



الجامعة الإسلامية - غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم المحاسبة والتمويل

اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم

المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية

إعداد الطالب

أمجد إبراهيم البراجنة

إشراف الدكتور

عصام محمد البحيصي

**قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل
بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية بغزة**

1430 هـ - 2009 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا
إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

البقرة: 32



إلي من أبتغي رضاها بعد رضا الله تعالى

والديّ العزيزين

راجياً رضاها مجاهداً لبرهما ما استطعت إلي ذلك سبيلاً

إلي من أدين لهم بالفضل وألمس منهم النيل

أخوتي ، وأخواتي الأعزاء الذين شجعوني علي السير في درب العلم

إلي كل أستاذ و زميل ، وكل صديق لي بث في روح الإصرار و العزيمة

إليهم ... أهدى هذا الجهد

محبة . . ووفاء . . و عرفاناً

الشكر والنقابة

الحمد لله والشكر لله سبحانه وتعالى الذي أعانني علي إتمام دراستي هذه ، ولولا توفيقه عز وجل لما تحقق من ذلك شيء وبعد .

يسعدني أن أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلي من تقصر كل كلمات الشكر وعبارات الثناء عن الوفاء بحقه، إلي أستاذي الفاضل الدكتور عصام البحيصي المشرف علي هذه الرسالة، هذا الرجل المعطاء الذي تتجسد في عطائه كل معاني الكرم والمروءة له الشكر علي ما منحني إياه من الوقت والجهد والاهتمام وكل ما من شأنه تعزيزي لإخراج هذا العمل في أفضل صورة ممكنة فكان نعم المشرف ونعم المعلم .

و أرجو أن أكون قد وفقت في تقديم ما يرضيه وما يليق باسمه الكبير الذي كان لي عظيم الشرف أن أضعه على دراستي هذه .
كما أتوجه بالشكر والتقدير إلي كل من تفضل في قبول مناقشة هذا البحث فجزاه الله عنا خير الجزاء .

كما أتقدم بخالص شكري وتقديري لوالدي العزيزين اللذين كانا رمزاً للعطاء اللامحدود ليس فقط خلال هذا العمل بل وطيلة حياتي أمد الله في عمريهما ومتعهما بالصحة والعافية ولا يفوتني شكر أخوتي وأخواتي .

أرجو من الله أن يوفقهم جميعاً لما يحبه ويرضاه وأن ييسر لهم سبل الخير والفلاح في الدنيا والآخرة ، وأن يجزيهم عني خير الجزاء .

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية و السوقية للسهم، وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح .

وقد صيغت خمسة فرضيات لهذه الدراسة تناولت اختبار كل من العلاقة بين معدل توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم، واختبار العلاقة بين معدل توزيع الأرباح و القيمة الدفترية للسهم، واختبار أثر صافي التدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم، والعلاقة بين كل من ارتفاع القيمة الدفترية للسهم وارتفاع القيمة السوقية له، وإذا ما كانت هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للسهم.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وتوجد

علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

وفي ضوء ما أسفرت عنه الدراسة من نتائج فإن من أهم التوصيات ضرورة زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وحث الشركات على عقد الندوات والعمل على إنشاء دوريات تثقيفية ومجلات دورية حول السوق والشركات العاملة بداخله، ضرورة توسيع قاعدة المساهمين وذلك من اجل عدم السيطرة على السوق من قبل أشخاص محددين ، وحث الشركات على زيادة التوزيعات على المساهمين من اجل تنشيط الاستثمار داخل السوق و العمل على توجيه الاستثمار إلى الداخل وحث أصحاب رؤوس الأموال لإعادة استثمارها داخل السوق الفلسطينية .

Abstract

This study aimed to identify the effects of dividends on both the market value and the book value of shares in the Palestinian Stock Exchange Market. The problem has been summarized in the following question: What are the effects of dividends on both the market value and the book value of the shares of the companies working in the Palestinian Stock Exchange Market . This question has many sub-questions as follows:

1. To what extent do the market value and the book value of shares are effected by the profits?
2. Does enthusiasm to trade in shares effect both the market and the book value of circulated shares?
3. To what extent does the policy of upholding profits effect the book and the market value of shares?
4. Do companies working in the Palestinian Stock Market follow the policy of profit distribution?

The following statements have been hypothesized to answer the above questions:

1. There are statistically significant relations between the profit distribution average and the market value of shares.
2. There are statistically significant relations between the profit distribution average and the book value of shares.
3. There are statistically significant relations between the net cash flow and the market value of shares.
4. There are statistically significant relations between the rise in the book value of shares and the rise in their market value.
5. There are statistically significant relations between the number of circulated shares and their market value .

The conclusions of the study were as following:

1. There are statistically significant relations at $p < .0005$ between the profit distribution average and the market value of shares circulated in the Palestinian Stock Exchange Market (PSEM).
2. There are statistically significant relations at $p < .0005$ between the profit distribution average and the book value of shares circulated in the PSEM.
3. There are statistically significant relations at $p < .0005$ between the net cash flow and the market value of shares circulated in PSEM.
4. There are no statistically significant relations at $p < .0005$ between the rise in the value of market value and the rise in their book value in PSEM.
5. There are statistically significant relations at the $p < .0005$ between the number of circulated shares and the market value of shares circulated in the PSEM.

The study recommends raising awareness among investors, encouraging companies to hold workshops, establishing journals and periodicals which deal with market issues ,expanding the database of shareholders in order to avoid market monopoly, urging companies to expand distributions on shareholders in order to promote investment , attracting new investments to the country, and encouraging businessmen to reinvest in the local market.

المحتويات		
أ	الإهداء	
ب	شكر وتقدير	
ت	ملخص الدراسة باللغة العربية	
ث	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية	
ج	المحتويات	
ح	قائمة الجداول	
خ	قائمة الملاحق	

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

2	مقدمة	1.1
3	مشكلة الدراسة	1.2
4	أهداف الدراسة	1.3
4	أهمية الدراسة	1.4
5	فرضيات الدراسة	1.5
5	منهجية الدراسة	1.6
6	الدراسات السابقة	1.7

الفصل الثاني : العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة الدفترية والقيمة السوقية

15	المبحث الأول : دوافع ومحددات الشركات لسياسة توزيع الأرباح	2.1
15	التعريف	2.1.1
16	القيود المفروضة على التوزيعات	2.1.2
21	المبحث الثاني: أنواع التوزيعات وماهيتها القانونية والمالية	2.2
21	أنواع التوزيعات	2.2.1
24	الماهية القانونية والمالية	2.2.2
25	المبحث الثالث : سياسات التوزيع	2.3
26	سياسة الفائض	2.3.1
26	سياسة استقرار مقدار التوزيعات	2.3.2
27	سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات	2.3.3
28	سياسة استقرار الأرباح الموزعة	2.3.4

29	سياسة التوزيعات الإضافية	2.3.5
29	تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم	2.3.6
33	المبحث الرابع : تقييم الأسهم ومحددات سعرها السوقي	2.4
33	تقييم الأسهم	2.4.1
37	محددات سعر السهم السوقي	2.4.2
42	المبحث الخامس : اثر التوزيعات على تقييم الأسهم	2.5
42	تقييم الأسهم في الحالات الأربعة للتوزيعات	2.5.1
45	نماذج متقدمة في تقييم الأسهم العادية	2.5.2
46	المبحث السادس : التغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم	2.6
47	عائد السهم العادي	2.6.1
48	مؤشرات ومقاييس عائد السهم	2.6.2
50	العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه وزمن تحقيق الأرباح	2.6.3
الفصل الثالث : الأسواق المالية		
52	المبحث الأول : نشأة وتكون الأسواق المالية	3.1
53	نبذة تاريخية	3.1.1
53	مفهوم السوق المالي	3.1.2
54	تعريف الأسواق المالية والنقدية	3.1.3
55	تطور الأسواق المالية العربية	3.1.4
56	المشاكل والعقبات التي تحد من تطور الأسواق المالية العربية	3.1.5
60	شروط تكوين السوق المالية	3.1.6
62	المبحث الثاني : هيكلية الأسواق المالية	3.2
62	مؤسسات السوق المالية والنقدية	3.2.1
64	أطراف التعامل بالسوق المالية	3.2.2
66	الأركان الأساسية للأسواق المالية	3.2.3
67	تقسيم سوق رأس المال	3.2.4
69	المبحث الثالث : آلية التعامل في الأسواق المالية والنقدية	3.3
69	قواعد وضوابط التعامل في الأسواق المالية والنقدية	3.3.1
72	كفاءة الأسواق المالية	3.3.2

الفصل الرابع : نشأة وأهداف سوق فلسطين للأوراق المالية		
78	المبحث الأول : سوق فلسطين للأوراق المالية	4.1
78	تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية	4.1.1
80	أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية	4.1.2
81	آلية عمل سوق فلسطين للأوراق المالية	4.1.3
81	مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية	4.1.4
84	المبحث الثاني : طبيعة سوق فلسطين والعمل به	4.2
84	طبيعة سوق فلسطين	4.2.1
86	الأوراق المالية بداخل سوق فلسطين للأوراق المالية	4.2.2
87	قياس أداء سوق فلسطين للأوراق المالية	4.2.3
الفصل الخامس : تحليل البيانات وفرضيات الدراسة		
98	المبحث الأول : تحليل البيانات وفرضيات الدراسة	5.1
99	اختبار الفرضية الأولى	5.1.1
102	اختبار الفرضية الثانية	5.1.2
105	اختبار الفرضية الثالثة	5.1.3
107	اختبار لفرضية الرابعة	5.1.4
110	اختبار الفرضية الخامسة	5.1.5
112	اختبار الفرضية المتعلقة بجميع متغيرات الدراسة	5.1.6
115	المبحث الثاني : اختبار مدى استجابة الأسهم للمعايير السليمة لاختيار الأسهم	5.2
123	النتائج والتوصيات	5.3
123	النتائج	5.3.1
123	التوصيات	5.3.2
128	المراجع	

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	تصنيف الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق	89
2	تطور القيمة السوقية في سوق فلسطين	90
3	تطور حجم التداول في سوق فلسطين	91
4	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي	93
5	حجم التداول بالنسبة إلى الناتج المحلي	94
6	معدل دوران رأس المال في سوق فلسطين	95
7	اختبار معاملات المتغير المستقل (معدل توزيع الأرباح)	100
8	اختبار معاملات المتغير المستقل (معدل توزيع الأرباح)	103
9	اختبار معاملات المتغير المستقل (صافي التدفقات النقدية)	105
10	اختبار معاملات المتغير المستقل (القيمة الدفترية)	108
11	اختبار معاملات المتغير المستقل (كمية الأسهم المتداولة)	110
12	اختبار تحليل التباين (تحليل الانحدار)	113
13	اختبار معاملات المتغيرات المستقلة	114

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
125	الشركات العاملة بسوق فلسطين للأوراق المالية عام 2007	1
126	مقارنة التوزيعات للأعوام 2000-2007	2
126	مقارنة نشاط التداول للأعوام 1999 - 2007	3
127	مقارنة نشاط التدفقات النقدية للشركات للأعوام 2005 - 2007	4

الفصل الأول
الاطار العام للدراسة

1.1: مقدمة

إن النشاط الاقتصادي يتحدد بصورة رئيسية في كل من وظيفتي الإنتاج والاستهلاك وكل منهما يحتاج مسبقا إلى تمويل نشاط كل شخص سواء من دخله أو مدخراته ولكن مع زيادة النشاط الاقتصادي وتنويعه وتخصصه برزت الحاجة إلى التمويل من مدخرات الآخرين وقد كان يتم ذلك في الوقت السابق على نطاق ضيق من خلال علاقات مباشرة بين فئات الفائض (المدخرين) وفئات العجز (المستثمرين) ولكن مع تعقد الحياة والعلاقات وجدت فئة ثالثة وسط بين المدخرين والمستثمرين تمثلت في زمننا الحاضر بالشركات المساهمة وتعد صيغة الشركة المساهمة واحدة من أهم المخترعات المالية والقانونية في العصر الحديث التي لعبت دور الوسيط، ولقد كان لهذه الصيغة أثر بالغ في التقدم الاقتصادي الذي يشهده العالم في الوقت الحاضر حيث استطاعت المؤسسات المكونة على (صفة شركة مساهمة) اجتذاب مدخرات كثيرة تم توجيهها إلى مشروعات كبيرة الحجم عظيمة التكاليف ما كان يمكن تمويلها من قبل المؤسسات الصغيرة .

ومن هنا برزت أهمية الشركات المساهمة في عالم اليوم وذلك لقدرتها العظيمة على جمع الأموال من آلاف المدخرين ومن ثم إعادة توجيهها نحو المشاريع الكبرى في شتى مجالات الصناعة والخدمات .

ولأن رأس مال هذه الشركات يتمثل في أسهم تعكس أموال ومدخرات المساهمين التي تتمثل في حصص متساوية من رأس مال هذه الشركات ظهرت فئة الوسطاء الماليين مثل البنوك وشركات التأمين ثم ظهرت طرق التمويل وأدوات التمويل المختلفة وسوق يتم فيها تداول الأموال كما يتم تداول السلع يسمى (سوق المال) أو ما يسمى بالبورصة وما قامت إلا حينما اقتضت الضرورة قيامها ولتقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها في غيابها ، ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوازم النمو الاقتصادي وإحداث التنمية .

وتعد بورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال ، وهي في أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية

والسياسات الاقتصادية مع ظهور الإقبال المتزايد من المتعاملين بالأسهم رجالاً ونساءً وتورط الكثيرين منهم بهذا النوع من التجارة، حيث خسر البعض صحته وماله ووقته، وربما تورط بعضهم بحقوق الآخرين مدعياً الكسب السريع لهم ومن هنا برزت أهمية دراسة حركة أسعار الأوراق المالية واعتبرت أمراً مهماً على المال والاستثمار.

وقد حاول العديد من الباحثين وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ومحاولة دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه الأسعار وتفاذي الوقوع في شباك الإشاعات والتغريب بالمساهمين ونظراً لما تلعبه الأسهم من دور حيوي في إنعاش وتنمية اقتصاد الدول فقد اهتم المعنيون بدراسة الأسهم والعوامل المؤثرة عليها كدراسة أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على قيمتها السوقية والدفترية وتأثير سياسة احتجاز الأرباح على تلك القيمتين للسهم والاطلاع على مدى تأثير هذه القيمة بمدى الإقبال علي التداول أو عدمه وكشف النقاب حول إذا ما كانت هناك علاقة بين ارتفاع القيمة الدفترية للسهم وارتفاع القيمة السوقية له.

1.2 : مشكلة الدراسة

إن الأسواق المالية قد عانت الكثير من الإشكاليات وخاصة في الآونة الأخيرة وقد كان الانخفاض الكبير والذي لا يمكن تجاهله لقيم الأسهم المتداولة بداخل تلك الأسواق بعد ارتفاع غير مبرر من الناحية الاقتصادية وقد كانت الأسواق المالية لدول الخليج العربي وأسواق المملكة العربية السعودية خير شاهد على ذلك، ولقد عانت سوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة بداخله بالعديد من المشاكل والتحديات التي كانت تظهر ضعف في أداء و تداول هذه الأوراق المالية، وكان لا بد من أجل الارتقاء بأداء السوق الفلسطينية للأوراق المالية التطلع على الأسباب التي تبطئ من تنمية كفاءة هذه السوق .

ومن أجل الكشف عن أهم المتغيرات الحقيقية التي تقف خلف ارتفاع قيمة الأسهم بداخل السوق الفلسطينية قد قام الباحث بدراسة أثر التوزيعات على اعتبار أنها أهم المتغيرات المؤثرة في قيم الأسهم السوقية والدفترية ويتفرع من السؤال الرئيسي لهذه الدراسة الأسئلة التالية :

1 - ما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها ؟

2 - هل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة ؟

3 - ما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية و السوقية للسهم ؟

4 - هل تتبع الشركات العاملة في سوق فلسطين سياسة توزيع الأرباح ؟

1.3 : أهداف الدراسة

يمكن تلخيص أهم الأهداف لهذه الدراسة فيما يلي :

1 - التعرف على إذا ما كانت هناك علاقة حقيقية بين كل من القيمة الدفترية و القيمة السوقية .

2 - ما مدى تأثير هذه العلاقة بين كل من القيمة الدفترية و القيمة السوقية بسياسة توزيع الأرباح

3 - قياس أثر توزيع الأرباح على كل من القيمة الاسمية و الدفترية للسهم .

4 - التعرف على العلاقة بين معدل توزيع الأرباح و مدى الإقبال على الأسهم .

5 - معرفة أثر التغيير في القيمة الدفترية على القيمة السوقية للسهم .

6 - قياس مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على القيمتين الدفترية والسوقية .

1.4 : أهمية الدراسة

1 - تكمن أهمية هذه الدراسة في كونها الدراسة الأولى التي تناولت موضوع التوزيعات وأثرها

على كل من القيمة السوقية والدفترية معاً لأسهم سوق فلسطين .

2 - توعية المستثمرين وزيادة ثروتهم المعلوماتية حول مقاييس الأسهم .

3 - يمكن للجمهور المحيط بالأسواق المالية الاستفادة من النتائج التي تم التوصل إليها خلال

هذه الدراسة .

4 - قد تفيد هذه الدراسة بعض الدارسين والباحثين المهتمين بالبحث العلمي .

5 - التعرف بأهم المعايير التي تزيد من الإقبال على الأسهم .

1.5 : فرضيات الدراسة

قام الباحث بصياغة خمسة فرضيات لهذه الدراسة وهي كالتالي:

- 1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الاسمية للسهم
- 2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل توزيع الأرباح و القيمة الدفترية للسهم
- 3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم
- 4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من ارتفاع القيمة الدفترية للسهم وارتفاع القيمة السوقية له

5 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للسهم

1.6 : منهجية الدراسة

استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي لأنه يناسب الظاهرة موضع الدراسة و قام الباحث في هذه الدراسة باستخدام أسلوب التحليل للقوائم المالية للشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي تم الإفصاح عنها في هذه القوائم .

مصادر البيانات :

المصادر الأولية : قام الباحث بجمع البيانات عن طريق القوائم المالية للشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية التي تم الإفصاح عنها رسمياً خلال الأعوام الثمانية الأخيرة والتي تتحصر بين العام 2000 - 2008 م وقد تعتبر هذه الفترة غير كافية للحكم على السوق الفلسطينية ولكن لصغر عمر السوق حيث هو حديث النشأة، وتعتمد هذه الدراسة على تجميع القوائم المالية لهذه الشركات و التي يظهر بها صراحةً مقدار الأرباح الموزعة سنوياً حيث سيتم استخراج مقدار الأرباح المحتجزة و نسبتها و القيمة الدفترية و السوقية لأسهم الشركات التي استخدمت كعينة للدراسة .

المصادر الثانوية : بالتركيز على الجانب النظري للقواعد و النظريات التي تخص موضوع الدراسة من الكتب و المجالات أو الدوريات و الدراسات السابقة المنشورة في هذا المجال .

مجتمع وعينة الدراسة :

تتناول الدراسة بيان أثر العلاقة بين كل من القيمة الدفترية، وتوزيع الأرباح، والقيمة السوقية في سوق فلسطين للأوراق المالية و تم تحديد مجتمع الدراسة بالشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي بلغت 35 شركة مدرجة داخل السوق والتي يتم تداول 34 شركة منها والتي تمثل أيضاً عينة هذه الدراسة، أي أنه عينة الدراسة هي المجتمع بالكامل، وهي تدرج تحت 5 قطاعات وهي كما يلي:

القطاع	الاستثمار	الصناعة	الخدمات	التأمين	البنوك
عدد الشركات	8	10	7	4	6

1.8 : الدراسات السابقة

أولاً : دراسة عطا الله (1995)

بعنوان :أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية .

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهمية الدور الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية :

- أن القيمة الدفترية للسهم تمثل العامل الأساسي في تحديد اتجاهات أسعار الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية .

- أن معدل العائد على السهم يمثل أحد متغيرات سياسات التوزيع ذات العلاقة القوية في تحديد القيمة السوقية بشركات القطاعات الإنتاجية .

- أن معدل الأرباح المحققة إلى حقوق المساهمين لا يمثل متغير ذي أهمية في ارتباط باتجاهات القيم السوقية للأسهم العادية بالشركات المساهمة .

- أن معدلات الأرباح الموزعة سواء بالنسبة لرأس المال المدفوع أو إلى حقوق المساهمين لا تمثل أدنى أهمية ولم تمثل أي علاقة ارتباط بينها وبين القيمة السوقية للأسهم العادية على مختلف الشركات المساهمة .

- أن هناك اتفاق تام بين قوة العلاقة وبين القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية.

وبناء على هذه النتائج تمت التوصيات التالية :

- ضرورة أن تقوم الشركات المساهمة بإعداد تقارير دورية عن المركز المالي ونتائجه على فترات زمنية قصيرة الأجل وإعلانها للمستثمرين .

- ضرورة الأخذ في الاعتبار إيضاح العوامل أو المتغيرات الخاصة بسياسات توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة .

- ضرورة قيام الشركات المساهمة بمتابعة ومراقبة حركة التداول للأسهم العادية التي أصدرتها وإمكانية استخدام أساليب الارتباط والانحدار للتعرف على العوامل والمتغيرات الخاصة بسياسة توزيع الأرباح المؤثرة على اتجاهات القيمة السوقية لأسهم الشركة .

ثانيا : دراسة الظاهر (2003)

بعنوان : سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي للأسهم المتداولة في سوق عمان المالي .

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

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

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

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

إن الأرباح الموزعة لها أثر أكبر على سعر السهم من أثر الأرباح المحتجزة، أي أن زيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة يضيف إلى سعر السهم مقدار أكبر مما تضيفه زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة .

وبناء على هذه النتائج تمت التوصيات التالية :

- على كل بنك القيام بدراسات لمعرفة العوامل التي تؤثر على سعر سهمه السوقي .
- على البنوك عندما تقرر سياسات توزيع الأرباح أن تأخذ بعين الاعتبار الوفاء بمتطلبات متانة رأس المال، وإتباع السياسة التي تراها ملائمة لها من حيث الكلفة لغايات المشاريع المقترحة للاستثمار .
- ينصح بعمل دراسة مقارنة بين سعر السهم السوقي قبل إعلان التوزيع بيوم واحد وبعد إعلان التوزيع بيوم .
- ينصح بتكرار هذه الدراسة مع إدخال متغيرات أخرى لها أثر على سعر السهم وتطبيقها على قطاعات أخرى .

ثالثاً : دراسة شراب (2006)

بعنوان : أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الفلسطينية وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية :

- إن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي .

- إن تأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق .
 - أن نصيب السهم من صافي الربح يفوق التخير السعر السوقي له .
- وبناء على هذه النتائج تمت التوصيات التالية :
- القيام بعمل حملات إعلانية ودورات تدريبية للمستثمرين لتشجيع الادخار وتنشيط التعامل مع البورصة .
 - تشجيع دخول مزيد من المتخصصين أعضاء البورصة وبنوك الاستثمار وشركات الوساطة المتخصصة لتقديم النصح للمستثمرين .
 - توصية الشركات باختيار الإدارة الكفاء والاهتمام بنشر القوائم المالية وفصل نتائج أعمال كل فرع على حدة وإجراء المزيد من الدراسات المتخصصة .

رابعا : دراسة الكيلاني وقدومي (2006)

- بعنوان : أثر احتجاز الأرباح على القيمة الدفترية والسوقية والأرباح الرأسمالية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي .
- هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح في البنوك الأردنية على القيم الدفترية لأسهم تلك البنوك ومن ثم معرفة أثر القيم الدفترية التي تحددت بناء على سياسة احتجاز الأرباح على القيم السوقية لتلك الأسهم وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية :
- أن احتجاز الأرباح أدى إلى رفع القيمة الدفترية لأسهم البنوك عينة الدراسة وأدى إلى ارتفاع في القيم السوقية وفي الأرباح الرأسمالية .
 - إن ارتفاع القيم الدفترية في حالة احتجاز الأرباح لأسهم البنوك الأردنية لا يؤدي إلى ارتفاع القيم السوقية لها .
 - أن احتجاز الأرباح في البنوك الأردنية لا يخفض من الأرباح الرأسمالية لأسهمها ولكنها تؤدي إلى ارتفاع في هذه الأرباح بمقادير مختلفة .

