

أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول
للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

د. نور أبو الرب*

د. مفيد الظاهر**

* أستاذ مشارك، قسم العلوم المالية والمصرفية، الجامعة العربية الأمريكية.

** أستاذ مساعد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة النجاح الوطنية

ملخص

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر قرار توزيع الأرباح في القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم الشركات المساهمة العامة والمتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية ١٩٩٧-٢٠٠٤، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها ١١ شركة مدرجة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية، واعتمدت منهجية قائمة على تحليل البيانات ومستند إلى رصد التغيرات النسبية في أسعار التداول وحجمها قبل شهر وبعده من قرار التوزيع. توصلت التحليلات الإحصائية إلى نتائج تبين وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين قرار التوزيع وحجم التداول وعلاقة غير دالة إحصائية مع أسعار الأسهم السوقية.

Abstract

The study aims at investigating the impact of the dividend decision on the market price and the trade volume of the traded corporate shares in the Palestinian Stock Market during the period 1997-2004. To achieve that, the study was conducted on a sample of 11 listed companies listed which representing all economic sectors.

The research methodology employed to accomplish this purpose was based primarily on data analysis to monitor the changes in the price and volume of traded shares one month before and one month after the decision.

The statistical analysis reveals that there is statistical significance of correlations between the distribution decision and trade volume. There was no statistical significance correlations with share's market price.

مقدمة:

ثمة توقعات متفائلة بخصوص النشاط الاستثماري العام والخاص على حد سواء في الأراضي التابعة للسلطة الوطنية الفلسطينية قد برزت بعد توقيع اتفاق اوسلو عام ١٩٩٣ ، وانعكاساً لهذه التوقعات شهدت مرحلة ما بعد اوسلو نشاطاً ملحوظاً في تأسيس الشركات المساهمة العامة ، مما جعل عدد الشركات المسجلة لدى مراقب الشركات يرتفع من ٢٩ شركة في نهاية عام ١٩٩٣ الى ٦٤ شركة مساهمة عامة في نهاية عام ٢٠٠٣ (وزارة التجارة والصناعة، ٢٠٠٣). كما ارتفع رأسمالها الاسمي من حوالي ٦٠ مليون دولار الى حوالي ٦٢٠ مليون دولار ، وقد بلغ مجموع ما استثمر القطاعان الخاص والعام ٩,٤ بليون دولار في كل من الضفة الغربية وقطاع غزة منذ سنة ١٩٩٤ حتى نهاية ١٩٩٩ ، -أي قبل بداية انتفاضة الأقصى . وقد شكل التكوين الرأسمالي ٣٧,٤٪ من الناتج المحلي الاجمالي خلال السنوات ١٩٩٤-١٩٩٩ ، وهذه نسب مرتفعة جداً مقارنة بالمستويات العالمية اذ تبلغ هذه النسبة ٢٠٪ في الدول ذات الدخل المنخفض و ٢٤٪ في الدول ذات الدخل المرتفع (مكحول والعكر، ٢٠٠٣). كما تزايدت اهمية الاستثمار العام بعد سنة ١٩٩٤ مقارنة بالفترات السابقة اذ زادت حصة الاستثمار العام من مجمل الاستثمارات من ١٦٪ سنة ١٩٩٥ الى ٢٠٪ سنة ١٩٩٨ ، كما زاد الانفاق على الاستثمار في البنية التحتية من ١٩٠ مليون سنة ١٩٩٥ الى ٥٨٨ مليون دولار في سنة ٢٠٠١ (ماس، ٢٠٠٢).

ولعل الحدث الاقتصادي الابرز والاكثر اهمية على الساحة الفلسطينية تمثل في افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية في مدينة نابلس عام ١٩٩٧ ، رغم تحفظ بعض الاقتصاديين الفلسطينيين بالنسبة لتوقيت افتتاح السوق المالي ، واعتبروا حينذاك ان الظروف السياسية ومعطيات الاقتصاد الفلسطيني ودرجة الوعي العام لادوات الاستثمار في السوق غير مهيأة لافتتاح او تشغيل السوق (عبد الكريم والظاهر، ١٩٩٧)، الا ان السوق شهد اقبال عدد كبير من المستثمرين وصل الى اكثر من (٣٠٧٦٠) مستثمر للاستثمار في اسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالية والبالغ عددها حتى اعداد هذه الدراسة (٢٧) شركة . (منشورات سوق فلسطين للأوراق المالية، ٢٠٠٤).

وعلى بالرغم من توفر الحد الأدنى من مقومات الاستثمار ، فإن البيئة الاستثمارية في المناطق الفلسطينية بقيت تعاني العديد من جوانب القصور والضعف ، وقد نجم ذلك عن عدة

عوامل أهمها الممارسات الاسرائيلية القمعية التي ازدادت حدتها بعد انتفاضة الاقصى عام ٢٠٠٠، وعلى الرغم مما لحق بالاقتصاد الفلسطيني من تدمير الا ان تحديات التنمية في فلسطين يجب ان تستمر وذلك بالاعتماد بصورة على الموارد الذاتية وخاصة موارد القطاع الخاص. وتشجيع الاستثمار الخاص وتحفيزه يعتمد بالدرجة الاساسية على توفير البيئة الاستثمارية السليمة واقناع المستثمرين بقدرة الشركات على تحقيق اهدافهم بتعظيم قيمة ممتلكاتهم عن طريق زيادة القيمة السوقية لأسهمهم، ومن العوامل التي تؤثر على قيمه السوقية للاسهم هي سياسته توزيع الارباح، فجاءت هذه الدراسة لتبين أهمية هذه السياسه على القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية.

