وقد تم اجراء التحليلات الاحصائية من خلال تطبيق اسلوب الانحدار المتعدد للسنوات من عام 2005م الى عام 2010م.

وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر السهم مع اثنين من المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح والمتمثلة في التوزيعات المحققة والتوزيعات المدفوعة، الى جانب وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر السهم والارباح الموزعة، وقد وأوصت الدراسة بضرورة اجراء المزيد من البحوث والدراسات حول هذا الموضوع وعلى الشركات ان تحدد سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تساعدها على تحسين أسعار أسهمها. كما واوصت الدراسة بضرورة استخدام سياسة التوزيعات الخاصة بالشركات كأداة لضبط والحد من التذبذب في اسعار اسهمها .

1.8 التعليق على الدراسات السابقة

تناولت الدراسات السابقة موضوعات متعددة، تتعلق بأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم للشركات المساهمة، وتطرق البعض منها الى قياس العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الارباح بشكل عام ، وتعرض البعض الآخر الى أثر الاعلان عن تلك التوزيعات على سعر السهم السوقي .

ويمكن إبراز أهم أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الدراسة و الدراسات السابقة من خلال الآتي:

1.8.1 أوجه التشابه

- 1- تشابهت هذه الدراسة مع جميع الدراسات السابقة التي تناولت توزيعات الأرباح حول موضوع الدراسة وهو الاعلان عن توزيعات الأرباح .
- 2- تشابهت هذه الدراسة مع بعض الدراسات السابقة في الهدف من ورائها باستثناء كل من دراسة زعرب والكحلوت ودراسة ابوغبن والداعور و دراسة شبيطة ودراسة حداد ودراسة حسين .
- 3- تشابهت مع جميع الدراسات السابقة في المنهج المتبع للدراسة التطبيقي وهو المنهج الوصفي التحليلي .
- 4- تشابهت هذه الدراسة مع العديد من الدراسات في تطبيق نموذج الانحدار المستخدم وهو نموذج الانحدار البسيط .

1.8.2 أوجه الاختلاف

اختلفت هذه الدراسة مع بعض الدراسات السابقة من حيث البيئة والفترة الزمنية التي جرت فيها الدراسة وهي البيئة الفلسطينية التي تتسم بعدم الاستقرار بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية المحيطة بها والتي تؤثر سلباً على ادائها ، وبالتالي تؤدي الى تقلب نتائج اعمالها مما يجعل متابعة اسعار اسهمها في البورصة وقيم حجم تداولاتها امراً حيوياً للوقوف على حقيقة العوامل المؤثرة على تلك المتغيرات بغرض الاستفادة من هذه النتائج في توجيه ادائها وتحقيق الاستفادة القصوى من كافة القرارات التي تصدر عنها في هذا الخصوص.

وتأتي هذه الدراسة استكمالاً لتلك الدراسات ومحاولة لسد الفجوة البحثية المتمثلة في الوقوف على أثر سياسات توزيع الأرباح التي تنتهجها الشركات على اسعار اسهمها السوقية وحجم تداولاتها من خلال قياس مدى تغير كل من سعر السهم السوقية وقيم التداول للسهم مع المتغيرات المتعلقة بها كتواريخ الإعلان عن التوزيع وريح السهم الموزع وريح السهم المحتجز ، الى جانب تحليل مدى تغير سعر السهم مع صافي ربح السهم (EPS)، وبالتالي فإن هذه الدراسة الى جانب ارتباطها بشكل اساسي ببورصة فلسطين فإنها تعطي بعداً عملياً في مجال مساعدة الإدارات العليا للشركات على صياغة سياسة توزيعات الأرباح لديها ، الامر الذي يساهم في اعطاء صورة واقعية عن ادائها وتطورات اسعار اسهمها وتوعية المستثمرين ومساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية .

الفصل الثاني

سياسات توزيع الارباح والعوامل المؤثرة فيها

الفصل الثاني

سياسات توزيع الارباح والعوامل المؤثرة فيها

2.1 مقدمة:

تعتمد الشركات ومنظمات الاعمال على الاستثمار الرأسمالي بشراء الاصول الثابتة كالآلات والمعدات ؛يهدف توفير ايرادات وصافي ارباح تساعد على استمرار الشركة وزيادة احتمال نموها في المستقبل ويشار الى الاموال التي يتم توفيرها من مصادر التمويل طويلة الاجل- سواء عن طريق الديون طويلة الاجل او عن طريق حق الملكية-براس المال بمفهومه الواسع .

وفي هذا الفصل، يتم عرض بشكل مفصل سياسة التوزيعات النقدية الخاصة بالشركات والذي يعتبر جوهر هذا البحث ،حيث يتم من خلاله التعرف على اهم نظريات سياسة توزيع الارباح التي قد تتبعها الشركات و توضيح ما يميز كل نظرية عن الأخرى.

كما يتطرق الى تحليل اهم انواع هذه السياسات واهم المراحل التي تمر بها الشركة عند توزيع الارباح من الاعلان حتى الدفع و أهم العوامل التي تؤثر في السياسة المتبعة في توزيع الارباح واخيرا عرض اهم اشكال الأرباح الموزعة في حال عدم استخدام النقد .

2.2 ماهية الأرباح الموزعة والمحتجزة في الشركات

تعتمد الشركات على الايرادات التي تحصل عليها من عمليات التشغيل كمصدر من مصادر تمويل الاستثمار طويل الاجل للأصول الثابتة. وبصفة عامة فان الايرادات التي تحققها الشركات تخص اساسا الملاك اصحاب الشركة وصافي هذه الايرادات اما ان توزع عليهم على شكل توزيعات ارباح (سواء نقدية اوفي صورة اسهم مجانية) أو يتم حجزها في صورة ارباح محتجزة لإعادة استثمارها داخل الشركة ويشار الى استثمارات اصحاب الشركة داخلها بحق الملكية او حقوق الملاك. اذا قامت الشركة بحجز صافي الايرادات داخل الشركة فإن الملاك يتوقعون استثمارها في مشروعات تؤدي الى تعظيم قيمة الشركة ومن ثم تعظيم قيمة حقوق الملاك. (Frankfurter and Wood, 2002).

2.2.1 الارباح الموزعة

تعتبر التوزيعات هي الدفعات التي تدفعها الشركة من صاف الربح لملاكها على شكل توزيعات نقدية او على شكل اسهم اضافية . فالتوزيعات النقدية المنظمة هي المبالغ النقدية التي

تدفع من خلال الشركة لمساهميها في الوضع الطبيعي للأعمال وعادةً ما تدفع اربع مرات سنويا. وهي دفعات تدفع للمساهمين بشكل مباشر ومنظم . قد تقوم الشركة ايضا بدفع توزيعات اضافية بجانب التوزيعات المنتظمة لمساهميها ، اذ ان الادارة قد تلمح عادةً الى امكانية وجود هذه التوزيعات الاضافية . اما التوزيعات الخاصة فهي مشابهة للتوزيعات الاضافية لكنها تعتبر استثنائية ولا تحدث الا مرة واحدة ولا تتكرر . واخيرا توزيعات التسييل (liquidity) وهي توزيعات ناتجة عن تسييل وبيع كل او بعض الاصول الرأسمالية للمنشأة . ويمكن احتساب نصيب السهم من الارباح الموزعة من خلال المعادلة التالية :

نصيب السهم من الارباح الموزعة = اجمالي الارباح الموزعة للشركة / عدد الاسهم العادية المصدر . (Ross and others, 2011)

2.2.2 الأرباح المحتجزة

تعتبر الارباح المحتجزة بانها ذلك القدر التي تملكه الشركة من خلال احتجاز جزء من الارباح وعدم توزيعه. ويعتبر التمويل من خلال تلك الارباح تمويلا "حرا" اذ انه مال يتم الحصول عليه من السوق الخارجي. حيث انه اذا لم تقم الشركة باستخدام هذه الارباح في التمويل ستقوم بإرجاعها لمساهميها كعوائد من وراء الاستثمار . و يعني ذلك ان كثيرا من الشركات تفضل استخدام الارباح المحتجزة كشكل من اشكال التمويل بالملكية. اذ تفضل الشركات استخدام هذا النوع من التمويل على التمويل من خلال اصدار اسهم جديدة لان التمويل بالأرباح المحتجزة اقل تكلفة من التمويل من خلال اصدارات جديدة بسبب اضطرار الشركة لدفع تكاليف اصدار لهذه الاسهم .بالإضافة الى احتمال ان يكون المستثمرين الخارجيين لا يملكون معلومات جيدة عن الشركة وبالتالي قد يؤدي ذلك الى الاعراض عن شراء اسهمها الجديدة المصدر (Dow, 2012).

وحول كلفة الارباح المحتجزة فقد عرفت بانها عبارة عن نسبة المردود (العائد الذي يطلبه حملة الاسهم العادية ويعبر عنها احيانا بتكلفة الفرصة البديلة (opportunity cost) فبعد ان تدفع المنشأة كلفة المديونية، وكلفة الاسهم الممتازة، يمكنها اتخاذ قرار لاحق بشأن الارباح الصافية المتبقية (غير الموزعة) التي تعود الى المساهمين العاديين، والتي تعتبر مكافأة عن تقديمهم راس المال وتحملهم المخاطرة الاعلى. فهي اما توزع الارباح الصافية المتبقية على شكل مقسوم ارباح لهم او ان تحتجزها لغرض اعادة استثمارها بالمنشأة نيابة عنهم. وعندها تكون المنشأة قد حجبت عن اولئك المستثمرين فرصة استثمار تلك الاموال بأنفسهم في أي من

المجالات التي يرونها ملائمة. ولذلك على المنشأة ان تحقق معدل عائد من احتجاز الارباح يساوي على الاقل او يفوق ما كان يطلبه المالكون. ويعتبر معدل العائد المطلوب هو كلفة الارباح المحتجزة. (العلي، 2010م)

من البديهي أن زيادة قيمة الأرباح المحتجزة في الميزانية العمومية للشركات يؤدي إلى زيادة قيمة حقوق الملكية ، والذي بدوره يرفع من القيمة الدفترية خصوصاً بعد أن ساد الاعتقاد في الدول الرأسمالية في السنوات الأخيرة أن احتجاز الأرباح في الشركات المساهمة العامة يعتبر شيء جيد بالنسبة للمساهمين، لأنه قد يؤدي إلى رفع القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات، عندها سيتمكن المساهمون من جني الأرباح الرأسمالية التي يطمحون في الحصول عليها، والتي في أغلب الأحيان تعوض المساهمين عن التوزيعات النقدية التي سيحرمون منها عند قيام الشركات باحتجاز الأرباح (قدومي، 2003م).

وعلى الجانب الآخر، فقد لا يكفي صافي الإيرادات او الارباح لتمويل او مساندة جميع فرص الاستثمار المربحة المتاحة امام الشركة، وفي هذه الحالة فان الشركة عليها ان تواجه اتخاذ القرار، اما ان تعمل على توفير راس مال اضافي او لا تفكر في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة امامها، وتستطيع الشركات ان تقوم بتوفير راس مال اضافي عن طريق حق الملكية مثل اصدار الاسهم العادية او الممتازة ، ويمكن احتساب نصيب السهم من الارباح المحتجزة من خلال المعادلة التالية: نصيب السهم من الربح المحتجز = اجمالي الارباح المحتجزة للشركة (بعد خصم الارباح الموزعة للاسهم العادية والممتازة) / عدد الاسهم العادية المصدرة (الاعرجي وآخرون، 2012م).

2.3 نظريات سياسة توزيع الأرباح

أن تحديد سياسة التوزيع لدى الشركات يعد من أهم القرارات الرئيسية بعد قرار الاستثمار والتمويل التي تتخذها ادارة الشركات. ولا يمكن وضع سياسة التوزيعات بدون الاخذ بعين الاعتبار سياسة التمويل العامة للمنشأة، بسبب اعتماد تحديد سياسة التوزيعات على حجم المبلغ المعتمد في التمويل الداخلي (James and others, 2008) .

و توجد عدة نظريات لسياسة توزيع الأرباح تتناول كل منها العلاقة بين مقدار العائد الموزع من جهة وبين سعر السهم ومعدل العائد على الإستثمار من جهة أخرى . وفيما يلي ثلاثة نظريات رئيسية لسياسة توزيع الأرباح هي :

1. نظرية عدم أهمية العائد:

وتقوم هذه النظرية التي جاء بها كل من (Modigliani and Miller) عام 1961م على افتراض عدم وجود أية علاقة بين مقدار الربح الموزع وبين سعر السهم ، بل أن كفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة هي التي تؤثر على سعر السهم وليست الكيفية التي يتم بها تقسيم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة (الملحم، 2013م) .

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات المتعلقة بكفاءة السوق أهمها (التميمي والنعمي، 2009م) :

- عدم وجود أي ضرائب على أرباح الشركات أو دخول الأفراد .
 - عدم وجود تكلفة لإصدار الأوراق المالية الجديدة .
 - عدم وجود تكلفة لتداول الأوراق المالية .
 - المستثمرون يتصرفون بالرشد .
 - استغلال سياسة الاستثمار للشركة عن سياسة توزيع العائد
 - عدم تأثير قرار توزيع الأرباح أو احتجازها على تكلفة التمويل بالملكية .
 - توافر المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية للشركات لدى جميع المستثمرين.
- وطبقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين لا يهتمون بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة وذلك عند اتخاذ قراراتهم بالاستثمار في أسهم تلك الشركة نظراً لأنهم يستطيعون القيام بتكوين سياسة توزيع عوائد ذاتية، وعلى ضوء ما تقدم يمكن القول ان نظرية عدم أهمية العائد يمكن اعتمادها في ظل ظروف التأكد التام والكفاءة الكاملة للأسواق المالية . غير ان هذه الظروف لا تتوافر في الواقع العملي مما يعني ظهور نظريات أخرى لسياسة توزيع الأرباح تأخذ في الحسبان الظروف المتاحة في الواقع العملي مثل وجود الضرائب وتكلفة التداول وتفضيل كثير من المستثمرين للحصول على الدخل في شكل أرباح رأسمالية بدلاً من الحصول عليه في شكل توزيعات.

2. نظرية تفضيل العائد (عصفور في اليد) :

إن الفرض الذي تقوم عليه نظرية (M&M) السابقة تقضي بعدم وجود اية صلة بين سياسة التوزيع و بين معدل العائد المطلوب على التمويل الممتلك (Miller and Modigliani, 1961)، وقد حازت هذه المسألة على اهتمام الباحثين، فعلى سبيل المثال وفقاً لنموذج جوردين

ان سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية في حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الاموال، ولكن عاد جوردون ليثبت ان لسياسة التوزيعات تاثير على القيمة السوقية للمنشأة حتى عندما يتعادل معدل العائد مع تكلفة الاموال ، كون ان المستثمر يكون اقل تأكدا من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة من الارباح في حالة احتجازها من قبل المنشأة ، بالمقارنة مع استلام الارباح في حالة توزيعها عليهم نقدا (الحناوي والعبد، 2007م)، ، ونتيجة لتعرض نظرية (MM) للعديد من الانتقادات صاغ Gardon عام 1962م أفكارا بديلة للأفكار التي جاء بها مودجلياني وميلر عرفت بنظرية "عصفور في اليد" .

وتشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية. وطبقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها في شكل توزيعات مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها وعزوف المستثمرون عن شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من أرباحها مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية (الملحم، 2013م).

3. نظرية التفضيل الضريبي :

يجدر الذكر أن هناك ثلاثة اسباب للتفكير بان المستثمرين يفضلون التوزيعات القليلة على التوزيعات العالية خلافاً لما تم ذكره في النظريات السابقة كما يتبين مما يلي (عبدالقادر وعيسى، 2013م) :

أ- تكون ضريبة الارباح الرأسمالية في العادة اقل من ضريبة الارباح الموزعة (في امريكا الحد الاعلى لضريبة الارباح الرأسمالية 28% بينما هي 35% على الارباح الموزعة)، وبالتالي فان المستثمرين الاثرياء (الذين يملكون معظم الاسهم ويستلمون معظم التوزيعات) قد يفضلون قيام الشركة بحجز الارباح واعادة استثمارها في الشركات نفسها، وبالتالي فان احتجاز الارباح قد يؤدي الى زيادة سعر السهم . حيث يتم استبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الاعلى بالعوائد الرأسمالية ذات الضريبة الاقل.