وبناءً على هذه النتائج تمت التوصية التالية :

و هي ضرورة التوسع في الأبحاث الأكاديمية حول سياسة احتجاز الأرباح بسبب اختلاف تأثيرها على القيم السوقية في الدول المختلفة و بسبب قلة الدراسات العربية المتعلقة بهذا الموضوع .

الدراسات باللغة الانجليزية:

1- El-Khoury and Al-Mwalla study,(1997)

The Effect of Dividend Changes on Security Prices of Jordanian Companies.

استهدفت هذه الدراسة بحث تأثير التغير في سياسة توزيع أرباح الشركات المساهمة الأردنية على أسعار أسهم تلك الشركات، و كانت عينة الدراسة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وتم استخدام طريقة مقارنة فترة العائد حيث أظهرت نتائج التحليل أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية على العلاقة ما بين التغير الايجابي أو السلبي في توزيع أرباح الشركة على أسعار أسهمها .

2- Al-Rai study , (2001)

The Impact of the Accounting Rates of Return on Equity and Market Valuation of Common Stocks of Jordanian Companies .

استهدفت هذه الدراسة تقييم العلاقة بين سعر سهم الشركة السوقية و عائدها المحاسبي على حقوق المساهمين كإحدى أدوات التحليل المالي الأساسي، حيث تم فحص هذه العلاقة لعينة من الشركات الأردنية المساهمة العامة المسجلة في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990م - 1994م بناء على إطارين لتقييم الأسهم ينبعان من المدخل الايجابي لإدارة محافظ الاستثمار حيث يعتمد الإطار الأول على العلاقة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمؤشر يساعد على اتخاذ قرار الاستثمار و العائد المحاسبي على حقوق المساهمين أما الإطار الثاني فيعتمد على العلاقة بين القيمة السوقية و العائد المحاسبي على حقوق المساهمين .

لقد تم استخدام أسلوب خط الانحدار الخطي في فحص هذه العلاقة و تظهر النتائج عدم وجود علاقة مهمة إحصائية بين العوائد المحاسبية على حقوق المساهمين و نسب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق المساهمين أو بين هذه العوائد و القيم السوقية لعينة الشركات المختارة و يدل ذلك على أن المستثمرين في سوق الأسهم الأردني لا يأخذون بعين الاعتبار العوائد المحاسبية على حقوق المساهمين كإحدى أدوات التحليل المالي الأساسي في قراراتهم الاستثمارية و تؤدي هذه النتيجة إلى التوصيات التالية :

أولاً: محاسبية ملزمة للشركات في التقرير المالي الخارجي و ملائمة لبيئة الاقتصاد الأردني .
ثانياً: تطوير الوعي لدى المستثمرين بأهمية المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية في مرحلة اتخاذ قرارات الاستثمار .

3- AL-Twajry study , (2006)

An Analysis of the Relationships among Stock Prices (and Returns)
Dividends and Earnings in the UK Stock Market :

إن الأهداف لهذا الدراسة أهداف ثلاثة هي :
أولاً: اختيار العلاقة بين التوزيعات و الأرباح.
ثانياً: دراسة الارتباط بين أسعار الأسهم و كل من التوزيعات و الأرباح.
ثالثاً: بحث سلوك عوائد الأسهم.
و في هذه الدراسة تم استخدام شريحتين من البيانات الخاصة بسوق الأسهم في المملكة المتحدة مشتملة على :

(1) القيم الاسمية و الحقيقية لبيانات ربع سنوية .

(2) القيم الاسمية و الحقيقية لبيانات سنوية .

وتجدر الإشارة إلى أن كلا الشريحتين تغطي الفترة ما بين 1963م حتى 1995م هذه البيانات تم عرضها أولاً في أشكال بيانية لتكون صورة عامة عن سلوكها، ثم تم فحصها أولاً (قبل استخدامها في اختبار النماذج) للتعرف على مدى توفر الصفات اللازمة في تلك البيانات لتكون صالحة للاستخدام في دراسة و تقييم النماذج الثلاثة التي سيتم اختبارها و هي :

(1) نموذج أسعار الأسهم .

(2) نموذج التوزيعات .

(3) نموذج العوائد .

ويتضح من خلال عرض و شرح نتائج التقويم تطرق الباحث إلى الاختبارات الخاصة بافتراضات النموذج الخطي المستخدم "CLM و في نهاية البث تم اختيار الثبات البنائي للنماذج المستخدمة .

هذا وقد أوضحت نتائج الاختبارات القبلية في مجملها صلاحية البيانات لدراسة الارتباطات المختلفة باستخدام النماذج الثلاث الموضحة أعلاه و أوضحت نتائج الارتباط أن هناك علاقة قوية بين أسعار الأسهم السوقية والتوزيعات وأرباح الشركات كما بينت تلك النتائج أن التوزيعات هي العامل الأقوى الذي يساعد في التنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم، في حين أن أقوى العوامل مساهمة في التنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم السوقية هو التغيرات في الأرباح و كذلك التغيرات السابقة في التوزيعات و أيضاً توصلت هذه الدراسة إلى أن التغيرات في التوزيعات تتأثر جوهرياً بالأرباح و التغيرات في كل من الأرباح و التوزيعات و تشير نتائج الدراسة إلى أن أقوى المتغيرات تأثيراً في تحديد عوائد الأسهم هو التغيرات في التوزيعات يتبعه التغيرات في الأرباح .

تعليق عام على الدراسات السابقة:

هذا وقد اتفقت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة من حيث استخدامهم للمنهج الوصفي التحليلي واتفقت أيضاً هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في مجتمع الدراسة وهو الأسواق المالية . و اختلفت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في عينة الدراسة حيث طبقت على سوق فلسطين للأوراق المالية بينما طبقت الدراسات السابقة على الأسواق العربية المحيطة وبعض الأسواق الأجنبية ، ومن ضمن أوجه الاختلاف أيضاً بين هذه الدراسة و الدراسات السابقة الفترة الزمنية التي تمت خلالها أخذ عينة الدراسة .

الفصل الثاني

العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة الدفترية والقيمة السوقية

في هذا الفصل يتم تناول ستة مباحث تغطي موضوع العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة الدفترية والقيمة السوقية وستكون كما يلي :

2.1 المبحث الأول: دوافع ومحددات الشركات لسياسة توزيع الأرباح.

2.2 المبحث الثاني: أنواع التوزيعات وماهيتها القانونية والمالية.

2.3 المبحث الثالث: سياسات التوزيعات.

2.4 المبحث الرابع: تقييم الأسهم ومحددات سعرها السوقي.

2.5 المبحث الخامس: أثر التوزيعات على تقييم الأسهم.

2.6 المبحث السادس: التغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم.

مقدمة :

التوزيعات النقدية المرتفعة هي إحدى الأدوات المشجعة على الاستثمار وتدفع إلى احتفاظ المستثمرين بأسهمهم، وهي إحدى الأسباب الرئيسية لإقبال المساهمين على الاستثمار بأسهم هذه الشركة ذات التوزيعات المرتفعة مما ينعكس على القيمة الاسمية لأسهم هذه الشركة بالإيجاب وبالتالي يميزها عن باقي الشركات المنافسة في نفس المجال، وتعطي مجالاً للقادرين على الاستثمار لزيادة رصيدهم من حجم أسهم الشركات التي تمنح توزيعات مرتفعة، وتُمثل أسهم الشركات الموزعة كاستثمار طويل الأجل، لأنها أجدى من بقاء أموالهم كودائع نقدية بالبنوك، وبلا أدنى شك فإن التوزيعات النقدية المرتفعة تعزز من الاحتفاظ بأسهم الشركة وترفع من مستوى الثقة في مجلس إدارتها حيث تثنى صبر المساهمين وتقتنع بوجود مكافأته على هذا الصبر، ولقد تعددت النظريات والآراء الخاصة بسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة الشركة، فالشركة تختار السياسة التي تعكس معتقدات الإدارة حول نظرية التوزيعات وتتوقف سياسة التوزيعات التي تقررها المنشأة على مجموعة من العوامل، بعض تلك العوامل يتعلق بالإدارة، كما أن بعض تلك العوامل ترجع إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون . (حنفي، قرياقص، 2002، ص 240)

عادة ما تتم التوزيعات من الأرباح المتجمعة (بمعنى الأرباح المحتجزة) أو من بند آخر لرأس المال مثل رأس المال المدفوع بالزيادة والتوقع الطبيعي لأي مساهم يتلقى توزيعات هو أن الشركة قد مارست أعمالها بصورة ناجحة وإنه يحصل على حصة في أرباحها كما أن أية توزيعات لا تستند للأرباح المحتجزة (توزيعات تصفيه) يجب وصفها بصورة واضحة في الخطاب المرفق للمساهمين حتى لا يساء فهم مصدرها فالتوزيعات تسدد عادة في صورة نقدية، ولكن في بعض الأحيان قد تسدد في شكل أسهم أو شهادات مؤجلة أو أحد أنواع الأصول وتؤدي كل أنواع التوزيعات - باستثناء التوزيعات في شكل أسهم - إلى تخفيض حقوق المساهمين بالشركة، لأن حق الملكية ينخفض سواء عن طريق توزيع أصول (سواء في الوقت الحالي أو المستقبل) أو عند الإعلان عن توزيعات أسهم، فإن الشركة تسدد أصول أو تتحمل بالتزامات، ولكن تكفي بمجرد إصدار أسهم إضافية لكل مساهم أما في حالة التوزيعات النقدية في هذه الحالة يقترح مجلس الإدارة على الإعلان عن توزيعات، وإذا حصل الاقتراح على أغلبية يعلن عن التوزيع وقبل سداد التوزيعات، يجب إعداد قائمة بالمساهمين ولهذا السبب، فإن هناك دائما فجوة زمنية بين الإعلان عن التوزيعات وسدادها الفعلي. (جربوع، 1999، ص 767)

2.1: دوافع ومحددات الشركات لسياسة توزيع الأرباح

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

2.1.1 - التعريف

2.1.2 - القيود المفروضة على التوزيعات

2.1.1: التعريف:

تعددت التعريفات وكثرت الكتب التي تناولت تعريف دوافع التوزيعات النقدية وما المقصود بالمحددات لسياسة توزيع الأرباح وخالصة ما توصل إليه الباحث بأن ما يقصد بالتوزيعات هي تلك العوائد أو الأرباح التي قد حققتها الشركة سواء خلال فترة مالية واحدة أو خلال فترة

المشروع والتي يستحقها المساهمون أو أولئك الذين يملكون حصص في رأس مال الشركة متمثلة في أسهم أما المقصود بسياسة توزيع الأرباح فهو النهج الذي تتبعه الشركة من حيث التوزيع للأرباح و احتجاز تلك الأرباح ويذكر من هذه التعريفات :

" التوزيعات هي عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النية لتوزيع قيمة مماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات "(مرعي، 1993، ص384)

أما سياسة توزيع الأرباح تم ذكرها كما يلي :

"تحدد سياسة توزيع الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك

الجزء الذي يحتجز" (الهوري، 1985، ص180)

2.1.2: القيود المفروضة على التوزيعات:

تعددت أكثر النظريات والآراء الخاصة بسياسة التوزيعات المتبعة من قبل الشركات، أخذاً في الحسبان العوامل التي تم ذكرها والتي تصنف إلى أربعة مجموعات رئيسية وتم توضيح العوامل التي تنطوي تحت كل مجموعة من المجموعات الرئيسية المؤثرة في سياسات التوزيعات كما تم ذكرها.

1- الشروط الخاصة بالقروض :

عادة ما تنطوي العقود الخاصة بالقروض على شروط أو قيود تحد من التوزيعات النقدية للأرباح المحققة بعد منح القرض وقد تضمن هذه العقود على النص بأنه لا يتم دفع أي توزيعات إلا بعد استيفاء شروط معينة مثل أن لا تقل نسبة التداول أو معدل تغطية الأرباح بالفوائد أو أي معدلات أمان أخرى عن مستوى معين . (حنفي، 2002، ص 232)

أن درجة توافر السيولة يعد عنصراً مهماً في قرار إجراء التوزيعات النقدية، إلا أنه يمكن للمنشأة التغلب على عدم توافر السيولة عن طريق الحصول على قروض لو أنها قررت

التوزيع، وتتوقف قدرة المنشأة في حصولها على قروض من حيث كونها تتمتع بمركز مالي قوي، وكذلك مدى توافر طاقة على الاقتراض غير مستغلة لدى المنشأة. (الحناوي، وآخرون، 2002/2001، ص416)

2- شرط عدم الإضرار برأس المال :

كشروط عدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة بقائمة المركز المالي بهدف تدعيم المركز المالي للشركة، حيث يعرف هذا الشرط أو التقيد القانون بقاعدة عدم الإضرار برأس المال وهو بهدف حماية الدائنين . (حنفي، 2002، ص234)

وهناك بعض اللوائح والقيود القانونية الخاصة بالحفاظ على مستوى رأس المال فقد نص على أن التوزيعات لا يجب أن تتجاوز الأرباح المحتجزة (الأرباح المرحلة بالإضافة إلى الفائض المرحل) ويعني هذا أن الشركة لا يمكن أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت حقوق الملكية (الأصول - الخصوم) لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم الشركة المتداولة - والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول الشركة تزيد على خصومها بهامش معين كحد أدنى كضمان للدائنين - القانونية والمحاسبية، تكلفة الوقت المستغرق بواسطة الإدارة للبحث والمفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل الخارجية ويلاحظ أن بنود النفقات والتكاليف السابقة يمكن تجنبها إذا ما لجأت الشركة إلى التمويل الداخلي - يضاف إلى ذلك أنه يمكن تجنب المصاريف والنفقات الخاصة بالتوزيعات (مصاريف البريد والخطابات وإدارة وإعداد الحسابات) إذا لم يتم دفع أي توزيعات واحتفظ بالأرباح بالكامل داخل المنظمة - وبالتالي يلاحظ أنه من وجهة نظر ادارة فإن النفقات الخاصة بالتمويل الداخلي أقل من تلك المتعلقة بالتمويل الخارجي (حنفي، قرياقص، 2002، ص405)

3- الاحتياجات التمويلية وتمويل النمو :

يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيع ومن ثم تعد قائمة مصادر واستخدامات الأموال وكذلك الميزانية النقدية التقديرية والتنبؤ بالاحتياجات المالية وهي أدوات هامة لتحديد الموقف المالي والنقدي للمنشأة كما يتوقف توزيع الأرباح أو حجزها على سياسة الإدارة بشأن التوسع والنمو.

وبصفة عامة فإن الشركات الجديدة تفضل الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضج حيث في هذه الحالة تبدأ في توزيع الأرباح بدلاً من الاحتفاظ بها. (الحناوي، سلطان، 1999، ص415)

وإذا كان لدى المنظمة عدد من مشروعات الإنفاق الرأسمالي المقبولة ففي هذه الحالة تتجه الشركة إلى تخفيض نسبة التوزيعات والعكس صحيح، أما إذا كان أمامها عدد محدود من المشروعات المقبولة فإنها تتجه إلى زيادة نسبة التوزيعات من الربح. (حنفي، 2002، ص234)

وإن كان من الواضح أنه إذا لم ترغب الشركة في استثمار أرباحها في أصول إنتاجية (سواء في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة) أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً ومن ناحية أخرى إذا ما توافر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن للشركة استخدام هذه الأرباح في تمويلها. (حنفي، قرياقص، 2002، ص402)

4- توافر السيولة النقدية:

حيث تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجراء مثل تلك التوزيعات مما يعني أن عدم توافر النقدية يحد من التوزيعات النقدية والبديل قد يكون في الاقتراض بتعويض العجز في الرصيد النقدي. (حنفي، 2002، ص234)

وعلى الرغم من شيوع مقولة أن الأرباح توزع على المساهمين ، إلا أن إجراء التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين، فتوافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا رقم الربح الناتج عن عمليات المنشأة والتي قد تكون ناتجة عن عمليات بيع آجلة لم يتم تحصيلها بعد، وهو ما يعنى أن رصيد النقدية المتوافر لدى المنشأة لا يساوي رقم الربح المحقق ويضاف إلى ذلك أن المنشأة الآخذة في النمو والتوسع توجه جزء من النقدية إلى شراء خامات وأصول ثابتة وهو ما يعنى نقص النقدية المتوافرة لدى تلك المنشآت، أي أن العبرة في دفع توزيعات نقدية للمساهمين لا يتوقف فقط على الأرباح المحققة بل على المركز النقدي للمنشأة . (الحناوي، وآخرون، 2001/2002، ص415)

هذا وقد تحتفظ المنظمة بصفة عامة ببعض الأصول في شكل نقدي أو شبه سائل (كالأوراق المتداولة ببورصة المال) وتعتبر هذه الأصول مصدر للأموال التي خصصت لمواجهة الاحتياجات النقدية غير المتوقعة أو لتمويل الاستثمارات المخططة وبصفة عامة يعتبر العائد الصافي على الأصول شبه السائلة بعد استبعاد تكلفة إدارتها (تكلفة إدارة محفظة الأوراق المالية) منخفض وأن تراكم الاستثمارات في مثل هذه الأصول غير مربح بالنسبة للمنظمة - واستبعاد تراكم الاستثمارات في مثل هذه الأصول السائلة - يعني أن أي نقدية إضافية أو أي إيرادات أخرى من تصفية بعض الأوراق المالية غير الضرورية يمكن توزيعها نقداً ومن ناحية أخرى - حدوث أي عجز في الاحتياطيات النقدية يدفع بالمنظمة لتخفيض التوزيعات واستخدام الأرباح كمدخل للتوصل إلى مستوى الرصيد النقدي المطلوب . (حنفي، قرياقص، 2002، ص405)

5 - الاعتبارات الضريبية:

يتميز التشريع الضريبي بين التوزيعات والأرباح الرأسمالية، فحين تعفى التوزيعات من الضرائب فإن الأرباح الرأسمالية تخضع للضريبة ، إلا أن خضوع الأرباح الرأسمالية للضريبة لا يتحقق إلا عند قيام المستثمر ببيع ما يملكه من أسهم ، وعلى هذا يمكن لحملة الأسهم تأجيل

الضريبة على الأرباح الرأسمالية ويفضلون الحصول على توزيعات نقدية والجدير بالذكر أنه إذا تساوى معدل الضريبة على كل من التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية، ففي هذه الحالة يفضل المساهمون عدم إجراء أية توزيعات ويكون من صالحهم احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها حيث يمكن للمساهمين تأجيل دفع الضرائب وبصفة خاصة إذا كانت الدخل الشخصية لهؤلاء المستثمرين تخضع لمعدل ضريبي مرتفع . (الحناوي، وآخرون، 2001/2002، ص414)

و يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح والمكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات - ويعني هذا أن النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية، ووفقا للميزة الضريبية فإن الملاك يفضلون أن تقوم المنظمة بتمويل الاستثمارات من التمويل الداخلي أي من الأرباح وتقليل التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن حتى لو كانت الأرباح أو المكاسب الرأسمالية ليست لها أي ميزة ضريبية، ويرجع ذلك لأن أي إيراد تحققه المنظمة في شكل أرباح وتحتجزه سواء في شكل سائل أو تعيد استثماره في أصول مولدة للدخل . (حنفي، قرياقص، ص401)

6 - الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح :

هل يمكن للشركة ألا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وتتيح للمستثمر (المالك) إمكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية ؟ يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم وسندات ، أدوات الخزانة). فإذا تراكم لدى الشركة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول - فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكبات في هذه الأصول

والمتجاوز للمستوى المقبول، وعلى الرغم أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء الشركات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح. (حنفي، قرياقص، 2002، ص404)

وجدير بالذكر بأن تلك العقوبات أو الجزاءات الضريبية على المبالغة في حجز الأرباح تهدف إلى منع الأفراد الأغنياء من التأثير على الشركات لحجز الأرباح بدلاً من توزيعها لتجنب الضرائب على الإيرادات الشخصية، لذلك قد يفرض قانون الضرائب ضرائب إضافية على المبالغة في حجز الأرباح لهدف تجنيب المساهمين دفع الضرائب على الدخل الشخصي . (حنفي، 2002، ص234) .

2.2 : أنواع التوزيعات وماهيتها القانونية والمالية

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

2.2.1 - أنواع التوزيعات

2.2.2 - الماهية القانونية والمالية

2.2.1: أنواع التوزيعات:

تأخذ التوزيعات العديد من الأشكال وتختلف هذه الأشكال التي تتبعها هذه الشركات حسب ما يبتغيه المساهمون والمستثمرون من قبل الشركات والمؤسسات الاستثمارية، كل نوع من هذه التوزيعات يتصف بصفات خاصة به من حيث التوقيت والقدرة على تحويله إلى سيولة ويذكر من أشكال هذه التوزيعات خمسة أصناف وهي تذكر على النحو التالي (جربوع، 1999، ص767- 772) .

1 - التوزيعات النقدية:

و في هذه الحالة يقترح مجلس الإدارة على الإعلان عن توزيعات وإذا حصل على أغلبية الأصوات لمجلس الإدارة يعلن عن التوزيع وقبل سداد التوزيعات، يجب إعداد قائمة بالمساهمين ولهذا السبب فإن هناك دائماً فجوة زمنية بين الإعلان عن التوزيعات وسدادها الفعلي .

2 - توزيعات الأصول :

وهي التوزيعات التي تسدد في صورة أصول أخرى للشركة بخلاف النقدية وقد تكون توزيعات الأصول في صورة بضاعة، عقارات أو استثمارات أو أية صورة يحددها مجلس إدارة الشركة وبسبب الصعوبة الظاهرة في تجزئة وحدات الأصول وتسليمها للمساهمين، فإن توزيعات الأصول عادة تكون في صورة أوراق مالية لشركات أخرى تفتنيها الشركة القائمة بالتوزيع كأحد أشكال الاستثمار وتتمثل التوزيعات غير النقدية في تحويلات لأصول غير نقدية بين المنشأة وملاكها .

3 - التوزيعات المؤجلة (في صورة أذون دفع):

وهي تعنى أنه بدلاً من سداد التوزيعات الآن، تقوم الشركة بسدادها في تاريخ لاحق على أن تصدر شهادات أو أذون بذلك للمساهمين، وهذه الشهادات المصدرة للمساهمين كتوزيعات هي مجرد صورة خاصة من أوراق الدفع ويمكن الإعلان عن هذه التوزيعات المؤجلة عندما يكون لدى الشركة رصيد كافي من الأرباح المحتجزة ولكن يوجد لديها عجز في النقدية ويمكن لحائز شهادة التوزيع هذه أن يفتنيها حتى تاريخ الاستحقاق ويقوم بتحصيل التوزيع، وقد يقوم بخصمها للحصول على نقدية فورية.

4 - توزيعات التصفية:

تستخدم بعض الشركات رأس المال المدفوع كأساس لإجراء توزيعات وبدون الإفصاح المناسب عن هذه الحقيقة ، قد يعتقد المساهمون بصورة خاطئة أن الشركة تمارس أعمالها بصورة مربحة وقد يترتب على ذلك فيما بعد إمكانية بيع أسهم إضافية بسعر أعلى من السعر الحقيقي ويمكن تجنب هذا النوع من الخداع - سواء كان مقصوداً أو غير مقصود - عن طريقة المطالبة بإرفاق إيضاح كامل عن مصدر كل توزيع بالشيك الخاص به.