أهمية الدراسة:

تأتي هذه الدراسة محاولةً من الباحثين للوقوف على احدى المتغيرات المهمة في تحديد اسعار الاسهم في الاسواق المالية وهو قرار توزيع الارباح على المساهمين. وقد فُحصَ هذا المتغير في الادبيات التمويلية العالمية ولم يتم التطرق له في السوق الفلسطيني. . . رغم الحاجة الماسة لمعرفة دوافع المستثمرين للاستثمار في الاسهم لتشجيع الاستثمار وتوفير المصدر التمويلي الملائم للشركات الفلسطينية. لذلك فان هذه الدراسة تعتبر الاولى من نوعها -في ضوء علم الباحثين- في فلسطين، وهي تهتم بدراسة اثر قرار توزيع الارباح على اسعار الاسهم، وبالتالي ستساعد على اعطاء تصور واضح حول هذا المتغير على المستثمرين في سوق فلسطين للاوراق المالية.

ويتوقع من نتائج هذه الدراسة معرفة أثر متغير توزيع الارباح على أسعار الاسهم وحجم التداول، وبالتالي امكانيه بناء تصور واضح للمستثمرين والشركات وادارة السوق بما يتناسب مع ذلك حول هذا الموضوع.

أهداف الدراسة:

سعت الدراسة الى تحقيق الاهداف الآتية :

- ١- معرفة مفهوم توزيع الارباح من الدراسات السابقة وأثره على أسعار الاسهم المتداولة في الاسواق العالمية.
- ٢- معرفة أثر قرار توزيع الارباح على القيمة السوقية للاسهم المتداولة في السوق الفلسطينية.

٣- معرفة أثر قرار التوزيع على حجم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية .

مشكلة الدراسة وأسئلتها:

من خلال التخصص الدقيق للباحثين وعملهم في مجال تدريس مواضيع الاستثمار والأسواق المالية، والأبحاث السابقة التي أجريها حول الاستثمار في الأسواق المالية، وإطلاعهم على الدراسات التمويلية السابقة المتعلقة بالتمويل والاستثمار وتسعير الأسهم، لاحظ الباحثون الضعف الذي تواجهه شركات الوساطة المالية في التنبؤ بالأسعار المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية الفلسطينية، وعدم قدرة المستثمرين التعرف على أهم المتغيرات التي لها علاقة بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة، ولم تتوفر أي دراسة محلية حول هذا الموضوع رغم تعددها إقليمياً وعالمياً، فظهرت مشكلة الدراسة لدى الباحثين، وبالتحديد يمكن إيجازها بالاجابة عن الاسئلة الآتية:

١- ما أثر قرار توزيع الأرباح على سعر أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

٢- ما أثر قرار توزيع الأرباح على حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

فرضيات الدراسة:

من أجل تحقيق الاهداف السابقه صيغت الفرضيات الآتية للتحقق من صحتها:

١- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0,05$) بين القيمة السوقية للأسهم و قرار توزيع الأرباح على المساهمين .

٢- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0,05$) بين حجم تداول الاسهم و قرار توزيع الأرباح على المساهمين .

حدود الدراسة:

أجريت الدراسة على الشركات التي قررت التوزيع جميعاً منذ لحظة ادراج الشركة في سوق فلسطين للأوراق المالية ولغاية ٢٠٠٤ .

الدراسات السابقة

يوجد الكثير من الدراسات التي اجريت حول هذا الموضوع ، وبصفة عامة فقد انقسم الرأي حول ما اذا كانت سياسة توزيع الارباح تؤثر على سعر السهم السوقي للشركة إلى قسمين : منهم من يقول بان سياسة توزيع الأرباح تؤثر ، ومنهم من يقول بأنها محايدة . ومن اهم هذه الدراسات :

أولاً: دراسة مورتن ميلر وفرانكو مودجيلياني M&M

يعتقد ميلر و مودجيلياني ان قرار التوزيع لا أثر له على قيمة المنشأة ، فقيمة المنشأة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار ، أي بقدرة الأصول على توليد الأرباح ، أما كيفية تصرف المنشأة في هذه الأرباح سواء باحتجازها أو توزيعها فلا تؤثر على قيمة المنشأة وبالتالي لا تؤثر على سعر السهم السوقي (Miller & Modigliani، ١٩٦١) .

ثانياً: دراسة جوردن Gorden

يختلف جوردن مع ميلر و مودجيلياني اذ يعتقد أن سياسة توزيع الارباح تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة ، وذلك عن طريق التأثير في السعر السوقي للسهم ، مع افتراض أن المنشأة لا تخضع للضريبة ، ومعدل نمو الارباح ثابت بالاضافة الى افتراض أن نسبة التوزيع على حملة الاسهم ثابتة . (Gorden، ١٩٦١)

ثالثاً: دراسة Asquith

اجريت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات الامريكية في عام ١٩٨٢ ، وقد اثبتت هذه الدراسة أن اسعار الاسهم للشركات التي كانت توزع أرباحاً أكثر من الاحتجاز قد ارتفعت بنسبة أكثر من الشركات التي كانت تفضل الاحتجاز وذلك بنسبة ٧,٣٪ . (Asquith، ١٩٨٢)

رابعاً: دراسة حمادو الشريف

وفي دراسة اجراها حمادو الشريف على عينة من الشركات الاردنية توصل الى النتائج الآتية :
١- ان سياسة توزيع الارباح تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للشركات .