ب- ان الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع الا في حالة بيع السهم، فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلا اقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حالا.

ت- اذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فان الورثة لن يدفعوا ضريبة ارباح رأسمالية لان قيمة السهم في تاريخ الوفاء بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم .

وتتمثل أهم الانتقادات التي توجه إلى هذه النظرية وجود بعض الجهات التي لا تخضع استثماراتها لأي نوع من الضرائب كما هو الحال بالنسبة لصناديق المعاشات وهيئات الأوقاف مما يعني عدم صحة الأساس الذي تقوم عليه نظرية التفضيل الضريبي . (عبدالله وآخرون، 2010م)

2.4 أنواع سياسات توزيع الأرباح

يرتبط قرار توزيع الإيرادات بالسياسة التي تتبعها المنشأة في توزيع الأرباح وعادة ما نجد في شركات المساهمة أن توزيع الأرباح يرتبط بإدارة المنشأة من جهة وبالمساهمين العاديين من جهة أخرى. مما يتعين مراعاة مصالح الإدارة التي تهدف غالباً إلى زيادة الأرباح المحتجزة إلى أقصى حد ممكن لتتمكن من مواجهة احتياجاتها المالية وبين مصالح المساهمين الذين يرغبون بالحصول على أكبر عائد ممكن للسهم (Almeida and others, 2015).

كما تتمثل سياسات توزيع الأرباح في اتخاذ مجلس إدارة الشركة قراراً بدفع أرباح أو الاحتفاظ بها وتدويرها، لإعادة استثمارها بما يزيد من قيمة الشركة المستقبلية . ويمكن توزيع الأرباح إما نقداً أو بشكل أسهم مجانية ، وما يتبقى يسمى بالأرباح المحتجزة أو المدورة. وتكمن أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى تأثيرها على كل من اتجاهات المستثمرين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة أم لا ، إلى جانب أنها تؤثر على هيكل رأسمال الشركة وطريقة تمويل استثماراتها سواء من الأموال الذاتية أو من الأموال المقترضة ، وكذلك تأثيرها على التدفقات النقدية للشركة وسيولتها ومعدل نموها المستقبلي وكذلك على تكلفة مصادر الأموال لدى الشركة . وتهدف سياسة التوزيع إلى تعظيم ثروة المساهمين ، حيث تعمل سياسة التوزيع المثالية على الموازنة ما بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر السهم (سنقرط، 2013م).

هذا و تركز سياسة توزيع الارباح التي تتبعها المنشأة عادة على تحقيق هدفين اساسيين، الاول هو توفير كميات كافية من الاموال (من المصادر الداخلية)، والثاني هو تعظيم ثروة حملة الاسهم، وهناك ثلاثة سياسات لتوزيع الارباح التي يمكن للشركة اتباعها وهي:

1- سياسة فائض التوزيعات (Residual dividend policy)

تتأثر سياسة توزيع الارباح في الواقع العملي بشكل كبير بفرص الاستثمار ومقدار الاموال المتاحة لتمويل الفرص الاستثمارية، هذه السياسات أدت الى تطوير ما يسمى بسياسة

فائض التوزيعات، والتي تعني انه ينبغي على المنشأة دفع ما يتبقى من صافي ربح المنشأة على شكل توزيعات ارباح للمساهمين بعد اقتطاع الارباح المحتجزة المطلوبة منها. (الحناوي والعبد، 2007).

2- سياسة تعتمد نسبة توزيع ثابتة (constant-pay out – ratio dividend policy)

تعني هذه السياسة استخدام نسبة دفع ثابتة على شكل توزيعات نقدية. ويقصد بها النسبة المئوية (من كل دينار ربح) سيتم توزيعها على المساهمين على شكل نقد، وتحسب بقسمة مقدار توزيع ارباح السهم الواحد (Dividend Per Share) على ربحية السهم الواحد (Earning Per Share) (العلي، 2010).

3- سياسة توزيع ارباح منتظمة Regular dividend policy

تعتمد هذه السياسة على دفع مبالغ ثابتة كتوزيعات ارباح وذلك عن كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار لتوزيع الارباح، وبما ان المبالغ التي سيستلمها حملة الاسهم ستكون ثابتة نسبيا، فان هؤلاء المستثمرون يشعرون بدرجة عالية نسبيا من الثقة باستقرار وانتظام الارباح مما ينعكس بالاستقرار النسبي في سعر السهم. (الورفلي، 2006)

4- سياسة مبالغ منتظمة قليلة مع توزيع ارباح غير اعتيادية Low regular and extra dividend policy

تعتمد عدد من الشركات على هذه السياسة في توزيع الارباح والتي تقوم على توزيع مبالغ ثابتة ولكنها قليلة في فترات اتخاذ قرارات توزيع الارباح، الى جانب القيام بتوزيع ارباح اخرى اضافية في حالة تحقيق ارباح استثنائية في احدى الفترات، وغالبا تطبق هذه الشركات التي تمر بحالة من تقلبات الارباح الدورية. ان ميزة هذه السياسة انها تمنح المساهمين دخلا منتظما وتضفي نوعا من الثقة بالشركة، اما توزيعات الارباح الاضافية فنتيح للمساهمين الانتفاع من الارباح الاستثنائية التي تحققها الشركة، بمعنى ان الشركة طالما تحقق ارباح استثنائية في احدى الفترات فإنها تقوم مباشرة بتوزيع ارباح مبالغ اضافية عدا عن المبالغ المنتظمة التي تدفعها في كل مرة، ولذلك فإن دفعات الارباح الاضافية لا تعتبر منتظمة وانما مشروطة بتحقيق ارباح غير اعتيادية (العلي، 2010م).

2.5 إجراءات توزيع الأرباح

تخضع عملية توزيع الأرباح بعد اقرارها من قبل الهيئة العامة للمساهمين لعدد من الإجراءات وفقاً للضوابط الداخلية لكل شركة، وعادة ما تكون تلك الإجراءات كما يلي:-

2.5.1 تاريخ الإعلان :

في تاريخ يوم الاعلان (Declaration Date) ، يجتمع مجلس الادارة ويعلن عن التوزيعات المنتظمة، حيث يتم اصدار كتاب لذلك، وتصبح التزام حقيقي على الشركة . (Ehrhardt and Brigham , 2011)

2.5.2 تاريخ التسجيل :

عند الانتهاء من اعمال يوم التسجيل (Holder Of Record Date) يتم غلق دفاتر تداول الاسهم وصياغة قائمة بحملة الاسهم في ذلك التاريخ، مع مراعاة انه اذا تم اشعار الشركة بوجود تداول (بيع لاسهم الشركة) قبل ساعة محددة من يوم التسجيل تكون التوزيعات من حق المالك الجديد، واذا تم الاشعار بالبيع بعد الوقت المحدد تكون التوزيعات من حق المالك القديم (البائع). (التميمي والنعمي، 2009م)

2.5.3 تاريخ الدفع Payment Date :

وهو التاريخ الذي تقوم به الشركة بدفع وصرف التوزيعات فعلياً للحاملين المسجلين في قائمة التسجيل، حيث تقوم الشركة فعلياً بإصدار شيكات توزيع الأرباح وارسالها للمساهمين كل حسب حصته . (Ehrhardt and Brigham , 2011)

2.6 العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة التوزيع بمثابة خطة ترسم اتجاهات التصرفات التي يمكن اتباعها عند صناعة واتخاذ القرارات المتعلقة بالتوزيعات وتحديد نسبة او قيمة المقسوم النقدي وعادة ما تقوم المنشآت بإقرار هذه السياسات في ضوء الاهداف التي تسعى للوصول اليها، بالنظر الى العديد من العوامل المؤثرة اهمها :-

▪ محددات تعاقدية Contractual Constrains :

وتتمثل هذه المحددات في اتفاقيات القروض مع الجهات الممولة، اذ من الممكن أن تضع هذه الاتفاقيات التي تبرمها الشركة قيوداً على حرية الإدارة في اتخاذ قرار توزيع الأرباح ، فعلى الشركة أن تلتزم بجدول تسديد القرض وبالتالي فإن الأرباح الصافية تستعمل أولاً لتسديد أقساط القرض المستحقة ومن ثم توزيع الأرباح . (الملحم، 2013م)

▪ محددات قانونية Legal Constraints :

تهدف هذه المحددات الى حماية المقرضين الذين اقرضوا المنشأة ووفروا مصادر التمويل اللازم لها، حيث يتم وضع قيود تحد من قدرة الشركة على توزيع الارباح. ويتم ذلك عادة عندما يكون هناك التزامات ومطلوبات مستحقة كبيرة على الشركة او تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها الى الافلاس Insolvency (العلي، 2010م). كما توجد في بعض البلدان قوانين تلزم شركات المساهمة بالاحتفاظ باحتياطي إلزامي بنسبة معينة من الأرباح الصافية ، فهذه الأنظمة والقوانين تحد من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير حجم الأرباح الموزعة للمساهمين. (الملحم، 2013م)

▪ محددات داخلية Internal Constrains :

تحدد قدرة المنشأة على دفع التوزيعات النقدية بشكل عام من خلال مقدار الاصول السائلة التي تملكها مثل: النقد، والاستثمارات القابلة للتسييل. الى جانب قدرتها على الاقتراض لدفع المقسوم (النعيمي واخرون، 2009م).

▪ متطلبات النمو Growth Respects :

ترتبط الاحتياجات المالية للمنشأة بشكل مباشر بمقدار ما تتوقعه من نمو في انشطتها وحجم الاصول المطلوب اقتنائها لتنفيذ النمو المطلوب ، الى جانب قيام المنشأة بتقييم ربحيتها ومخاطرتها من اجل تكوين صورة واضحة عن قدرتها في توفير راس المال من المصادر الخارجية، مع مراعاة قيام المنشأة بتحديد كلفة وسرعة الحصول على التمويل المطلوب من مصادر مختلفة. كما يمكنها الاعتماد على التمويل الداخلي عن طريق احتجاز الارباح، الامر الذي قد يجعلها تدفع نسب متدنية من ارباحها كمقسوم نقدي (الورفلي، 2006م).

▪ اعتبارات تتعلق بالمالكين : Owner Consideration

عادةً ما تضع الشركة في اعتبارها ان تكون سياسة توزيع الارباح موجهة نحو صالح الملاك، فمن ضمن الاعتبارات التي تقوم الشركات بتحليلها هي الوضع الضريبي للمالكين، فاذا كان غالبية المالكين من حملة الاسهم من اصحاب الدخل العالية (بحيث يخضعون لمعدلات ضريبية مرتفعة)، تلجأ الشركة الى تأجيل توزيع الارباح لفرص التقليل من المحاسبة الضريبية لحملة الاسهم لحين بيعها، والعكس صحيح فيما لو كان غالبية حملة الاسهم (المالكين) من اصحاب الدخل المتدنية، فإن الشركة تسعى لزيادة نسبة توزيع الارباح للاستفادة من تجنب اقتطاع اكبر للضريبة على الدخل . ومن الاعتبارات الاخرى المتعلقة بالمالكين، هي مدى توفر الفرص الاستثمارية، فالشركة يجب ان لا تحتفظ بالأرباح وتوظيفها في استثمارات اذا كان من المتوقع ان تحقق معدلات عائد اقل مما يمكن ان يحققه المالكون انفسهم بجهودهم الذاتية وبنفس مستويات المخاطرة (Wasik and Ambrose, 2015).

فعلى سبيل المثال، اذا بينت الدراسات ان المالكين لديهم فرصا استثمارية خارج المنشأة وذات معدلات عائد متوقعة جيدة، فإن الشركة عليها ان ترفع من نسبة توزيع الارباح، اما اذا لم تكن امام المالكين فرص استثمارية وبدائل عديدة لاستثمار الارباح الموزعة فيكون من مصلحتهم ان تقرر الشركة عدم توزيع الارباح او توزيع نسبة بسيطة منها.

▪ اعتبارات سوقية : Market consideration

عادة ما يتم النظر الى الاعتبارات السوقية عند اقرار سياسة توزيع الارباح حيث يتم اتخاذ قرارات تداول الاسهم بناء على تلك السياسة، ووفقا للمحتوى المعلوماتي (Information Content) لهذه السياسة اذ ان قرار المنشأة بتوزيع ارباح على المالكين يؤثر الى نجاح المنشأة في المستقبل، حيث ان التوزيع المستمر للأرباح وبمبالغ مستقرة يعتبر مؤشراً ايجابياً بان الشركة تتمتع بمركز مالي جيد، في حين يفسر المالكون وحملة الاسهم قرار الشركة بعدم توزيع ارباح بانها تمر بظروف مالية صعبة، و يعتبر ذلك مؤشراً سلبياً يشير الى عدم الاستقرار ويؤدي الى زيادة حالة عدم التأكد المتعلقة بتلك التوزيعات، الامر الذي ينعكس على انخفاض قيمة الاسهم في السوق المالي بسبب ارتفاع معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية عند تقييم الاسهم (بريش، 2013م).

2.7 اشكال توزيعات الارباح:

هناك العديد من اشكال توزيعات الارباح اهمها :

1- التوزيعات النقدية (cash dividends)

تعتبر التوزيعات النقدية من اكثر اشكال التوزيعات شيوعاً ، حيث تلجأ العديد من الشركات لهذا النوع من التوزيعات من خلال دفعات نقدية للمساهمين في تاريخ تحدده المنشأة ، ويتم استخدام هذا الشكل من التوزيعات من قبل الشركات التي تتسم بالاستقرار في نموها .

(Almeida and others,2015)

2- الأسهم الموزعة (stock dividends)

يأخذ هذا الشكل من الارباح توزيع اسهم عادية وكما قد تقوم ادارة الشركة بتوزيع ارباح نقدية الى جانب توزيعات الاسهم العينية، ومن الناحية المحاسبية لا تتضمن عملية توزيع ارباح بالأسهم أي تأثير على السيولة النقدية حيث انها عبارة عن تحويل حسابات داخل حقوق الملكية (العلي، 2010م) .

ومن وجهة نظر حملة الاسهم الذين يستلمون الاسهم الجديدة المصدرة، فانهم لن يستفيدوا شيئاً ذو قيمة عندما يتم توزيع الاسهم الجديدة عليهم، والسبب في ذلك انه بزيادة عدد الاسهم فان ربحية السهم الواحد سوف تنقص بنفس نسبة الزيادة بالأسهم الجديدة المصدرة، كما ان القيمة او السعر السوقي للاسهم التي يمتلكها المساهمون سوف لن تتغير، كما ان توزيع الاسهم الجديدة سوف يكون متناسباً مع حجم الملكية السابقة لكل مساهم، وبالتالي فان نسبة ملكية كل مساهم سوف تبقى ثابتة ولن تتغير، ولذلك فإن حصته بالأرباح المستقبلية سوف لن تتغير، ولكن عندما تحقق الشركة ارباحاً وتقوم باتخاذ قرار بالتوزيع النقدي، فلا شك ان اسعار الاسهم السوقية سوف ترتفع وبذلك يستفيد حملة الاسهم من ذلك الارتفاع . (Van Horne and others ,2008)

كما ويمكن للشركات استخدام طرق معينة من اجل تخفيض سعر السهم ولجذب المساهمين او من اجل اعادة استثمار الاموال وتقوية الوضع المالي للشركات ، كما يتبين ممايلي :-

1- تخفيض القيمة الاسمية للأسهم (الإشتقاق)

يتم تخفيض القيمة الاسمية للأسهم من خلال تجزئة الاسهم لأجل تخفيض القيمة السوقية لها حيث يتم زيادة عدد الاسهم العادية التي يمتلكها كل واحد من حملة الاسهم. وعلى سبيل المثال، فإن تجزئة الاسهم على اساس (2 الى 1) تعني ان كل سهم واحد من الاسهم القديمة سوف يستبدل بسهمين جديدين، وان كل سهم جديد تكون قيمته مساوية لنصف قيمة السهم القديم. ومن الجدير بالذكر ان تجزئة الاسهم ليس له تأثير يذكر في الهيكل المالي للمنشأة. وعادة ما تعتمد المنشأة الى هذا الإجراء عندما يكون تسعير اسهمها في السوق المالي عالياً حيث تتبع ذلك تخصيص السعر السوقي للسهم ويهدف هذا الاجراء الى تعزيز القابلية التسويقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق. حيث ان عملية التجزئة تؤدي الى زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم، استنادا الى المحتوى المعلوماتي وحقيقة ان مجموع دفعات المقسوم سوف تزداد بشكل طفيف بعد التجزئة. (هندي، 2000م)

2- إعادة شراء الأسهم العادية (Stock Repurchases)

تلجأ بعض منشآت الاعمال الى اسلوب اعادة شراء اسهمها من السوق. لغرض تعزيز ثروة حملة الاسهم والمساعدة في منع عمليات الاستحواذ غير الصديقة او الودودة. وتشير الادبيات المالية ان عمليات اعادة الشراء تساهم في تعزيز القيمة السوقية للأسهم المتداولة من خلال ما يلي (Almeida and others, 2015):

- تقليل عدد الاسهم المتداولة في السوق وبالتالي ارتفاع حصة السهم الواحد من الربح
- ارسال اشارة ايجابية للمستثمرين في السوق المالي تشير الى اعتقاد ادارة المنشأة بان الاسهم يتم تقييمها باقل من قيمتها الحقيقية.
- تأسيس ارضية صلبة ودائمة لسعر السهم في السوق المالي.