5 - توزيعات الأسهم:

عندما ترغب الإدارة في ((رسملة)) (بمعنى إعادة تصنيف مقادير معينة من رأس المال المكتسب إلى رأس المال المدفوع) جزء من أرباحها - ومن ثم حجز الأرباح في المنشأة بصورة دائمة - فإنها قد تصدر توزيعات في صورة أسهم وفي هذه الحالة لا توزع الشركة أية أصول، كما أن كل مساهم يظل محتفظاً بنفس نسبة الملكية في الشركة وبنفس القيمة الدفترية الإجمالية بعد إجراء توزيع الأسهم كما كانت عليه قبل الإعلان عن التوزيع وبالطبع، فإن القيمة الدفترية للسهم تصبح أقل نتيجة للزيادة في عدد الأسهم ورغم اتفاق المحاسبين على أن توزيعات الأسهم تمثل عملية تحويل غير تبادلية تقوم فيها الشركة بإصدار أسهمها لمساهميها على أساس نسبي فإنهم يختلفون حول قيود اليومية الصحيحة التي يجب إجرائها في تاريخ توزيع الأسهم فاعتقد البعض أن القيمة الاسمية للسهم المصدر كتوزيع هي التي يجب تحويلها لحساب الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، في حين يعتقد آخرون أن القيمة العادلة للسهم المصدر - قيمته السوقية في تاريخ الإعلان - هي التي يجب تحويلها من حساب الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال الأسهم ورأس المال المدفوع بالزيادة) .

ويكون هذا النوع من التوزيعات الشكل الآخر لإعادة الرسملة أو الهيكلة أي بمعنى إحداث تغيير في حجم أو أنواع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة وعادة ما تتم التوزيعات في شكل أسهم عادية وقد يتم إجراء التوزيعات في شكل أسهم ممتازة . (حنفي، قرياقص، 2002، ص397)

2.2.2: ماهية التوزيعات القانونية والمالية:

1 - تتميز التوزيعات من الناحية القانونية ببعض الصعوبات نظراً للاختلاف البين بين قوانين الدول المختلفة ولكن رغم هذا الاختلاف يمكن القول بصفة عامة بأن القيود القانونية تهدف إلى حماية دائني الشركة المساهمة وأيضاً حملة الأسهم الممتازة وغالباً ما نص معظم قوانين الدول المتقدمة على الشروط الآتية :

أ- لا يجوز توزيع أرباح إذا كانت الشركة في حالة إعسار أو إذا ترتب على هذا التوزيع إعسار الشركة (يقصد بالإعسار زيادة خصوم الشركة على أصولها) .

ب - لا يجوز القيام بالتوزيعات إلا إذا كانت قيمة الأصول بعد التوزيع تزيد على مجموع رأس المال القانوني للشركة وخصومها، أي بعبارة أخرى لا يجوز الدفع إلى تخفيض رأس المال القانوني للشركة (القيمة الاسمية) .

ت - لا يمكن إجراء التوزيعات إلا من الأرباح الفعلية التي حققتها الشركة دون المساس برأس المال . (توفيق، 1975، ص362)

2 - أما بالنسبة للوضع المالي للتوزيعات فيجب على إدارة الشركة الدراسة عن سلامة هذا التوزيع من الناحية المالية مستهدفة بذلك مصالح الشركة وحملة أسهمها، أي إننا ننقل الآن إلى الناحية التي تعتبر من صميم أعمال الإدارة المالية وعند رسم سياسة التصرف في الأرباح ينبغي الأخذ في الحسبان عدد من الاعتبارات المهمة والتي ذكرها (توفيق، 1975، ص365):

أ - بصفة عامة يجب تجنب التوزيع في حالة عدم تحقيق الشركة للأرباح حتى ولو كان مثل هذا التوزيع جائزاً من الناحية القانونية .

ب - يجب الاحتفاظ بنقدية كافية وبمركز سليم لرأس المال العامل.

ت - ينبغي إتباع سياسة توزيع تعمل على رفع كلا من المركز الاستثماري والمركز الائتماني للشركة .

ث - يجب بحث الاحتياجات المالية للشركة والتي قد تستلزم إعادة استثمار كل أو معظم أو جزء من الأرباح .

ح - يجب بحث تأثير الضرائب : وبالإضافة إلى العوامل أو الاعتبارات الرئيسية السابقة توجد اعتبارات أخرى مثل التنبؤات الاقتصادية، ومقدار الأرباح المختلفة ولكن هذه الاعتبارات الأخيرة أقل أهمية ولا تلعب الدور الرئيسي الذي تلعبه الاعتبارات الأولى .

2.3: سياسات التوزيع

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

2.3.1- سياسة الفائض.

2.3.2- سياسة استقرار مقدار التوزيعات.

2.3.3- سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات.

2.3.4- سياسة استقرار الأرباح الموزعة.

2.3.5- سياسة التوزيعات الإضافية.

2.3.6- تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم

يتوجب على الشركة عند قيامها بالتخطيط لسياسة توزيع الأرباح أن ترسم هذه السياسة بحيث تهدف إلى صالح الشركة نفسها وأيضاً لصالح المساهمين فيها من حملة الأسهم وأن تقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال التي قدمها حملة الأسهم (توفيق، 1975، ص361) .

وفي رأي الباحث قد تختلف رغبات المستثمرين من حيث الطريقة التي يرغبون بإتباعها من حيث آلية التوزيع والفترات الزمنية التي تتبعها الشركات لإجراء التوزيعات مما ينعكس إيجاباً أو سلباً من حيث الإقبال والإعراض عن شراء أسهم الشركات المطروحة في الأسواق وهذا الإقبال يكون مصحوباً بأثر على القيمة الاسمية لأسهم هذه الشركات.

2.3.1: سياسة الفائض

تشير سياسة الفائض إلى أن قرار التوزيع لا يخرج عن كونه توزيع للأرباح التي حققتها المنشأة بين حملة الأسهم وبين الاستثمارات المتاحة للمنشأة، فإذا كان العائد المتوقع من تلك الاستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم فلن يعترض حملة الأسهم على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات وبعد استيفاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المنشأة بإجراء توزيعات. (الحناوي، وآخرون، 2001/2002، ص406)

وتتأثر سياسة التوزيعات في الواقع العملي بشكل كبير بفرص الاستثمار ومقدار الأموال المتاحة لتمويل الفرص الاستثمارية وهذه السياسات أدت إلى تطوير ما يسمى بسياسة فائض التوزيعات والتي تعني أنه ينبغي على المنشأة إتباع خطوات محددة عندما تكون بصدد قرار إجراء توزيعات على المساهمين وتتمثل هذه الخطوات والتي ذكرها (الحناوي، العبد، 2007، ص397):

- أ - تحديد هيكل رأس المال المثالي .
- ب - تحديد مقدار الأموال المطلوبة في ظل هيكل رأس المال المثالي .
- ت - استخدام الأرباح المحجوزة في تمويل الجزء الخاص بحقوق الملاك في هيكل رأس المال المثالي .
- ث - قيام المنشأة بإجراء التوزيعات فقط في حال زاد الدخل للمنشأة عن مقدار الأموال المطلوبة .

2.3.2: سياسة استقرار مقدار التوزيعات

تبين من مناقشة سياسة الفائض أن التوزيعات النقدية التي تجريها المنشآت تختلف من فترة زمنية لأخرى، إلا أن كلاً من الإدارة وحملة الأسهم يفضلون الاستقرار في التوزيعات وهناك

العديد من الأسباب التي تدفع حملة الأسهم والإدارة إلى تفضيل سياسة استقرار التوزيعات منها على سبيل المثال : المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، حيث إن عدم استقرار التوزيعات يعد مؤشراً غير جيد عن أداء المنشأة، فعدم استقرار التوزيعات يرتبط لدى المساهمين بربحية الشركة فانخفاض التوزيعات يشير إلى انخفاض في الأرباح المتوقعة للمنشأة، أما ارتفاع التوزيعات فقد يفسر على أن الإدارة تتوقع زيادة الأرباح مستقبلاً. (الحناوي، وآخرون، 2001/2002، ص 407)

وقد تبنت الشركات في الماضي سياسة التوزيعات السنوية الثابتة أو المستقرة في شكل وحدات نقدية عن كل سهم ومن ثم تحافظ على هذا المستوى وقد تزداد هذه التوزيعات إذا ما كانت التوقعات تدل على زيادة الأرباح وأنه يمكن المحافظة على هذا المستوى الجديد أي أن القاعدة التي تسير عليها السياسة أنه لا يمكن تخفيض التوزيعات السنوية .

ويوجد نوعان من الأسباب تؤدي إلى الأخذ بسياسة التوزيعات المستقرة وتفضيلها على سياسة توزيع الأرباح المتبقية وهي :

- 1 - أن التقلب في سياسة التوزيعات يستدل منه حالة عدم تأكد عالية لدى الشركة التي تنوي التوزيع ومن ثم تنعكس على معدل العائد المطلوب ومن ثم انخفاض سعر السهم وهي حالة تختلف عن سياسة التوزيعات المستقرة .
- 2 - أن الكثير من حملة الأسهم يستخدمون التوزيعات لمواجهة الإنفاق الاستهلاكي الحالي وبالتالي يفضلون التوزيعات التي تتصف بالاستقرار (حنفي، 2002، ص 238) .

2.3.3 : سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات

يؤدي التضخم وإعادة استثمار الأرباح المحتجزة إلى زيادة مقدار الأرباح ، كما يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمين ومن ثم يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات مما أدى ذلك إلى تحويل المنشآت من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو سنوي ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد الشركة

معدل نمو مستهدف للتوزيعات وليكن 6% على سبيل المثال وتتم زيادة التوزيعات بتلك النسبة سنويا . (الحناوي وآخرون ، 2002/2001، ص408)

قد أدى احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها إلى ارتفاع أرباح الشركات لذلك لجأت العديد من الشركات إلى استبدال سياسة التوزيعات المستقرة بسياسة معدل النمو المستقر وذلك بتحديد معدل نمو مستهدف للتوزيعات وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة التوزيعات بمعدل ثابت وهو ما يتضمن دخلاً مستقراً للمستثمرين . (الحناوي، العبد، 2007، ص405).

2.3.4: سياسة استقرار نسبة الأرباح الموزعة

تشير تلك السياسة إلى استقرار نمط التوزيعات التي تجريها المنشأة ، ومن ثم فإن زيادة التوزيعات من سنة لأخرى أو انخفاضها لكن بصورة منتظمة تعد توزيعات مستقرة وقد قام لينتزر في منتصف الخمسينات بناءً على مقابلات شخصية مع المديرين للشركات العاملة في ذلك الوقت ، بتقديم إطار عملي لما تقوم به المنشآت عند تحديد سياسة التوزيعات يمكن تلخيصه في النقاط التالية :

- ا - تقوم الإدارة بتحديد نسب مستهدفة للأرباح الموزعة .
 - ب- لا تهتم الإدارة بمقدار التوزيعات، وإنما بالتغيرات التي تحدث في التوزيعات من سنة لأخرى .
 - ت - تفضل الإدارة إجراء تغييرات في التوزيعات يمكن الحفاظ عليها مستقبلاً .
 - ث - يرتبط التغيير في التوزيعات بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس بالتغيرات الطارئة .
- (الحناوي ، وآخرون، 2002/2001، ص409)

ومن الممكن أن تلجأ الشركة إلى إجراء التوزيعات بنسبة ثابتة من الربح ولكن نظراً لأن الربح غير مستقر من فترة لأخرى مما يعني أن مبلغ التوزيعات سينقلب من فترة لأخرى وفقاً للتعلم في الأرباح ويلاحظ بأن سياسة التوزيعات النقدية المستقرة للسهم أفضل للسهم من سياسة التوزيعات بمعدل ثابت من الربح . (حنفي، 2002، ص24)

2.3.5: سياسة التوزيعات الإضافية

في محاولة لبعض المنشآت لتحقيق قدر من المرونة فقد قامت بالجمع بين سياستي استقرار التوزيعات واستقرار معدل النمو، وذلك من خلال إجراء توزيعات منخفضة للسهم مستمرة ومنتظمة بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية وذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح وتناسب تلك السياسة المنشآت التي تتصف بأرباحها وتدفعها النقدي بالتقلب الشديد، حيث يمكن للمنشأة توزيع الحد الأدنى من التوزيعات في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو تظهر فيها الحاجة إلى احتجاز الأرباح لمواجهة الاستثمارات التي تحتاجها المنشأة أما في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ولا توجد حاجة لاحتجازها فيمكن للمنشأة إجراء توزيعات إضافية .

(الحناوي، وآخرون، 2002/2001، ص411)

وقد حاولت بعض المنشآت الجمع بين سياسة استقرار التوزيعات واستقرار معدل النمو وذلك عن طريق إجراء توزيعات منخفضة للسهم ولكن بصورة مستمرة ومنتظمة وإجراء توزيعات إضافية للأسهم وذلك في الفترات الجيدة التي تحقق فيها المنشأة أرباح، ومثل هذه السياسة تحقق للمنشأة قدرًا من المرونة فالمستثمر بإمكانه الحصول على دخل مستقر يتمثل في الحد الأدنى من التوزيعات فإذا كانت أرباح المنشأة وتدفعاتها متغيرة فهذه السياسة تمثل اختياراً جيداً . (الحناوي، العبد، 2007، ص406)

2.3.6 : تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم

إن أول ما ينظر إليه المستثمر عند إقباله للاستثمار في أسهم شركة ما هي العوائد التي تحققها هذه الشركة والتي تعود عليه بالنفع أو تلك السياسة التي تتبعها هذه الشركة من حيث توزيعاتها وطريقة تصرفها بهذه العوائد وكثيرة هي العوامل التي تؤثر في إقبال المساهم للاستثمار في أسهم شركة ومن هذه العوامل رغبته في الحصول مبكراً أم لا يكثرث لموعد تلك التوزيعات، أو أن يكون هذا المستثمر يعتمد على هذه التوزيعات في تسيير شؤون حياته اليومية وتلبية

مصاريفه أم هذا المستثمر أقبل على شراء هذه الأسهم فقط للمضاربة، وقد يكون هذا المستثمر يسعى إلى زيادة نسبة تملكه في أسهم الشركة وأن يكون من أصحاب القرار .
ويوجد هناك أربع نظريات حاولت تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم هي :

- 1- نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح .
 - 2- نظرية عصفور في اليد .
 - 3- نظرية أثر محتوى المعلومات أو إشارتها لتوزيعات الأرباح علي المستثمرين .
 - 4- أثر سياسة مقسوم علي مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة .
- وفيما يلي عرض لمضمون هذه النظريات وهي علي النحو التالي :

1 - نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح :

بموجب هذه النظرية التي جاء بها كل من (Miller and Modigliani 1959) فإن المستثمرين يساؤون بين الحصول علي توزيعات للأرباح وبين إعادة استثمار الشركة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلي زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، بمعنى أن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها علي توليد التدفقات النقدية الداخلة، وقد بنيت أفكار هذه النظرية علي الافتراضات الآتية :

- أ - لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار أسهم أسواق رأس المال العاملة، وأن الجميع لديهم المعلومات للأسعار ولا توجد تكاليف تمويل أو ضرائب .
- ب - التأكد التام حول مستقبل البرامج الاستثمارية ولا سيما بما يتعلق بالفوائد .
- ج - الرشيد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين .
- د - سياسة توزيعات الأرباح لا ترتبط مع سياسة الاستثمار وأن سياسة الاستثمار ثابتة لا تتغير
- ت - عدم تأثر تكلفة رأس المال بسياسة توزيعات الأرباح .

ووفقاً لنظرية مودجلياني وميلر لا توجد علاقة بين سياسة التوزيعات وسعر السهم وتكلفة الأموال للشركة ووفقاً لهذا فإن قيمة الشركة تتوقف بصفة أساسية على القوة الإرادية للشركة ومخاطر النشاط ومعنى هذا أن قيمة الشركة تعتمد على القوة الإرادية للأصول أكثر من الطريقة التي تم بها تمويل تلك الأصول أو بالطريقة التي تم بها تجزئة أو تقسيم الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز . (حنفي، 2002، ص212)

2- نظرية عصفور في اليد :

لقد تعرضت نظرية Miller and Modigliani للعديد من الانتقادات التي كان من أهمها الانتقاد الذي وجهه للافتراض الذي قامت عليه النظرية، ويفيد بأن الشركة تعمل في ظل المنافسة التامة مما يسمح باستنتاج مفاده استقلال سياسة الاستثمار عن سياسة توزيعات الأرباح، ويلاحظ أن استقلال سياسة الاستثمار غير واقعي، وذلك بسبب عدم مرونة عرض الأموال فضلاً عن عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية لكي يمكن تصور مدى رشد إدارة الاستثمار، ناهيك عن عدم موضوعية افتراض وجود تكاليف تمويل أو ضرائب ونتيجة لهذه الانتقادات صاغ الأفكار التي جاءت بها نظرية لا علاقة للتوزيعات بالأرباح، عرفت بنظرية عصفور في اليد وتشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية، إذ ترى هذه الأفكار أن توزيعات الأرباح تؤثر في نسبة العائد المتوقع من قبل المستثمرين. (نور، الفضل، 2003، ص184-185)

في ظل افتراضات مبسطة أثبت جوردون أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمنشأة حتى عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة نظراً لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد . (الحناوي، العبد، 2007، ص376)

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

طبقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون لأي تغييرات في سياسة التوزيع عن طريق الشركة كإشارة لتوقع الربح بوساطة إدارة الشركة، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً بمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح - بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المال، ومع ذلك فإنهم يؤكدون أن زيادة مقسوم الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة الشركة على أنها تتوقع نمواً كبيراً في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضاً، أي أن المعلومات هذه (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا تؤثر في سعر السهم. (نور، الفضل، 2003، ص 184-185)

عندما وضع مودجلياني وميللر نظريتهما حول عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيعات وقيمة السهم وتكلفة الأموال افتراضاً أن كلاً من المدراء والمستثمرين متمائلين من حيث المعلومات الخاصة بسلسلة الأرباح والتوزيعات المستقبلية ووفقاً لوجهة نظر مودجلياني وميللر فإن رد فعل المستثمرين إزاء التغيير في سياسة التوزيعات ليس بالضرورة مؤشر على تفضيل المستثمرين للتوزيعات على احتجاز الربح ورغم الحقيقة المعروفة بأن التغيير في أسعار الأسهم ما هو إلا نتيجة لقرارات التوزيع للأرباح إلا أنها من وجهة نظر مودجلياني وميللر ما هو إلا نتيجة لمعلومات هامة يستدل منها على الإعلان عن توزيعات ملائمة. (حنفي، 2002، ص 228-229)

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

من النظريات المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح التي يثار حولها الجدل المستمر، نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهمها، والتي تجعل لسياسة توزيعات

الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية لأسهم الشركات فطبقاً لهذه النظرية، فإن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من توزيعات الأرباح، في حين لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات الأرباح كدخل جار ويفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من أرباح المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجياً لبيع أسهمهم من جهة ومن جهة أخرى انتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح يؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها واستناداً إلى ذلك، فإن المساهمين الراغبين بتوزيعات الأرباح العالية سوف يشترون أسهماً في الشركات من هذا النوع، في حين يشتري المساهمين ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهماً في الشركات من النوع الثاني، وعلى أساس ذلك، يتوزع المساهمون على الشركات، في ضوء أفضليتهم للدخول الجارية والمستقبلية، وتؤثر الحالتان السابقتان في ارتفاع أو انخفاض سعر السهم للشركة. (نور، الفضل، 2003، ص184-185)

2.4: تقييم الأسهم ومحددات سعرها السوقي

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

2.4.1 - تقييم الأسهم

2.4.2 - محددات سعر السهم السوقي

2.4.1: تقييم الأسهم

إن أسهل طريقة في تعريف الأسهم العادية أنها توصف بالملكية لشركة عامة فعندما يقوم مستثمراً ما بشراء سهماً في شركة باديكو على سبيل المثال فإنه حينئذ تملك جزءاً صغيراً من شركة باديكو.

فهذه هي الملكية بأسهل معانيها فملكك للسهم في باديكو يعني أنك تملك جزءاً من كل مكتب، عقد، ماركة مسجلة لدى باديكو بل أن لك الحق في المشاركة في كل ربح يدخل على الشركة

بمقدار ملكيتك وكلما اشتريت أكثر كلما كان ملكيتك أكبر وهكذا، والخاصة أن الأسهم تمثل حقوق ملكية الأفراد في شركة من الشركات العامة وسبب ذلك أن الشركات من أجل احتياج رأس المال لاستخدامه في تجارتها تصدر هذه الأسهم فالمستثمرون الذين يشترون هذه الأسهم يصبحون الملاك لهذه الشركات وأن ملكية الأسهم العادية تعني حق التصويت عن كل سهم مملوك فعلى سبيل المثال إذا أصدرت شركة مائة سهم فكل سهم يعني ملك واحد في المائة من الشركة فمن يملك عشرة أسهم له حق التصويت بمقدار عشرة بالمائة من إجمالي التصويت لأنه يملك عشرة أسهم وعن طريق التصويت يمكن للمساهم أن يؤثر في مسار الشركة واتجاه إدارتها والتصويت على أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي التأثير في الناتج العام للشركة بحيث يؤدي في النهاية إلى التأثير في أسهم الشركة المملوكة صعوداً أو نزولاً وفي رأي الباحث كثيرة هي مصادر وأسباب ربح شركات المساهمة والتي تكون ذات تأثير مباشر على قيمة الأسهم وإقبال الجمهور على اقتناء هذه الأسهم ولكن في الغالب تأتي مكاسب الأسهم من مصدرين كما ذكر (يلول، 1988، ص 31-32)

1- ما تدفعه الشركة من صافي الأرباح في شكل نسبة عدد الأسهم إلى صافي الأرباح

2- يبيع هذه الأسهم بسعر أعلى في السوق (تحقيق أرباح رأسمالية)

يعتبر تقييم السهم من أهم أدوات الاستثمار لأنه على أساسها يتخذ المستثمر القرارات الاستثمارية ونظراً لهذه الأهمية فعلى المستثمر أن يولي هذا الموضوع جل اهتمامه.

إن تقييم الأسهم دائماً في تغير حتى أن أكثر الناس خبرة ومعرفة في الأسهم قد يخونه السوق ويتجه باتجاه معاكس لتوقعاته وأن أكثر المحللين يعتمدون على تاريخ اتجاه السوق في أوضاع متشابهة ومن ثم يتوقعون أن يسلك السوق نفس المسلك الذي سلكه في تاريخ سابق لاشك أن القانون الأساسي في تحرك الأسهم صعوداً وهبوطاً كأى سلعة تجارية هو العرض والطلب، فالعرض والطلب هو ما يحرك سعر السهم في السوق لكن هناك عدة قيم تسند للسهم فهناك القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم .

1 - القيمة الاسمية :

القيمة الاسمية للسهم هو سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم في بداية نشأته ويوضع هذا السعر على شهادة السهم مطبوعاً في الأمام والقيمة الاسمية للسهم في العادة لا ترتبط بسعر السهم في السوق وعادة تكون القيمة الاسمية صغيرة من دولار إلى خمسة دولارات وربما تتغير القيمة الاسمية عند تفسير السهم إذا شاء مجلس الإدارة أن يفعل ذلك. (يلول، 1988، ص31-32).

وهذه كما سبق تعريفها عبارة عن المبلغ الذي يتحدد على شهادة السهم ذاتها ، وهي التي على أساسها يتم تسجيل أسهم رأس المال المصدر والمدفوع في الدفاتر في معظم الأحوال، وتقتضي بعض التشريعات بأن لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن مبلغ معين، هذا وقد تختلف القيمة الاسمية عن القيمة السوقية أو القيمة الدفترية للسهم اختلافاً بيناً (مرعي، 1993، ص346).

2 - القيمة الدفترية :

على عكس القيمة الاسمية القيمة الدفترية تتغير و القيمة الدفترية هو ما يتوقع حامل السهم أن يحصل عليه في حال تصفية الشركة والقيمة الدفترية يمكن حسابها بمعرفة الفرق بين أصول الشركة بما في ذلك الأصول الثابتة والمتحركة والنقدية وبين ديونها بما في ذلك قروضها والرواتب والالتزامات للممولين الخ ومن ثم يقسم هذا الفرق على عدد الأسهم.