- ٢- ان العلاقة طردية بين كل من احتجاز الأرباح وتوزيعها وسعر السهم السوقي .
٣- ان الأرباح الموزعة تؤثر على سعر السهم أكثر من الأرباح المحجوزة . (الشريف ، ١٩٩٣)

خامسا :دراسة جلن (Glen)

وفي هذه الدراسة التي اجريت على عينة من الشركات الصناعية في دول مختلفة من العالم في عام ١٩٩٥ اثبتت ان توزيعات الأرباح تؤثر على المستثمرين من حيث رضاهم عن أداء الادارة في الاسواق الناشئة أكثر من المستثمرين في الاسواق المتقدمة . وهذا انعكس بشكل مباشر على اسعار الاسهم في الاسواق الناشئة حيث أدت سياسة التوزيع الى زيادة سعر الاسهم السوقية بنسبة أكبر منها في الاسواق المتقدمة (Glen ، ١٩٩٥) .

سادسا : دراسة الظاهر

وفي دراسة قام بها مفيد الظاهر بعنوان سياسة توزيع الأرباح واثرها على سعر السهم السوقي في البنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالية في عام ٢٠٠٣ توصل من خلالها الى تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي وبالتالي على القيمة السوقية للبنك ومن أهم النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة :

- أن تحقيق الأرباح يؤدي الى زيادة السعر السوقي للسهم .
 - أن توزيع الأرباح يؤدي الى زيادة سعر السهم السوقي للسهم .
 - أن احتجاز الأرباح ايضا يؤدي الى زيادة السعر السوقي للسهم .
 - أن توزيع الأرباح يؤثر على زيادة سعر السهم السوقي أكثر من أثر الاحتجاز .
- (الظاهر ، ٢٠٠٣)

سابعاً :دراسة آرنوت روبرت Arnot Robert

لقد توصل آرنوت روبرت في دراسة له عن سياسة توزيع الأرباح الى أن نمو العوائد من الاستثمار في الاسهم تكون في أعلى مستوياتها عندما تكون نسبة التوزيع أعلى ما يمكن ، وتكون نسبة نمو العوائد في أقل مستوياتها عندما تكون نسبة التوزيع في أدنى مستوياتها . مما يعني وجود علاقة واضحة بين سياسة التوزيع والعوائد المتحققة من الاستثمار في أسهم الشركات (Arnot ، ٢٠٠٣)

ثامنا : دراسة روجر Roger

وفي هذه الدراسة التي كانت دراسة حالة على شركة مايكروسوفت تبين أن الذي يهم المستثمرين هو قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، وبالتالي قدرتها على الدفع وليس على ما تدفعه هذه الشركة على شكل توزيعات، مما يعني أن سعر السهم السوقي للشركة يتأثر بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح ولا يتأثر بتوزيعها أو احتجازها لهذه الأرباح . (Roger، ٢٠٠٣).

الاطار النظري

اولا : تعريف سياسة توزيع الأرباح

ان سياسة توزيع الأرباح تتعلق بقرار الادارة تقسيم الأرباح المحققة في الشركة الى ارباح موزعة وارباح محتجزة، اذ تعتبر هذه السياسة من أهم العوامل التي تؤثر على سياسة التمويل في الشركة، وقد بينت كثير من الدراسات أن الأرباح المحتجزة واعتبارها مصدراً للتمويل تعتبر أرخص مصادر التمويل بالملكية، فهي اقل تكلفة من الاسهم العادية والاسهم الممتازة، كما ان الاعتماد على الأرباح المحجوزة مصدراً للتمويل يعني ضمناً قدرة الشركة على تحقيق أرباح من استثماراتها ويمكنها التأثير بشكل ايجابي على سعر السهم السوقي وقيمة الشركة السوقية . (الميداني، ١٩٨٩).

اما الأرباح الموزعة فتمثل العائد الذي يحصل عليه المساهمون مقابل استثمارهم في اسهم الشركة، حيث تمثل هذه الأرباح الدخل الجاري المتوقع من قبل المساهمين لانفاقه على السلع والخدمات الجارية (الشماع، ١٩٩١).

نلاحظ مما سبق أن احتجاز الأرباح أو توزيعها مهم بالنسبة للشركة، لذلك لا بد من محاولة تحديد نسبة مثلى للتوزيعات تؤدي الى ارضاء المساهمين وتحقيق الاستفادة من استخدام الأرباح المحجوزة مصدراً للتمويل، ومن الاساليب التي استخدمت لايجاد هذه النسبة أن توزع الشركة الأرباح المتبقية بعد استغلال جميع الفرص الاستثمارية المربحة والتي تحقق عائداً للمساهمين يساوي العائد المطلوب أو يزيد عليه، لذلك يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها - السياسة التي تعتمد عليها الشركة في توزيع الأرباح التي حققتها بين الاحتجاز والتوزيع على المساهمين - (Copland، ١٩٨٩).

ثانياً : العوامل التي تؤثر على قرار التوزيع او الاحتجاز .