إن هذا الإجراء من شأنه توزيع نقد اكثر على المساهمين، طالما ان العوائد والارباح التي تحققها الشركة ثابتة نسبياً، وبالتالي فان تقليل عدد الاسهم المصدرة (عن طريق شراء بعضها) سوف يزيد من حصة او ربحية السهم الواحد (Earning Per Share)، وبالتالي زيادة سعر السهم في السوق المالي، وعليه يمكن القول ان تأثير قرار الشركة بإعادة شراء الاسهم يشابه تأثير قرار الشركة بتوزيع الارباح .

يشتري المستثمرون الاسهم لتحقيق ارباح رأسمالية تزيد من قيمة السهم من خلال احتجاز الارباح المحققة واعادة استثمارها ولكن يتعارض هذا الهدف مع هدف آخر للمستثمرين يتمثل في الحصول على توزيعات نقدية دورية ، مما يتطلب إدارة الشركات الموازنة بين رغبات جزء من المستثمرين في الحصول على توزيعات نقدية عاجلة وبين هدف من أهداف المنشأة الأساسية وهي اعادة استثمار الارباح المحققة من خلال احتجازها لاستغلالها في فرص استثمارية تساعد الشركة على التوسع والنمو والوصول الى اعلى قيمة للمنشأة . حيث ان ادارات الشركات التي تكون في فترة النمو والتوسع لا تميل في الغالب الى دفع توزيعات نقدية للمساهمين ، بينما تقوم الشركات التي تصل الى درجة من الاستقرار في نموها باللجوء الى دفع توزيعات نقدية دورية تتسم بالثبات في الغالب .

الفصل الثالث

كفاءة الاسواق المالية والعوامل المؤثرة على سعر السهم فيها

الفصل الثالث

كفاءة الاسواق المالية والعوامل المؤثرة على سعر السهم فيها

3.1 مقدمة

تعد نظرية السوق الكفؤة احدى اهم الموضوعات في ادبيات السوق المالية، حيث تعكس نظرية الاسعار العادلة للأصول المالية وتتعامل بالسرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في اسعار الاوراق المالية. وعليه فإن السوق يكون كفؤاً اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة .

فقد أوضح يوجين فاما (Fama) أن هناك كفاءة كاملة على مستوى سوق الأوراق المالية وعلى مستوى كل ورقة مالية منفردة. و بين أن أساس كفاءة السوق هو سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، فعندما تنتشر معلومة، فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحملها تلك المعلومة تنتشر بسرعة وتنعكس بصورة فورية في أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة. (الهندي، 2000)

ويأتي هذا الفصل لتحليل ومناقشة كفاءة السوق المالي واشكال الكفاءة ومستوياتها والعلاقة بين اشكال كفاءة السوق ، مع التطرق الى اهمية كفاءة السوق من الناحية الاقتصادية ، الى جانب التعرض الى اهم الشروط الواجب العمل بها لضمان تحقيق كفاءة السوق واهم العوامل التي تؤثر على سعر السهم في تلك الاسواق . وبالتالي فإن هذا الفصل يركز على طبيعة كفاءة السوق لما لها من اهمية في سرعة استجابة السوق للتغيرات الطارئة لاسعار وقيم تداول اسهم الشركات المدرجة فيه .

3.2 مفهوم السوق المالي الكفاء:

يقصد بالسوق المالي الكفاء هو الانعكاس الكامل للمعلومات على أسعار الورقة المالية بشكل دائم وسريع وغير متحيز، حيث يستجيب المشاركون في السوق بسرعة إلى المعلومات الجديدة ويقوموا بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية Abnormal Return تفوق التوقعات العادية للأسعار، وعليه يكون السعر المعن هو حصيلة تصرفات وسلوك المشاركين في السوق ويكون السعر هو دالة لحالة التوازن في السوق، كما لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة حول سعر الورقة (خربوش وآخرون، 2012م).

هذا غير إن الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات بأسعار السوق لا يعتبر وحده كافياً لتحقيق مفهوم كفاءة السوق المالي، وحتى يقوم السوق بتخصيص المدخرات نحو أفضل الاستثمارات، الأمر الذي يعني ضرورة النظر إلى الكفاءة السوقية من ناحيتين: (صالح وفريده، 2010م).

3.2.1 الكفاءة التشغيلية (Operational efficiency)

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل صفرية كلفة المعاملات (أي أداء وظيفته التشغيلية بأقل تكلفة معاملات ممكنة بحيث يكون السوق مفتوح أمام المستثمرين ويكون هناك حرية الدخول والخروج من وإلى السوق).

هذا ويتحقق الكفاءة من خلال ما يعرف بصناع السوق market maker وهم (التجار والمتخصصون والوسطاء) من خلال مواجهة الطلب العالي وامتصاص العرض الكبير بصفقات لحسابهم الخاص وبهوامش ربح مخصصة.

وبذلك أصبحت صناعة السوق ذات أهمية بالغة حيث تشكل أحد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل، بجانب آثارها الإيجابية في تحقيق التوازن واستقرار السوق والتخصيص الكفء للموارد من خلال الخدمات التي يقدمها صناع السوق وأهمها: (التميمي، 2012م)

- توفير المعلومات حول أفضل الأسعار للمشاركين في السوق.
- العمل كمنظم يؤمن استمرار أداء السوق وعدالته.
- الاحتفاظ بمخزون خاص من الأصول المالية لأغراض تحقيق التوازن بين الأوامر بيعاً وشراءً وللتقليل من الصدمات في حالة عدم توازن الأوامر.
- توفير الحماية للأسعار في حالة عدم تحقيق التوازن المؤقت في السوق.
- السيطرة على حركة المعلومات والحد من عمليات المضاربة لضمان استمرارية السعر وتوفير المرونة للأصول المالية المتداولة.

3.2.2 الكفاءة التسعيرية (Pricing Efficiency):

وهي أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بالأوراق المالية بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية أو بمعنى آخر (السوق الكفء) من منظور تسعيري يعني أن جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في وقت واحد بحيث لا يمكن لأي منهم أن يستأثر

بمعلومات معينة ويؤدي إلى تحقيق أرباح من ورائها غير عادية، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير.

3.3 أنواع كفاءة السوق:

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق راس المال وهما :- (سميرة، 2010)

3.3.1 الكفاءة الكاملة:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي الى تغيير فوري في السعر ، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية :-

- 1- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- 2- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات او الضرائب ، ولا قيود على دخول او خروج أي مستثمر من السوق، او على بيعه او شرائه لاي كمية من الاسهم وللشركة التي يرغب فيها .
- 3- تواجد عدد كبير من المستثمرين، اين لايمكن لاي مستثمر ان يؤثر لوحده في اسعار الاوراق المالية المتداولة .
- 4- رشادة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق اعظم منفعة ممكنة .

3.3.2 الكفاءة الاقتصادية:

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على اسعار الاسهم ، وذلك يعني ان القيمة السوقية تكون اكبر او اقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي الى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) نتيجة الفارق في السعر ، وتقوم الكفاءة الاقتصادية اساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق الى تعظيم ثروتهم .

3.4 أشكال كفاءة السوق:

تصنيف كفاءة السوق وفقاً لأدبيات الاستثمار والأسواق المالية إلى ثلاث أشكال بناءً على طبيعة المعلومات وشموليتها والتي تستوجب توفر الكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية معاً، وهذه الأشكال هي: (خريوش وآخرون، 2012م)

3.4.1 المستوى الضعيف للكفاءة:

يشير هذا المستوى إلى أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وتشمل معدلات أسعار الأصول الماضية، وحجم التعاملات وهي متاحة للجميع لأنها متحققة في تاريخ سابق وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر

لذلك في ظل هذا الوضع لا يوجد أحد من المستثمرين قادر على تحقيق عائد استثنائي طالما أن مستوى المخاطر قد تم تحديده للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية. تعرف هذه الصيغة والمستوى بنظرية الحركة العشوائية (غير منتظمة) أي بمعنى أن المعلومات التاريخية لا يمكن من خلالها تسعير الأصل لعدم ارتباطه بها وأن السعر المستقبلي مستقل عن السعر الماضي، أي لا يوجد ترابط بين تلك الأسعار المستقبلية والماضية.

3.4.2 المستوى شبه القوي:

يشير هذا المستوى إلى أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة جميعها والتي تؤثر على تقويم (تسعير) هذه الأصول، متمثلة في الظروف الاقتصادية (الفائدة والتضخم) والمالية ومعلومات تاريخية ومالية عن الأسعار وحجم التداول ومستويات الائتمان في الاقتصاد وبالتالي لا تنحصر فقط في الأسعار الماضية وحجم التعاملات.

لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون المعلومات المتاحة ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة. إن أفضل اختبار لهذا الشكل من المستوى هو دراسة الحدث المتعلق بسلوك الأسعار والعوائد قبل وبعد يوم الحدث للتعرف على استجابة السوق.

3.4.3 المستوى القوي:

يشير هذا المستوى إلى أن أسعار الأوراق المالية تتبنى سعراً جارياً للأصل المالي يعكس المعلومات المتاحة للعامة والخاصة التي تستخدم في تحديد قيمة الأصل في البورصة.

لذلك فإن المعلومات التي تتوفر في ظل هذه الصيغة تشمل المعلومات التي تتدفق إلى السوق بما فيها المعلومات التي ينظر إليها بأنها سرية، وبالتالي فإن السعر يعكس جميع المعلومات فإذا كانت تلك معلومة ذات طبيعة سرية سوف تكون عديمة الفائدة لأنها بالتأكيد سوف تأخذ طريقها إلى السوق ومن ثم تتعكس على الأسعار الجارية وبسرعة عالية.

3.5 العلاقة بين أشكال كفاءة السوق:

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وجمهور المتعاملين في السوق، ويشند الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوى والقوى للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها. ويتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي (معلومات الكفاءة الضعيفة، والكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية)، وعليه فإذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية. أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة (حاسين، 2013م)

3.6 شروط تحقق الكفاءة في السوق:

هناك العديد من الشروط الواجب تحقيقها لضمان كفاءة السوق أهمها: - (صالح وفريدة، 2010م)

1. وجود منافسة كاملة من خلال توفر عدد كبير من المشترين والبائعين الذين تتوفر لهم جدية الدخول في العمليات السوقية بعيداً عن الاحتكار.
2. توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة وذلك من خلال توفر عنصر الاستمرارية في الأسعار بعيداً عن حدوث التحركات المفاجئة وغير المبررة.
3. وجود قنوات اتصال فعالة تعطي معلومات دقيقة عن الأسعار وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض والطلب من خلال نشره حركة الأسعار اليومية.
4. توفر عنصر الشفافية بمعنى أن تتوفر كافة المعلومات لكافة المتعاملين على درجة متساوية بما يمنع احتكار المعلومات

5. توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين ومساعدتهم على تنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً.

6. أن يتوفر في حصة إدارة السوق صفة الحيادية والخبرة ومجموعة من النظم والقواعد التي تهدف إلى توفير الاستقرار والأمان للمستثمرين

3.7 أهمية السوق المالية الكفوة و دلالاتها

إن وجود سوق مالية كفاءة له دلالات اقتصادية واستمرارية أهمها: (حاسين، 2013م)

أ. السوق الكفاء دالة على أن الأسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية الاستثمار والتخصص الكفاء للموارد.

ب. ينتفع جميع المتعاملين في السوق من المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.

ج. يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمشتري دون غبن أو تضليل.

د. السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة وتكون بالتالي توقعاتهم متماثلة في المستقبل.

هـ. تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.

و. يحقق السوق الكفاء تماثل المعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.

ز. في ظل السوق الكفاء يتدفق رؤوس الأموال بكل حرية وانسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد

3.8 ارتباط الكفاءة الاقتصادية باقتصاد المعرفة :

تشير ادبيات الاسواق المالية الى وجود علاقة قوية بين الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية واقتصاد المعرفة ، ذلك أن الكفاءة الاقتصادية للسوق تقوم أساساً على المعلومة وكذلك على اقتصاد المعرفة . كما تتفاوت الكفاءة الاقتصادية بين ثلاثة مسارات أو مستويات في الكفاءة تبعاً لتفاوت درجة المعلومة التي يحصل عليها المستثمر في السوق المالية .فالمسار الأول يقوم على المعلومات التاريخية ولذا سمي بالمسار الضعيف والثاني يقوم على توفر بعض

المعلومات الحالية ولكن ليست بالكمال والوفرة المنشودة ؛ ولذا سمي بالمسار شبه القوي .
والمسار الثالث وهو المسار الذي تشكل فيه المعلومة اساساً رئيساً في بناء القرار الاستثماري .
(الرزين، 2005م)

حيث ان درجة كفاءة الاسواق المالية تعتمد بشكل اساسي على مدى توفر المعلومة التي بها يمكن أن يتم تصنيف السوق المالي من حيث مستوى كفاءته والتي يمكن عبر تلك المعلومة أن يبني القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية .

3.9 العوامل المؤثرة في سعر السهم السوقي

يتأثر عادةً سعر السهم بأداء الشركة ذاتها وما إذا كان المتداولون يرغبون في شرائه أو بيعه، وبأي حجم يريدون. فإذا أُعجِبَ المتداولون بربح الشركة أو بريادتها أو بتوقعات النمو المستقبلية لها، ورأوا أن هذه العوامل سوف تزيد من الطلب على أسهمها، فسيكونون أكثر ميلاً لشراء هذه الأسهم على أمل بيعها مقابل ربح في وقتٍ لاحق. أما إذا لم تستحوذ سلامة الشركة المالية أو التوقعات بشأنها على إعجابهم و رأوا أن هذه العوامل سوف تؤدي إلى تراجع الطلب على أسهمها، فإنهم سيتجهون إلى بيعها.

الى جانب ذلك هناك مجموعة متنوعة من العوامل التي تؤثر في سعر السهم والتي تخرج عن سيطرة الشركة. فالإجراءات التي تتخذها الحكومة قد تؤثر في بيئة الأعمال التي تزاول فيها الشركة نشاطها و تجعل الشركة في حالة منافسة مع الشركات المناظرة لها، كما قد يؤدي الوضع الاقتصادي بوجهٍ عام إلى زيادة أو تقليل الطلب على السلع والخدمات المنتجة، كما قد يؤثر ذلك أيضاً على درجة اقبال المستثمرين على شراء الاصول عالية المخاطر مثل الأسهم . (Malhotra, 2007)

إن الطلب على الأسهم بوجهٍ عام قد يرتفع أو ينخفض تبعاً للوقت من العام أو الشهر أو حتى الأسبوع لا سيما إذا كان المتداولون يعتمدون بصورة أكبر على الرسومات البيانية التاريخية للسعر في التنبؤ بتحركات السعر. كذلك تستطيع طفرات السوق التي تحركها الشائعات أو التغطية الإعلامية أو عمليات الطرح العام الأولى المُعلَّنة أن تدفع بسعر سهم الشركة نحو الارتفاع أو الانخفاض بغض النظر عما إذا كانت هذه الأحداث تستحق الاهتمام فعلاً من عدمه. (الزرري وفرح، 2001م)

كما ان التغييرات في سعر السلع الأولية التي تنتجها الشركة أو تستهلكها قد يدفع أرباحها نحو الارتفاع أو الانخفاض ومن ثم سعر سهمها، هذا الى جانب ان تغير أسعار

الأصول الأخرى قد يؤثر أيضاً على أسعار السهم؛ فارتفاع أسعار السلع الأولية مثل النفط على سبيل المثال يمكنه أن يدفع بسعر سهم الشركة نحو الارتفاع أو الانخفاض تبعاً لما إذا كانت الشركة منتجة لهذا المورد أم مستهلكة له . كما يمكن لتقلبات سعر صرف العملات أن تزيد أو تقلل من تكلفة استيراد السلع التي تحتاجها الشركات وقد تزيد أو تقلل من ربحية تصدير منتجاتها النهائي.