القيمة الدفترية هي عبارة عن حقوق الملكية، أو صافي الأصول كما تظهرها دفاتر الشركة، بالنسبة لكل نوع من أنواع الأسهم المصدرة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة من هذا النوع فإذا كانت الأسهم المصدرة من نوع واحد فإن القيمة الدفترية للسهم يمكن الحصول عليها بسهولة عن طريق قسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم، أما إذا كانت الأسهم من أكثر من نوع فيلزم الأمر تحديد حقوق ملكية لكل نوع على أساس الحقوق والامتيازات المقررة لكل منها، ثم تتحدد القيمة الدفترية بعد ذلك بقسمة حقوق ملكية كل نوع من أنواع الأسهم على عدد الأسهم المصدرة والقائمة منها .

ويتم ذلك في العادة على أساس افتراض تصفية الشركة بالقيمة الدفترية لصافي أصولها ، بمعنى أن فائض التصفية المفترضة على الالتزامات يساوي حقوق الملكية . (مرعي، 1993، ص344) .

3- القيمة السوقية :

إن أكثر قيمة معروفة لدى الناس هي القيمة السوقية وهي قيمة السهم في السوق وهي تتأثر كما سبق بالعرض (عدد الأسهم المتوفرة للمستثمرين) والطلب (عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها) ويستطيع المستثمر معرفة قيمة السهم السوقية عن طريق الجرائد اليومية أو الإنترنت وعادة ليس هناك علاقة مباشرة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم وإن ثبت في بعض الدراسات بوجود تلك العلاقة ولكن تلك الدراسة تعد شاذة عن القاعدة القائلة بعدم وجود علاقة.

وهي عبارة عن السعر الذي تتداول به أسهم رأس المال في سوق الأوراق المالية، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب في سوق السلع وفي سوق النقود، وربحية الشركة بالمقارنة بالشركات الأخرى، والقيمة الدفترية للسهم، وتعتبر القيمة السوقية للسهم أهم القيم من وجهة نظر المستثمر ، كما أنها تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية (صافي الأصول) كما تتحدد بالعوامل الاقتصادية المحيطة، هذا وتتأثر القيمة السوقية تأثراً كبيراً بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على أسهم رأس المال وبمدى دوريتها وانتظامها وكلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم .(مرعي، 1993، ص345)

2.4.2: محددات سعر السهم السوقي

سعر السهم في السوق المالية مثله مثل بقية السلع الأخرى يتحدد بقوى العرض والطلب في السوق نفسها حيث أن قيمة السهم تتوقف على أعلى سعر يرغب المشترون في دفعه كقيمة للسهم وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمناً له وأن ما يكون الناس على استعداد لدفعه مقابل سهم معين يتوقف بشكل كبير على مكاسب الشركة التي تحققها في السنة وهذا يشمل فقط ليس ما حققته الشركة خلال هذا العام فحسب وإنما ما حققته في الأعوام السابقة وحتى الآن وما يتوقع أن تحققه الشركة في غضون الأعوام القادمة ويلعب عامل ما ستحققه الشركة من مكاسب في الأعوام القادمة دوراً بارزاً في تحديد قيمة سعر السهم في المستقبل . (يلول، 1988، ص36-37)

١ - العوامل التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية :

تتسم أسعار الأوراق المالية بشيء من الحساسية، حيث تتأثر بعوامل عديدة فضلاً عن عاملي العرض والطلب الطبيعيين اللذين يؤثران في أسعارها تأثيراً مباشراً فهناك عوامل أخرى لها أثرها في تلك الأسعار، تؤدي إلى رفعها أو خفضها وفقاً للأحوال، ومن أمثلتها ما يروج من إشاعات عن زيادة رؤوس أموال بعض الشركات أو تخفيضها، وما يذاع عن أرباح الشركات زيادةً أو نقصاناً، وما ينشر من أخبار ومعلومات تؤثر على أعمال المنشآت المصدرة للأوراق المالية (كتوقع فرض رسوم إضافية على إنتاجها أو خفض للرسوم الجمركية على ما يرد لها من خامات أو سلع وسيطة وما يشاع عن حالتها المالية بصفة عامة) كذلك تتأثر أسعار الأوراق المالية في البورصة بما ينشر من أخبار سياسية محلية أو دولية، وما يتوقع من حروب أو سلام، وكذلك بكل ما من شأنه أن يوحي بالقلق أو الاستقرار مما يؤثر تأثيراً بالغاً على أسعارها هبوطاً أو ارتفاعاً. (عساف، 1987، ص376)

وفي رأي الباحث تمثل القيمة السوقية المرآة التي تعكس إنجازات الشركات ومدى تطبيقها للسياسات التي سبق وتم التخطيط لها ولكن القيمة السوقية للسهم لا يقتصر المؤثر في

قيمتها علي السياسات المطبقة أو الإنجازات المعمولة، وعند تتبعنا نتيجة الدراسات والأبحاث التي قام بها المعنيون يمكننا أن نخرج بأربعة نقاط هامة تؤثر بشكل مباشر في سعر السهم السوقي . (الحناوي، 2000، ص 207-209)

1- لا يحتاج المستثمرون إلى اتفاق عام حول القيمة المناسبة للسهم والتنبؤ بهذه القيمة سوف يختلف من مستثمر إلى آخر عند اتخاذ القرار بقيمة سهم أو أكثر إلى محافظهم المالية وكذلك ليس من هدفنا أن يتم تحديد سعر التوازن للسهم على أنه القيمة التي يرغب المستثمر في دفعها لامتلاك السهم، ولكن سوف نشير إلى هذا السهم بأنه القيمة العادلة أو المحورية للسهم .

2- السعر السوقي الحالي لا يمثل إجماع السوق حول القيمة المحورية، ولكنه يعكس رأي المستثمر الحدي وهو المستثمر الذي يرغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره ولو بشكل ضئيل عن السعر الحالي .

3- يعكس ميل منحنى الطلب درجة تماثل آراء المستثمرين حول خصائص الورقة المالية (السهم) ، فعندما تتباين آراء المستثمرين حول خصائص السهم سوف ينحدر منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص فسوف يكون منحنى الطلب أفقياً، وبغض النظر عن منحنى العرض، فسوف يسود سعر واحد للسهم، ومن ثم فإن المدى الذي يمكن أن يتفق المستثمرون على سعر واحد للسهم يتوقف على ما يحوزونه من معلومات، فإذا كانت المعلومات مكلفة وغير متاحة لكل المستثمرين، فسوف ينشأ عن ذلك أن ينحدر منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل بدرجة ميل معينة .

4- أسعار التوازن وأسعار المتاجرة في سوق الأسهم وهي سوف تتغير فقط عند :

ا - ورود معلومات جديدة إلى السوق تؤدي إلى انتقال منحنى الطلب .

ب - تغير الكمية المعروضة من الأسهم (على افتراض أن آراء المستثمرين مختلفة وليست

متماثلة فيما بينها)

و يمكن أيضاً ذكر أهم العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم والتي يكون لها انعكاس واضح وملحوس على الأسهم وقيمتها المتداولة في السوق كما ذكرها (خلف، 2006، ص206-208)

1- قيمة السهم الدفترية، إذ غالباً ما لا تكون هنالك علاقة ذات أهمية بين قيمة السهم الدفترية وقيمتها السوقية، أي أن زيادة قيمة السهم الدفترية لا ترتبط بزيادة قيمته السوقية بشكل يمكن الاعتماد عليه كما ورد من خلال بعض الدراسات.

2- توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة، وهذه في حالة القيام بها والناجمة عن الأرباح التي تحقّقها الشركة نتيجة نشاطها ونجاحها في عملها، والتي يتقرر توزيعها تؤدي إلى التأثير إيجابياً على القيمة السوقية للسهم العادي، بحيث ترتفع نتيجة لذلك، في حين أن عدم توزيع الشركة أرباح على الأسهم العادية، وبالذات عندما يرتبط هذا بضعف نشاط الشركة وعدم تحقيقها أرباح تؤدي إلى التأثير سلباً على القيمة السوقية للسهم العادي، حيث تنخفض القيمة هذه بسبب ذلك.

3- التوقعات بخصوص مستقبل الشركة والمستندة إلى مركزها فإذا كانت متفائلة بخصوص الشركة استناداً إلى قوة مركزها المالي ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر مستقبلاً كلما أدى ذلك إلى زيادة القيمة السوقية للسهم العادي في حين أن ضعف المركز المالي للشركة وتدني نشاطها وضعف قدرتها على تحقيق أرباح أكبر لاحقاً يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي .

4- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبطة بمجموع العوامل السابقة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على العرض وتزداد القيمة السوقية للسهم العادي، ويحصل العكس عندما تتحقق زيادة في عرض السهم على الطلب عليه فإن قيمته السوقية تنخفض .

5- حالة الاقتصاد، أي الحالة الاقتصادية العامة والتي تمثلها حالة النشاطات الاقتصادية والتي يعتبر مؤشرها الناتج والدخل القومي، حيث يعزى التوسع والانتعاش الاقتصادي الذي يصاحب النمو في الاقتصاد والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على السهم العادي وتزداد

قيمته في السوق نتيجة لذلك، في حين أن الركود والانكماش الاقتصادي يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية والذي يقود إلى انخفاض الطلب على السهم العادي وتخفض قيمته في السوق بسبب ذلك .

هذا وفي رأي الباحث، فإنه يجب ملاحظة كيف أن القيمة التي يحددها المستثمر لسهم معين سوف تختلف عن سعر المتاجرة أي ذلك السعر الذي يتم به شراء وبيع السهم داخل السوق، إذا ما كان المستثمر يستحوذ على معلومات أقل أو أكثر من متوسط المعلومات المتداولة عن السهم في السوق فإن المستثمر الرشيد هو ذلك الذي يحاول تحديد لماذا تختلف تقديراته عن سعر السوق وهل ذلك يرجع إلى استحوازه على معلومات أفضل أو أسوء من المعلومات المتاحة في السوق .

وعلى الرغم من تعدد العوامل التي تؤثر على سعر الورقة المالية بسوق الأوراق المالية فإن محصلة تلك العوامل في النهاية هي قوى العرض والطلب ويتم تسعير الورقة المالية طبقاً للمبدأ الذي يعرف بالتسعير الحدي وفيما يلي أهم العوامل التي يتحدد على أساسها قيمة الورقة المالية كما ذكرها (مطاوع، 2005، ص493-494)

1 - العرض والطلب :

تؤثر العوامل المختلفة مثل ربحية الشركات، التغيرات في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدلات التضخم على أسعار الأسهم من خلال تأثيرها على مقدار المعروض من الأسهم أو حجم الطلب عليها فعلى سبيل المثال تؤثر الزيادة في أرباح الشركات بشكل إيجابي على سعر السهم حيث يزداد الطلب على أسهم الشركات الربحة بينما يؤدي انخفاض تلك الأرباح إلى انخفاض أسعار الأسهم حيث ينخفض الطلب عليها ويزداد المعروض منها نتيجة قيام حملة تلك الأسهم ببيع ما لديهم من أسهم تلك الشركات .

2 - التسعير الحدي :

تختلف الأسهم عن باقي السلع التي يتم تسعيرها خاصة فيما يتعلق بمقدار العرض الكلي للأسهم فالمعروف أن عدد الأسهم التي أصدرتها الشركات يتسم بالثبات النسبي نظراً لأن الزيادة في هذا المعروض من جانب الشركات المصدرة تتم على فترات متباعدة وبكميات محدودة وعندما كانت تلك الأسهم التي يتم الاحتفاظ بها لدا المستثمرين فإن سعر السهم بالسوق يمكن النظر إليه باعتباره أقل سعر يمكن أن يصل إليه السهم لإقناع أحد المستثمرين بالاستمرار في الاحتفاظ به دون أن يقوم بعرضه للبيع في سوق الأوراق المالية ويعرف المستثمر الذي يحتفظ بأخر سهم من تلك الأسهم بالمالك الحدي أي آخر مالك من ملاك الأسهم يحرص على الاستمرار في امتلاك السهم دون أن يقوم بعرضه للبيع بالسوق المالية.

تعتمد عملية تقييم الأسهم العادية على مفهوم القيمة الحالية ومعدل الخصم بالنظر إلى متوسط الإيرادات حيث يعتمد معدل الخصم على درجة كفاءة الاستثمار أي أنه من الصعب أحياناً التنبؤ بالإيرادات والنفقات المستقبلية لبعض الشركات إذا كانت غير مستقرة الأوضاع ومن هنا يلاحظ أن معدل الخصم يتوقف على نوعية الاستثمار ودرجة مخاطرته فكلما زاد معدل المخاطرة ارتفع معدل الخصم وبالتالي عملية تقييم الأسهم تتأثر ببعض العوامل ذكر منها (صيام، 2003 ، ص124-128)

1 - متوسط الإيرادات :

بحيث نحسب الإيرادات على مدار عدة سنوات ولكن على أن تكون الإيرادات متقاربة وبعد ذلك نحسب الوسط الحسابي لحصة السهم الواحد من الإيرادات السنوية .

2 - اتجاه الإيرادات :

مما يؤخذ على طريقة متوسط الإيرادات أنها لا تأخذ بعين الاعتبار اتجاه الإيرادات وهذا أمر مهم لأنه يعني الكثير بالنسبة للمستثمر فلا يكفي أن يكون المتوسط كبيراً وإنما يجب معرفة اتجاه هذه الإيرادات فقد يكون متناقصاً أو متزايداً .

3 - التنبؤ بالإيرادات :

تعتمد هذه الطريقة على التنبؤ بحجم المبيعات والمشتريات ومصاريف الدعاية والإعلان وما إلى ذلك بالإضافة لتوقع الظروف التي قد تسود مستقبلاً سياسياً واقتصادياً كالركود أو الراج بالاعتماد على الطرق الإحصائية لدراسة ظاهرة معينة .

2.5: أثر التوزيعات على تقييم الأسهم

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

2.5.1- تقييم الأسهم في الحالات الأربعة للتوزيعات

2.5.2- نماذج متقدمة في تقييم الأسهم العادية

2.5.1 الحالات الأربعة للتوزيعات

مدخل التوزيعات يعتبر أكثر المداخل استخداماً لتقييم الأسهم ويتطلب هذا المدخل قيام المحلل المالي بتقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل، وكذلك تقدير معدل العائد المطلوب، يضاف إلى ذلك تحديد عدد الفترات أو السنوات التي من المتوقع أن تستمر التوزيعات خلالها ويوجد أربعة حالات للتوزيعات ذكرت على النحو التالي (حناوي، آخرون، 2002/2001 ، ص213)

1 - التوزيعات المتوقعة كأساس لتقييم الأسهم :

إن قيمة أي أصل من الأصول سواء الحقيقة أو الأصول المالية تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحققها الأصل في المستقبل وهكذا فإن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن التدفقات النقدية المتوقعة سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر (الحناوي، 2000، ص196).

ب - قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة :

قد يحدث في بعض الحالات بأن لا يتوقع المستثمرون أن تتغير قيمة التوزيعات مما يعنى أن التوزيعات سوف تظل ثابتة من سنة لأخرى وأن قيمة التوزيعات في السنة السابقة تتساوى مع قيمتها في السنة الحالية بالتالي فإن تقييم السوق لهذا السهم يكون أقل من قيمته الحقيقية وتنعكس بالأثر السلبي على قيمته السوقية (الحناوي، 2000، ص197) .

إن الدراسة الفاحصة لمعدلات توزيع الأرباح تظهر أن معظم الشركات تحاول أن يكون مستوى الأرباح الموزعة لديها ثابتاً ربما في شكل جنبيات ومليمات، في حين أن العدد القليل من الشركات يتبع سياسة توزيع أرباح بنسبة من الأرباح المحققة الأمر الذي يعني تقلب الأرباح الموزعة بالجنبيات صعوداً أو هبوطاً وهناك عدد آخر يوزع مبلغاً محدداً ثابتاً يضاف إليه زيادات توزع على حساب الأرباح المحققة (الهورى، 1985، ص184-185).

ث - قيمة السهم في حالة التوزيعات ذات النمو الثابت :

في الحياة العملية يتوقع المستثمرون عادةً أن تنمو توزيعات معظم الشركات مع مرور الأيام على اعتبار توسع الشركة وزيادة استثماراتها وفي حين تختلف معدلات النمو من شركة لأخرى ومن قطاع لقطاع إلا أن المستثمرون يتوقعون بالعادة أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو إجمالي الناتج القومي إن لم يتساوى معه . (الحناوي، 2000، ص199)

وهكذا فإنه في ظل نموذج التوزيعات ذات معدل النمو الثابت فإنه يتوقع التالي :

- أن تنمو التوزيعات إلى ما لا نهاية بمعدل نمو ثابت .
- أن يزداد سعر السهم بنفس نسبة النمو .
- عائد التوزيعات متوقع أن يكون ثابت .
- عائد الأرباح الرأسمالية المتوقع ثابت أيضاً ويساوي معدل النمو .
- إجمالي معدل العائد المتوقع يكون هو حاصل جمع كل من عائد التوزيعات وعائد الأرباح الرأسمالية . (الحناوي، 2000، ص204)

تقوم كثير من المنشآت بتوزيع نسبة من أرباحها على المساهمين وتحتجز الباقي من الأرباح المحققة لإعادة استثماره وهذا الاستثمار الإضافي يترتب عليه زيادة الأرباح المحققة في المستقبل وبالتالي زيادة الأرباح الموزعة وإذا كان معدل التوزيعات للأرباح ثابتاً فإن معدل نمو توزيعات الأرباح أيضاً سيكون مساوياً لمعدل الزيادة في الأرباح المحققة وعلى الرغم من سهولة التقييم برسلمة الأرباح الموزعة إلا أنها نادرة الحدوث حيث تفترض عدم حدوث نمو في مقدار الأرباح الموزعة وفي هذه الحالة فإن قيمة السهم العادي تحتسب بقسمة الأرباح الموزعة عن سنة واحدة على معدل العائد على الاستثمار المطلوب (الراوي، وآخرون، 2005، ص98)

ت - قيمة السهم في حالة النمو الذي لا يتسم بالثبات :

تمر دورة حياة مشروعات الأعمال عادة بعدة مراحل للنمو حيث تنمو هذه المشروعات في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو المشروع مع معدل نمو الاقتصاد ثم تبدأ معدلات نمو المشروع في التناقص (في بعض الحالات تكون معدلات النمو سالبة) وهكذا يتضح أنه لو كان معدل النمو لا يتصف بالثبات فإن ذلك معناه أن يحدث نمو في التوزيعات بمعدل معين في الفترة الأولى (فترة النمو الذي يزيد عن المتوسط) ثم بمعدل مختلف في الفترة التالية .
(الحناوي، 2000، ص204)

ومن الطبيعي أن يتغير مقدار الأرباح الموزعة عاماً بعد عام بسبب وجود فائض أو عجز في النقدية مما يؤثر على سياسة توزيع الأرباح والطريقة المبسطة لتقييم الأسهم العادية في هذه الحالة وهذا الموقف هو التوصل إلى متوسط الأرباح الموزعة للسنة الواحدة ورسمتها باستخدام معدل العائد المرغوب لكي يتيح تقدير القيمة الجارية للسهم ومن الطبيعي أيضاً أن يزداد معدل العائد المطلوب إذا كان من المتوقع تقلب الأرباح الموزعة بدرجة كبيرة وبالتالي نقص القيمة المقدرة للسهم أي القيمة الحالية والعكس في حالة تقلبات كبيرة في الأرباح الموزعة لأن ذلك سيؤدي إلى نقص معدل العائد وبالتالي زيادة قيمة السهم العادي (الراوي، وآخرون، 2005، ص 97-98)

2.5.2 نماذج متقدمة في تقييم الأسهم العادية:

تتعدد أساليب التقييم المستخدمة لتحديد قيمة المنشأة وبالتالي سعر السهم والجدير بالذكر أن هذه الأساليب تعطي نتائج متباينة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن كل أسلوب يقوم على افتراضات ومفاهيم مختلفة إلى إهمال بعض الجوانب في عملية التقييم ، وفيما يلي مجموعة الأساليب (المداخل) التي يمكن استخدامها في عملية التقييم وهي كما ذكرها (الحناوي، 2000، ص214- 215)

أولاً : طريقة القيمة الدفترية :

من المؤكد أن القيمة الدفترية لا تعكس القيمة الحقيقية لأسهم الشركة، فمثلاً ما جدوى أن تكون أصول إحدى الشركات تبلغ مائة مليون دولار وتحقق هذه الشركة خسائر، ولأن أسلوب القيمة الدفترية يعتمد على التكلفة التاريخية للأصول فهو يهمل النمو والتوسعات التي حدثت بالشركة أو المتوقع أن تحدث في المستقبل، كما أيضا يهمل الحالة الفنية للأصول والتغيرات في الأسعار ومعدلات التضخم، لذلك يكاد يجمع الخبراء على استبعاد هذا الأسلوب عند تقييم الشركات وعلى وجه الخصوص عمليات التقييم لأغراض نقل الملكية والخصخصة .

ثانياً : طريقة القيمة السوقية:

تتمثل الفكرة الأساسية لهذا الأسلوب ،في إيجاد القيمة السوقية لكل أصل من أصول الشركة وبالتالي يمكن تحديد قيمة حقوق الملكية بطرح الالتزامات المختلفة من القيمة السوقية للأصول غير أن هذا الأسلوب يهمل حقيقة أن قيمة المنشأة ككل قد تزيد عن المجموع الحسابي للتقييم السوقية للأصول فيما يعرف باسم أثر التفاعل المتبادل والذي يرجع إلى عوامل عديدة مثل الشهرة، الربحية، وطبيعة عمليات الشركة، هذا بالإضافة إلى أن أسلوب القيمة السوقية يواجه صعوبات منها :

- 1- صعوبة تحديد القيمة السوقية لكل أصل فالأمر يتطلب ضرورة وجود أصل مشابه وله نفس الحالة الفنية وهذا من الصعب حدوثه .
- 2- يهمل هذا الأسلوب قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في الماضي ، واحتمالات تحقيق ذلك في المستقبل .
- 3- يتطلب هذا الأسلوب ضرورة وجود سوق نشطة يمكن أن تعكس القيمة الحقيقية للأصل، لذا يرى الخبراء أن هذا الأسلوب غير ملائم في الواقع لتقييم الشركات المستمرة وإن كان يمكن تطبيقه على الشركات عند التصفية .

ثالثا : طريقة القيمة الحالية:

تقوم طريقة القيمة الحالية على أساس خصم التدفقات المتولدة من عمليات المنشأة بمعامل خصم ملائم يعكس درجة الخطر الذي تتعرض له الشركة خلال فترة زمنية معينة، وهو ما يتناقض مع مبدأ استمرارية الشركة، كذلك فإن القيمة الحالية سوف تتأثر بالفترة التي يغطيها التقييم، ناهيك عن الصعوبات التي ترتبط بتحديد الفترة الزمنية للمشروع ككل أو لأحد أصوله. وتعتمد طريقة القيمة الحالية على توافر بيانات عن التدفقات النقدية السنوية، بالإضافة إلى معدل مناسب للخصم، وفي هذا الصدد فإنه يتم استخدام معدل العائد المطلوب بالطريقة السابق الإشارة إليها.

2.6: التغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم

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

2.6.1- عائد السهم العادي

2.6.2- مؤشرات ومقاييس عائد السهم

2.6.3- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه وزمن تحقيق الأرباح

2.6.1 - عائد السهم العادي

دخل السهم أو عائده هو ما توزعه الشركة من أرباح وعادة توزع هذه الأرباح عن كل سهم وعائد السهم هو النسبة المئوية من الأرباح الناتجة عن شرائك السهم والمقصود بالسهم هنا هو السهم العادي ويمكن قياس عائد السهم بأحد المقاييس التالية كما ذكرها (رمضان، 1998، ص59-61)

أ - نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة :

وهو أحد مقاييس خصائص الأسهم العادية أو مقاييس السوق ويتم استخراجها بقسمة صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام وتسعى الشركات جهداً لزيادته لأنه يلعب دوراً مهماً في تحديد سعر السهم حيث أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر في عين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم .

ب - نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

وهو مقياس آخر من مقاييس السوق أو خصائص الأسهم ويقاس ما سوف يحصل عليه المساهم من نفود أي الأرباح لقاء وجود هذا السهم في محفظته ويمكن استخراجها بقسمة الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية وليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة مع نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وذلك لأنه غالباً ما توزع الشركة جزء من الأرباح التي تحققها وتستبقى الباقي على شكل احتياطات أو أرباح مدورة لذا فمن المتوقع أن يكون نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة أقل من نصيبه من الأرباح المحققة في العادة .

ت - الربيع الجاري للسهم :

وهو مقياس مهم جداً في عملية تقييم السهم من وجهة نظر المستثمر حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي سيدفعه المستثمر ثمناً للسهم (إذا أراد شراءه) على توليد ربح ويقاس حسب الآلية التالية وتكون بقسمة نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للسهم .

والعلاقة بين ربيع السهم الجاري والقيمة السوقية له علاقة عكسية وهذا يعني أنه إذا زادت القيمة السوقية له نقص ريعه الجاري وفي العادة يتماشى ربيع السهم الجاري مع معدلات الفائدة على السندات فإن ارتفعت معدلات الفائدة على السندات يقبل الناس على بيع الأسهم وشراء السندات فتتخفص القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة العرض فيرتفع الربح لأن نصيبه من الأرباح الموزعة يبقى ثابتاً خلال السنة .

ث - الربيع لفترة الاقتناء :

عندما يفتني المستثمر سهماً كان قد اشتراه بثمن معين ثم يبيعه بعد ذلك فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هو: سعر البيع مطروحاً منه سعر الشراء مضافاً إليه ما يكون قد قبضه من أرباح أو فؤاد خلال الفترة مقسوماً على سعر الشراء وهذا المقياس يعتبر من أكثر مقاييس العائد دقة.

2.6.2 مؤشرات ومقاييس عائد السهم

نظراً لأن العائد لا يؤثر فقط على الدخل الذي يتحقق نتيجة للسهم العادي وإنما على قيمة السهم في السوق ويوجد هناك عدة مؤشرات ومقاييس يتم استخدامها لقياس عائد السهم العادي ومن أهمها كما ذكرها (خلف، 2006، ص213-218)

ا - نصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة :

وهذا المقياس يؤدي دوراً هاماً وأساسياً في تحديد سعر السهم (قيمته) وتحاول الشركات المساهمة عادة العمل بكل جهودها على رفع هذا النصيب أو الحصة للسهم العادي من الأرباح الموزعة لأنه يعتبر محدد أساسي للمستثمر عندما يتخذ قراره بالاستثمار في أي سهم عادي من عدمه .

ب - نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

وهذا مهم بشكل خاص للمستثمرين اللذين يكون هدفهم الأساسي الحصول على دخل يوفر لهم متطلبات عيشهم ويلبي احتياجاتهم ، ولذلك يعتمدون عليه بشكل مهم في استثماراتهم في الأسهم العادية، حيث كلما زاد هذا النصيب للسهم العادي كلما زادت استثماراتهم، وبالعكس، أي أن اهتمامهم بنصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة يفوق اهتمامهم بنصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة .

ت - الربح الجاري للسهم العادي :

الذي يعتبر مؤشر لعائد السهم العادي وهو من أهم المقاييس التي قد تمكن المستثمر من الإقبال أو العزوف عن شراء سهم معين حسب اعتبارات خاصة لدى المستثمر والذي يمكن

حسابه كالتالي الربح الجاري = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة

القيمة السوقية للسهم العادي

ث - الربح خلال فترة الافتناء والحياسة :

و يتحقق للمستثمر في السهم العادي خلال فترة الاحتفاظ بالسهم أي حيازته والذي يمكن

حسابه كالتالي الربح = (سعر البيع - سعر الشراء) + المستلم من الأرباح

سعر الشراء

ح - قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع :

وهي القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها مقابل حيازته للسهم ، أي شراؤه والاحتفاظ به كاستثمار له، من أجل أن يعطيه العائد الذي يرغب (يتوقع) الحصول عليه مقابل استثمار أمواله في السهم العادي .

2.6.3 العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه وزمن تحقيق الأرباح

1- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه :

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وتكون هذه الحركة دائمة وتدل على فاعلية إدارة الأموال فعندما يتوقع المستثمرون أن هناك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فإنهم يقدمون على اقتناء أو شراء الأسهم وبالتالي تزداد العلاقة ما بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية مع ثبات العوامل الأخرى باستثناء العوامل التي لا يمكن للمنشأة السيطرة عليها . (هندي ، 1997 ، ص39)

2 - العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح :

كما هو معروف أن العلاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وصافي الربح المتوقع وهذه العلاقة تكون عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح ومثال على ذلك إذا تم التوقع بأن يكون هناك توزيع ربح فوري فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو تم توزيع الربح بعد شهر أو سنة أو إذا تم التوقع بأن كشف الدخل عن فترة ثلاثة أشهر يحتوي على أرباح فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو احتوى كشف الدخل على الأرباح بعد سنة أو أكثر وبالتالي كلما زادت فترة تحقيق الأرباح كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم (هندي، 1997، ص40) .

الفصل الثالث
الأسواق المالية

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

3.1 المبحث الأول : نشأة وتكون الأسواق المالية .

3.2 المبحث الثاني : هيكلية الأسواق المالية .

3.3 المبحث الثالث : آلية التعامل في الأسواق المالية .

تعكس سوق الأوراق المالية صورة حقيقية لأداء اقتصاد ما، فحالة الأداء الاقتصادي الجيد وتحقيق معدل نمو جيد تخلق سوق مال قوية، والعكس صحيح، ونلمس هذه العلاقة من خلال الاطلاع على بورصات كل من الدول المتقدمة والنامية، ففي الدول النامية تسمى بورصاتها بالبورصات الناشئة، وهي عادة ما تكون ذات عدد محدود من الشركات، وكذلك حجم رؤوس الأموال المتداولة بينما في الدول المتقدمة الوضع مختلف، حيث يسجل بسوق الأوراق المالية عدد كبير من الشركات، وتبلغ رؤوس الأموال المتداولة بها مليارات الدولارات، وعادة ما تجذب الاستثمارات الأجنبية .

هذا وتشهد الأسواق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة، أنتجت صور إبداعية كأدوات الاستثمار، والتي شكلت عامل جذب للعديد من المستثمرين (أفراد وشركات) فضلاً عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

3.1 المبحث الأول : نشأة وتكون الأسواق المالية .

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

3.1.1 نبذة تاريخية

3.1.2 مفهوم السوق المالي

3.1.3 تعريف الأسواق المالية والنقدية

3.1.4 تطور الأسواق المالية العربية

3.1.5 المشاكل والعقبات التي تحد من تطور الأسواق المالية العربية

3.1.6 شروط تكوين السوق المالية

3.1.1 نبذة تاريخية

يرجع التوسع في التعامل بهذه الأدوات إلى الثورة الصناعية حيث اختلف الوجه الاقتصادي للعالم وظهرت الاستثمارات الكبيرة والتي أصبحت تفوق المقدرة الفردية، وبهذا ظهر مفهوم الشركات المساهمة والتي تقوم على أساس مشاركة المساهمين في ملكية المشاريع وهذا الوضع خلق فرص مناسبة لتوظيف الأموال وكذلك أعطى فرصة للشركات والحكومات على الاقتراض من خلال طرح أسهم وسندات، ونتيجة لذلك ازداد التعامل بهذه الأدوات وهذا كان مناسباً لتجميع مدخرات الأفراد والمشروعات على شراء الأسهم والسندات الجديدة أو الاكتتابات بها حيث تطلب الأمر تهيئة وسيلة لتمكينهم من التصرف بهذه الأدوات وتوفير السيولة لهم في الوقت الذي يحتاجون لها، وهذا أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية لتلبي هذه الاحتياجات (الزررى، وآخرون، ص 45)

بعد الحرب العالمية الثانية بدأ التطور الملموس على طرق الصرافة والتمويل وذلك بعد أن كانت تسير في خطوات بطيئة نحو التغيير ، وكانت هذه الخطوات للتطور محصورة فقط في مجال الدولة .

وبدا الانتقال لمفهوم هذا التطور والتوسع حتى شمل الدول الخارجية والبدائية كانت بهدف تطوير وإعادة تعمير أوروبا وذلك بعد ظهور الولايات المتحدة الأمريكية كقوى اقتصادية فعالة إلى وقتنا الحاضر وذلك بعد انهيار ما كان يسمى (بالإتحاد السوفيتي) .

3.1.2 مفهوم السوق المالي :

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق وكذلك وسائل وأساليب

تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد، ولارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم .

وفي العصر الحديث تطور مفهوم السوق من جوانب عدة فمن جانب لم يعد السوق محصوراً في إطار مكاني محدد بمعنى أن مواصفات المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون في السوق لتبادل السلع وإن كان شرطاً مكماً يزيد من كفاءة وفعالية السوق.

ومع هذا فإن المكان في حد ذاته ليس شرطاً أساسياً لوجود هذه السوق، إذ يمكن للسوق أن يوجد بدون حيز مكاني محدد بل يكفي مجرد تواجد وسيلة اتصال فعالة بين البائع والمشتري لوجود هذا السوق، ومن جانب آخر تميل الأسواق الحديثة إلى طابع التخصص من حيث أنواع أدوات الاستثمار المتداولة خلالها إذ صار من المألوف مثلاً أن نجد سوقاً كبيراً ومنظماً يتخصص في بيع سلعة معينة مثل سوق الذهب، وسوق التحف، وسوق الحبوب، وسوق الأوراق المالية.

وقد أدى طابع التخصص هذا إلى نشوء فئات متخصصة من الأفراد والمؤسسات العامة في هذه الأسواق ليس فقط في مجال المتاجرة، بل أيضاً في مجال القيام بدور الوساطة كسماسرة أو وكلاء، ومع أن أسواق الأوراق المالية هي بالقياس إلى أسواق السلع الأخرى حديثة العهد نسبياً، ولكنها سبقت غيرها من الأسواق من حيث تنظيمها، أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق وقد تزيد الدور الاقتصادي لأسواق الأوراق المالية والتي يطلق عليها - بورصات - ودرجة أنها أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم. (الأحمر، 1998، ص 33)

3.1.3 تعريف الأسواق المالية والنقدية

كثيرة هي التعريفات التي ذكرت في الأسواق المالية والنقدية وعلى الرغم من اختلافها في مضمون الكلمات والتعبير ولكنها جميعاً تشابهت من حيث المضمون والفكرة حيث قد انحصرت هذه التعريفات في تعريف الأسواق بأنها المكان الذي يتم به تداول الأوراق المالية ومبادلته بالنقد ومن هذه التعريفات يذكر .

"الأسواق المالية والنقدية هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة الأجل". (خلف ، 2006، ص7)

يعرف سوق رأس المال بأنه "سوق الأموال الطويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الادخار لعقد صفات طويلة الأجل، بصورة مباشرة بالاكنتاب بالأسهم والسندات" (التميمي، وآخرون، 2004، ص165)

3.1.4 تطور الأسواق المالية العربية

لقد سبق وقد تم التطرق لأداء الأسواق المالية وتتبع تطورها خلال العقدين الأخيرين من الألفية المنصرفة وقد كان النجاح رفيق هذه الأسواق خلال تلك الفترة المنصرفة وسوف نقوم بالتركيز أكثر حول الأسواق العربية والتي تعتبر عينة هذه الدراسة جزء من هذا المجتمع وسوف يكون النظر إلى هذه الأسواق خلال العقد الأول من الألفية الثالثة .

حيث قد استمر أداء الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات بالتحسن خلال الربع الأول من عام 2003 مقارنة مع الربع الأخير من العام 2002، حيث أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية هذا الربع ارتفاعا بلغت نسبته 2.16% وبالمقارنة مع الربع الأول من عام 2002 تبين أن المؤشر ارتفع بنسبة 1% وقد لوحظ أن الأسواق المالية في كل من السودان والجزائر قد انضمت خلال الربع الأول من هذا العام، هذا وقد أصبح المؤشر المركب للصندوق يتكون من هذه الأسواق بالإضافة إلى الإثني عشر سوقاً المدرجة في القاعدة.

أما بالنسبة للأداء الفردي للأسواق فقد ارتفعت خلال الربع الأول من هذا العام 2003 مؤشرات عشرة أسواق عربية من بين الأسواق الأربع عشر المشاركة في القاعدة، وقد سجل سوق الدوحة خلال الربع الأول من هذا العام أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبته 12.1% تلاه سوق الكويت بنسبة 6.3% ثم سوق الدار البيضاء بنسبة 5.7% .

أما سوق مصر فقد سجل أكبر انخفاض إذ بلغت نسبته 9.7% تلاه سوق تونس بنسبة 5.8% ثم البحرين بنسبة 5.1% ويرجع الانخفاض الكبير في سوق مصر إلى انخفاض سعر الجنيه

مقابل الدولار خلال هذا الربع، ويراعى أن الصندوق يقوم باحتساب مؤشرات الأسعار للأسواق المالية العربية مقيمة بالدولار .

وبمقارنة ما سبق مع أداء الأسواق المالية الدولية يتبين أن أداء الأسواق العربية خلال هذا الربع يفوق الأداء الذي سجلته معظم الأسواق الدولية حيث حقق مؤشر مؤسسة التمويل الدولية (ستاندرد أند بورز) تراجع حيث بلغت نسبته 4.8 % خلال نفس الفترة.

هذا ويتضح بأن هناك تطور للقيمة السوقية للأسواق العربية خلال الربع الأول من عام 2003 بالمقارنة مع الربع الأخير عن 2002 حيث قد ارتفعت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2003 مقارنة بالربع الأخير من العام الماضي بنسبة 3.12% لتبلغ 573.234 مليار دولار، وقد سجلت هذه القيمة أعلى ارتفاع لها في السوق السعودي وذلك بنسبة 8.3% وسوق الدوحة بنسبة 8.1%. (بسيسو، 2003، ص128)

3.1.5 المشاكل والعقبات التي تحد من تطور الأسواق المالية العربية :

تواجه الأسواق العربية لرأس المال مجموعة متماثلة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي تعترض نموها، وتحد من كفاءة أدائها وهذا التشابه في نوعية المشكلات لا يمنع من وجود أنماط أخرى متباينة من المشكلات التي تعاني منها بعض هذه الأسواق دون غيرها وإذا كان لكل سوق خصوصيته التي تنبثق من ظروف نشأته، ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، فإن لهذه الأسواق قاسماً مشتركاً من المشكلات الرئيسية التي سنبحثها في هذا الفصل، في أربعة محاور أساسية تتعلق بعرض الأدوات الاستثمارية في السوق، والطلب على هذه الأدوات والأطر القانونية والتنظيمية والناحية المؤسسية ثم من حيث الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار المباشر وهذه كما ذكرها .(المنذري، 1987، ص 155)

1 - ضآلة عرض الأءواء الاسءءمآرية :

يعءمء عرض الأورآق المآلية في سوق رأس المال بصورة عامة، على ءءظيم النشاط الاقءصاءي وقء وءءنا من ءراسءنا للاقءصاءيات العربية، أن هناك ءانبين من خصائص هذه الاقءصاءيات ينبغي ءءويه بهما من حيث علاقءهما بالأسواق المآلية، وهما الأهمية النسبية للنشاط غير النقءي ولا سيما في القءاع الزراعي أولاً ونمء ءءظيم الشركات العاملة في القءاع الءءيء، ءي يغلب عليها الطابع العائلي ءانياً كما رأينا من عرضنا لأسواق رأس المال العربية، أن من خصائص هذه الأسواق أنها ءءسم بضيق نطاقها ، وافءقارها إلى ((السلع)) المءمءلة بالأورآق المآلية من أسهم الشركات وسنءاء الاقءراض فمن المعلوم أن من بين أهم الشروط الضرورية لإنشاء أسواق رأس المال في الاقءصاءيات النامية، ءوافر عرض مناسب نسبياً من الأورآق المآلية والإصءاءاء الجديدة المءاحة بشكل منءظم إلا أن الأسواق العربية لا ءءءلف عن أسواق البلدان النامية من حيث معانءها من مشكلة قلءة المعرض من الأءواء، وهذه الظاهرة ءعزى لعدة أسباب من بينها:

أ - سياءة النمء العائلي للشركات المساهمة : كما ءكرنا وهذه الظاهرة ءبءو في ءميع الأقطار العربية ، وخاصة ءلك ءي لا ءوءء فيها أسواق منءمة لرأس المال ويءربء على وءوء هذا النمء من الشركات اءءفاظ مؤسسيها بالءالبية العظمى من الإصءاءاء الخاصة بأسهم الاكءءاب الجديدة ، أو الإصءاءاء اللاحقة لها عند الزياءة في رأس المال، ومن الواضء أن طبيعة الشركات ءءرم السوق من أهم سلعة ءءءل قاعءة المساهمين والمءعاملين ضيقة للءاية ولعل من الأدلة الواضءة على سياءة (النمء) العائلي للشركات في ءءول العربية موضع ءءاسة، مءءوءية الشركات المساهمة المءرءة في السوق ءءانوي، بالمقارنة مع عءء الشركات القائمة.

ب - ءملك الءكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة ولا يسمح ءشريعها بءرءها للءمهور .

- ج - التركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة والمؤسسات العامة أو البنوك العقارية، وحيازتها التقليدية للبنوك وشركات التأمين وهيئات التأمين والضمان على نسبة هامة منها .
- د - الافتقار إلى وجود المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية حيث ما زال أسلوب التوزيع قائماً على الاتصال الشخصي المباشر .

2 - قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية:

لما كانت سوق رأس المال تمثل بالضرورة آلية لتوجيه تدفق المدخرات المالية في القنوات الاستثمارية، فإن أحد أهم العوامل الرئيسية التي تحد من نشوء هذه الأسواق في الاقتصاديات النامية هو ضآلة حجم الدخل النقدي، الذي يعتمد بالمقابل أساساً على حجم الناتج الإجمالي ونمط توزيعه ومستوى الوعي المالي للمدخرين ومفاهيمهم الاجتماعية إزاء الاستثمار في الأوراق المالية، وخاصة السندات منها، بالإضافة إلى أهمية الاقتصاديات غير النقدية، هذا وإن معظم هذه الاقتصاديات باستثناء دول النفط تتسم بمحدودية دخلها القومي واعتماده بنسبة مرجحة على مساهمة القطاع الزراعي في مكونات الناتج القومي المحلي .

وتوجد عدة أسباب كونت المسبب الرئيسي لقصور الطلب على الأوراق المالية يذكر منها :

أ- انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار الفردي وعدم ثباته وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه .

- ب- منافسة الحكومة ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على الأسهم .
- ج- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية بالقياس إلى أشكال الاستثمار الأخرى .
- د- تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل .
- هـ- المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة.

3 - تأثير الأطر القانونية والتنظيمية :

تلعب الأطر القانونية والتنظيمية المتكاملة دوراً هاماً في تطوير أسواق رأس المال وجعلها أكثر قدرة على تحقيق أهدافها المطلوبة ، خاصة إذا كانت هذه القوانين والنظم من الدقة والسلامة والحدثة والمرونة بحيث تستجيب لتطورات السوق وما تفرزه الممارسات اليومية من مشكلات. ومن دراستنا لأوضاع أسواق رأس المال العربية، اتضح أن من بين أهم المعوقات التي حدت من تطورات هذه الأسواق، تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحدد أصول وقواعد العمل في السوقين الأولي والثانوي، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم السوق وتطويره ومعالجة أوجه الخلل فيه لتنتمشي مع التغيرات الاقتصادية والاجتماعية .

4 - تخلف الهياكل المؤسسية:

يعتبر غياب الجانب التنظيمي أو قصوره عن متطلبات توسيع أسواق المال وتطويرها، أحد العوامل الكامنة وراء تخلف هذه الأسواق وإعاقة تطورها والأسواق العربية لرأس المال باستثناء سوق عمان المالي الذي توافرت هياكله المؤسسية والتنظيمية منذ تأسيسه، تعاني جميعها من نقص في المؤسسات العاملة في إطاره وهذه المؤسسات بصورة عامة هي البنوك الاستثمارية (الشركات الاستثمارية) وصانعوا الأسواق وبيوت السمسرة أو (الوسطاء) بالعمولة وسنشير إلى أهمية كل من هذه المؤسسات ووضع الأسواق العربية حيالها.

5 - منافسة الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار المباشر :

تتوقف درجة نمو أسواق رأس المال وتطويرها في الأقطار العربية في بعض الوجوه على نمط تمويل التنمية في هذه الأقطار والسياسات الاقتصادية والمالية المتبعة في هذا الخصوص ،ولقد وجدنا عند دراستنا لنشأة أسواق رأس المال وتطورها في الأقطار المذكورة أن هدف المستثمر خلال عهود التبعية والهيمنة السياسية كان يتمثل في إقامة نموذج تمويلي يعتمد أساساً على الموارد الخارجية، حيث أصبح مصدر الاستثمارات مرتبطاً بموارد الصادرات من المواد الأولية

و الاستخراجية والزراعية، بالنسبة إلى الأقطار التي تتميز بوقر في ميزان مدفوعاتها الخارجي في حين اضطرت البلدان الأخرى ذات العجز إلى تمويل استثمارات من القروض والمساعدات الخارجية ولقد لعبت البنوك الأجنبية دوراً هاماً في تكريس العلاقات الرئيسية بين البلدان التابعة والمتبوعة خلال تلك العهود .

3.1.6 شروط تكوين السوق المالية

إن الأسواق المالية لا يمكن أن تتكون من العبث وتوجد قوانين وضوابط لتكون هذه الأسواق حيث يجب أن تتصف بصفات معينة ويجب أن تتوفر لشرط تكونها بعض الأسباب والعوامل حتى يتسنى لها أن تتخذ صبغة الأسواق النظامية، ولتكوين سوق مالية نظامية تتصف بالقانونية لابد من توافر بعض الشروط (الجمل، 2002، ص 21-23)

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة :

ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بدورها بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءاً هاماً من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي، لذا فإن تشجيع الأسواق المالية يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية في داخل الدولة .

ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات :

يعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات إلى استثمارات وذلك لأن هذه السوق تعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في

شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس المال لمؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في السندات .

ج - إنشاء بورصات للأوراق المالية :

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدولة ذات الحرية الاقتصادية أو التي تتمتع باقتصاد مختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن .

د - تنسيق الأنظمة والقوانين المالية :

ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء داخل الأسواق المشتركة، ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في بورصات الأوراق المالية لتلك الدول كما هو معمول في السوق المالي الأوروبي ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لمثل هذه الشركات يتم استخدامها في جميع الدول الأعضاء.

هـ - الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها :

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصطحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاج لتوظيف أمواله، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جديدة وجدية ويتطلب ذلك حذف البيانات غير الصحيحة إذا كان هناك ضرورة لذلك وبواسطة هذه الإعلانات يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها الاقتصادية .

و- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد:

وتعتبر هذه النقطة من أهم طرق جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل ، وإلى جانب الاستقرار السياسي فيجب على الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال المستثمر الأجنبي أيضا عند الاستثمار إلى بلده .

3.2: هيكلية الأسواق المالية

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

3.2.1 مؤسسات الأسواق المالية والنقدية

3.2.2 أطراف التعامل بالأسواق المالية

3.2.3 الأركان الأساسية للأسواق المالية

3.2.4 تقسيم سوق رأس المال

3.2.1 مؤسسات الأسواق المالية والنقدية

يشترط لتكوين الأسواق المالية توافر عدة عوامل وركائز رئيسية والتي من خلالها تتشكل الأسواق المالية وتتكون الأرضية الخصبة لتولد الأسواق المالية مما يمكنها من النضج والتقدم ومواكبة الأسواق العالمية من حيث آلية التعامل والشفافية وكسب رضا المستثمرين داخل هذه الأسواق ومن أهم هذه العوامل والركائز يذكر منها (صيام، 2003، ص46) :

1- البنوك المركزية :

يتصدر البنك المركزي قمة الجهاز المصرفي لما له من القدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والأصول النقدية إلى أصول حقيقية فهو الذي يقوم بإصدار النقد ، وفي الواقع إن نشأة البنوك المركزية لم تكن إلا بعد ظهور البنوك التجارية ، وغالباً ما يبدأ البنك عمله

كبنك تجاري حتى تمنحه الدولة سلطة إصدار النقد كما حدث في السويد عام 1668 وبنك إنجلترا عام 1694 وبنك فرنسا عام 1800، وهكذا باشرت البنوك المركزية أعمالها المصرفية

2- البنوك التجارية :

نشأت البنوك التجارية في أواخر القرون الوسطى عندما قام التجار والصياغ في أوروبا وتحديداً في البندقية وبرشلونة بقبول أموال المواطنين بهدف الحفاظ عليها مقابل إصدار شهادات إيداع اسمية، إلا أنه وفي القرن الرابع عشر أصبح بعض التجار يسمحون لعملائهم بسحب مبالغ تتجاوز أرصدهم .