يوجد العديد من العوامل التي تؤثر في قرار الشركة بتوزيع الأرباح التي حققتها او احتجاز هذه الأرباح ويمكن ايجاز هذه العوامل بما يلي :

١- القيود المفروضة على الديون

ان لجوء الشركة الى الاقتراض يفرض عليها الكثير من القيود، ومن اهم هذه القيود تحديد نسبة توزيع الأرباح او حتى الطلب من الشركة بعدم توزيع أي ارباح حتى تقوم الشركة بسداد الديون المستحقة عليها جميعاً، وذلك من اجل حماية دائني الشركة . (الشماع، ١٩٩٢)

٢- فرص الاستثمار المربحة امام الشركة

اذا لم تتوفر للشركة أي فرص استثمارية مربحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين، اما اذا توفرت فرص استثمارية مربحة للشركة، فإن الشركة تلجأ الى استخدام الأرباح المحققة لتمويل مثل هذه الفرص . (حنفي، ٢٠٠٠)

٣- نسبة النمو في اصول الشركة

ان الشركات التي تزداد اصولها بنسبة كبيرة (توسع في اعمال الشركة) تكون بحاجة الى مصادر تمويل كبيرة مما يشجع الشركات على احتجاز ارباحها من اجل استخدامها في شراء الاصول بدلا من توزيع هذه الأرباح (هوراي، ١٩٨٦)

٤- القواعد القانونية

ان القواعد القانونية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح تختلف من بلد الى بلد، ومن هذه القواعد :

- ١ . عدم توزيع ارباح ناتجة من بيع الاصول بقصد حماية المستثمرين .
- ٢ . توزيع الأرباح من الأرباح المحتجزة او المحققة فقط .
- ٣ . لا يجوز توزيع أي ارباح اذا كانت الخصميات اكبر من الموجودات .
- ٤ . تحديد الحد الاقصى للتوزيع (هوراي، ١٩٨٦) .

٥- الشروط المفروضة من قبل حملة الاسهم الممتازة او السندات:

في كثير من الحالات تقيد الاتفاقيات بين حملة الاسهم الممتازة وحملة السندات والشركة نسبة توزيع الأرباح، وقد يطلب من الشركة عدم توزيع ارباح نهائيا حتى تسديد جميع التزاماتها . (حنفي، ٢٠٠٠) .

٦- حاجة المستثمرين الى الدخل:

إذا احتاج المستثمر الى دخل للقيام بعمليات استثمارية فإن تكلفة تمويل هذه العمليات تكون قليلة إذا حصل عليها المستثمر من التوزيعات (قرياقس، ١٩٩٧).

ثالثاً: سياسات توزيع الارباح

يوجد العديد من سياسات توزيع الارباح ، وتلجأ الشركات عادة الى السياسة التي تتلاءم وظروفها المالية ، ومن اهم هذه السياسات :

١- سياسة التوزيع المستقرة:

بعض الشركات تفضل اللجوء الى هذه السياسة التي تتمثل بتوزيعات مستقرة عبر الزمن ، وذلك للمحافظة على سمعة جيدة للشركة امام المساهمين ؛ وبالتالي المحافظة على استقرار اسعار اسهمها او زيادتها . (الشريف، ١٩٩٣) .

٢- توزيع نسبة ثابتة من الارباح:

بعض الشركات تلجأ الى توزيع نسبة ثابتة من الارباح الصافية ، وتحدد هذه النسبة بناء على تحليل ظروف الشركة الحالية والمستقبلية ، ويمكن أن تتغير هذه النسبة جزئياً ولكنها مع مرور الزمن تبقى ثابتة . (الظاهر، ٢٠٠٣) .

٣- توزيع نسبة ثابتة من صافي الربح بعد الضرائب:

تكون الارباح الموزعة في هذه الحالة نسبة ثابتة من صافي الارباح المحققة بعد خصم الضرائب ، والذي يسمى عادة بمعدل التوزيع النقدي . (الشماخ، ١٩٩٢)

٤- سياسة عدم توزيع ارباح على المدى القصير

يمكن للشركة أن تلجأ الى سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير كما في الحالات الآتية :

- عدم القدرة على الاقتراض .
- عندما تكون تكاليف الاقتراض عالية .
- عندما يفضل المساهمون الارباح الرأسمالية .
- عندما يكون نمو الشركة سريعاً .
- عندما تكون الشركة حديثة النشأة (الظاهر، ٢٠٠٣) .

٥- سياسة توزيع الأرباح على أنها نسبة من القيمة السوقية للسهم:
بعض الشركات تلجأ إلى هذه السياسة لاعتقادها أن المستثمرين يربطون بين القيمة السوقية
لاسهم الشركة ونسبة الأرباح الموزعة . (الشماع، ١٩٩٢).