الى جانب ما سبق فإن العوامل الجغرافية والسياسية مثل تغيير الحكومات أو الحروب أو حتى الطقس يمكن ان تؤثر على أسعار الأسهم - بغض النظر عن بعد المسافة بين البلد الذي تقع فيه هذه الأحداث وموطن المتداول . (Malhotra, 2007)
وفي ضوء ذلك يمكن عرض أهم العوامل التي قد تؤثر على سعر السهم السوقي في البورصات كما يلي:

1. ربحية السهم (Earnings)

يعد ربحية السهم من أهم العوامل التي تؤثر على سعر السهم. حيث إن هذه الأرباح التي تحققها الشركة من المبيعات بعد خصم كل المصاريف والضرائب. والأرباح تساعد الشركة على النمو وبالتالي نمو سعر السهم. والشركات التي تنمو تشهد ارتفاعاً في قيمة أسهمها في السوق، والنمو يعني الزيادة في الإيرادات والنمو في الأرباح وبالتالي النمو في الأرباح الموزعة للأسهم الى جانب نمو أسعار الأسهم نفسها. ويمكن احتساب نصيب السهم من صافي الربح (Earning per share) من خلال المعادلة التالية :

نصيب السهم من صافي الربح = صافي الربح بعد الضريبة / عدد الاسهم العادية
المصدرة (الشيخ، 2008م).

2. التدفقات النقدية (Cashflows)

ينظر المحللون الماليون عادة الى جانب الأرباح المحاسبية الى قدرة الشركة على تحقيق عائد نقدي، لذلك فمن الممكن أن تحقق الشركة خسائر ولكن تدفقاتها النقدية تظل إيجابية. على سبيل المثال ربما كان لدى إحدى الشركات مصاريف استهلاك عالية قد تؤثر على ربحيتها سلبياً ولكن في الحقيقة ربما تكون الأرباح النقدية أعلى بكثير، لذلك فإن تحليل التدفق النقدي للشركة يعطي صورة أفضل لإمكانية تحقيق الربحية (مطر، 2003م).

3. كفاءة الإدارة

إن الجودة النوعية لفريق الإدارة تؤدي إلى تحسين أداء الشركة. لذلك فإنه من المنطقي مراقبة التعيينات في وظائف الإدارة الرئيسية مثل المسؤول التنفيذي الرئيسي ومجلس الإدارة والمختصين الذين لديهم خبرة واسعة في إدارة الشركات ممن يستطيعون تحقيق ثروة للشركة، وعادةً ما يتم النظر إلى التغيرات الإدارية التي قد تحدث في الشركات وأثرها على تقلبات أسعار الأسهم في الأسواق المالية. ومعدل دوران الأصول يعتبر من المؤشرات الهامة لمعرفة كفاءة استغلال الإدارة لأصولها داخل الشركة لتوليد المبيعات وزيادة الربحية مما من دوره زيادة قيمة اسهم الشركة. (الشيخ 2008م)

4. الرافعة المالية (Financial leverage)

وتتمثل بشكل أساسي بنسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A): تعتبر هذه النسبة من المكونات الرئيسية للقوائم المالية فالمعلومات الخاصة بتلك النسبة تساعد في تحديد المسار المالي للشركة فهي تحدد إذا ما كانت الشركة تسير باتجاه الاعتماد على حقوق الملكية أو الدين في تمويل استثماراتها وبالتالي التأثير على أسعار الأسهم، حيث تعكس الرافعة المالية مبلغ الفائدة الثابتة التي يتم خصمها من الأرباح مما يرتبط بالتغير في قيمة و أسعار الاسهم (Selvon, 2008).

5. الأرباح الموزعة

هي ذلك الجزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعه على المساهمين، سواء كان ذلك على شكل نقدي، أو أسهم مجانية، وبذلك فإن الشركات تقرر عادة نسبة التوزيعات مقابل الإيرادات التي ترغب باحتجازها لاستخدامها في الاستثمار بالشركة، وتعد الأرباح الموزعة من العوامل المهمة في تحديد القيمة العادلة للسهم وبالتالي سعره السوقي. (داوود، 2006م). إضافة إلى ذلك فقد ذكرت بعض الدراسات عوامل إضافية قد تؤثر في أسعار الأسهم من أهمها: (Malhotra, 2007)

- العرض والطلب: فالسعر يتأثر بشكل مباشر بزيادة أو انخفاض الطلب عليه.
- المعلومات عن الشركة المصدرة: لهذه المعلومات تأثير كبير في أسعار الأسهم فالسعر يتحرك صعوداً وهبوطاً ليعكس الأخبار السلبية والإيجابية حول الشركة المصدرة للأسهم.

الفصل الرابع

الطريقة والإجراءات

المبحث الأول

أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

(اسعار الاسهم وقيم التداول)

4.1.1 نبذة عن أداء بورصة فلسطين:

يتطرق هذا الفصل الى موضوع نشأة بورصة فلسطين وكيفية تطورها ويتعرض الى التطورات في القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة وممن ثم يتناول اهم مقاييس الاداء المستخدمة في هذا الشأن.

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997. وفي مطلع شباط من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها

تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن. في العام 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية.

بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 49 شركة كما بتاريخ 2016/04/30 بقيمة سوقية تجاوزت 3.190 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات.

تتمثل القيم والمبادئ الأساسية للبورصة في الحوكمة الرشيدة، وتحقيق العدالة، والشفافية، والكفاءة، وتوفير الفرص المتساوية لكافة المستثمرين.

(موقع بورصة فلسطين : <http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>)

4.1.2 أداء سوق الاوراق المالية (البورصة):

بالرغم من ما شهدته اسواق راس المال العربية والعالمية من تراجعات حادة خلال عام 2006م متأثرة بالأزمة الاقتصادية العالمية وما صاحبها من ركود واحجام في التداول، استطاعت السوق الفلسطينية (البورصة) ان تحقق نموا جيدا والجدول (4.1) يوضح مسار نمو القيمة السوقية لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة:

جدول (4.1): سلوك القيمة السوقية للبورصة من عام 2007 الى عام 2015

السنة	القيمة السوقية	نسبة التغيير
2008	2.123.057.098	
2009	2.375.386,531	11.88
2010	2.449.901.545	3.14
2011	2.782.469.900	14
2012	2.859.140.375	2.76
2013	3.247.478.385	13.58
2014	3.187.259.624	-1.85
2015	3.339.196.379	4.77

*تم تحصيل البيانات من (موقع بورصة فلسطين)

ويوضح الجدول (4.1) التطور الملحوظ للقيمة السوقية لبورصة فلسطين خلال الاعوام التي جرت عليها الدراسة ، حيث زادت القيمة السوقية للبورصة من عام 2008م الى عام 2009م بنسبة 12% تقريبا . كما زادت ايضا بنسبة 14% من عام 2010م الى عام 2011م و زادت القيمة السوقية بنفس النسبة تقريبا من عام 2012م الى عام 2013م . كما نجحت البورصة باستقطاب عديد الشركات لإدراجها في السوق وزاد عدد الشركات المدرجة في البورصة بشكل ملحوظ خلال فترة الدراسة ويوضح جدول(4.2) تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ما بين عام 2007 م الى عام 2015م.

جدول (4.2): عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ما بين عام 2007م الى عام 2015م

السنة	عدد الشركات المدرجة	نسبة التغيير
2008	37	
2009	39	5.40
2010	40	2.56
2011	46	15
2012	48	4.35

السنة	عدد الشركات المدرجة	نسبة التغيير
2013	49	2.08
2014	48	-2.04
2015	49	2.08

*تم تحصيل البيانات من (موقع بورصة فلسطين)

يوضع الجدول (4.2) الزيادة التي طرأت على عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة من عام 2007م الى عام 2015م، حيث كان عدد الشركات في البورصة 35 شركة عام 2007م ، وفي عام 2008م زاد عدد الشركات ليصل 37 شركة وزادت ايضاً شركتان ليصل عدد الشركات المدرجة في البورصة 39 شركة عام 2009م ، وفي عام 2011م زادت عدد الشركات زيادة ملحوظة من 40 شركة الى 46 شركة بنسبة زيادة 15% ، وخلال الاعوام ما بعد 2011م عادت البورصة للاستقرار من حيث نمو عدد الشركات المدرجة لتصل في نهاية عام 2015م الى 49 شركة .

جدول (4.3): قيم تداول الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ما بين عام 2008م الى عام

2015م

السنة	قيم تداول الاسهم	نسبة التغيير
2008	1185204211	
2009	500393398	-57.78
2010	451208528	-9.83
2011	365648216	-18.9
2012	273440441	-25.22
2013	340774269	24.62
2014	353917125	3.86
2015	320388213	-9.47

*تم تحصيل البيانات من (موقع بورصة فلسطين)

يبين الجدول (4.3) قيم تداول الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ونسبة التغيير التي طرأت على قيم التداول خلال الاعوام من عام 2008 الى عام 2015 . حيث يوضح هذا الجدول الانخفاض الكبير لقيم التداول في عام 2009م مقارنة عن ما هو عليه في 2008م بنسبة انخفاض 57.78 ، كما انخفضت قيم التداول انخفاضاً طفيفاً في عام 2010 واستمر هذا الانخفاض في اعوام 2011 و2012 بشكل ملحوظ ، بينما زادت قيم التداول بشكل واضح في عام 2013م مقارنة عن ما هو عليه في 2012 ، اضافة للزيادة الطفيفة التي حدثت لقيم التداول في عام 2014 ، وعادت قيم التداول لتتخفف في عام 2015م بنسبة 9.47 .

جدول (4.4): عدد الاسهم المتداولة في بورصة فلسطين ما بين عام 2008م الى عام 2015م

السنة	عدد الاسهم المتداولة	نسبة التغيير
2008	339168807	
2009	238877373	-29.57
2010	230516370	-3.5
2011	184455375	-19.98
2012	147304208	-20.14
2013	202965939	37.79
2014	181545154	-10.55
2015	175229463	-3.48

تم تحصيل البيانات من (موقع بورصة فلسطين)

يوضح الجدول (4.4) اجمالي عدد الاسهم المتداولة في البورصة خلال الاعوام من عام 2008 الى عام 2015 ، حيث يبين هذا الجدول وجود انخفاض كبير لعدد الاسهم المتداولة خلال العام 2009 بنسبة انخفاض 29.57 عن ما هو عليه في عام 2008 ، كما طرأ على عدد الاسهم انخفاض طفيف في عام 2010 بنسبة 3.5 ، و زادت نسبة الانخفاض لتصل الى نسبة 20 بالمائة لعدد الاسهم المتداولة خلال الاعوام 2011 و 2012 بنسبة انخفاض ثابتة تقريبا ، ثم عادت عدد الاسهم المتداولة للارتفاع بشكل كبير بنسبة 37.79 بالمائة خلال عام 2013 م، وانخفضت عدد الاسهم المتداولة للبورصة بنسبة 10.55 من مائة في عام 2014م، وفي عام 2015 انخفضت عدد الاسهم المتداولة انخفاضاً طفيفاً بنسبة 3.48 من مائة .

4.1.3 مؤشر قياس الاداء في بورصة فلسطين :

اعتمدت بورصة فلسطين في تموز من العام 1997 رقماً قياسياً لقياس مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام لهذه الأسعار عرف باسم "مؤشر القدس" وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة تداول 7/7/1997 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة.

4.1.3.1 عينة مؤشر القدس لعام 2015م: (www.dfm.co.ae)

1. البنك الإسلامي العربي AIB (البنوك والخدمات المالية)
2. بنك فلسطين BOP (البنوك والخدمات المالية)
3. البنك الإسلامي الفلسطيني ISBK (البنوك والخدمات المالية)

4. البنك الوطني TNB (البنوك والخدمات المالية)
5. بنك القدس QUDS (البنوك والخدمات المالية)
6. التأمين الوطنية NIC (التأمين)
7. فلسطين للتنمية والاستثمار PADICO (الاستثمار)
8. الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار (إيبك) APIC (الاستثمار)
9. فلسطين للاستثمار العقاري PRICO (الاستثمار)
10. الاتصالات الفلسطينية PALTEL (الخدمات)
11. الفلسطينية للكهرباء PEC (الخدمات)
12. موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات WATANIYA (الخدمات)
13. بيرزيت للأدوية BPC (الصناعة)
14. سجاير القدس JCC (الصناعة)
15. القدس للمستحضرات الطبية JPH (الصناعة)

4.1.3.2 تطورات قيمة مؤشر القدس

شهد مؤشر القدس انخفاضا ملحوظا في عام 2008م عن ما سجله في عام 2007م ولكنه عاد ليرتفع في عام 2009م كما سجل قيمة مؤشر القدس بعد ذلك تذبذبا ملحوظا بين الاستقرار والارتفاع الى عام 2014م التي انخفض فيها المؤشر بنسبة طفيفة ولكنه عاد للارتفاع في عام 2015م.

ويبين الجدول رقم (4.5) سلوك اداء مؤشر القدس والقيم التي تم تسجيلها لكل عام خلال فترة الدراسة وهي كالاتي:

جدول (4.5): سلوك قيم مؤشر القدس خلال الفترة ما بين 2007 الى 2015

السنة	قيمة المؤشر	نسبة التغيير
2007	527.26	
2008	441.66	-16.23
2009	493	11.62
2010	489.6	0.69
2011	476.93	14

السنة	قيمة المؤشر	نسبة التغيير
2012	477.59	0.14
2013	541.45	13.37
2014	511.77	-5.48
2015	532.73	4.1

*تم تحصيل البيانات من (موقع بورصة فلسطين)

من الجدول السابق (4.5) يلاحظ الانخفاض الواضح لقيمة مؤشر القدس من عام 2007م الى عام 2008م بنسبة انخفاض وصلت الى اكثر من 16% ثم عادت قيمة المؤشر بالزيادة في عام 2009م بنسبة 12% تقريبا ، كما شهدت قيمة المؤشر استقراراً عام 2010م ، ثم زادت بنسبة 14% في عام 2011م، وعادت لتستقر في عام 2012م، اما في عام 2013م زادت قيمة المؤشر بنسبة ملحوظة وهي 13% تقريبا ولكنها تراجعت بنسبة طفيفة خلال عام 2014م وعادت لترتفع بشكل بسيط في عام 2015م

المبحث الثاني الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات

4.2.1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها 49 شركة، أما عينة الدراسة فتتكون من الشركات التي ينطبق عليها الشرط الحكمي وهو قيامها بتوزيع ارباح خلال ثلاث سنوات على الأقل خلال الفترة المالية من عام 2007م وحتى عام 2015م، وقد بلغ عددها 13 شركة حسب الجدول رقم (4.6).

جدول (4.6): عينة الدراسة

رقم تسلسلي	اسم الشركة
1	المجموعة الأهلية للتأمين
2	بيرزيت للادوية
3	شركة الاتصالات الفلسطينية
4	الشركة الفلسطينية للكهرباء
5	بنك فلسطين
6	القدس للمستحضرات الطبية
7	فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو
8	سجاير القدس
9	مركز نابلس التخصصي
10	التأمين الوطنية
11	الشركة العربية لصناعة الدهانات
12	بنك الاستثمار الفلسطيني
13	شركة ترست للتأمين

4.2.2 طرق جمع البيانات:

تم جمع البيانات من خلال المصادر الثانوية لصياغة الجانب النظري والبيانات المستخدمة في التحليل الإحصائي، من خلال المصادر الآتية:

• المراجع العربية والأجنبية (الكتب والدوريات والمقالات) والدراسات والتقارير والبيانات المنشورة وغير المنشورة المتعلقة بموضوع الدراسة.