3- الشركات المالية :

وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية فقد أهتم السوق المالي والنظام المصرفي منذ مباشرة أعماله بتطوير خدمات الوساطة المالية وتنشيط التعامل في السوق الثانوي وعمليات السوق الأولي ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك رأس المال المدفوع والاحتياطات والعمولات التي تحققها .

4- الصناديق المشتركة :

وهي صناديق تتمتع بشخصية اعتبارية تعمل على تشجيع الادخارات لاسيما صغار المدخرين فتجمع الادخارات لاستثمارها بالطريقة المثلى ويجب الإشارة إلى أن هذه الصناديق المشتركة تعمل دوماً تحت إشراف الدولة .

5- صناديق التقاعد :

وهي صناديق لها استقلالها المالي والإداري بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية .

6- شركات التأمين :

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة فتسعى لتوزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وعليه تصبح الشركة مجبرة بتحمل نتائج المخاطر المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في السوق المالي والنقدي .

7- الشركات الكبيرة :

هي شركات مساهمة عامة تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة ويدير نشاطها مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة النقدية وتشغيل الفوائض تحقيقاً لأكبر عائد في ظل المخاطرة وهي تشمل ما ذكرناه عن شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة وما إلى ذلك .

3.2.2 أطراف التعامل بالسوق المالية

بعد أن ذكرنا الركائز الأساسية لتكون الأسواق المالية سنقوم بذكر الجهات المتعاملة داخل السوق حيث هناك عدة جهات رئيسية تقوم بممارسة العديد من الأنشطة المتخصصة بصورة منتظمة في الأسواق المالية مما يساهم في دعم استقرار العمل بتلك الأسواق ومن خلال إلقاء نظرة متأنية على سوق الأوراق المالية في الدول المختلفة يتبين لنا أن الجهات التي تقوم بتلك الأنشطة تشمل (هيئة سوق المال، شركات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي، الشركات المصدرة للأوراق المالية، بنوك المقاصة، شركات إدارة سجلات الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، وبنوك حفظ الأوراق المالية) وفيما يلي نستعرض بإيجاز الدور الذي تقوم به كل جهة من تلك الجهات في السوق المالية كما ذكرها: (مطاوع، 2005، ص481)

1-هيئة سوق المال :

كما سبق أن ذكرنا في المبحث السابق تتولى هيئة سوق المال المهام المتعلقة بوضع القواعد واللوائح والإجراءات التنظيمية اللازمة لتنظيم التعامل بالسوق المالية كما أنها تمثل الجهة الرقابية التي تتولى متابعة مدى التزام الجهات المختلفة بتنفيذ الإجراءات المنصوص عليها وذلك من خلال التفثيش على تلك الجهات لضمان حسن سير العمل واستقرار التعامل في السوق كما تتولى الهيئة مهام منح التراخيص للشركات التي لديها رغبة العمل في مجال الخدمات المالية مثل شركات السمسرة، شركات إدارة السجلات ، شركات تداول الأوراق المالية .

2- بورصة الأوراق المالية :

تمثل بورصة الأوراق المالية مكان النقاء العرض والطلب للأوراق المالية وهى بذلك تمثل الجهة التي يتم فيها تنفيذ عمليات التداول الأوراق المالية .

3- شركات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي :

نظراً لارتباط أنشطة المقاصة والتسوية النقدية وعمليات حفظ الأوراق المالية فقد تم إنشاء العديد من الشركات المتخصصة في الأسواق المالية العالمية للقيام بهذه المهام وعلى سبيل المثال تقوم شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بهذه المهام وتتولى الشركة التي ينامط بها القيام بتلك المسئولية تسوية العمليات التي يتم تنفيذها بين الأعضاء المشتركين بتلك الشركة مثل شركات السمسرة وشركات إدارة سجلات الأوراق المالية وذلك فيما يتعلق بالأوراق المالية المقيدة بالبورصة كما تتولى الشركة مسئولية تطبيق الحفظ المركزي للأوراق المالية فضلاً عن تقديم بعض الخدمات المالية الأخرى مثل رهن الأوراق المالية .

4- الشركات المصدرة للأوراق المالية :

تمثل هذه المجموعة تلك الشركات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية بأنواعها المختلفة مثل الأسهم والسندات ومن أجل الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ عملياتها المختلفة وحماية

للمستثمرين من حملة تلك الأوراق تلتزم هذه الشركات بالإفصاح عن البيانات المختلفة خاصة البيانات المحاسبية المتعلقة بنشاط الشركة خلال الفترة الماضية بالإضافة إلى أية معلومات أخرى يكون لها تأثير على القيمة السوقية لتلك الأوراق .

3.2.3 الأركان الأساسية للأسواق المالية

فيما سبق ذكر الباحث الركائز الأساسية لتكوين الأسواق المالية من بنوك وشركات تأمين وجهات الرقابة وإصدار القانون والمحافظة على تطبيقه وملاحقة الخارجين عنه ،وقد كان هذا هو النصف الأول من أسباب تكون ووجود الأسواق المالية ، أما الجزء الثاني والذي يعتبر أكثر أهمية من السابق وهو المتداولون والمستثمرون من جهة أولى والمصدرون والمقرضون جهة أخرى، إذاً نحن بصدد الحديث عن أركان أساسية ذكر منها:(الجميل، 2002، ص24-26)

أ - (المقرضين أو المستثمرين) تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ويقصد بالمؤسسات المالية البنوك ومكاتب السمسرة وشيكات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة هذا ومن الجدير بالملاحظة أنه بمقدور هذه المؤسسات (البنوك وشركات الاستثمار ومكاتب السمسرة) القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية إذا ما استطاعت هذه المؤسسات الحصول على عوائد معقولة ومقبولة إضافة إلى توفير عامل الأمان وعامل السيولة إلى كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها .

ب - (المقرضين أو المصدرين) هذه الفئة تتكون من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال .

ج - (الوسطاء أو الوكلاء) فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق المالية وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي .

3.2.4 تقسيم سوق رأس المال

لتسهيل التعامل داخل الأسواق المالية قام المختصون والمهنيون بتقسيم الأسواق المالية من حيث حداثة إصدار الورقة المالية كأن تكون مصدرة للمرة الأولى أم هي قديمة الإصدار فيكون لها سوق خاصة لتداولها ، وكذلك أيضاً بهدف التسهيل على المتعاملين وتوفير الوقت، قام المعنيون بتقسيم السوق من حيث شخصية المضارب كأن يكون فرد أم جهة (بيت سمسة) ويمكن تقسيم السوق وفق اعتبارات معينة كما يلي :

1-السوق الأولية :

وهي سوق الإصدارات الجديدة ،حيث تنشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها وتعتبر هذه الأسواق بمثابة سوق جملة حيث تباع فيها الأوراق المالية بشكل حزم إلى الجمهور وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيساً في هذه الأسواق، لاسيما مصارف الاستثمار والمصارف التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها أما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقاً للاتفاقية المعقودة للإصدار. (التميمي، وآخرون، 2004، ص121)

وهي الأسواق التي يتم فيها بيع إصدارات الشركات والجهات الأخرى من الأسهم والسندات الجديدة أي التي تطرح للبيع لأول مرة، حيث تقوم الشركات المساهمة بطرح أسهم في السوق الأولية هذه للحصول على الموارد التمويلية اللازمة لتكوين أصولها و موجداتها الرأسمالية الثابتة، كما تقوم بإصدار سندات في حالة حاجتها للتمويل والذي لا تستطيع توفيره بالاعتماد على أسهمها ولا اعتبارات مختلفة، كما تقوم الحكومة بإصدار السندات للحصول على

التمويل الذي تحتاجه لتغطية التزاماتها ومتطلباتها المالية، وبالذات المتوسطة والطويلة الأجل وفي الحالات التي تعجز مواردها عن تلبية احتياجاتها المالية. (خلف، 2006، ص39)

ب- السوق الثانوية :

السوق الثانوية هي سوق الإصدارات القائمة، أو أية إصدارات لاحقة، فعن طريق هذه السوق تتحقق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية ويلعب صانعو السوق دوراً مهماً في السوق الثانوية، لذلك في حالة غياب السوق الثانوية يصعب تصور سيولة الأوراق وجاذبيتها للمستثمرين فهذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تعرف باستمرارية السوق، حيث دائماً هناك بائع ومشتري للورقة المالية. (التميمي، وآخرون، 2004، ص122)

هي الأسواق التي يتم فيها عادة بيع وشراء الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتم التعامل بها في الأسواق الأولية وتعد التالية للسوق الأولية، أي أن التعامل في هذه الأسواق يتم بإصدارات سابقة. (خلف، 2006، ص42)

ج- السوق الثالثة :

تمثل هذه السوق قطاع من السوق الموازنة، وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة ولهذه البيوت الحق بالمشاركة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة مهما كبر حجم الصفقة أو صغر .

والمستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية والأسهم التي تركز عليها هذه السوق للتعامل لا تتجاوز 200 سهم تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لمعاملتها بخصم العمولة، إذ لا يمكن الحصول عليه في السوق المنتظمة، والتي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة وإن السبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق

كون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، كما هو الحال في السوق المنتظمة، هذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين (التميمي ، وآخرون، 2004، ص123)

وهي جزء من السوق غير المنظمة ، وتتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المنظمة هذه ، في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق (البورصة) بالأوراق المسجلة فيها. (خلف، 2006، ص 48)

د- السوق الرابعة :

يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة تصنع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار وسمة السوق هي السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل ،بذلك تعد هذه السوق منافساً قوياً للأسواق المنظمة ، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق . (التميمي، وآخرون، 2004، ص125)

3.3: آلية التعامل في الأسواق المالية والنقدية

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

3.3.1 قواعد وضوابط التعامل في الأسواق المالية والنقدية

3.3.2 السوق المالية الكفاء

3.3.1 قواعد وضوابط التعامل في الأسواق المالية والنقدية

إن التعامل داخل الأسواق المالية لا يكون عشوائياً أو عشوائياً ولكن يكون وفق قوانين وأنظمة تصدر من قبل جهات مختصة ومتمرسة في هذا النوع من الأسواق حيث يتم التعامل في

الأسواق المالية والنقدية من خلال السوق الأولية والسوق الثانوية ، إضافة إلى الأسواق الأخرى، والتي سبق التطرق إليها، والسوق الأولية التي تتعامل بها الجهات المصدرة للأوراق المالية لأول مرة، والمشترون لهذه الأوراق سواء تم ذلك بصورة مباشرة بين المشتريين والجهات المصدرة، أو من خلال المؤسسات المالية المتخصصة والتي يطلق عليها بنوك الاستثمار، وقد تتولي المصارف التجارية مهمة بنوك الاستثمار في المساعدة علي الإصدارات الجديدة وتصريفها في السوق الأولية، وبالذات في الدول التي لا يتسع فيها إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها في السوق بطريقة التفاوض المباشر ، وفي هذه الحالة لا يتم التفاوض مع عدد كبير من البنوك، بل أنه يتم عادة مع البنوك الاستثمارية المتخصصة بتصريف الإصدارات من الأوراق المالية، وتمتلك خبرة سابقة في ممارسة مثل هذه النشاطات ، وقد يكون المشروع سبق وأن تعامل مع البنك في هذا الخصوص ، وهذا يسهل عملية التفاوض ويتحدد بينك واحد أو عدد قليل من البنوك ذات العلاقة بذلك يتم التعامل مع بنوك الاستثمار عن طريق تقديمها عطاءات للمشروع الذي ينوي إصدار الأوراق المالية بحيث يتنافس عدد من البنوك الاستثمارية ويتم منح العطاء للبنك الذي يحمل المشروع كلفة أقل مع الأخذ في الاعتبار ثقة المشروع بالبنك وخبرته وقدرته ولضمان سير التعامل بشفافية داخل السوق المالية لا بد من تواجد عدة قواعد وضوابط يجب إتباعها أو ما توفر منها لتسيير وضبط التعامل في داخل الأسواق المالية والنقدية يذكر منها : (خلف، 2006، ص316-318)

1- تحديد مكان وزمان التعامل :

أي أن يتم التعاقد في مكان معين وفي الأوقات التي يتم التعامل بها في البورصة أي في أوقات عمل البورصة، كبورصة نيويورك أو بورصة لندن مثلاً وما إلى ذلك .

2- تحديد السعر :

وهو الذي قد يتم تحديده في أمر التعامل أو قد تترك مهمة تحديد السعر الذي يتم تداول الورقة المالية به في السوق، أي القيمة السوقية للورقة المالية الذي يتحدد بالعرض والطلب على الورقة المالية في السوق .

3- علانية السعر :

وذلك حتى يتم من خلاله ضمان تحقق المنافسة التامة (الحررة) في السوق التي تشترط لتحقيقها المعرفة والمعلومات الكاملة الخاصة بحالة السوق المتمثلة بالعرض والطلب والسعر تحديداً، حيث يجب أن يكون السعر معلوماً ومعلناً في جداول الأسعار وفي وسائل الإعلام وغيرها .

4- تحديد العملة :

و المقصود به هنا أي تحديد العملات التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية والنقدية وذلك كي يتم تقادي الغش والتغريب وخاصة بالأجانب الذين يتعاملون بداخل السوق .

5- تحديد طريقة تنفيذ أوامر التعامل في السوق :

وهي التي سبق وتم التطرق إليها، والتي تتحقق من خلال التعامل المباشر أو التعامل غير المباشر من خلال الوسطاء في السوق .

6- تسوية عمليات التعامل :

حيث تتم مثل هذه التسوية عادة عن طريق السماسرة (الوسطاء) أو الوكلاء بالعمولة الذين ينفذون أوامر البائعين والمشتريين حيث تتم تسوية المعاملات هذه بين السماسرة لحساب مصدرين الأوامر بما في ذلك تسليم وتسلم الأوراق المالية ودفع ثمنها، وإجراء عمليات المقاصة بين السماسرة للمعاملات التي يتم إجراؤها فيما بينهم ، وبذلك تنتقل الأوراق

المالية، ويتضمن هذا الانتقال عادة اسم البائع واسم المشتري وعنوان كل منهما، وعدد الأوراق المالية المباعة التي قد تم شرائها، وقيمتها الاسمية .

3.3.2 كفاءة الأسواق المالية

توازن سوق الأوراق المالية ضرورة لا بد منها وذلك لضمان حق المستثمرين والمضاربين وخاصة الصغار منهم حيث من المؤكد اقتصادياً أن سعر الأوراق المالية (الأسهم والسندات) يكون مساوي لقيمتها عندما تكون السوق المعروضة فيها في حالة توازن، وعادة ما يتحقق توازن السوق عندما تكون قوى العرض والطلب داخل السوق متساوية أما قيمة التوازن للأوراق المالية فهي تساوي خصم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من قبل المستثمرين في تلك الأوراق، وفي قيمة التوازن يكون معدل العائد المطلوب على الأوراق المالية ومعدلات العائد المتوقعة متساوية تماماً . (الشمخي، 1998، ص155)

أولاً : مفهوم الكفاءة

هذه الفرضية تسمى أحياناً بفرضية الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير ووفق هذه النظرية فإن أسعار الأسهم تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم ولأن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية ، فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل وبالتالي يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية الواقعية للأسباب التالية :

- 1- وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية .
- 2- معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة .
- 3- أن تكون المعلومات صادقة وصحيحة .
- 4- أن يحصل عليها الجميع في نفس اللحظة .
- 5- أن تصل المعلومات لكل المتعاملين بسرعة وأن تعكس سعر الورقة في نفس اللحظة .

6- أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين .
(خريوش، ارشيد، 2003، ص154)

ثانيا : خصائص السوق الكفوءة

- 1- المنافسة الكاملة في السوق أو بمعنى آخر عدالة السوق أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق .
- 2- كفاءة التشغيل فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير، ويجب أن تكون تكاليف المعاملات (بيع وشراء) معقولة لكل صفقة، وبضرائب معقولة أو غير موجودة مطلقاً على الأرباح الرأسمالية .
- 3- كفاءة السعر أي أن يبني سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات .
- 4- الأمن أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر (سواء كانت تجارية أو غير تجارية) التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر ، وبالتالي يجب أن تتوفر لإدارة سوق المال لمتابعة الصفقات الغير أخلاقية أو الوهمية، وكذلك الإجراءات الرادعة لها، ووجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر غير التجارية والتي مصدرها السماسرة .
- 5- العقلانية فيجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل ، وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارية في هذا المجال.(خريوش، ارشيد، 2003، ص155 - 156)

الشروط الواجب توفرها في السوق المالي حتى يكون سوقاً ذا كفاءة عالية :
يتطلب قيام سوق مالي نظامي وقوي يعمل على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي المرغوب ، مجموعة من الشروط والعوامل الضرورية ، يمكن إيجازها بما يلي :

1- إنشاء هيئة للأوراق المالية بهدف توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية، وحماية الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع .

2- إلغاء مشتريات التغطية الهامشية واشتراط تغطية نسبتها 1% الأمر الذي يعني أن المشتريات من الأوراق المالية تصبح نقدية، وبإلغاء عمليات الشراء بالهامش (نتيجة اشتراط تغطية نسبتها 1%) تزول كافة الخيارات والامتيازات المتاحة في صورة خيارات شرائية وخيارات بيعيه كانت تسمح للمضارب أن يتخذ وضعا في السوق المالي مع المخاطرة بمبلغ قليل .

3- حظر استخدام الائتمان في صفقات الإصدارات الفردية فقد ثبت أنه إذا تم تمويل ارتفاع أسعار الأوراق المالية بقروض فإن حدوث انكماش في السوق قد يعجل بانهييار كبير في أسعار الأوراق المالية، لأن المقترضين الذين يطالبون بالنقود قد يمارسون ضغطاً كبيراً على المصارف ومؤسسات الإقراض الأخرى .

ويتضح بعد ما سبق بأن نتيجة أو حصيلة توازن السوق المالية بالنسبة للأسهم وسرعة تداولها هو تكون (السوق المالية الكفاء) وهي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات) ، حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (الطلب والعرض) بهذه الأسعار وقد اقترح هذا النموذج للسوق المالية بناء على فرضيات أساسية وطور منذ بداية الخمسينات من القرن الماضي على وفق صيغ نظرية تعتمد الأسلوب الاستنباطي .

غير أن تطبيق هذه الصيغ ومتطلباتها الأساسية داخل الأسواق المالية لا زال يواجه عوائق متعددة وبعض العثرات يذكر منها : (مولا، 2003، ص73-76)

1- كفاءة التخصيص :

وهي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة (بعد طرح هامش المخاطرة) وذلك توافقاً مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو بشراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل أن تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع وإن الأهم من كل ذلك هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة أو متنامية .

2- كفاءة المعلومات :

وتتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد وتحليل وتطوير المعلومات المتسمة بالدقة والشمولية وتمثل هذه المعلومات جوهر السوق المالية الكفاء، وهنا من الضروري التأكيد على أن المعلومات المطلوبة لضمان شفافية ومصداقية السوق تتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية (والمالية والنقدية) للأدوات المتداولة وللجهات المصدرة لهذه الأدوات وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد .

3-كفاءة العمليات :

وهي تركز على تخصيص الأموال ومتابعة المعلومات وإعداد وتنفيذ الصفقات فتكون هذه الكفاءة في النهاية العامل الحاسم في تعظيم كفاءة السوق ككل ،وهنا يفترض اختزال الإجراءات وتخفيض التكاليف وتوافر المتاجرين والسماسة الأكفاء الذين يجمعون المشترين والبائعين مقابل مكافآت عادلة (أو اعتيادية) ويلتزمون بالاحتفاظ بجزء من الأدوات غير المطلوبة فيكونون مستعدين لشراء هذه الأدوات أو بيعها عند الأسعار المعلنة وبذلك يجنب هؤلاء السوق حالات الركود الشديد ويحققون في نفس الوقت لأنفسهم أرباحاً من الفروقات بين أسعار الشراء وأسعار البيع كما يفترض لتحقيق الكفاءة المعينة وجود مكنتبين من بين المؤسسات المتخصصة في زيادة رؤوس أموال الشركات خلال تصريف الأسهم والسندات .

الفصل الرابع
سوق فلسطين للأوراق المالية

في هذا الفصل يتم تناول أربعة مباحث تغطي موضوع سوق فلسطين وستكون كما يلي :

4.1 المبحث الأول : تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

4.2 المبحث الثاني : أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية

4.3 المبحث الثالث : آلية عمل سوق فلسطين للأوراق المالية

4.4 المبحث الرابع : مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية

تزايد الاهتمام مؤخراً بقطاع سوق رأس المال كونه من أهم القطاعات الجاذبة للاستثمار ولدوره المحوري في زيادة الأنشطة الاقتصادية والمالية، ليصبح هذا القطاع الركيزة الأساسية من ركائز الاقتصاد الوطني ومع تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية في العام 1995 شهد قطاع سوق رأس المال انطلاقة قوية شكلت نقلة نوعية لبيئة الاستثمار الفلسطينية، لقد كانت مغامرة إنشاء أول سوق نظامية لتداول الأوراق المالية في فلسطين بداية طريق طويل نحو بناء قطاع سوق رأس المال، بحيث يكون مبني على أسس صلبة تعمل على جذب الاستثمارات وتنمية المدخرات. وقبل نهاية العام 2004 وجد قانون الأوراق المالية طريقه إلى النور ليتم بدأ العمل به اعتباراً من العام 2005 مع قانون هيئة سوق رأس المال والتي تم إنشاؤها في النصف الثاني من العام 2005 لتضيف عنصر حماية هام وإطار رقابي حيوي يعزز المناخ الاستثماري.

هذا ولا تنشأ الحاجة إلى إيجاد قطاع سوق رأس المال قوي ومتين لمجرد الرغبة في ذلك، أو من خلال صدور قرار من الجهات المختصة، وإنما تنشأ الحاجة إليه نتيجة لتوافر عدة مقومات أساسية منها:-

* توفر الحد الأدنى من الاستقرار النقدي والسياسي والأمني الضروري لتشجيع الاستثمار وتدفق رؤوس الأموال المحلية والأجنبية .

* وضوح الخطة الاقتصادية الموضوعية من قبل الجهات الرسمية، بما فيها توضيح ملامح المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية، التي تسمح باستيعاب رأس المال المعروض.

* وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات بما يشكل بنية متكاملة من المؤسسات المالية تسمح بتوظيف المدخرات وتولد فرص الاستثمار .

* وجود الإطار التشريعي والتنظيمي المرن القادر على التطور باستمرار والتكيف مع المتغيرات، وهو بطبيعة الأمر يعتبر عنصر هام في طمأنة المستثمرين وتوفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين، مما يؤدي إلى خلق جو عام من الثقة .

ومن أجل تهيئة المناخ المناسب والملائم لتحقيق استقرار ونمو قطاع سوق رأس المال، وذلك حمايةً لحقوق المستثمرين ونشر وترسيخ الوعي الاستثماري، فلا بد من الاهتمام بتطوير كافة مؤسسات قطاع سوق رأس المال الاستثماري، فلا بد من الاهتمام بتطوير كافة مؤسسات قطاع سوق رأس المال، من سوق الأوراق المالية وقطاع التأمين وشركات التأجير التمويلي وشركات تمويل الرهن العقاري، بما يكفل سلامة التعامل والتنظيم والرقابة والإشراف على أنشطة هذه المؤسسات.