تعريف المصطلحات:

حجم التداول: مجموع عدد الاسهم المتداولة في السوق * السعر السوقي
سعر السهم السوقي: هو السعر الذي يباع فيه السهم في السوق في تاريخ معين
قرار توزيع الأرباح: القرار الذي بموجبه تُوزع الأرباح على المساهمين

الطريقة والاجراءات:

منهج الدراسة:

استخدم الباحثان المنهج الوصفي التحليلي ، حيث اعتمدت الدراسة على سجلات سوق
فلسطين للأوراق المالية للشركات المدرجة والتي قررت توزيع الأرباح ، اعتماداً على سجلات
السوق لاسعار الاسهم قبل قرار التوزيع وبعده لشهر من القرار . ونظراً لكون العينات مترابطة
استخدم test - Paired t بمساعدة البرنامج الاحصائي SPSS للتحليل . والمعادلات
المستخدمة في اختبار الفرضيات والتحليل كالتالي :

$$1- \text{الفرضية الصفرية : لا يوجد تأثير للتوزيع } H_0 = \mu d = 0$$

$$2- \text{الفرضية البديلة : يوجد تأثير للتوزيع } H_0 = \mu d = 0$$

حيث μd هي الفرق بين متوسط السعر قبل التوزيع ومتوسط السعر بعد التوزيع .
تُرفض الفرضية الصفرية « لا يوجد تأثير للتوزيع على السعر » اذا كانت
الدالة الاحصائية أقل من (0,05) أو بمقارنة قيمة t المحسوبة في المعادلة
التالية مع t من الجدول

$$T = d^- - \mu d / (sd / \sqrt{n})$$

$$\text{حيث } \mu d = 0 \text{ و } d^- = \sum di/n$$

di الفرق في السعر قبل التوزيع وبعده
 n عدد الشركات
 Sd = standard deviation for di

مجتمع الدراسة وعينتها:

اشتملت الدراسة على جميع الشركات المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية جميعاً والبالغ عددها ٢٧ شركة، وأجريت الدراسة على الشركات التي قامت بتوزيع ارباح على المساهمين، وبلغ مجموعها ١١ شركة تمثل جميع القطاعات، وتشكل ما نسبته ٤٠٪ من مجتمع الدراسة، والجدول (١) يوضح أفراد عينة الدراسة:

وصف عينة الدراسة

الجدول (١)

الرقم	اسم الشركة	النشاط الاقتصادي
1-	شركة المؤسسة العقارية العربية	خدمات
2-	شركة غزة الأهلية للتأمين	تأمين
3-	شركة سجائر القدس	صناعة
4-	شركة القدس للمستحضرات الطبية	صناعة
5-	شركة التأمين الوطنية	تأمين
6-	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار	استثمار
7-	شركة الاتصالات الفلسطينية	خدمات
8-	بنك الاستثمار الفلسطيني	بنوك
9-	بنك القدس للتنمية والاستثمار	بنوك
10-	شركة مصانع الزيوت النباتية	صناعة
11-	شركة بيت المال	استثمار

أداة الدراسة:

من أجل اعداد أداة الدراسة، قام الباحثان بالتعاون مع قسم المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية بمراجعة السجلات الموثقة في السوق المالية منذ افتتاح السوق في عام ١٩٩٧ وحتى اعداد هذه الدراسة والحصول على أسماء الشركات التي اتخذت قراراً بالتوزيع خلال هذه الفترة، واعتمدت اسعار الاسهم السوقية وحجم التداول لتلك الشركات قبل شهر وبعده شهر من قرار التوزيع، وقد استعين ببرنامج الاكسل لايجاد المتوسطات الحسابية للاسعار وحجم التداول. (الملحق (١) يوضح ذلك).

نتائج الدراسة:

أولاً: النتائج المتعلقة بالسؤال الأول:

ما اثر توزيع الارباح على سعر أسهم الشركات المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

للإجابة عن هذا السؤال استخدم اختبار (ت) للأزواج Paired t-test، وحسبت النسبة المئوية للتغير في سعر السهم قبل التوزيع وبعده، ونتائج الجدول (٢) تبين ذلك.

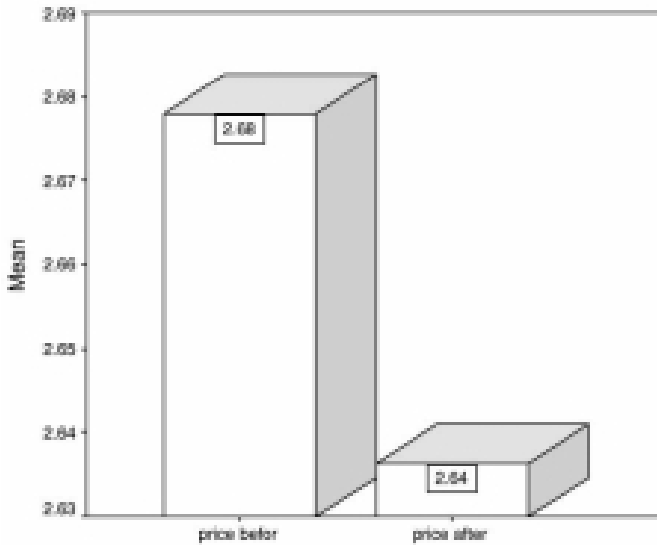
الجدول (٢)

نتائج اختبار (ت) للأزواج والنسبة المئوية للتغير في سعر السهم قبل وبعد التوزيع

النسبة المئوية للتغير (%)	الدالة الإحصائية	ت	سعر السهم بعد التوزيع		سعر السهم قبل التوزيع	
			الانحراف	المتوسط	الانحراف	المتوسط
1.55%	غير دالة	0.95	1.35	2.6363	1.56	2.6780

يتضح من الجدول (٢) أن الفروق لم تكن دالة إحصائياً في سعر السهم قبل التوزيع وبعده، وعلى الرغم من ذلك حدث تراجع في سعر السهم بعد التوزيع بنسبة (١,٥٥٪)، وهذا طبيعي بسبب خصوصية حالة الشركات الفلسطينية التي تعمل في بيئة سياسية واقتصادية تتسم بعدم الاستقرار. لذلك نرى ان تأثير قرار التوزيع لم يكن كبيراً مما أدى الى عدم وجود فروق دالة