• التقارير والإحصاءات المنشورة الصادرة عن بورصة فلسطين للأوراق المالية.

- القوائم المالية للشركات المدرجة في البورصة خلال فترة الدراسة .

4.2.3 الأساليب الإحصائية المستخدمة.

تم إجراء التحليل الإحصائي للبيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) Statistical Package for the Social Sciences، وفق الأساليب التالية :-

❖ الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics).

تم استخدام المقاييس الإحصائية الوصفية (الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأقل قيمة واكبر قيمة) لوصف بيانات متغيرات الدراسة.

❖ معاملات الارتباط (Coefficients Correlation).

تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Person Correlation Coefficient) لقياس قوة العلاقة الخطية بين متغيرات الدراسة، حيث يتم من خلاله الاستدلال على وجود أو عدم وجود علاقة بين تلك المتغيرات .

❖ الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression) للتعرف على مدى تأثير نصيب السهم لكل من صافي الربح، والأرباح الموزعة، والأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي، وذلك من خلال إيجاد قيمة اختبار T ومستوى الدلالة (sig)، كما تم استخدام معامل التحديد (R-squared) لقياس نسبة التغير في المتغير التابع وهو " سعر السهم السوقي " التي يمكن تفسيرها من خلال المتغير المستقل، أي القدرة التفسيرية للنموذج، وتتوافق هذه الأساليب مع طبيعة البيانات وفرضيات الدراسة.

تم ادخال البيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من عام 2007 حتى عام 2015 وهي (نصيب السهم من صافي الربح، نصيب السهم من الارباح الموزعة، نصيب السهم من الارباح المحتجزة ،متوسط سعر السهم السوقي قبل وبعد الاعلان عن توزيع الارباح، وسعر السهم السوقي يوم الاعلان عن توزيع الارباح، وكذلك متوسط قيم تداول اسهم الشركات قبل وبعد الاعلان عن توزيع الارباح، قيم تداول اسهم الشركات يوم الاعلان عن توزيع الارباح) .

وفيما يلي تحليلاً للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة :-

1. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

لاغراض تحليل البيانات واختبار الفرضيات يتم البدء في وصف بيانات متغيرات الدراسة وتوضيح معالمها الرئيسية، وذلك باستخدام أساليب التحليل الوصفي الإحصائي الأكثر شيوعاً وهي الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل من سعر السهم السوقى وقيم حجم التداول وذلك في تواريخ كل من يوم الاعلان عن توزيع الارباح ومتوسط ثلاثة ايام تسبق تاريخ الاعلان ومتوسط ثلاثة ايام لاحقة لتاريخ الاعلان وتحديد أقل وأعلى قيمة، والتي من خلالها يتم الوقوف على مدى امكانية الاعتماد عليها كأساس جيد للوصول لمعلومات المجتمع، واختبار مدى ملاءمتها إحصائياً باستخدام الاختبارات المعنوية. والجدول رقم (4.7) يوضح نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

جدول (4.7): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة القيمة بالدولار الأمريكي

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أكبر قيمة	أقل قيمة	نوع المتغير	المتغيرات
0.22	0.23	1.40	-0.35	مستقل	نصيب السهم من صافي الربح
0.29	0.26	1.36	0.03	مستقل	نصيب السهم من الأرباح الموزعة
0.24	0.05	1.30	-0.97	مستقل	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة الالمحتجزة
1.64	2.92	7.52	0.38	تابع	سعر السهم السوقى
462443	140474	5,428,391	43.72	تابع	قيم تداول الاسهم

وحول البيانات السابقة يلاحظ ما يلي :-

- تبين أن نصيب السهم من صافي الربح يتراوح بين (-0.35 و 1.40) بمتوسط حسابي 0.23 وانحراف معياري 0.22.
- تبين أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يتراوح بين (0.03 و 1.36) بمتوسط حسابي 0.26 وانحراف معياري 0.29.
- تبين أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يتراوح بين (-0.97 و 1.30) بمتوسط حسابي 0.05 وانحراف معياري 0.24.

- تبين أن سعر السهم السوقى (قبل الاعلان وبعده) يتراوح بين (0.38 و 7.52) بمتوسط حسابي 2.92 وانحراف معياري 1.64.
 - يتبين أن قيم تداول الاسهم تتراوح بين (44-5428391) بمتوسط حسابي 140474 وانحراف معياري 462443.
 - وبناءً على النتائج السابقة ، يتضح ان البيانات المرتبطة بكل من نصيب السهم من صافي الارباح ونصيب السهم من صافي الارباح الموزعة والمحتجزة والداخله ضمن الدراسة موزعة بشكل طبيعي مما يسمح بالاعتماد عليها كأساس جيد للوصول لمعلومات المجتمع، وصحة ملائمتها الإحصائية للاختبارات المعنوية.
 - كما ان الانحراف المعياري لبيانات قيم التداول كان كبيراً و أعلى من نصف قيمة المتوسط الحسابي ، ويعزو الباحث هذا الارتفاع الكبير في الانحراف المعياري الى الاختلاف في حجم أنشطة الشركات موضوع الدراسة وتباعد قيم التداول المسجلة خلال فترة الدراسة .
- 2. معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة المستقلة:**

تم استخدام اختبار " معامل بيرسون للارتباط " لمعرفة ما إذا كان هناك علاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة أم لا، والجدول التالي يوضح ذلك.

يوضح جدول (4.8) العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة باستخدام معامل بيرسون للارتباط، حيث يبين وجود استقلالية بين متغيرات الدراسة - القيمة الاحتمالية (Sig.) أقل من مستوى الدلالة 0.05. مما يدعم نتائج الدراسة.

جدول (4.8): معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة المستقلة

نصيب السهم من الأرباح المحتجزة	نصيب السهم من الأرباح الموزعة	نصيب السهم من صافي الربح	المتغيرات	
		1	معامل بيرسون للارتباط	نصيب السهم من صافي الربح
			القيمة الاحتمالية (Sig.)	
	1	0.458	معامل بيرسون للارتباط	نصيب السهم من الأرباح الموزعة
		*0.000	القيمة الاحتمالية (Sig.)	
1	-0.302	0.264	معامل بيرسون للارتباط	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة
	*0.000	*0.002	القيمة الاحتمالية (Sig.)	

*الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

4.2.4 تحليل البيانات المالية لمتغيرات الدراسة:

يمكن تلخيص اجمالي البيانات المدخلة في التحليل بالجدول الآتية :-

1- متغير الدراسة المستقل الاول : حصة السهم من صافي الارباح

تم احتساب حصة السهم من صافي الارباح للشركات محل الدراسة وكانت النتائج كما

يلي :-

جدول (4.9): حصة السهم من صافي الربح للشركات موضوع الدراسة من عام 2007 الى عام 2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
0	0.057	0.051	0.017	0.05	0.001	0.064	0.037	0.079	الأهلية للتأمين
0.264	0.224	0.3	0.38	0.224	0.339	0.292	0.25	0.341	بيرزيت للاذوية
0.631	0.646	0.698	0.624	0.689	0.656	0.534	0.678	0.498	الاتصالات الفلسطينية
0.23	0.03	0.08	0.14	0.14	0.113	0.116	0.105	0.073	الفلسطينية للكهرباء
0.25	0.25	0.25	0.26	0.283	0.25	0.284	0.29	0.344	بنك فلسطين
0.136	0.103	0.098	0.018	0.346	0.406	0.29	0.353	0.316	القدس للمستحضرات الطبية
0.092	0.078	0.103	0.078	0.115	0.146	0.169	0.09	0.104	فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو
0	-0.346	0.051	0.171	0.032	0.175	0.289	0.389	0.265	سجاير القدس
0	0	0.26	0.16	0.063	0.134	0.139	0.011	0	مركز نابلس التخصصي
0.123	0.21	0.408	0.393	0.301	0.531	0.494	0.305	0.443	التأمين الوطنية
0.7	0.386	0.535	0.34	0.301	0.433	0.2	0.173	0.145	العربية للدهانات
0.11	0.051	0.037	0.034	0.048	0.016	0.073	0.074	1.4	بنك الاستثمار الفلسطيني
0.24	0.13	0.29	0.17	0.146	0.194	0.111	0.098	0.283	ترست

يلاحظ من الجدول السابق مايلي :

- وجود تذبذب ملحوظ في حصة السهم من صافي الربح لعدد من الشركات محل الدراسة، ومنها الفلسطينية للكهرباء حيث زادت ربحية السهم بشكل ملحوظ من عام 2007 من 0.073 دولار للسهم الى 0.14 دولار في عام 2012م، ليعود للتراجع في اعوام 2013 و2014 قبل ان يرتفع مرة أخرى في عام 2015م.
- يتبين وجود انخفاض واضح لربحية بعض الشركات الداخلة في عينة الدراسة ومنها بنك الاستثمار الفلسطيني الذي شهد انخفاضاً ملموساً خلال فترة الدراسة الى عام 2015م، حيث بلغ في عام 2007 1.4 دولار وواصل انخفاضه الى 1.1 دولار في عام 2015.

- يبين الجدول ايضاً استقرار ربحية السهم لعدد من الشركات الداخلة في عينة الدراسة كشركة الاتصالات الفلسطينية وبنك فلسطين وشركة ترست للتأمين إضافة الى شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو).

2- متغير الدراسة المستقل الثاني : حصة السهم من الارباح الموزعة

تم احتساب قيمة حصة السهم من الارباح الموزعة خلال سنوات الدراسة وكانت النتائج

كمايلي :-

جدول (4.10): حصة السهم من الارباح الموزعة من عام 2007 الى عام 2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
0	0	0	0	0	0	0.04	0.03	0.04	الأهلية للتأمين
0.32	0.32	0.22	0.19	0.1	0.125	0.15	0.11	0.1	بيرزيت للاذوية
0.9	0.9	1	0.78	0.4	0.4	0.35	0.4	0.25	الاتصالات الفلسطينية
0.34	0.34	0.17	0.34	0.1	0.1	0.1	0.1	0.06	الفلسطينية للكهرباء
0.12	0.13	0.12	0.1	0.075	0	0.214	0	0	بنك فلسطين
0.16	0.15	0.135	0	0.1	0.2	0.12	0.15	0.1	القدس للمستحضرات الطبية
0.07	0.07	0.075	0.05	0.06	0.08	0	0.06	0	فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو
0	0	0	0.19	0	0	1	0	1	سجاير القدس
0	0	0.2	0.14	0	0	0.05	0	0	مركز نابلس التخصصي
0.18	0.18	0.27	0.29	0.15	0.2	0.15	0.15	0.15	التأمين الوطنية
1.05	1.36	1.08	0.67	0.2	0.3	0.18	0.16	0.11	العربية للدهانات
0	0	0.07	0	0	0	0	0.1	0.1	بنك الاستثمار الفلسطيني
0	0	0.37	0.43	0.1	0	0.1	0.1	0	ترست

يلاحظ من الجدول السابق مايلي:

- قيام بعض الشركات بدفع توزيعات نقدية لمساهميها بشكل دوري من دون توقف خلال السنوات محل الدراسة كشركة الاتصالات الفلسطينية والتأمين الوطنية والشركة العربية للدهانات إضافة للشركة الفلسطينية للكهرباء.
- قيام بعض الشركات بدفع توزيعات نقدية خلال فترة معينة والتوقف عن ذلك في اعوام أخرى كالمجموعة الاهلية للتأمين التي قامت بدفع توزيعات لمساهميها خلال الاعوام من 2007 الى 2009 بينما امتنعت عن دفع التوزيعات بعد ذلك ، وعلى النقيض من ذلك ، لم يقم كل

من بنك فلسطين ومركز نابلس التخصصي بدفع توزيعات نقدية في بداية فترة الدراسة ولكنهما عادا لدفع توزيعات لمساهميها بعد ذلك بشكل دوري.

- حافظت بعض الشركات على استمرارية دفع التوزيعات النقدية بمبالغ او نسب متقاربة بين الاعوام كشركة التامين الوطنية والشركة الفلسطينية للكهرباء.

3- متغير الدراسة المستقل الثالث : حصة السهم من الارباح المحتجزة

تم احتساب قيمة حصة السهم من الارباح المحتجزة خلال سنوات الدراسة وكانت النتائج

كمايلي :-

جدول (4.11) : حصة السهم من الارباح المحتجزة من عام 2007 الى عام 2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
0	0.057	0.051	0.017	0.05	0.001	0.024	0.007	0.039	الأهلية للتأمين
-0.056	-0.096	0.08	0.19	0.124	0.214	0.142	0.14	0.241	ببرزيت للادوية
-0.269	-0.254	-0.302	-0.246	0.289	0.256	0.184	0.278	0.241	الاتصالات الفلسطينية
-0.11	-0.31	-0.09	-0.2	0.04	0.013	0.016	0.005	0.013	الفلسطينية للكهرباء
0.13	0.12	0.13	0.16	0.208	0.25	0.07	0.29	0.344	بنك فلسطين
-0.024	-0.047	-0.037	0.018	0.246	0.206	0.17	0.203	0.216	القدس للمستحضرات الطبية
0.022	0.008	0.028	0.028	0.055	0.066	0.169	0.03	0.104	فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو
0	0	0.051	-0.019	0.032	0.175	-0.711	0.389	-0.735	سجاير القدس
0	0	0.06	0.02	0.063	0.134	0.089	0.011	0	مركز نابلس التخصصي
-0.057	0.03	0.138	0.103	0.15	0.331	0.344	0.155	0.293	التأمين الوطنية
-0.35	-0.974	-0.545	-0.33	0.101	0.133	0.02	0.013	0.035	العربية للدهانات
0.11	0.051	-0.033	0.034	0.048	0.016	0.073	-0.026	1.3	بنك الاستثمار الفلسطيني
0.24	0.13	-0.08	-0.26	0.046	0.194	0.011	0	0.283	ترست

يتبين من الجدول السابق مايلي :-

- لجأت بعض الشركات في الاعوام الاولى من بداية فترة الدراسة الى احتجاز ارباحها ثم قامت بعد ذلك في السنوات الاخيرة بتوزيع الارباح بشكل كامل إضافة الى توزيع جزء من الارباح المحتجزة المتراكمة خلال الاعوام السابقة وتوزيعه على المساهمين، ومن ذلك شركة

الاتصالات الفلسطينية حيث عمدت الى احتجاز الارباح بمبالغ ثابتة خلال الفترة من عام 2007 الى عام 2011 ثم قامت في الاعوام التي تليها بدفع صافي أرباحها السنوية كتوزيعات على مساهميها إضافة الى جزء من الارباح المحتجزة المتراكمة ، ومن النماذج الأخرى أيضاً كل من شركة ترست العالمية للتأمين والشركة العربية للدهانات والشركة الفلسطينية للكهرباء.

- شهد عدد من الشركات محل الدراسة تذبذباً واضحاً من حيث نصيب السهم من الارباح المحتجزة كشركة بيرزيت للدوية والمجموعة الاهلية للتأمين.