4.1 سوق فلسطين للأوراق المالية

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

4.1.1 تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

4.1.2 أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية

4.1.3 آلية عمل سوق فلسطين للأوراق المالية

4.1.4 مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية

4.1.1 تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

في مطلع 1995 أدرك عدد من رواد القطاع الخاص الفلسطيني أهمية إنشاء سوق حديثة متطورة ومنظمة جيداً لتسهيل التعامل بالأوراق المالية في البلاد، وكان الهدف هو استقطاب وحشد رأس المال المحلي والأجنبي لقطاع الأعمال من خلال التمويل الطويل الأمد للمشاريع

الإنتاجية والتجارية والبنية التحتية، ومع توقيع اتفاقية تشغيل سوق الأوراق المالية كشركة مساهمة خاصة مع السلطة الوطنية الفلسطينية في السابع من تشرين الثاني 1996، تكون قد تحققت بذلك فكرة رجال الأعمال على أرض الواقع، هذا وقد عقدت أول جلسة تداول في سوق فلسطين للأوراق المالية في 18 شباط 1997 .

وكانت سوق فلسطين للأوراق المالية أول بورصة عربية تسمح باستخدام التقنية الإلكترونية والآلية للتداول بالأوراق المالية على الرغم من بدايتها المتواضعة، ويلاحظ بأن السوق حافظت على نمو مستمر من حيث عدد الشركات المدرجة وعدد جلسات وحجم التداول، فمن عدد قليل فقط من الشركات المدرجة في أوائل 1997 ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى خمس وثلاثين في عام 2007 ويتوقع أن تزداد عدد الشركات المدرجة بعد تشكيل إطار تنظيمي قوي للأسواق المالية في فلسطين ومن ضمنها هيئة سوق رأس المال والتي تشرف على المؤسسات المالية غير المصرفية كسوق فلسطين للأوراق المالية وبالإضافة إلى الشركات المدرجة، أما بالنسبة لشركات الوساطة فقد اعتمدت السوق تسع شركات وساطة كأعضاء فيها ويوجد لهذه الشركات مكاتب فرعية في معظم المدن الفلسطينية، وبذلك تكون قد برهنت السوق ليس فقط على أنها مرنة وقادرة على التغلب على المعوقات السياسية والاجتماعية والاقتصادية التي واجهتها، وإنما استطاعت أن تكون في مقدمة البورصات العالمية من حيث الأداء فقد سجل مؤشر القدس رقماً قياسياً وصل إلى 306% دولار في العام، علاوة على ذلك ارتفعت قيم التداول في العام 2005 لتصل إلى 2.096 وهو يمثل أكثر من ضعف قيمة التداول الذي حصل منذ نهاية 1997 وحتى نهاية 2004 وقد بلغت قيمة التداول ما يقرب من 4.5 بليون دولار وهي تكون بذلك بحجم أو أكبر من حجم أسواق الأوراق المالية في سبع من أصل عشر دول أوروبية من الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي، ورغم أن التقنية الحالية في السوق قادرة على السماح بالتداول بأدوات مالية استثمارية عديدة، إلا أنه يتم حالياً التداول في السوق فقط بالأسهم مع وجود خطط مستمرة للسماح بالتداول بأوراق مالية أخرى في المستقبل.

ويتم التداول بأسهم الشركات المدرجة في الغالب بالدينار الأردني بينما البعض الآخر يتم التداول بها بالدولار الأمريكي .

بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية، كشركة مساهمة خاصة، منظمة ومتمتعة بالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لتنفيذ أعمالها، بموجب اتفاقية تشغيل مع وزارة المالية، ومع تأسيس هيئة سوق رأس المال، انتقلت صلاحيات وزارة المالية إلى الهيئة اعتباراً من منتصف عام، 2005 وفي اجتماع الهيئة العامة غير العادي للسوق والذي عقد في 27/4/2006 تقرر تحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة، و طرح نسبة من أسهمها للاكتتاب العام وإدراجها في السوق المالي، وتسعى سوق فلسطين للأوراق المالية لأن تكون نموذجاً للأسواق المالية والعربية والإقليمية من خلال التميز في الخدمات المتجددة، والقدرة على خلق الفرص الاستثمارية المثالية في قطاع الأوراق المالية وجذب الاستثمارات، واستخدام التقنيات الرفيعة، والالتزام بقواعد الحكومة المؤسسية، ونسج العلاقات البناءة مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية. (الموقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية)

4.1.2 أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية

تهدف السوق إلى توسيع قنوات الاستثمارات المحلية واستقطاب رؤوس الأموال الخارجية لضخها في المشروعات الوطنية عبر سوق نظامية تكفل سلامة التعامل بالأوراق المالية والشفافية وحماية المستثمر كما تهدف إلى توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة أسعار الأوراق المالية بحيث تتم عملية صعود وهبوط الأسعار بشكل منظم وتدرجي وتوفير سوق لتداول الأوراق والأدوات المالية تتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم، وتساهم في تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، والتفاعل مع المؤسسات المحلية والعربية ذات العلاقة بما يخدم الاقتصاد الوطني، ويعزز ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية. (الموقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية)

4.1.3 آلية عمل سوق فلسطين للأوراق المالية

تعمل السوق على تحقيق أهدافها عبر توفير أنظمة التداول والرقابة والتسوية وتحويل ونقل ملكية الأوراق المالية بما يكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وتسهيل اكتشاف الأسعار الحقيقية لها من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب وتلتزم السوق بوضع أسس للتداول وإيصال المعلومة بما يضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والخسارة وتوفير أنظمة عصرية لإدارة ورقابة عمليات التداول وكذلك عمليات إيداع وتحويل ونقل الأوراق المالية، بحيث تكفل هذه الأنظمة السرعة والدقة في إنجاز المعاملات ومراقبتها لتسهيل الاستثمار بما لا يتعارض مع مبدأ ضمان حقوق جميع المتعاملين في السوق وتوفير أكبر قدر ممكن من الاستقرار في حركة الأسعار، وحماية المستثمرين من كافة أشكال التلاعب والاحتيال و لكي يتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب وكذلك توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك بتقديم أرقى الخدمات المتميزة في قطاع الأوراق المالية لجمهور المستثمرين والمشاركين في السوق بما يعزز الاقتصاد الوطني الفلسطيني، ومن أجل الحفاظ على مستوى متميز من الخدمات المقدمة وتطوير هذه الخدمات باستمرار تقوم هيئة سوق رأس المال وهي الجهة الحكومية المخولة بالمراقبة على السوق بموجب قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 وقانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004 .

4.1.4 مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية

يعطي مؤشر السوق فكرة عامة، عن اتجاه الأسعار في السوق حيث يمثل المقياس الذي تتعرف من خلاله كمستثمر على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى العرض والطلب والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المتداولة في السوق، وتختلف الكيفية التي يحتسب المؤشر من خلالها فأما أن يؤخذ عند احتسابه بأسعار جميع الأسهم المدرجة، أو جزء منها كعينه

بأمل أن تعكس واقع السوق إجمالاً ورياضياً يحتسب المؤشر من خلال حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم الداخلية في احتساب عينة المؤشر في ذلك اليوم، على إجمالي القيمة السوقية لنفس الأسهم لفترة سابقة (القيمة الابتدائية) وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية ، ويمكن أن يحتسب المؤشر بطرق أخرى منها متوسط الأسعار باحتساب إجمالي أسعار أسهم مختارة مقسوماً على عدد هذه العينة من الأسهم وتختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يتوخاه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق أو نوع معين من الشركات الكبيرة أو الصغيرة .

أما من حيث ماهية مؤشر السوق وكيفية احتسابه فقد اعتمدت سوق فلسطين للأوراق المالية في تموز من العام 1997 رقماً لقياس مستويات أسعار الأسهم، وتحديد الاتجاه العام لها، عرف باسم "مؤشر القدس" وهذا المؤشر مرجح بالقيمة السوقية للشركات ، ويقوم على احتساب التغير في أسعار أسهم الشركات الداخلة في احتسابه، مرجحاً بالوزن النسبي لها، وثم في حينه اختيار عينة مكونة من عشر شركات مدرجة موزعة على جميع القطاعات الاقتصادية المعروفة بالسوق، وقد اعتمد أسعار إغلاق جلسة تداول 1997/ 7/ 7 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة وتقوم السوق في نهاية كل عام عمل تقييم لجميع الشركات المتداولة في السوق واختيار الشركات الأكثر نشاطاً، ولتحديد عينه مؤشر القدس تكون بالاعتماد على المحددات التالية:

1- عدد جلسات التداول

2- عدد الأسهم المتداولة

3- عدد الصفقات

4- قيمة الأسهم المتداولة

5- القيمة السوقية للأسهم

6- معدل دوران السهم

هذا وقد قامت السوق في نهاية عام 2006 بزيادة عدد الشركات الداخلة في حساب مؤشر القدس إلى 12 شركة تمثل جميع قطاعات العمل في السوق لتعكس العينة العدد أمتام في الشركات المدرجة والتوزيع العادل داخل العينة أما المعادلة الخاصة باحتساب مؤشر القدس فقد كانت معادلة المؤشر وهي معادلة رياضية بسيطة تتكون من بسط ومقام والأساسي في المعادلة هو المقام الذي يتم احتسابه أولاً، ولاحساب المؤشر لأول مرة يتم أخذ مجموع عدد الأسهم المكتتب فيها لكل شركة داخلية في عينة المؤشر وضربها في سعرها السوقي لكل شركة، ويسمى هذا الرقم الناتج بأساس المؤشر وأساس المؤشر يبقى ثابتاً ولا يتم تعديله إلا في إحدى الحالات التالية :

إضافة أو حذف شركة إلى نصيب المؤشر زيادة أو تخفيض رأس مال شركة وبعد ذلك يتم احتساب البسط ، والذي هو عبارة عن مجموع عدد الأسهم المكتتب فيها لكل شركة داخلية في عينة المؤشر مضروباً في السعر السوقي لكل شركة، حيث يكون البسط مساوي للمقام عند احتساب المؤشر لأول مرة، وعليه تكون قيمة المؤشر 100.00 على افتراض أنه يتم ضرب المؤشر 100، وقد كان عدد الشركات المكونة لمؤشر القدس العام 2007 والتي تكون عينة احتساب مؤشر القدس من اثنتي عشرة شركة وتتغير هذه العينة سنوياً في مطلع كل عام لتضم الشركات الأكثر نشاطاً من حيث عدة معايير تشمل عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة على مدار العام السابق وعدد الصفقات وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم والقيمة السوقية للشركات في نهاية العام السابق لتعديل العينة، وتجدر الإشارة إلى أن عينة احتساب مؤشر القدس تغطي كافة القطاعات الاقتصادية المعروفة في السوق ويتم اختيارها بناء على المحددات المذكورة أعلاه .

وهناك بعض المؤشرات المعتمدة في السوق إضافة إلى مؤشر القدس حيث تقوم السوق باحتساب 6 مؤشرات أخرى هي :

1 – المؤشر العام ويحتوي المؤشر العام على جميع الشركات المدرجة في السوق

2 – مؤشر قطاع الاستثمار ويتكون من شركات قطاع الاستثمار في السوق

- 3 – مؤشر قطاع الخدمات ويتكون من شركات قطاع الخدمات في السوق
- 4 – مؤشر قطاع التأمين ويتكون من شركات قطاع التأمين في السوق
- 5 – مؤشر قطاع البنوك ويتكون من شركات قطاع البنوك في السوق
- 6 – مؤشر قطاع الصناعة ويتكون من شركات قطاع الصناعة في السوق

4.2 طبيعة سوق فلسطين والعمل به

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

4.2.1 - طبيعة سوق فلسطين

4.2.2- الأوراق المالية بداخل سوق فلسطين للأوراق المالية

4.2.3 - قياس أداء سوق فلسطين للأوراق المالية

4.2.1 طبيعة سوق فلسطين

يقسم نظام الإدراج الساري للشركات المدرجة إلى مستويين : بحيث وضعت الشركات التي تتمتع بمواصفات معينة وتلتزم بشروط محددة في الأسواق الأولى فيما فرضت شروط والتزامات أقل على السوق الثانية .

السوق الأولى :

ومن أهم شروط إدراج أسهم الشركات (المساهمة) في السوق الأولى :

- 1 - أن لا يقل رأسمال الشركة المكتتب به عن (2.000.000) مليوني دينار أردني وأن يكون مدفوع بالكامل .
- 2 - ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن (150) مائة وخمسين مساهماً يملك كل منهم وحدة تداول أو أكثر .
- 3 - ألا تقل حصة الجمهور في الشركة عن 25 % من رأس المال المكتتب به عند طرح الأسهم للاكتتاب العام .

- 4 - ألا يقل عدد الأسهم عن (100.000) مائة ألف سهم .
- 5 - أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلا وقد قامت بنشر بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج بنسبة لا تقل عن 5% من رأس المال المدفوع أما بالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها تقديم دراسة جدوى للسنتين القادمتين .
- 6 - أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة أو أن تتعهد الشركة بذلك .
- 7 - أن يتمتع أعضاء مجلس إدارة الشركة بالخبرة في مجال عمل الشركة أو أن تكون الشركة متعاقدة مع مستشار متخصص لديه خبرة في مجال نشاطها .

السوق الثانية :

- تكون شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة في السوق الثانية كما يلي :
- 1 - أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به مدفوعاً بالكامل .
 - 2 - أن يطرح للاكتتاب العام ما لا يقل عن 25% من مجموع أسهم الشركة التي يتم إصدارها
 - 3 - أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنة مالية واحدة على الأقل وأن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى اقتصادية .
 - 4 - أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة العادية والمشاركة مرة واحدة على الأقل في السنة أو تتعهد الشركة بذلك .
 - 5 - أن لا يقل عدد المساهمين عن (50) مساهماً .

4.2.2 الأوراق المالية بداخل سوق فلسطين للأوراق المالية

إن أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الأسهم العادية في الوقت الحالي مع توافر الجاهزية التقنية والإجرائية والقانونية لتداول سندات القرض وتمثل الأسهم العادية ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها علي عوائد هي من الأرباح النقدية الموزعة التي تمثل نصيب السهم من الأرباح النقدية التي تحققها الشركة خلال فترة ما، وذلك بعد إقرار الهيئة العامة توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم أو من أرباح علي شكل منح أسهم أو من الفرق بين سعر الشراء والبيع في حالة بيع الأسهم .

وتتحقق الاستفادة من الاستثمار في الأسهم في حال تحقيق الشركة التي تمتلك أسهماً فيها أرباحاً، فإنك تحصل علي توزيعات من هذه الأرباح (نقدية /أو عينية) وهناك أيضاً الأرباح الرأسمالية التي تمثل الفرق بين قيمة الأسهم عند شرائها وقيمتها عند بيعها، حيث تكون قيمتها عند البيع أكبر لذا يتحقق الربح الرأسمالي .

ويوجد هناك معلومات تهم المستثمر يتوجب عليه الاطلاع عليها قبيل الاستثمار بأحد الأوراق المالية وهي كالتالي :

- أ - القوائم المالية للشركة خلال فترة سابقة .
 - ب - تحليلات النسب المالية الماضية وتوزيعات الأرباح .
 - ج - إدارة الشركة وأداؤها خلال فترات معينة .
 - د - الأداء التاريخي لأسعار الأسهم .
 - هـ - مصادر النمو والتوسع الخاص بالشركة مستقبلاً .
 - و - الأحوال الاقتصادية العامة (التضخم، سعر العملة، سعر الفائدة) .
 - ز - أخبار القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على الصعيد الحالي والعالمي .
- وتوجد أيضاً العديد من المعايير السليمة لاختيار الأسهم يذكر منها
- الأداء السنوي والدوري للشركة
 - أداء الشركة بالمقارنة مع الشركات الأخرى نفس القطاع

- كفاءة الشركة وقدرتها على المنافسة
- حجم الشركة
- سعر السهم
- العائد على حقوق الملكية
- معدل دوران سهم الشركة
- مقياس تقلب سعر السهم
- زيادة مصداقية الشركة لعملها تحت مظلة إشرافية ورقابية تؤمن الإفصاح والشفافية .
- عدالة تسعير أسهمها من خلال تفاعل قوى العرض والطلب ،وربط أسعارها السوقية بمستوى أدائها.
- مساعدة الشركة على الظهور والانتشار.
- توسيع قاعدة المستثمرين ،حيث أن سهولة عملية التداول يتيح المجال لدخول مساهمين جدد.
- تحقيق عنصر السيولة لحاملي أسهم الشركة لفائدة مالكي السهم والشركة.
- أن يتولى مركز الإيداع والتحويل إدارة سجل المساهمين وفق أنظمة الكترونية متطورة يوفر على الشركة الوقت والجهد والتكاليف اللازمة لإدارة هذا السجل ،خصوصاً للشركات التي يكون عدد مساهميها كبيراً .
- الاتصال بالشركة نفسها للحصول على المعلومة .
- مواقع الشركات الالكترونية على شبكة الانترنت
- التقارير السنوية الصادرة عن الشركات والسوق .
- القوائم المالية المنشورة من قبل الشركات في الصحافة والسوق .

4.2.3 قياس أداء سوق فلسطين للأوراق المالية

في الغالب يوجد هناك سقف لتذبذب أسعار الأسهم داخل السوق وتبلغ نسبة الارتفاع والانخفاض المسموح بها على سعر الورقة المالية في جلسة التداول مقارنة مع إغلاق اليوم السابق 5%

ويمكن تغيير هذه النسبة صعوداً أو هبوطاً بالتنسيق ما بين هيئة سوق رأس المال وسوق فلسطين للأوراق المالية ومن أجل قياس أداء سوق فلسطين توجد بعض المعايير والمؤسسات التي سيقوم الباحث باستخدام بعضها وهي حسب ما ذكر :

- 1- عدد الشركات المدرجة وتنوعها .
- 2- حجم القيمة السوقية .
- 3- حجم التداول .
- 4- حجم القيمة السوقية للنتائج المحلي .
- 5- حجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي .
- 6- حجم التداول بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية (معدل دوران رأس المال) .

1 - عدد الشركات المدرجة وتنوعها :

إن المتتبع لسوق فلسطين للأوراق المالية وإلى تلك الشركات المكونة لهذا السوق من حيث عددها وتنوعها يجدها دائماً وفي ازدياد ملحوظ منذ تلك اللحظة التي قد بدأ بها هذا السوق عمله بها حيث قد تكون هذا السوق في بداية عمله في العام 1997 من 4 شركات ومن ثم ارتقى إلى 19 شركة مع نهاية هذا العام ومن ثم ارتقى إلى 21 شركة في العام 1999 أي بزيادة تقدر بنسبة 475 % وهي نسبة كبيرة وملحوظة بالنسبة لسوق مثل هذا السوق .

وقد بلغ عدد الشركات المدرجة داخل السوق الفلسطيني خلال العام 2000 حسب موقع سوق فلسطين للأوراق المالية 24 شركة ولم يطرأ أي تغيير في عدد الشركات خلال الفترة المنحصرة بين العام 2000-2003 العاملة داخل هذا السوق ، ومع نهاية العام 2004 بلغ عدد الشركات المدرجة 26 وفي نهاية العام 2005 بلغ عدد الشركات 28 شركة أي بزيادة بلغت 7.7% وفي العام 2006 بلغ عدد الشركات 33 شركة مدرجة وحتى نهاية العام 2007 حسب الدليل المدرج على موقع السوق الإلكتروني قد بلغ عدد هذه الشركات 35 شركة وقد تم إدراج 3 شركات

جديدة خلال العام 2007 أما فيما يتعلق بتنوع الشركات في سوق فلسطين المالي نجد أن الشركات المدرجة فيه تصنف كما يظهر في الجدول التالي جدول رقم (1) :

جدول رقم (1)

تصنيف الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية في نهاية 2007

وتصنيفها حسب حجم التداول والقيمة السوقية

القطاع الاقتصادي	عدد الشركات المدرجة			الوزن النسبي			حجم القيمة السوقية	حجم التداول
	2007	2004	2000	2007	2004	2000		
البنوك	3	3	6	0.16	0.15	0.17	0.173	0.444
الاستثمار	3	4	8	0.16	0.20	0.115	0.036	0.028
التأمين	3	3	4	0.16	0.15	0.23	0.294	0.378
الصناعة	5	5	10	0.27	0.25	0.285	0.084	0.023
الخدمات	4	5	7	0.22	0.25	0.20	0.413	0.127
الإجمالي	18	20	35	%100			%100	%100

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

يلاحظ من خلال الجدول السابق أنه في بداية عمر السوق خلال العام 2000 بأن الشركات المكونة له قد كان عددها 18 شركة وقد كان لقطاعي الصناعة والخدمات الحجم الأكبر من تشكيلة هذا السوق ، ويلاحظ بعد مرور 4 السنوات بأن السوق لم يختلف كثيراً عن سابقه حيث لم يكن هناك توسع ملحوظ ، أي لا يوجد هناك زيادة كبيرة عن الفترة السابقة حيث بلغ عدد الشركات العاملة لنهاية العام 2004 وهو فترة لا تعد بقليلة خاصة في مجال الأسواق المالية فقد

كان هناك 20 شركة داخل السوق أي زيادة بشركتين فقط وكانت هذه الزيادة في قطاعي الاستثمار والخدمات، أما خلال العام 2007 فقد تغير السوق بفارق ملحوظ حيث بلغ عدد الشركات المدرجة والعاملة 34 شركة وقد كانت السيطرة التامة للشركات المالية وهي قطاعي البنوك والتأمين حيث تمثل ما قيمته 28.5% من الشركات المدرجة، وشركات الصناعة التي قد تساوت مع الشركات المالية مجتمعة حيث بلغت نسبتها 28.5% من الشركات المدرجة، ومع خلو السوق الفلسطينية من بعض القطاعات المهمة وذات التأثير المباشر في اقتصاديات الدول مثل قطاع الزراعة والقطاع التجاري فإنه يندرج بدرجة أقل من العمق داخل السوق وقدرته على توفير التنوع المالي للمستثمرين، أما من حيث نصيب كل قطاع من القطاعات في حجم التداول والقيمة الاسمية فيلاحظ بأن قطاع الخدمات قد كان له النسبة الأكبر من بين جميع النسب حيث مثلت 41% وكان قطاع البنوك هو صاحب أكبر نسبة من التداول بين جميع القطاعات فبلغت أسهم هذا القطاع ما نسبته 44.5% من إجمالي النسب .

2 - حجم القيمة السوقية :

وهو مؤشر يعبر عن مجموع القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ويعتبر مؤشر حجم القيمة السوقية ذا أهمية كبيرة حيث أنه من خلاله يمكن التعرف على حجم السوق المالي وتتبع القيمة السوقية للشركات المدرجة ومن خلال هذه القيمة يمكننا الحكم على السوق المالي ولو نظرنا للقيمة السوقية لسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997 إلى 2007 كما يظهر بالجدول (2). جدول رقم (2)

تطور القيمة السوقية في سوق فلسطين للأوراق المالية (مليون دولار)

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة السوقية	529	588	849	765	723	577	650	1097	4457	2729	2475

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

حيث مليون دولار وقد اتسمت هذه القيمة بالنماء والزيادة حيث بلغت في العام 2000 ما يقارب 766 مليون دولار أي زيادة بنسبة 45% ولكن بسبب الأوضاع الاقتصادية والظروف الصعبة التي قد واجهتها هذه السوق الفلسطينية من قبل الاحتلال خلال انتفاضة الأقصى لم تستمر هذه القيمة بالزيادة كذلك النسبة التي كانت تنتهجها حيث بلغت في نهاية عام 2003 650 مليون دولار بتراجع طفيف عن الأعوام السابقة ، ولكن استعادت السوق خلال الفترة التالية للعام 2003 نشاطها وبدأت هذه القيمة بالزيادة حتى بلغت في نهاية العام 2005 ذروتها محققة أعلى قيمة سوقية حيث قد بلغت 4,457 مليون دولار ، أما خلال العام 2006 فقد بدأ الحصار الإسرائيلي يؤتي أكله حيث كان ذلك واضحاً حيث بلغت القيمة الاسمية 2,729 مليون دولار واستمرت هذه القيمة في الانخفاض لنهاية العام 2007 محققة تراجع حيث بلغت 2,475 مليون دولار.