احصائياً، وهذا يتفق مع دراسة (التميمي، ٢٠٠٠) التي توصلت الى عدم وجود علاقة بين توزيعات الارباح وسعر السهم السوقي في سوق الاوراق المالية العراقي، ويختلف مع دراسة (عبد القادر والفضل، ٢٠٠٣) التي اظهرت وجود علاقة قوية بين سياسة توزيع الارباح وسعر السهم السوقي، وهذا ما يظهر في السوق الفلسطينية حيث نلاحظ وجود علاقة كبيرة في بعض الشركات وعدم وجود هذه العلاقة في شركات اخرى وتظهر هذه النتيجة حول جميع الشركات في الشكل (١).

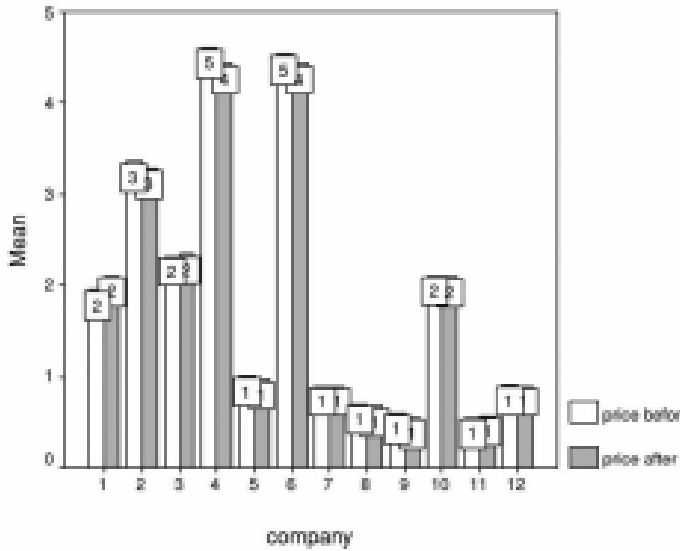


الشكل (١)

المتوسط الحسابي لسعر السهم قبل التوزيع وبعده

يلاحظ في الشكل (١) بان متوسط نسبة التغير لجميع الشركات قد بلغ ١,٥٪ خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٤، وبالرغم من أنها لم تكن دالة احصائياً الا انه لوحظ من السجلات الاحصائية لسوق فلسطين للاوراق المالية وجود تراجع في القيمة السوقية بعد التوزيع (انظر الملحق ١).

وفيما يتعلق بالأسعار قبل التوزيع وبعده تبعا للشركات المختلفة فان الشكل (٢) يوضح ذلك والارقام المدرجة على الاعمدة في الشكل هي مدرجة حسب الملحق (١).



الشكل رقم (٢)

نلاحظ من الشكل السابق وجود فروقات في المتوسط الحسابي لسعر السهم قبل التوزيع وبعده تبعاً للشركات، ويتضح أيضاً اختلاف التأثير بقرار التوزيع، حيث ان درجة التأثير تتغير من شركة الى اخرى حسب القطاع وحجم الشركة وهذا ما توصلت اليه دراسة (Allen & Rachim, ١٩٩٦)، والملحق (١) يوضح اسماء الشركات المستعاض عنها بالرموز في الشكل.

ثانياً: النتائج المتعلقة بالسؤال الثاني:

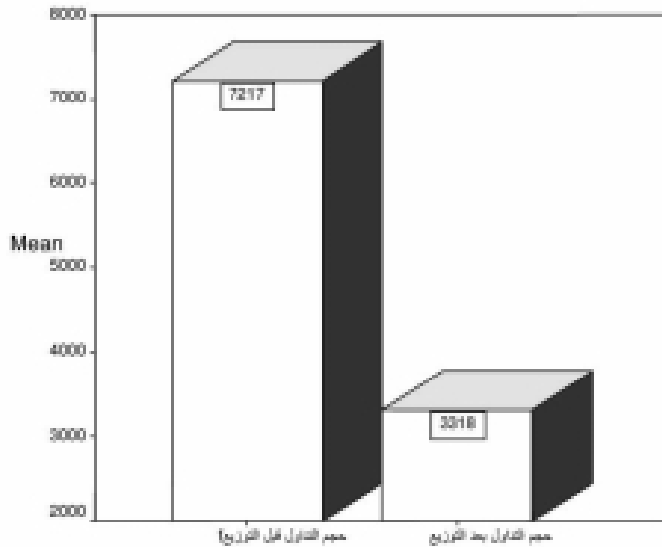
ما أثر قرار توزيع الأرباح على حجم التداول في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

للإجابة عن السؤال استخدم اختبار (ت) للأزواج Paired t-test، وحسبت النسبة المئوية للتغير في سعر السهم قبل التوزيع وبعده، ونتائج الجدول (٣) تبين ذلك.

الجدول (٣)
نتائج اختبار (ت) للأزواج والنسبة المئوية للتغير
في حجم التداول قبل التوزيع وبعده

النسبة المئوية للتغير (%)	الدالة الإحصائية	ت	حجم التداول بعد التوزيع		حجم التداول قبل التوزيع	
			المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف
-54.02%	دالة	1.83	3315.10	6315.04	7217.27	16174.08

يتضح من الجدول (٣) أن الفروق كانت دالة إحصائياً في حجم التداول قبل التوزيع وبعده ولصالح قبل التوزيع، وحدث تراجع في حجم التداول بعد التوزيع بنسبة (٥٤، ٠٢٪)، وتظهر هذه النتيجة في الشكل (٣).