4- المتغير التابع الاول : سعر السهم السوقي

تم احتساب قيمة سعر السهم السوقي كمتغير تابع في تواريخ (قبل الاعلان عن توزيع الارباح، ويوم الاعلان ، وبعد تاريخ الاعلان) وكانت النتائج كما يلي :-

جدول (4.12): السعر السوقي لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قبل الاعلان ويوم الاعلان وبعد

تاريخ الاعلان عن توزيعات الارباح

متوسط السعر بعد الاعلان	سعر السهم يوم الاعلان	متوسط السعر قبل الاعلان	السنة
شركة ترست للتأمين			
3.23	3.4	3.3	2008
2.6	2.46	2.98	2009
2.84	2.84	2.9	2011
2.6	2.6	2.6	2012
2.5	2.5	2.5	2013
2.53	2.6	2.62	2014
مركز نابلس التخصصي			
0.46	0.44	0.44	2008
0.84	1	1	2009
1.07	1.05	1.06	2012
1.27	1.16	1.16	2013
التأمين الوطنية			
5.4	5.1	5.1	2007
4	3.95	4.1	2008
3.7	4.98	4.85	2009
3.45	3.77	3.75	2010

متوسط السعر بعد الاعلان	سعر السهم يوم الاعلان	متوسط السعر قبل الاعلان	السنة
3.4	4.38	4.1	2011
3.1	3.23	3.4	2012
3.2	3.45	3.47	2013
3.05	3.09	3.05	2014
2.69	2.75	2.67	2015
الاهلية للتأمين			
1.362	1.38	1.344	2007
0.844	0.91	0.834	2008
0.648	0.72	0.724	2009
0.368	0.37	0.387	2010
العربية للدهانات			
0.95	0.93	0.93	2007
1.18	1.21	1.25	2008
1.5	1.41	1.35	2009
2.1	2.04	1.95	2010
3.2	3.1	2.75	2011
2.45	2.46	2.45	2012
3.4	3.25	3.25	2013
3.7	3.7	3.7	2014
4.8	4.56	4.6	2015
فلسطين للتنمية والاستثمار " باديكو "			
2.62	2.63	2.69	2007
1.34	1.35	1.385	2008
1.25	1.29	1.37	2009
1.21	1.22	1.28	2010
1.07	1.05	1.04	2011
0.87	0.88	0.92	2012
1.4	1.38	1.45	2013
1.18	1.21	1.28	2014
1.06	1.06	1.14	2015
سجاير القدس			
3.47	3.44	3.6	2007

متوسط السعر بعد الاعلان	سعر السهم يوم الاعلان	متوسط السعر قبل الاعلان	السنة
3.06	3.25	3.15	2008
2.8	2.9	2.85	2009
1.13	1.24	1.33	2012
بنك فلسطين			
3.414	3.41	4.266	2007
2.964	3.04	3.782	2008
3.58	3.52	3.71	2009
3.062	3.01	3.532	2010
2.836	2.86	3.154	2011
2.862	2.9	3.224	2012
5.588	5.83	6.4	2013
5.206	5.28	5.822	2014
5.18	5.2	5.59	2015
القدس للمستحضرات الطبية			
5.6	5.68	5.75	2007
4.15	4.33	4.55	2008
4.4	4.28	4.4	2009
4.77	4.65	4.82	2010
4.2	4.47	5	2011
2.355	2.14	3.94	2012
1.99	2	2	2013
1.79	1.71	1.8	2014
1.98	1.99	1.99	2015
السلطانية للكهرباء			
1.02	1.05	1.1	2007
0.87	0.93	0.97	2008
0.94	1.01	1.07	2009
1.11	1.14	1.2	2010
1.35	1.2	1.25	2011
1.3	1.32	1.3	2012
1.36	1.49	1.525	2013
1.16	1.12	1.19	2015

متوسط السعر بعد الاعلان	سعر السهم يوم الاعلان	متوسط السعر قبل الاعلان	السنة
بيرزيت للادوية			
4.56	4.6	5.154	2007
3.84	4	4.088	2008
3.792	3.94	3.972	2009
3.338	3.28	3.694	2010
2.838	2.98	3	2011
2.846	2.95	3	2012
3.02	3	3.15	2013
3.1	3.2	3.25	2014
3.45	3.27	3.43	2015
بنك الاستثمار الفلسطيني			
1.58	1.61	1.65	2007
1.37	1.44	1.45	2008
0.98	1	0.98	2013
الاتصالات الفلسطينية			
7.684	7.55	7.362	2007
6	5.53	5.53	2008
5.172	5.38	5.642	2009
5.02	5.13	5.364	2010
5.434	5.44	5.33	2011
4.78	4.92	5.25	2012
5.588	5.83	6.4	2013
5.206	5.28	5.822	2014
5.18	5.2	5.59	2015

يلاحظ من الجدول السابق ما يلي :

- حققت شركة الاتصالات الفلسطينية اعلى متوسط سعر سهم بعد الاعلان عن توزيع الارباح خلال الاعوام من عام 2007 الى عام 2015م حيث بلغت 7.684 دولار ، بينما كان اقل متوسط سعر سهم بعد الاعلان عن توزيع الارباح من بين اسهم جميع الشركات الداخلة في العينة المجموعة الاهلية للتأمين حيث بلغ 0.368 دولار في عام 2010م.

- انخفاض اسعار اسهم معظم الشركات محل الدراسة بشكل ملحوظ خلال الفترة من عام 2007 الى عام 2015 . ومن ذلك أسهم بنك فلسطين الذي اظهر انخفاظاً واضحاً بعد الاعلان عن توزيع الارباح ففي عام 2007م انخفض سعر سهم بنك فلسطين بالمتوسط من 4.266 دولار قبل الاعلان الى 3.414 دولار بعده ، وارتبط هذا الانخفاض مع بنك فلسطين في جميع اعوام الدراسة . كما تعرض اسعار اسهم كل من بنك الاستثمار الفلسطيني، وسجاير القدس، والشركة الفلسطينية للكهرباء ، وفلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)، وشركة القدس للمستحضرات الطبية ، وشركة التأمين الوطنية اضافة الى شركة بيرزيت للدوية الى انخفاض في اسعار اسهمها بشكل عام بعد الاعلان عن توزيع الارباح.
- شهدت بعض اسهم الشركات تذبذباً في اسعار اسهمها مابين الارتفاع والانخفاض خلال سنوات الدراسة بعد الاعلان عن توزيع الارباح ، ومن الامثلة على ذلك شركة الاتصالات الفلسطينية ، حيث شهدت اسعار اسهمها ارتفاعاً نسبياً من 7.362 دولار الى 7.684 دولار في عام 2007 ومن 5.53 دولار الى 6 دولار في عام 2008، كما يلاحظ وجود انخفاض ملموس للسعر السوقي لسهم تلك الشركة من 5.642 دولار الى 5.172 دولار في عام 2009 و من 5.364 دولار الى 5.02 دولار في عام 2010،
- استقرار اسعار اسهم بعض الشركات محل الدراسة بشكل ملحوظ بعد الاعلان عن توزيع الارباح، ومن النماذج على ذلك اسهم شركة ترست للتأمين والمجموعة الاهلية للتأمين .
- حقق سعر سهم شركة الاتصالات الفلسطينية خلال فترة الدراسة اعلى سعر حيث بلغ 7.684 دولار في عام 2007م ، يليه بنك فلسطين بسعر 6.4 دولار في عام 2013م ، ثم شركة القدس للمستحضرات الطبية بسعر 5.75 دولار في عام 2007م.
- سجل سعر سهم كل من الشركات التالية إنخفاظاً ملحوظاً خلال سنوات الدراسة المجموعة الاهلية للتأمين بسعر 0.368 دولار في عام 2010م ، يليها مركز نابلس التخصصي بسعر 0.44 دولار في عام 2008م ، ثم فلسطين للتنمية والاستثمار بسعر 0.87 دولار في عام 2012م.
- كان اقصى سعر سهم سوقي وصل له هو سهم المجموعة الاهلية للتأمين حيث بلغ 1.38 دولار في عام 2007م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 0.368 دولار في عام 2010م ، ويشير ذلك الى الانخفاض النسبي الذي طرأ على سعر السهم السوقي لتلك الشركة .

- كان اكبر سعر سهم وصل له سهم شركة ترست للتأمين 3.4 دولار في عام 2008 م ، بينما اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 2.46 دولار في عام 2009 م . مما يشير الى وجود استقرار ملحوظ على اسعار اسهم تلك الشركة خلال فترة الدراسة .
- كان اكبر سعر سهم وصل له سهم شركة بيزنيت للأدوية هو 5.154 دولار في عام 2007 م ، بينما اقل سعر سهم من خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 2.838 دولار في عام 2011م. مما يشير الى الانخفاض الملحوظ الذي حدث لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال فترة الدراسة .
 - بلغ اقصى سعر سهم وصل له سهم شركة الاتصالات الفلسطينية هو 7.684 دولار في عام 2007 م ، بينما اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 4.78 دولار في عام 2012 م . مما يشير الى الانخفاض الملحوظ الذي طرأ على سعر السهم السوقي خلال فترة الدراسة .
 - كان اقصى سعر سهم وصل له سهم الشركة الفلسطينية للكهرباء هو 1.525 دولار في عام 2013 م ، بينما كان اقل سعر سهم من خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 0.87 دولار في عام 2008 م . مما يشير الى الزيادة النسبية لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال فترة الدراسة.
 - بلغ اقصى سعر سهم وصل له سهم بنك فلسطين هو 6.4 دولار في عام 2013 م ، بينما كان اقل سعر سهم من خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 2.836 دولار في عام 2011 م . مما يشير الى التقلب الواضح والتطور الملحوظ لسعر السهم السوقي من عام 2011م الى عام 2013م لتلك الشركة خلال فترة الدراسة .
 - بلغ اقصى سعر سهم وصل له سهم شركة القدس للمستحضرات الطبية هو 5.75 دولار في عام 2007 م ، بينما كان اقل سعر سهم من خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 1.71 دولار في عام 2014 م . مما يشير الى الانخفاض الواضح لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة.
 - بلغ اقصى سعر سهم وصل له سهم شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) هو 2.69 دولار في عام 2007 م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 0.87 دولار في عام 2012 م . مما يشير الى الانخفاض الملحوظ لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة.

- كان اقصى سعر سهم وصل له سهم شركة سجائر القدس هو 3.6 دولار في عام 2007م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 1.13 دولار في عام 2012م. مما يشير الى الانخفاض النسبي لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة.
- كان اقصى سعر سهم وصل له سهم مركز نابلس التخصصي هو 1.27 دولار في عام 2013م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 0.44 دولار في عام 2008م . مما يشير الى النمو النسبي لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة.
- بلغ اقصى سعر سهم وصل له سهم شركة التأمين الوطنية هو 5.4 دولار في عام 2007م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 2.67 دولار في عام 2015م. مما يشير الى الانخفاض الملحوظ لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة.
- بلغ اقصى سعر سهم وصل له سهم الشركة العربية لصناعة الدهانات هو 4.8 دولار في عام 2015م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 0.93 دولار في عام 2007م . مما يشير الى التطور الملحوظ لسعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة.
- كان اقصى سعر سهم وصل له سهم بنك الاستثمار الفلسطيني هو 1.65 دولار في عام 2007م ، بينما كان اقل سعر سهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 0.98 دولار في عام 2013م . مما يشير الى وجود استقرار نسبي على سعر السهم السوقي لتلك الشركة خلال سنوات الدراسة

5- المتغير التابع الثاني : قيم التداول

تم احتساب قيم التداول كمتغير تابع في تواريخ كل من يوم الاعلان و متوسط قيم التداول لثلاث ايام مباشرة قبل الاعلان ومتوسط قيم تداول لثلاث ايام مباشرة بعد الاعلان عن توزيع الارباح ، وكانت البيانات كما يلي :-

جدول (4.13) : قيم تداول اسهم الشركات في بورصة فلسطين قبل الاعلان ويوم الاعلان وبعد الاعلان عن توزيع الارباح

السنة المالية	قيم التداول قبل الاعلان		قبل	يوم الاعلان	بعد	قيم التداول بعد الاعلان			
الاهلية للتأمين									
2007	464	1,251.89	5,479.95	2398.613	9,970.76	13194.71	8,655.75	6,401.30	24,527.09
2008	16,687.98	11,674.00	32,205.33	20189.1	61,306.50	6684.737	9,745.00	8,629.21	1,680.00
2009	56,410.00	5,860.80	11,846.00	24705.6	28,651.27	35108.34	15,409.00	75,496.49	14,419.54
2010	3,770.00	524.78	190	1494.927	8,090.23	2998.453	1,252.00	3,673.36	4,070.00
ترست العالمية									
2008	132	132	132	132	2,108.00	2108	2,108.00	2,108.00	2,108.00
2009	9,240.00	2,710.00	5,160.00	5703.333	167.28	5482.84	2,550.00	2,148.12	11,750.40
2010	1,450.44	254.1	315	673.18	1,253.07	2514.07	1,253.07	2,860.00	3,429.14
2011	2,006.00	2,006.00	2,006.00	2006	2,006.00	4418.44	7,879.20	4,808.12	568
2012	691.6	691.6	691.6	691.6	691.6	1495.53	1,495.53	1,495.53	1,495.53
2014	642.5	2,007.50		1325		40073.75	440.32	79,707.18	
بيرزيت للادوية									
2007	66,957.11	80,784.03	21,620.60	56453.91	22,862.42	159292.4	471,985.80	5,627.40	263.9
2008	106,901.96	3,652.05	12,558.31	41037.44	17,317.35	25520.23	2,228.49	26,640.62	47,691.57
2009	174,870.00	1,688.29	43,337.60	73298.63	2,175.51	23277.24	5,364.67	3,319.82	61,147.24
2010	76,571.35	6,276.44	606,071.61	229639.8	4,113.71	28858.54	2,387.87	76,628.80	7,558.96
2011	406.21	899.66	57,563.18	19623.02	11,593.79	3194.733	6,685.75	386.46	2,511.99
2012	16,490.72	16,627.80	42,723.59	25280.7	11,019.52	535683.1	224.97	1,600,764.75	6,059.59
2013	26,948.25	33,762.00	113,831.18	58180.48	954	8897.303	9,183.04	451.4	17,057.47
2014	2,902.75	21,797.75	27,925.87	17542.12	1,987.20	38957.67	47,805.00	58,900.00	10,168.00
2015	20,400.00	11,220.00	945	10855	6,000.25	13867.94	17,000.00	5,768.28	18,835.53

قيم التداول بعد الاعلان			بعد	يوم الاعلان	قبل	قيم التداول قبل الاعلان			السنة المالية
الاتصالات الفلسطينية									
44,270.49	12,160.00	263.9	18898.13	5,627.40	172156.3	471,985.80	22,862.42	21,620.60	2007
1,221.99	12,559.03	10,781.95	8187.657	314.95	132162.7	3,320.87	116,627.13	276,540.22	2008
2,284.91	12,050.07	1,142.45	5159.143	6,654.44	238009.4	532,927.94	172,637.49	8,462.62	2009
31,209.87	19,591.56	232.72	17011.38	4,287.39	4059.1	2,871.37	1,754.73	7,551.20	2010
19,464.03	12,655.05	63,578.55	31899.21	1,979.75	10635.64	25,373.76	2,094.50	4,438.65	2011
42,723.59	16,627.80	16,490.72	25280.7	2,961.92	1653.483	1,269.39	2,115.66	1,575.40	2012
4,128.00	15,750.00	1,243.43	7040.477	35,331.20	8441.533	1,488.00	12,801.60	11,035.00	2013
22,735.84	12,643.20	790.4	12056.48	62,380.80	1726.667	3,240.00	320	1,620.00	2014
5,768.28	6,000.25	945	4237.843	11,220.00	8980.31	20,400.00	5,508.00	1,032.93	2015
الفلسطينية للكهرباء									
16,047.60	6,245.43	16,512.30	12935.11	9,620.44	35984.89	17,575.94	55,792.28	34,586.46	2007
7,206.20	24,887.00	67,333.13	33142.11	10,416.00	30490.71	18,555.00	35,284.63	37,632.50	2008
13,100.78	59,379.31	11,136.00	27872.03	2,727.00	36554.88	73,530.44	13,803.00	22,331.20	2009
11,731.87	16,574.34	11,118.00	13141.4	152,343.80	24830.17	23,115.50	31,831.00	19,544.00	2010
1,120.00	6,972.03	1,352.40	3148.143	60	10124	21,253.10	8,681.40	437.5	2011
258	419.25	46,474.29	15717.18	1,383.36	23556.45	30,533.67	27,131.59	13,004.10	2012
6,330.80	6,078.28	852	4420.36	149	19443.52	19,064.60	17,610.35	21,655.62	2013
10,233.08	48,444.94	15,629.22	24769.08	43,713.00	15191.02	25,036.03	1,200.00	19,337.04	2015
بنك فلسطين									
1,062,790.49	1,096,855.11	2,580,982.45	1580209	2,129,821.06	1742415	507,752.64	1,279,713.58	3,439,780.17	2007
339,442.54	48,170.35	310,631.84	232748.2	289,212.27	308431.7	429,160.85	332,983.29	163,150.87	2008
56,946.94	303,509.76	346,774.66	235743.8	91,541.12	717405.4	1,207,647.30	587,226.48	357,342.30	2009
35,735.65	373,399.49	331,755.26	246963.5	201,343.55	1272777	3,110,715.65	482,342.22	225,272.85	2010