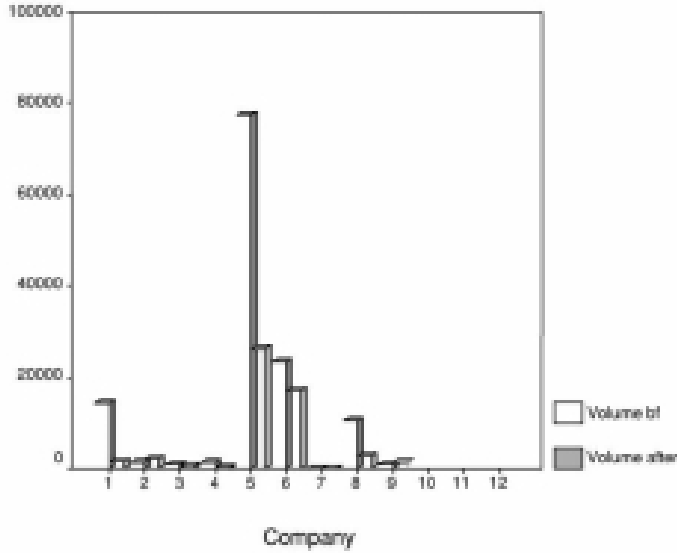


الشكل (٣)

ويعتقد الباحثان ان السبب في ذلك يعود الى ان قرار شراء الاسهم في سوق فلسطين للاوراق المالية يعتمد بشكل اساسي على الاشاعة ولا يعتمد على اسس علمية (أبو الرب والظاهر، ٢٠٠٤) لذلك عندما تكون هناك اشاعة لتوزيع الارباح في احدى الشركات يؤدي ذلك الى زيادة اقبال المستثمرين على شراء اسهم هذه الشركة مما يؤدي الى زيادة حجم التداول.

وبعد التوزيع يتبع المستثمرون عن شراء اسهم الشركات التي وزعت الأرباح لاعتقادهم بان اسعار اسهم هذه الشركات سوف يتراجع خلال الفترة القادمة مما يعني انخفاضاً في حجم التداول .

وفيما يتعلق بحجم التداول قبل التوزيع وبعده تبعا للشركات المختلفة الشكل (٤) يبين ذلك .



الشكل (٤)

المتوسط الحسابي لحجم التداول قبل التوزيع وبعده تبعا للشركات

نلاحظ من الشكل السابق وجود فروقات في المتوسط الحسابي لحجم التداول قبل قرار التوزيع وبعده تبعا للشركات ، ويعتقد الباحثان ان ذلك يعود الى اختلاف حجم الشركات والقطاع الذي تنتمي اليه الشركة ، حيث انه في دراسة (ابو الرب واخرون، ٢٠٠٤) تبين ان احدى اهم محددات قرار الشراء لدى المستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية يعود الى حجم الشركة والقطاع الذي تنتمي اليه . من هنا فان الفروقات اعلاه ستساعد المستثمر في السوق على التنبؤ بشكل اكبر واكثر دقة بحجم التداول المتوقع وقدرته على تسهيل أصوله .

نتائج الدراسة:

- من العرض السابق يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة بالنقاط الآتية:
- ١- إن قرار توزيع الارباح في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية أثر سلباً على سعر السهم السوقي وبالتالي على القيمة السوقية للشركات .
 - ٢- إن الأثر السلبي لقرار التوزيع على سعر السهم السوقي لم يكن دالاً إحصائياً .
 - ٣- إن قرار توزيع الارباح في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية أثر بشكل سلبي ايضا على حجم التداول حيث بينت الدراسة ان حجم التداول للشركات التي وزعت ارباحاً انخفض بنسبة اكبر من الشركات التي لم توزع ارباحاً .
 - ٤- إن الاثر السلبي لقرار التوزيع على حجم التداول كان دالاً احصائياً .

التوصيات:

- بناء على النتائج السابقة يوصي الباحثان بما يأتي :
- ١- زيادة اهتمام مديري الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بالدراسات والابحاث التي تبين العوامل التي تؤثر على سعر السهم السوقي لهذه الشركات ، واتباع سياسة توزيع الارباح المناسبة التي تمكن الشركة من استخدام الارباح التي حققتها على أنها مصدر للتمويل والمحافظة على اسعار اسهمها .
 - ٢- العمل على ايصال المعلومات في الوقت المناسب وبأقل التكاليف حتى يستطيع المستثمرون جميعاً الاستفادة من هذه المعلومات والوصول اليها واستخدامها في قرارات الشراء .
 - ٣- على ادارة السوق المالية الزام الشركات بالافصاح عن المعلومات لديها حسب المعايير المحاسبية الدولية .
 - ٤- على السلطات المختصة عدم السماح للشركات بتوزيع الارباح الا بعد تكوين المخصصات والاحتياطات اللازمة وعدم المغالاه في احتجاز هذه الارباح خاصة اذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المناسبة .

المراجع العربية:

- ١- أبو الرب نور واخرون. (٢٠٠٤). أثر انتفاضة الأقصى في العوامل المؤثرة على قرار الشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة ابحاث اليرموك. المجلد ٢٠. العدد ١(ب). آذار. ٢٠٠٤.
- ٢- التميمي، فؤاد. (٢٠٠٠). استجابة اسعار الاسهم السوقية للارباح الموزعة وأثر ذلك على كفاءة سوق الاوراق المالية. مجلة العلوم الادارية والاقتصادية. جامعة بغداد. العدد ٢١.
- ٣- حنفي، عبد الغفار. (٢٠٠٠). الادارة المالية، مدخل لاتخاذ القرارات. الاسكندرية. الدار الجامعية للنشر.
- ٤- الشريف، صادو. (١٩٩٣). سياسة توزيع الارباح وأثرها على سعر السهم السوقي في الشركات الصناعية الاردنية. رسالة ماجستير. الجامعة الاردنية.
- ٥- الشماع، خليل. (١٩٩٢). الادارة المالية. بغداد. جامعة بغداد. العراق.
- ٦- الظاهر، مفيد. (٢٠٠٣) سياسة توزيع الارباح وأثرها على سعر السهم السوقي. مجلة جامعة بيت لحم. عدد ٢٢.
- ٧- عبد القادر نور ومؤيد الفضل. (٢٠٠٣). العلاقة بين توزيعات الارباح السوقية غير العادية للاسهم. مجلة دراسات. المجلد ٣٠. العدد ١.
- ٨- عبد الكريم، نصر. الظاهر، مفيد. استراتيجيات متكاملة لاعادة هيكله القطاع المالي الفلسطيني. مجلة السياسات الفلسطينية. نابلس. ١٩٩٧.
- ٩- قرياقس، رسمي. (١٩٩٧) الادارة المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية.
- ١٠- مراقب الشركات. وزارة الاقتصاد والتجارة. رام الله. ٢٠٠٣.
- ١١- معهد ابحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني-ماس-. مراقب الاقتصادي. العدد ٨. رام الله. ٢٠٠٢.
- ١٢- مكحول، باسم. العكر، احمد. الاستثمار والبيئة الاستثمارية في الضفة الغربية وقطاع غزة. معهد ابحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني-ماس-. رام الله. ٢٠٠٣.
- ١٣- منشورات سوق فلسطين للأوراق المالية. نابلس. فلسطين. ٢٠٠٤.
- ١٤- الهندي، منير. (١٩٩٤). الادارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-. الاسكندرية. المعارف.

المراجع الاجنبية:

- 1- Allen Dave ;Rachim Veronica. Dividend policy and stock price volatility . Applied Financial Economics . V.6 Apr. 1996.
- 2- Modgiliani and Miller. Dividend policy, Growth and the Valuation of Share. Journal of Business. V. 34,pp 411-433.1961.
- 3- Arnot Robert
- 4- Glen, J. Explaining Investors Preference for Cash Dividends. Journal of financial economics. V. 11. pp. 35-39. 1995.
- 5- Asquith, P. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth. Journal of Business. V. 62. pp. 33-63. 1983.
- 6- Arnott, R. Clifford, A. Surprise ! Higher Dividend = Higher Earning Growth. Financial Analysts Journal. Vol. 59. No. 1. Jan/Feb. 2003. pp.70-87.
- 7- Roger, L. Why dividend Matter. SmartMoney .Vol. 12. No.4 Apr. 2003. pp. 64-5.

الملاحق

الملحق (١)

اسم الشركة	قرار التوزيع	السعر قبل التوزيع	السعر بعد التوزيع	حجم التداول قبل التوزيع	حجم التداول بعد التوزيع
عزة الاهلية	1998	1.16	1.15	1107	2833
سجائر القدس	1998	4.9	4.9	53	666
التأمين الوطنية	1998	1.88	1.8	2199	88
القدس للمستحضرات الطبية	1999	4.9	4.7	1200	80
باديكو	1999	1.01	0.97	77330	26280
الاتصالات الفلسطينية	1999	5.95	6	32599	21928
المؤسسة العقارية العربية	2000	0.9	0.9	0	0
بيت المال	2000	0.85	0.78	18174	5883
عزة الاهلية	2000	2.59	2.54	3844	1126
سجائر القدس	2000	3.19	3.23	4414	4140
القدس للمستحضرات الطبية	2000	4.6	4.62	500	400
بنك الاستثمار الفلسطيني	2000	0.6	0.55	837	1460
الزيوت	2000	2.3	2.4	80	117
سجائر القدس	2001	2.92	2.55	1284	5576
بيت المال	2001	0.55	0.57	2946	100
سجائر القدس	2001	4.35	4.38	5000	1500
التأمين الوطنية	2001	1.71	1.76	170	1722
بنك القدس	2001	0.91	0.9	4430	5121
الزيوت	2001	2.13	2.04	0	15
سجائر القدس	2002	2.48	2.38	393	644
القدس للمستحضرات الطبية	2002	4.6	4.75	2000	0
التأمين الوطنية	2002	2.12	2.15	237	8
سجائر القدس	2003	4.38	4.4	0	0
الاتصالات الفلسطينية	2003	3.12	2.86	14170	12378
عزة الاهلية	2004	2.11	2.63	38236	582
سجائر القدس	2004	3.29	3.34	769	589
التأمين الوطنية	2004	4.8	3.75	115	2
التأمين الوطنية	2004	3.59	3.67	1485	327
الزيوت	2004	1.9	1.85	0	5878