قيم التداول بعد الاعلان			بعد	يوم الاعلان	قبل	قيم التداول قبل الاعلان			السنة المالية
174,491.42	180,082.30	117,611.68	157395.1	568,108.10	796183.8	1,916,251.37	298,930.75	173,369.25	2011
146,296.68	70,410.58	202,255.93	139654.4	1,022,957.83	2086860	4,932,897.91	892,162.11	435,520.72	2012
127,480.00	652,812.58	53,810.45	278034.3	570,846.54	581715.8	1,124,744.00	424,667.49	195,735.92	2013
88,008.89	78,515.98	191,996.25	119507	790,501.19	417372.2	198,169.44	292,223.92	761,723.13	2014
85,203.45	21,698.74	46,901.04	51267.74	86,550.06	1338039	2,823,161.09	579,058.47	611,896.01	2015
القدس للمستحضرات الطبية									
26,227.57	11,595.00	2,150.40	13324.32	15,999.78	5503.833	3,469.20	10,189.80	2,852.50	2007
5,845.98	46.83	8,955.57	4949.46	2,442.88	24519.45	38,556.19	29,894.21	5,107.94	2008
603.67	59,583.80	22,360.01	27515.83	6,302.26	3186.697	6,117.21	2,939.35	503.53	2009
386.95	19,675.60	23,965.72	14676.09	1,906.07	886.32	887.45	677.01	1,094.50	2010
946.4	7,758.81	395.42	3033.543	627.93	160932.9	408,045.59	71,227.07	3,526.09	2011
20,590.97	2,270.80	7,911.08	10257.62	301.83	44194.09	119,779.75	1,688.29	11,114.24	2012
13,300.65	589	10,404.07	8097.907	5,870.00	5530	4,000.00	4,590.00	8,000.00	2013
2,432.50	4,830.64	14,370.04	7211.06	3,943.26	3656.4	9,000.00	169.2	1,800.00	2014
20,188.64	34,771.50	53,928.78	36296.31	2,494.70	14305.67	1,000.00	40,927.00	990	2015
فلسطين للتنمية والاستثمار									
5,428,391.82	660,303.81	487,687.67	2192128	2,806,372.21	601781.9	434,425.13	312,372.69	1,058,547.76	2007
279,458.60	584,564.05	159,262.34	341095	315,618.56	157743.5	173,799.57	155,857.07	143,573.87	2008
289,355.27	80,968.70	212,710.96	194345	1,003,191.67	699030.3	678,998.76	142,227.49	1,275,864.76	2009
576,386.99	147,172.60	305,353.58	342971.1	256,646.72	345679.1	411,056.72	220,078.04	405,902.42	2010
65,812.45	36,113.72	231,678.98	111201.7	219,063.57	286441.9	386,272.64	309,092.48	163,960.56	2011
632,177.00	111,750.78	19,362.98	254430.3	224,157.93	326376.4	699,263.85	178,693.69	101,171.61	2012
271,400.66	79,848.92	55,447.02	135565.5	87,509.08	179515.8	172,643.10	144,048.65	221,855.70	2013
13,733.71	1,309.00	10,449.95	8497.553	271,400.66	39410.99	27,708.86	61,014.52	29,509.60	2014
543,485.18	88,721.05	3,309.00	211838.4	551,293.98	270128.6	2,964.56	779,600.97	27,820.40	2015

قيم التداول بعد الاعلان			بعد	يوم الاعلان	قبل	قيم التداول قبل الاعلان			السنة المالية
سجاير القدس									
13,279.89	656.84	1,057.40	4998.043	5,861.88	23040.3	11,016.00	48,717.40	9,387.50	2007
5,023.75	4,444.68	26,629.76	12032.73	197,659.47	7591.387	7,770.52	1,394.78	13,608.86	2008
89,519.70	528.91	642.31	30230.31	18,088.01	24440.45	13,228.21	19,492.38	40,600.77	2009
4,781.38	24,818.16	19,077.99	16225.84	524.68	16058.03	18,859.17	22,829.35	6,485.57	2012
مركز نابلس التخصصي									
955	1,740.00	2,445.23	1713.41	1,750.80	1998.067	3,209.20	65	2,720.00	2008
338.51	291.96	2,397.74	1009.403	1,241.19	1165.963	310.3	620.59	2,567.00	2009
2,242.60	2,242.60	2,242.60	2242.6	4,442.88	1868.83	1,868.83	1,868.83	1,868.83	2012
التأمين الوطنية									
3,694.20	2,601.30	4,680.00	3658.5	3,975.00	1037.183	283.5	1,447.00	1,381.05	2008
727.7	25,425.90	11,406.25	12519.95	3,038.00	8401.907	5,589.50	14,940.00	4,676.22	2009
714	3,400.00	246.24	1453.413	8,257.00	1809.967	2,262.00	2,409.90	758	2010
1,075.59	6,055.00	1,050.30	2726.963	619.72	22886.9	60,291.35	7,950.36	419	2011
1,422.42	30,500.00	12,176.22	14699.55	323	4015.983	9,992.60	355.35	1,700.00	2012
37,289.70	96,000.00	2,952.00	45413.9	862.5	2937.373	472.18	3,450.00	4,889.94	2013
5,794.20	900	17,232.50	7975.567	6,918.54	12696.23	29,594.40	610.04	7,884.25	2014
15,275.00	520.65	9,648.00	8481.217	80,143.25	18708.46	55,000.00	950.52	174.85	2015
العربية لصناعة الدهانات									
1,706.63	123.55	811	880.3933	682.65	240.7167	358.25	186.18	177.72	2008
43.72	2,087.45	1,988.72	1373.297	3,102.96	1055.857	795.49	761.64	1,610.44	2009
1,480.96	282.09	6,191.93	2651.66	1,294.78	2800.423	287.73	6,738.36	1,375.18	2010
3,178.28	8,552.33	3,702.40	5144.337	8,764.71	1043.72	1,043.72	1,043.72	1,043.72	2014

السنة المالية	قيم التداول قبل الاعلان		بعد	يوم الاعلان	قبل	قيم التداول بعد الاعلان		
بنك الاستثمار الفلسطيني								
2007	1,154.86	3,306.59	4,252.06	2904.503	4,562.74	883.8033	459.11	1,733.19
2008	1,176.00	700	720	865.3333	6,048.00	1755.483	288	1,574.00
2013	3,008.00	6,499.00	97	3201.333	9,704.00	1667916	505.25	1,004.50

من خلال البيانات السابقة يتبين مايلي :-

- حققت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) اكبر قيمة تداول للشركات محل الدراسة حيث بلغ 5428392 دولار في عام 2007م ، يليها بنك الاستثمار الفلسطيني بقيمة 5002238 دولار في عام 2013م ، ثم بنك فلسطين بقيمة 4932898 دولار في عام 2012م.
- كانت اقل قيم التداول للشركات محل الدراسة هي الشركة العربية لصناعة الدهانات حيث بلغت 43.72 دولار في عام 2009م ، يليها شركة القدس للمستحضرات الطبية بقيمة 46.83 دولار في عام 2008م ، ثم الشركة الفلسطينية للكهرباء بقيمة 60 دولار في عام 2011م.
- تشير بيانات التداول للشركات محل الدراسة الى وجود تذبذبات كبيرة في قيم التداول المتعلقة باسهمها مما يعود ذلك الى التقلبات الاقتصادية والظروف السياسية التي تمر بها البورصة خلال سنوات الدراسة كما يتضح مما يلي :-
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم المجموعة الاهلية للتأمين 75496 دولار في عام 2009م ، بينما كان اقل قيم للسهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 190 دولار في عام 2010م
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة ترست للتأمين 79707 دولار في عام 2014م ، بينما كان اقل قيم تداول للسهم خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 132 دولار في عام 2008م .

- كان اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة بيرزيت للأدوية هو 1600764 دولار في عام 2012م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 225 دولار في ذات العام .
- كان اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة الاتصالات الفلسطينية هو 532927 دولار في عام 2009م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 232 دولار في عام 2010م .
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة الفلسطينية للكهرباء هو 152343 دولار في عام 2010م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 60 دولار في عام 2011م .
- كان اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم بنك فلسطين هو 4932897 دولار في عام 2012م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 21698.74 دولار في عام 2015م .
- كان اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة القدس للمستحضرات الطبية هو 408045 دولار في عام 2011م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 46.83 دولار في عام 2008م .
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) هو 5428391 دولار في عام 2007م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 1309 دولار في عام 2014م .
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة سجائر القدس هو 197659 دولار في عام 2008م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 524 دولار في عام 2012م .
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم مركز نابلس التخصصي هو 4442 دولار في عام 2012م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 65 دولار في عام 2008م .
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم شركة التأمين الوطنية هو 96000 دولار في عام 2013م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 174 دولار في عام 2015م .

- كان اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم الشركة العربية لصناعة الدهانات هو 8764 دولار في عام 2014م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 43 دولار في عام 2009م .
- بلغ اقصى قيم تداول يومية وصل لها سهم بنك الاستثمار الفلسطيني هو 5002238 دولار في عام 2013م ، بينما كان اقل قيم تداول خلال سنوات الدراسة لتلك الشركة هو 97 دولار في ذات العام.

4.2.5 اختبار فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى: يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)، لمعرفة تأثير نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.14).

جدول (4.14): تأثير نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي

المتغير المستقل	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية Sig.
المقدار الثابت	1.648	7.298	*0.000
نصيب السهم من صافي الربح	4.588	7.101	*0.000
معامل الارتباط=0.599	معامل التحديد =0.359		
قيمة F المحسوبة = 50.424	القيمة الاحتمالية = 0.000		

* المتغير دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

من الجدول السابق يتبين ما يلي :-

بلغت قيمة معامل التحديد 0.359 مما يشير إلى أن 35.9% من التغير في المتغير التابع " سعر السهم السوقي" تم تفسيره من خلال نصيب السهم من صافي الربح، أما النسبة المتبقية 64.1% فقد ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى قد تؤثر على سعر السهم السوقي. و يشير نموذج الانحدار إلى أن قيمة F المحسوبة بلغت 50.424، و أن قيمة اختبار t تساوي (7.101) وأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.000 وهي أقل من 5%، مما يدل على وجود

أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير نصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين.

وبالتالي يتم قبول الفرضية القائلة بوجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من صافي الربح على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين. وانفقت هذه الدراسة مع دراسة (Mugo, 2014) حول تأثير سعر السهم السوقي بنصيب السهم من صافي الربح ولكنها اختلفت معها في نسبة التأثير. ويعزو الباحث هذا الاختلاف الى البيئة التي اجريت فيها الدراسة ، مما يعني وجود عوامل اقتصادية اخرى مؤثرة في سعر السهم السوقي .

الفرضية الثانية: يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression) ، لمعرفة تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.15).

جدول (4.15): تأثير نصيب السهم من الارباح الموزعة على سعر السهم السوقي

المتغير المستقل	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية Sig.
المقدار الثابت	2.420	10.336	*0.000
نصيب السهم من الأرباح الموزعة	2.136	3.556	*0.001
معامل الارتباط=0.369	معامل التحديد =0.136		
قيمة F المحسوبة = 12.645	القيمة الاحتمالية = 0.001		

* المتغير دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

من الجدول السابق يتبين ما يلي :

بلغت قيمة معامل التحديد 0.136 مما يشير إلى أن 13.6% من التغير في المتغير التابع " سعر السهم السوقي" تم تفسيره من خلال نصيب السهم من الأرباح الموزعة، أما النسبة المتبقية 86.4% فقد ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى قد تؤثر على سعر السهم السوقي. يشير نموذج الانحدار إلى أن قيمة F المحسوبة بلغت 12.645، كما أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.001 ، كما أن قيمة اختبار t تساوي 3.556 وأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.001 وهي أقل من 5%، مما يدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من

الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين. وبالتالي يتم قبول الفرضية القائلة بوجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين.

واختلفت هذه الدراسة مع دراسة (Sharif Ali and Ali Jan, 2015) حول تأثير سعر السهم السوقي بنصيب السهم من الأرباح الموزعة. ويعزو الباحث هذا الاختلاف الى اختلاف البيئة التي جرت عليها الدراسة .

الفرضية الثالثة: يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)، لمعرفة تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.16).

جدول (4.16): تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي

المتغير المستقل	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية Sig.
المقدار الثابت	2.895	16.523	0.000
نصيب السهم من الأرباح المحتجزة	0.486	0.738	0.463
معامل الارتباط=0.078	معامل التحديد =0.006		
قيمة F المحسوبة = 0.544	القيمة الاحتمالية = 0.463		

* المتغير دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

من الجدول السابق يتبين ما يلي:

بلغت قيمة معامل التحديد 0.006 مما يشير إلى أن 0.6% من التغير في المتغير التابع " سعر السهم السوقي" تم تفسيره من خلال نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، أما النسبة المتبقية 99.4% فقد ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى قد تؤثر على سعر السهم السوقي. يشير نموذج الانحدار إلى أن قيمة F المحسوبة تبلغ 0.544، كما أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.463 ، كما يشير النموذج إلى أن قيمة الاختبار t تساوي 0.738 وأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.463 وهي أكبر من 5%، مما يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين. وبالتالي يتم

رفض الفرضية القائلة بوجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين. وأختلفت نتائج هذه الدراسة مع دراسة (زعرى وشراب، 2006م) حول تأثير سعر السهم السوقي بنصيب السهم من الأرباح المحتجزة. ويعزو الباحث ذلك الى اختلاف عينة الدراسة والفترة الزمنية التي أجريت فيها.

الفرضية الرابعة: يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار (Repeated Measures)، لمعرفة تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.17).

جدول (4.17): تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

القيمة الاحتمالية	قيمة الاختبار	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	وقت الإعلان	المتغيرات
*0.000	293.441	1.70	3.01	قبل الإعلان	تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين
		1.61	2.88	يوم الإعلان	
		1.59	2.83	بعد الإعلان	

* الفرق بين المتوسطات دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

من النتائج الموضحة في جدول (4.17) يتبين أن القيمة الاحتمالية (Sig.) أقل من مستوى الدلالة 0.05 وبذلك يمكن القول أنه يوجد تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي قبول الفرضية القائلة (يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين).

وانتقلت هذه الدراسة مع دراسة (نصر والشيخ، 2015م) حول تأثير سعر السهم السوقي بتاريخ الاعلان للأرباح الموزعة.

الفرضية الخامسة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من صافي الربح على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)، لمعرفة تأثير نصيب السهم من صافي الربح على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.12).

جدول (4.18): تأثير نصيب السهم من صافي الربح على قيم تداول السهم

المتغير المستقل	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية Sig.
المقدار الثابت	246,485.87	1.548	0.125
نصيب السهم من صافي الربح	747,175.46	1.522	0.132
معامل الارتباط=0.165	معامل التحديد =0.027		
قيمة F المحسوبة = 2.318	القيمة الاحتمالية = 0.132		

من الجدول السابق يتبين مايلي :

بلغت قيمة معامل التحديد 0.027 مما يشير إلى أن 2.7% من التغير في المتغير التابع " قيم تداول السهم " تم تفسيره من خلال نصيب السهم من صافي الربح، أما النسبة المتبقية 97.3% فقد ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى قد تؤثر على قيم تداول السهم.

يشير نموذج الانحدار إلى أن قيمة F المحسوبة بلغت 2.318، كما أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.132 مما يعني قبول الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة بين قيم تداول السهم ونصيب السهم من صافي الربح .

كما يشير النموذج إلى أن قيمة الاختبار t تساوي 0.155 وأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.132 وهي أكبر من 5%، مما يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من صافي الربح على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين. وبالتالي رفض الفرضية القائلة (يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من صافي الربح على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين) .

الفرضية السادسة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)، لمعرفة تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.13).

جدول (4.19): تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيم تداول السهم

القيمة الاحتمالية Sig.	قيمة اختبار T	معاملات الانحدار	المتغير المستقل
0.017	2.459	481,425.1	المقدار الثابت
0.943	0.072	45,414.16	نصيب السهم من الأرباح الموزعة
معامل التحديد = 0.001		معامل الارتباط = 0.009	
القيمة الاحتمالية = 0.943		قيمة F المحسوبة = 0.005	

من الجدول السابق يتبين مايلي:

بلغت قيمة معامل التحديد 0.001 مما يشير إلى أن 0.1% من التغير في المتغير التابع " قيم تداول السهم " تم تفسيره من خلال نصيب السهم من صافي الربح، أما النسبة المتبقية 99.9% فقد ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى قد تؤثر على قيم تداول السهم. كما يشير نموذج الانحدار إلى أن قيمة F المحسوبة بلغت 0.005، كما أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.943 مما يعني قبول الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة بين قيم تداول السهم ونصيب السهم من الأرباح الموزعة .

ويشير النموذج إلى أن قيمة الاختبار t تساوي 0.072 وأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.943 وهي أكبر من 5%، مما يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين.

وبالتالي رفض الفرضية القائلة بـ: (يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين).

واتفقت هذه الدراسة مع دراسة (Kuy and others, 2013) حول عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة و قيم تداوله في بورصة فلسطين

الفرضية السابعة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)، لمعرفة تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.20).

جدول (4.20): تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على قيم تداول السهم

المتغير المستقل	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية. Sig.
المقدار الثابت	399,769	3.443	0.001
نصيب السهم من الأرباح المحتجزة	436,491	0.924	0.358
معامل الارتباط=0.102		معامل التحديد =0.010	
قيمة F المحسوبة = 0.854		القيمة الاحتمالية = 0.358	

من الجدول السابق يتبين ما يلي:

بلغت قيمة معامل التحديد 0.010 مما يشير إلى أن 1% من التغير في المتغير التابع " قيم تداول السهم " تم تفسيره من خلال نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، أما النسبة المتبقية 99% فقد ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى قد تؤثر على قيم تداول السهم.

كما يشير نموذج الانحدار إلى أن قيمة F المحسوبة بلغت 0.854، كما أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.358 مما يعني قبول الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وقيم تداول السهم .

يشير النموذج إلى أن قيمة الاختبار t تساوي 0.738 وأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.463 وهي أكبر من 5%، مما يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين. وبالتالي رفض الفرضية القائلة ب: (يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على قيم تداول السهم في بورصة فلسطين

الفرضية الثامنة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار (Repeated Measures)، لمعرفة تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول التالي رقم (4.21).

جدول (4.21):تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

القيمة الاحتمالية	قيمة الاختبار	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	وقت الإعلان	المتغيرات
*0.000	16.324	374267.4	164188.5	قبل الإعلان	تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول الاسهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين
		421827.9	148063.4	يوم الإعلان	
		117899.9	117899.9	بعد الإعلان	

* الفرق بين المتوسطات دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

من النتائج الموضحة في الجدول السابق يتضح أن القيمة الاحتمالية (Sig.) أقل من مستوى الدلالة 0.05 وبذلك يتبين وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. وبالتالي قبول الفرضية القائلة ب: (يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة تداول السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين). وقد اتفقت هذه الدراسة مع بعض الدراسات مثل دراسة (زعراب وشراب ، 2006م).

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

في ظل التحليلات النظرية والعملية الواردة في هذه الدراسة ، فيما يلي اهم النتائج والتوصيات :-

5.1 النتائج:

- 1- يتأثر سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين بمستوى الافصاح عن نصيب السهم من صافي الربح . حيث اظهرت الدراسة أن ما نسبته 35.9% من التغير في سعر السهم السوقي يتم تفسيره من خلال نصيب السهم من صافي الربح .
- 2- يرتبط سعر السهم السوقي في بورصة فلسطين بما تفصح عنه الشركات حول حصة السهم من الارباح الموزعة ، حيث ان ما نسبته 13.6% من التغير في سعر السهم السوقي يتم تفسيره من خلال نصيب السهم من الارباح الموزعة .
- 3- يوجد تأثير ضعيف لنصيب السهم من الارباح المحتجزة وسعره في السوق في بورصة فلسطين، وتشير هذه النتيجة الى توجهات الافراد المستثمرين في السوق المالي الفلسطيني والذي يقود سلوكهم نحو افضلية توزيع الارباح على الاحتفاظ بها كأرباح محتجزة ، ومن هنا يتبين اهمية القرارات المتعلقة بسياسات توزيع الارباح للمنشأة وبنسبة التوزيع لما لها من أثر على قيمة السهم وحجم تداوله.
- 4- أوضحت الدراسة بأن اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين يتأثر بشكل ملحوظ عند الاعلان عن توزيع الارباح وبعد الاعلان عنها .
- 5- لا تتأثر قيم التداول لاسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بمستوى الافصاح عن نصيب السهم من صافي الربح ، كما كان تأثير كل من حصة السهم من الارباح الموزعة وحصة السهم من الارباح المحتجزة ضعيفاً نسبياً على قيم التداول ، ولكن ظهر هذا التأثير قوياً عند الاعلان عن توزيع الارباح وبعده، ويشير ذلك الى الاهمية البالغة التي يوليها المستثمرون عند الاعلان عن توزيع الارباح بصرف النظر عن نسب الارباح الموزعة او المحتجزة ، مما يعني وجود وعي ودلالات ايجابية من قبل المستثمرين في فهم طبيعة ومؤشرات وتوقيت إتخاذ قرار الاستثمار في بورصة فلسطين.

5.2 التوصيات

بناءً على نتائج الدراسة، فيما يلي اهم التوصيات :-

1- ضرورة قيام الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بصياغة السياسة المناسبة لتوزيع الارباح والاعلان عنها، الامر الذي يساهم في المحافظة على استقرار اسعار اسهمها في السوق.

2- ضرورة قيام الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين بالاعلان عن سياسة توزيع الارباح وما يترتب عليها من تحديد كل من نسب التوزيع والارباح المحتجزة التي تعتمد على كل عام، بغرض تهيئة الفرصة للمحتوى المعلوماتي للتأثير على العوائد المالية والقيمة السوقية لتلك الشركات، مما يزيد من ثقة المستثمرين ومساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ولما لذلك من أثر على سعر السهم السوقي وقيم تداوله .

3- العمل على الاستخدام التدريجي لأسلوب توزيعات الأرباح النقدية خاصة للشركات الناشئة لإعطاء الفرصة لتلك الشركات لاجراء التقييم الدوري لنتائج تلك التوزيعات ومتابعة تأثير ذلك على اسعار اسهمها في السوق المالي.

4- ضرورة العمل نحو تعميق وتكريس ثقافة سياسة الافصاح الكافي والعاقل في القوائم المالية للشركات بما يتيح المجال لكافة المستثمرين للوقوف على نتائج اعمال تلك الشركات مما يعزز الثقة في ادائها ويوسع قاعدة المستثمرين وامكانية النمو في رؤوس اموالها .

5- ضرورة ان تأخذ الشركات بعين الاعتبار مستويات النمو الخاصة بها والفرص الاستثمارية المتاحة عند صياغة السياسة المناسبة لتوزيعات الارباح بما يضمن المحافظة على استقرار اسعار اسهمها وعدم تعرضها الى هزات مالية في ظل تقلبات الدورات الاقتصادية.

5.3 أبحاث ودراسات مقترحة

- 1- ضرورة عمل أبحاث تتطرق الى قياس وتحديد العوامل التي تؤثر على قيم تداول اسهم الشركات المدرجة في فلسطين عند تاريخ الاعلان عن التوزيعات وبعده، من خلال ادخال متغيرات جديدة .
- 2- اعادة اجراء هذه الدراسة مع اضافة متغيرات جديدة لقياس عوامل اخرى قد تؤثر على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين .

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع

القرآن الكريم

أولاً: المراجع العربية

الاعرجي ، عدنان سالم ، وتاج الدين ، ميادة صلاح ، وعلي ،عدي سالم . (2012 م). تحليل الفرص الاستثمارية المتاحة وخيارات التمويل ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، (32) ، 109-135 .

التميمي، أرشد .(2012م). الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الادوات ، (د. ط.)، عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .

النعمي، عدنان، التميمي، أرشد .(2009م). الادارة المالية المتقدمة، ط 1، عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .

حاسين، بن اعمر .(2013م). فعالية الاسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، (رسالة ماجستير غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر. الحناوي ، محمد ، والعبد، جلال، ومصطفى، نهال. (2007م). تقييم الاسهم والسندات مدخل الهندسة المالية،(د. ط.)، الاسكندرية : المكتب الجامعي الحديث.

خربوش ، حسني ، ارشيد، عبدالمعطي ، وجودة، محفوظ .(2012م). الاسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات ، ط 1 ، عمان: دار زهران للنشر والتوزيع .

داوود ، عبداللطيف، و زعرب، حمدي .(2006م). العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للاوراق المالية ،(رسالة ماجستير غير منشورة)، الجامعة الاسلامية ، غزة .

الزرري، عبدالنافع، و فرح، غازي .(2001م) .الأسواق المالية ، ط1 ، عمان : دار وائل للنشر والتوزيع .

سنقرط، سامر . (2013م). سياسات توزيع الارباح في الشركات.تاريخ الإطلاع : 21 مارس 2017 ، الموقع الالكتروني: <http://alrai.com/article/591121.html> .

الشيخ، فهمي مصطفى .(2008م) .التحليل المالي ، ط1، رام الله : مؤسسة SME للعلوم المالية.

صالح ، مفتاح ، وفريدة ، معارفي .(2010م). متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية دراسة لواقع اسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، (7) ، 181-194 .

لطرش، سميرة .(2010م). كفاءة سوق راس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من اسواق راس المال العربية ، (رسالة ماجستير غير منشورة) ، جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر.

الرزين ، عبدالله .(2005م). الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، (بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية)، جامعة الزيتونة ، عمان .

عبدالله ، محمد .(2010م). سمنار سياسات توزيع الارباح، تاريخ الإطلاع: 12 مارس 2017 ، الموقع الإلكتروني: <http://mbagroup.ibda3.org/t39-topic> .

حسن، عبدالمغني محمود عبدالله .(2010م). المحاسبة عن راس المال الفكري وأثرها على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية في سوق الخرطوم للاوراق المالية، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم.

العلي،أسعد حميد .(2010م). الادارة المالية الاسس العلمية والتطبيقية، (ط1)، الاردن، دار وائل للنشر والتوزيع .

قدومي، ثائر، والكيلاني ، قيس .(2003م). أثر القيمة الدفترية للأسهم على قيمتها السوقية - حالة احتجاز الأرباح ، دراسة تحليلية على البنوك الأردنية ، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان.

مطر، محمد .(2003م) . تحليل مالي وائتماني . (د. ط.) ، دار وائل للنشر، عمان .

الملحم ، عبدالمحسن .(2013م). سياسة التوزيع وأثرها على قيمة المنشأة ، تاريخ الإطلاع: 10 فبراير 2017م، الموقع الإلكتروني:

<http://kfuforums.kfu.edu.sa/showthread.php?191631-%D3%ED%C7%D3%C9-%C7%E1%CA%E6%D2%ED%DA-%E6%C3%CB%D1%E5%C7-%DA%E1%EC-%DE%ED%E3%C9-%C7%E1%E3%E4%D4%C3%C9>

ناصر، عادل حاتم ، و البدران، عبدالخالق ياسين .(2014م). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من 2004 - 2011 ،(دراسة ماجستير غير منشورة) ، جامعة البصرة، العراق .

النعمي، عدنان، والتميمي، أرشد .(2009م). الادارة المالية النظرية والتطبيق، ط3، عمان : دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .

هندي، منير ابراهيم .(2000م). الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، (د. ط.)، الاسكندرية: المكتب العربي الحديث .

الورفلي، أحمد .(2006م). توزيع ارباح الشركات التجارية ، ط 1 ، الاسكندرية : المكتب الجامعي الحديث.

موقع بورصة فلسطين .(2017م). أسعار وقيم تداول اسهم الشركات عينة الدراسة خلال فترات زمنية قبل ويوم وبعد تاريخ الاعلان عن توزيع الارباح ، تاريخ الإطلاع: 20مارس 2017م، الموقع: <http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>

ثانياً: المراجع الاجنبية

Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 701-719.

Dow., J. P. (2012). "Basics of corporate finance" .Notes: FIN 303, Spring 09, Part 9: 194.

Ehrhardt, C. M. and Brigham, F. E. .(2011). "Financial management theory and practice" (13e), Financial Review .

Frankfurter, G. M. and B. G. Wood .(2002). "Dividend policy theories and their empirical tests." *International Review of Financial Analysis* 11(2), 111-138.

Gordon, M. J. (1963). *Dividends, earnings, and stock prices*. The review of economics and statistics .

Malhotra, A. (2007). "Factors Affecting Share Prices", Available at: <http://ezinearticles.com/?Factors-Affecting-Share-Prices&id=741674>

Miller, M. H. and F. Modigliani (1961). "Dividend policy, growth, and the valuation of shares," *the Journal of Business* 34(4), 411-433

- Miller, M. H. and K. Rock (1985). "Dividend policy under asymmetric information." *The Journal of finance* **40**(4), 1031-1051
- Ogden, J. P. (1994). A dividend payment effect in stock returns. *Financial Review*, **29**(3), 345-369.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2014). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw Hill , (7th e).
- Selvon, M. (2008). "How Liabilities Assets Ratio Determines Financial Status". Available at: <http://ezinearticles.com/?How-Liabilities-Assets-Ratio-Determines-Financial-Status&id=1261935> .
- Horne, J. C. V., & Wachowicz Jr, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management*, (13th e), Pearson Prentice Hall.
- Wasik w. T. , A. and Ambrose, J. (2015). " Determinants of dividend policy in Kenya " *International journal of Arts and Enterprenuership* **4**(11), 71-80.
- Bresh, A. and Badori, E. .(2013). "Dividend Policy Determinants in the Algerian Private Firms. *Academic Journal of Social and Human Studies*(10), 12-22.

الملاحق

ملحق رقم (1): تواريخ الاعلان عن توزيع الارباح خلال فترة الدراسة

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
					28/04/2011	29/03/2010	27/03/2009	29/03/2008	الأهلية للتأمين
03/04/2016	14/04/2015	28/04/2014	10/04/2013	21/05/2012	02/05/2011	21/04/2010	25/03/2009	07/04/2008	بيرزيت للادوية
29/03/2016	24/03/2015	26/03/2014	07/04/2013	08/04/2012	18/05/2011	28/03/2010	05/03/2009	12/04/2008	الاتصالات الفلسطينية
21/04/2016		29/04/2013	23/04/2013	26/04/2012	27/06/2011	27/04/2010	25/04/2009	21/04/2008	الفلسطينية للكهرباء
27/03/2016	24/04/2015	25/04/2014	28/04/2013	29/04/2012	29/04/2011	30/04/2010	24/04/2009	25/04/2008	بنك فلسطين
02/05/2016	06/06/2015	24/04/2014	24/04/2013	30/04/2012	22/06/2011	29/04/2010	23/04/2009	28/04/2008	القدس للمستحضرات الطبية
18/05/2016	18/05/2015	19/05/2014	14/05/2013	15/05/2012	07/12/2011	16/05/2010	13/05/2009	18/05/2008	فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو
			25/06/2013			28/04/2010	28/05/2009	21/05/2008	سجاير القدس
		26/04/2014	20/04/2013			08/04/2010	30/04/2009	16/06/2008	مركز نابلس التخصصي
03/04/2016	26/03/2015	27/03/2014	26/03/2013	01/04/2012	24/03/2011	25/03/2010	26/03/2009	27/03/2008	التأمين الوطنية
16/02/2016	15/02/2015	09/02/2014	02/03/2013	05/03/2012	16/02/2011	08/03/2010	24/03/2009	20/05/2008	العربية للدهانات
		05/06/2014					07/05/2009	18/05/2008	بنك الاستثمار الفلسطيني
	22/04/2015	20/04/2014	10/04/2013	12/04/2012	11/04/2011	03/03/2010	18/03/2009	03/04/2008	ترست