3 - حجم التداول :

ويعتبر حجم التداول مؤشر آخر لقياس وتقييم حجم السوق وقدرته على استقطاب الأموال ويلاحظ بأن سوق فلسطين للأوراق المالية قد حافظ على مستوى أحجام وقيم التداول للعام 2007 حيث أنه وصل إلى ما يقارب من 800 مليون دولار وما يقارب من 299 مليون سهم خلال العام 2007 أما إذا ما قورن بالأعوام السابقة للعام 2007.

جدول رقم (3)

تطور حجم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية (مليون دولار)

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
حجم التداول	25	69	150	189	75	45	58	201	2096	1067	813

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

وكما يظهر من خلال الجدول رقم (3) فيلاحظ بأن حجم التداول يسوق فلسطين قد بلغ ارتفاع وصل إلى ما يقارب 68,5 مليون دولار في العام 1998 أي بنسبة 173% إذا ما قورن بالعام السابق له 1997 حيث كانت قيمة التداول 25 مليون دولار وقد واصلت قيمة التداول الارتفاع حيث بلغت 1550 مليون دولار بنسبة 119% أما في العام 2000 قد زادت قيمة التداول فبلغت 189 دولار للأسهم التي كانت متداولة في ذلك العام والتي بلغت 93 مليون سهم أما خلال العام 2001 تراجعت تلك القيمة بنسبة 61% محققة تراجع في عدد الأسهم والتي بلغ مجموعها 33 مليون سهم أي ما قيمته 75 مليون دولار واستمر هذا التراجع خلال العام التالي للعام 2001 فقد بلغت هذه النسبة 40% خلال 2002 حيث كان فيه حجم التداول 19 مليون سهم أي ما يقارب من 45 مليون دولار أما خلال العام 2003 فقد كان هناك بعض النشاط داخل السوق الفلسطيني مما انعكس ايجابياً على حجم التداول فقد ارتفع بنسبة 29% أي ما قيمته 58 مليون دولار واستمر هذا الانخفاض خلال العام 2004 حيث وصلت قيمة التداول 154 مليون سهم أي ما يعادل 200 مليون دولار أي بنسبة 244% وبلغ هذا الانخفاض ذروته خلال العام 2005 حيث تحققت أرقام لم يسبق أن وصل إليها السوق الفلسطينية ولم يتجاوزها بعد ذلك فقد كان حجم التداول 370 مليون سهم وكانت قيمة هذه الأسهم ما يقارب 2000 مليون دولار وخلال العام 2000، فقد تراجعت قيم التداول إلى ما يقارب إلى 220 مليون سهم . وهو يعادل 1000 مليون دولار .

4 - حجم القيمة السوقية إلى الناتج المحلي :

من أجل قياس كفاءة السوق الفلسطينية واختبار قدرة هذا السوق الممثل بالشركات العاملة بداخله من حيث تأثيره على الناتج المحلي الفلسطيني ، ويجب أن يتصف هذا المؤشر في الحالة العادية بالإيجاب لأن ذلك يعنى زيادة قدرة الشركات على الإنتاج وجذب المستثمرين ، ويكون لهؤلاء المستثمرين السبب الرئيسي في زيادة عمق السوق واتساعه ويوضح الجدول رقم (4) تطور

حجم القيمة السوقية لسوق فلسطين للأوراق المالية مقسوماً على الناتج المحلي خلال الفترة 1997 وحتى 2007 .

جدول رقم (4)

القيمة السوقية إلى الناتج المحلي (1997 - 2007)

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
النسبة	%12	%13	%13	%16	%16	%15	%15	%26	%99	%66	%60

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن نسبة حجم القيمة السوقية لسوق فلسطين للأوراق المالية إلى الناتج المحلي الفلسطيني قد اتصفت خلال الأعوام الثمانية الأولى من عمر السوق الفلسطينية بالإيجاب حيث أن هذه النسبة لم تتجاوز نسبة 16% عدا عام 2004% فقد قاربت القيمة إلى 25% .

ومع قدوم العام 2005 بلغت هذه النسبة ذروتها حيث أنها شبه قاربت بأن تكون 100% مما يعنى بأن حجم القيمة السوقية مثلت بالكامل الناتج المحلي الفلسطيني خلال ذلك العام وهو العام الذي حدث به الانسحاب من قطاع غزة، أما في العامين التاليين للعام 2005 فقد انخفضت تلك النسبة محققة 66% خلال العام 2006 وآخر نسبة قد توصل إليها الباحث كانت للعام 2007 وكانت أقل من نسبة السنة السابقة حيث بلغت 60%، وإذا ما أردنا أن نقيم هذه النسبة فإنها أقل بكثير بمثيلاتها في الأسواق العربية خلال الأعوام الثمانية الأولى ولكنها بدأت في مرحلة القبول خلال الأعوام الثلاثة الأخيرة .

5 - حجم التداول بالنسبة إلى الناتج المحلي :

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات والتي تعتبر ذات مدلوليه ملموسة وحساسة للسوق الفلسطينية حيث أن هذا المؤشر يقيس قدرة السوق على توفير السيولة بداخله وكما هو معروف فكلما كانت درجة سيولة السوق أكبر كلما كانت قدرته على إسراع الصفقات ومدى الصعوبة

التي يواجهها المستثمرون في تحويل أوراقهم إلى نقدية وكذلك درجة استقرار الأسعار داخل السوق وعدم تعرضها لتضررات كثيرة ، ويوضح الجدول رقم (5) التالي تطور حجم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية إلى الناتج المحلي الفلسطيني خلال الفترة من 1997 – 2007

جدول رقم (5)

حجم التداول بالنسبة إلى الناتج المحلي (1997 – 2007)

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
النسبة	% 0.6	% 1.6	% 2.4	% 4	% 1.7	% 1.1	% 1.4	% 4.7	46.5	% 26	19.5

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

ويلاحظ من الجدول بأن الضعف الشديد قد كان رفيق هذه النسبة خاصة في السنوات الأولى من عمل هذه البورصة فيلاحظ بأنها قد بدأت بنسبة 0.06% خلال العام 1997 وارتفعت إلى أعلى قيمة خلال السبعة سنوات الأولى في العام 2000 إلى نسبة 4% ثم انخفضت خلال العامين التاليين أما في العام 2004 فقد وصلت هذه النسبة محققة رقم جديد خلال الأعوام الثمانية الأولى، وفي العام 2005 قفزت هذه النسبة قفزة ملحوظة محققة نسبة 46.5% وكانت هذه هي أعلى نسبة قد تحققت خلال فترة عمل والتي تعزى إلى الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة السوق وخلال العامين 2006 و 2007 انخفضت هذه النسبة إلى 26% ومن ثم إلى 19.5% على التوالي ويلاحظ بأن هذه النسبة ضعيفة بالمقارنة مع الأسواق المحيطة في الوطن العربي .

6 - حجم التداول بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية (معدل دوران رأس المال) :

إن الهدف الأساسي لأي صاحب طموح لفكرة هو تحقق تلك الفكرة وتطويرها لكي تؤتي أكلها في نهاية الأمر، فعندما كان سوق فلسطين للأوراق المالية وليد اللحظة في العام 1997 من حيث الشركات والمستثمرين والمتعاملون داخل ذلك السوق لذلك يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الهامة التي تفسر درجة تطور الأسواق المالية ويتم حسابه بقسمة حجم التداول على حجم القيمة

السوقية ، وعند ربط دورة رأس المال بنسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي فإنه يمكننا بطريقة غير مباشرة قياس درجة سيولة السوق ، فإذا كان السوق ذا سيولة مالية وحجم رأسماله صغير فإن دورة رأس المال تكون فيه عالية إلا أن حجم التداول فيه سيكون صغيراً والسبب في ذلك أن حجم التداول إلى حجم الناتج المحلي صغيراً أصلاً ، وإن كان حجم التداول صغيراً فإن حجم التداول إلى حجم القيمة السوقية سيكون كبيراً وذلك لأن حجم السوق صغيراً كما سبق وذكرنا ذلك، والجدول رقم (6) التالي يوضح تطور معدل دوران رأس المال في سوق فلسطين للأوراق المالية 1997 - 2007 .

جدول رقم (6)

معدل دوران رأس المال في سوق فلسطين للأوراق المالية 1997 - 2007

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
النسبة	4.7%	11.5	17.6	24%	10.2	7.8%	8.9%	18%	47%	39%	33%

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

ويلاحظ من خلال الجدول بأن هذا المؤشر لم يختلف كثيراً من حيث الضعف في بداية عمر السوق عن المؤشرات السابقة والتي تم التطرق إليها حيث يلاحظ بأنه خلال العام 1997 كانت نسبة معدل دوران نسبة رأس المال 4.7% إلا أن هذه النسبة قد بلغت ذروتها خلال الخمسة أعوام الأولى حيث بلغت 24% خلال العام 2000 ثم انخفضت تلك النسبة خلال الأعوام التالية من عام 2000 .

وعند قدوم العام 2005 صاحب هذا العام تميز لم يسبق خلال عمر البورصة الفلسطينية فقد بلغت النسبة خلال هذا العام 47% ولم تتجاوز البورصة هذه النسبة حتى اللحظة بل انخفضت خلال العامين التاليين محققة نسبة 39% العام 2006 و33% خلال العام 2007 وتعقيباً على ذلك المؤشر يلاحظ بأنه دون المستوى المطلوب وأن السوق قد كان عاجزاً عن تحقيق الأهداف بكفاءة وفاعلية .

وفي رأي الباحث بأن المحدد الأساسي للأسعار هو قوى العرض والطلب ولا تتدخل السوق في تحديد الأسعار حيث يقتصر دورها على تنظيم عملية التداول على أسس من العدالة والكفاءة كما تضع السوق نسبة معينة (هامش معين) لضمان استقرار الأسعار بشكل يجعل هبوطها وصعودها منتظماً وتدرجياً كما تقوم كل من هيئة سوق رأس المال والسوق بمراقبة حركات التداول لتضمن أن لا يكون هناك صفقات تهدف إلى التأثير على سعر السهم .

الفصل الخامس

تحليل البيانات وفرضيات الدراسة

ودراسة المعايير السليمة لاختيار الأسهم

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

5.1 المبحث الأول : تحليل فرضيات الدراسة

5.2 المبحث الثاني : دراسة المعايير السليمة لاختيار الأسهم

5.1 المبحث الأول : تحليل فرضيات الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باستخدام المنهج التحليلي والذي يعرف بأنه يستخدم في الدراسة لأحداث وظواهر وممارسات موجودة متاحة للدراسة والقياس كما هي دون تدخل الباحث في مجرياتها بحيث يمكن التعامل معها من حيث وصفها وتحليلها، وقد تم استخدام أسلوب التحليل للقوائم المالية للشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي تم الإفصاح عنها في هذه القوائم و سوف تعتمد الدراسة على نوعين أساسيين من البيانات:

1-البيانات الأولية

تم جمع البيانات عن طريق القوائم المالية للشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية التي تم الإفصاح عنها رسمياً حيث سيتم تجميع القوائم المالية لهذه الشركات والتي يظهر بها صراحة مقدار الأرباح الموزعة سنوياً حيث سيتم استخراج مقدار الأرباح المحتجزة ونسبتها الدفترية والقيمة الدفترية والسوقية لأسهم تلك الشركات عينة الدراسة ، ومن ثم سيتم تفريغ البيانات وتحليلها باستخدام برنامج SPSS الإحصائي بهدف الوصول لدلالات ذات قيمة ومؤشرات تدعم موضوع الدراسة .

2-البيانات الثانوية

وتم أيضاً جمع البيانات ذات العلاقة من الكتب والدوريات والمنشورات والمواقع الالكترونية الخاصة بهدف الدراسة، وأية مراجع قد يرى الباحث أنها تسهم في إثراء الدراسة بشكل علمي، ويرى الباحث من خلال اللجوء للمصادر الثانوية في الدراسة التعرف على الأسس والطرق العلمية السليمة في كتابة الدراسات، وكذلك أخذ تصور عام عن آخر المستجدات التي حدثت و

تحدث في مجال الدراسة، وقد تم تحديد مجتمع الدراسة بالشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي بلغت 35 شركة مدرجة داخل السوق والتي يتم تداول 34 شركة منها وهي تدرج تحت خمسة قطاعات رئيسية وهي كما يلي: (أنظر ملحق رقم 1) *

1- قطاع الاستثمار

2- قطاع الصناعة

3- قطاع الخدمات

4- قطاع التأمين

5- قطاع البنوك

هذا وقد تم استخدام تحليل الانحدار البسيط بين المتغير التابع والمتغير المستقل من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرين وأن يبين نوع العلاقة إن وجدت من حيث درجة قوتها (ضعيفة متوسطة قوية) ونوع العلاقة هل هي (عكسية أو طردية) .

فرضيات الدراسة

5.1.1 اختبار الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم .

لاختبار هذه الفرضية والذي يمثل معدل توزيع الأرباح المتغير المستقل والقيمة السوقية للسهم تعتبر المتغير التابع و يلاحظ من خلال جدول رقم (7) والذي يتضح من خلاله أن قيمة مستوى دلالة معامل الانحدار يساوي 0.003 وهو أقل من 0.05، كما أن قيمة الخطأ المعياري للمعامل 0.160716 وهو يعتبر صغير نسبياً وكذلك بلغت قيمة t المحسوبة 3.032 ومستوى الدلالة تساوي 0.003 وهو أقل من 0.05 مما يعني أنه توجد علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية وبالتالي يتم قبول الفرضية .

جدول رقم (7)

اختبار معاملات المتغير المستقل (معدل توزيع الأرباح)

المتغير المستقل	المعاملات	الخطأ المعياري للمعامل	قيمة T	مستوى الدلالة
معدل توزيع الأرباح	0.487313	0.160716	3.032	0.003

- المتغير التابع : القيمة السوقية للسهم

- المتغير المستقل: معدل توزيع الأرباح للسهم

ويلاحظ أن نسبة إسهام التوزيعات في تغير القيمة السوقية كانت صغيرة على الرغم من قبول الفرضية والتي تفيد بوجود علاقة طردية بين كل من التوزيعات والقيمة السوقية ومما يجب الإشارة إليه أنه يلاحظ في هذه الدراسة والتي يعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية هو مجتمع هذه الدراسة ، أن هذه النسبة ألا وهي نسبة إسهام التوزيعات في تغير القيمة السوقية متدنية بالمقارنة بما أثبتته الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية المحيطة والعالمية ، وأهم ما يعزى إليه في تدني هذه النسبة أن التوزيعات كقيمة كانت منخفضة وكما يلاحظ بان عدد الشركات التي قامت بالتوزيعات لا يتجاوز 11 شركة أي ما يقارب 30% من إجمالي الشركات العاملة بداخل السوق . (أنظر ملحق رقم 2)*

ومما يعزى إليه أيضاً في تولد هذا الضعف بعض المتغيرات والتي أثرت حقيقة في تغير القيمة السوقية وأهم ما يذكر منها :

1- ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين داخل السوق الفلسطينية والذي بطبيعته انعكس على قوى الطلب والعرض داخل السوق الفلسطينية وكذلك كثرة الإشاعات داخل السوق الفلسطينية . (دراسة زعرب ، 2005) .

2- عدم توسع الشركات العاملة داخل السوق الفلسطينية وزيادة تملكها للأصول والموجودات الثابتة والتي بدورها تؤدي إلى رفع القيمة الدفترية لأسهم تلك الشركات والذي ينعكس بدوره

على رفع القيمة السوقية لوجود علاقة طردية بين القيمتين ،حيث يلاحظ خلال السنوات الثلاث الأخيرة فقط أن عدد الشركات العاملة داخل السوق قد كانت تولد لديها زيادة في موجداتها بلغت خلال العام 2005-2006 25% فقط أي أن هناك 75% من إجمالي تلك الشركات قد تغيرت بالنقص في إجمالي موجداتها .

ويجب الإشارة بأن جزء من تلك الزيادة في الموجودات يعزي إلى التضخم المتولد عن الحصار للأراضي الفلسطينية أما خلال العام 2006 -2007 فقط زادت نسبة الشركات صاحبة الزيادة في موجداتها 43% من إجمالي الشركات العاملة داخل السوق الفلسطيني و 57% المتبقية من إجمالي تلك الشركات قد عانت نقص في هذه الموجودات مع العلم بأن نسبة التضخم قد زادت أيضاً مع هذه الزيادة . (دليل الشركات المساهمة، 2007) *

3 - يلاحظ بالنسبة لأرباح وخسائر تلك الشركات، مع العلم بأن الربح هو الهدف الذي نشأت تلك الشركات من أجله فقد كان على النحو التالي ، خلال الأعوام الأربعة الأولى لهذه الدراسة والتي تنحصر بين العام 2000 -2003 وهي الفترة التي صاحبت إنتفاضة الأقصى فقد بلغت نسبة الشركات التي قد حققت تراجع في مستوى الأرباح 30% من إجمالي الشركات العاملة داخل السوق .

أما السنوات الأربعة التالية وهي منذ عام 2004 - 2007 فقد ازدادت نسبة الشركات المتراجعة والانخفاض في نسبة الأرباح حيث بلغت 60% من إجمالي نسبة الشركات العاملة داخل السوق الفلسطينية للأوراق المالية . (أنظر ملحق رقم 2) *

4- إجمام كثير من المستثمرين الصغار من الاستثمار داخل السوق لسوء الأوضاع الاقتصادية المتولدة عن انتفاضة الأقصى ومن بعدها الفلتان الأمني وأخيراً الحصار الدولي حيث يلاحظ انخفاض نسبة التداول منذ بداية انتفاضة الأقصى من 33 مليون تقريباً خلال العام 2001 إلى 18.5 مليون خلال العام 2002 ثم استعاد السوق نشاطه ليبلغ ذروته عام 2005 حيث بلغت نسبة التداول 370 مليون ولكن هذه السنة انخفضت على 220 مليون في العام الأول للحصار .(أنظر ملحق رقم 3) *

5 - تدني الحالة الاقتصادية للأراضي الفلسطينية بما فيها الشركات العاملة داخل السوق الفلسطيني والمستثمرين داخل هذا السوق الذي أدى إلى انطباع سيئ لدى المستثمرين من الاستثمار والمساهمة داخل السوق . (الموقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية)

6- تدني صافي الإيرادات والتدفقات النقدية لكثير من الشركات في الفترة الأخيرة والذي بطبيعته ينعكس على نفسية المستثمر . (مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية)

7- الوضع السياسي حيث يلاحظ أن السوق الفلسطينية قد حققت أعلى قيم سوقية خلال العام 2005 وهو العام الذي وافق الانسحاب من غزة وظهور بعض الاستتباب الأمني خلال فترة التهدة . (مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية)

وبالتالي يتم قبول الفرضية الأولى لهذه الدراسة ويمكننا القول بأن هناك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

5.1.2 اختبار الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للسهم .

لاختبار معاملات المتغير المستقل للفرضية الثانية حيث يتمثل بمعدل توزيع الأرباح أما المتغير التابع فكانت القيمة الدفترية للسهم ويتبين من خلال الجدول رقم (8) أن قيمة مستوى الدلالة لمعامل الانحدار يساوي 0.998 وهو أكبر من 0.05، كما أن قيمة الخطأ المعياري للمعامل يساوي 0.2075631 وهو يعتبر صغير نسبياً وكذلك بلغت قيمة t المحسوبة 0.002 ومستوى الدلالة يساوي 0.998 وهو أكبر من 0.05 مما يعني أنه لا توجد علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية .

جدول رقم (8)

اختبار معاملات المتغير المستقل (معدل توزيع الأرباح)

المتغير المستقل	المعاملات	الخطأ المعياري للمعامل	قيمة T	مستوى الدلالة
معدل توزيع الأرباح	0.432819	0.2075631	0.002	0.998

- المتغير التابع : القيمة الدفترية للسهم

- المتغير المستقل: معدل توزيع الأرباح للسهم

هذا ويتضح من خلال النتائج لهذه الفرضية بعدم وجود علاقة ذات أهمية أو أي أثر مباشر بين كل من التوزيعات والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية على الرغم من أن بعض الباحثين قد سبقوا واثبتوا من خلال دراسات تناولت أثر القيمة الدفترية على التوزيعات كدراسة محمد السيد منصور والتي كانت السوق السعودية هي مجتمع هذه الدراسة بوجود علاقة طردية وهي قوية أيضاً وقد أثبتت هذه الدراسة وجود علاقة بين المتغيرين ولكن هذه العلاقة قد اتصفت بالضعف وبأن نسبة تفسير التغير في القيمة الدفترية للتغير الحادث في التوزيعات لم تكن ذات دلالة معنوية وبالتالي لم يكن هناك نسبة إسهام للتوزيعات في تغيير القيمة الدفترية ، وأن هذا الضعف بين المتغيرين يعزى لعدة أسباب وأهم هذه الأسباب هو أن قيام الشركة بالتوزيعات عادةً ما يكون هذا التوزيع من الأرباح المحتجزة للعام السابق لعام التوزيعات وبالتالي تنقص هذه الأرباح المحتجزة أو يتم التصرف ببعض منها خلال السنوات السابقة وبذلك فإن القيمة الدفترية لأسهم تلك الشركات قد تتأثر .

وليس هذا هو السبب الوحيد ولكن يوجد عدة عوامل أخرى غير التوزيعات ومما يذكر من هذه العوامل الأخرى :

1 - نسبة احتجاز الأرباح خلال الأعوام السابقة للتوزيعات : حيث اتضح من خلال دراسة القوائم المالية للشركات العاملة في سوق فلسطين على فترتين متتاليتين للسنوات التي تنحصر

بين العام 2000-2003 كفترة أولى والأعوام المنحصرة بين بداية عام 2004 - 2007 كفترة ثانية كانت النتائج من خلال هذه القوائم أن نسبة الشركات التي لم تقم باحتجاز الأرباح خلال الفترة الأولى لم يتجاوز 10% أما خلال الفترة الثانية فقد بلغت 8% وهذا يدل على أن تلك الشركات التي تقوم سياستها على احتجاز الأرباح لإعادة الاستثمار ولا تقوم بالتوزيعات . ويلاحظ أيضاً أن الشركات التي قامت بالتوزيعات خلال الفترة الأولى بلغت نسبتها 20% وبقيت تقريباً تلك النسبة ثابتة خلال الفترة الثانية مع تغير الشركات التي قامت بالتوزيع للأرباح على مساهميتها . (دليل الشركات المساهمة، 2007) *

2 - أي زيادة في رأس مال الشركات العاملة : ويلاحظ بعد الإطلاع على حجم الزيادة في رأس المال للشركات من خلال القوائم المالية لتلك الشركات أن نسبة الشركات التي انخفض رأس مالها العامل بلغت 55% من إجمالي الشركات خلال الفترة الأولى التي سبق الإشارة إليها وذلك الانخفاض كان المسبب الرئيسي له هو انتفاضة الأقصى .

أما خلال الفترة الثانية فقد ارتفعت نسبة الشركات التي انخفض رأس مالها حيث بلغت تلك النسبة 60% من إجمالي الشركات العاملة داخل سوق فلسطين للأوراق المالية وأن هذا التراجع كان للحصار المفروض على الأراضي الفلسطينية الدور الكبير في تكمونه وبذلك النسبة الكبيرة والذي كان له الأثر الواضح في التأثير على أسهم تلك الشركات . (دليل الشركات المساهمة، 2007) *

3 - الاحتياطات التي تم تكوينها خلال حياة المشروع : أما بالنسبة للاحتياطات فقد كانت تقريباً جميع الشركات الفلسطينية والتي يتم تداول أسهمها داخل البورصة الفلسطينية قد احتفظت باحتياطات سوى ثلاثة شركات منذ أن تكونت البورصة حتى لحظة إعداد هذه الدراسة ، وأن القيمة الدفترية بطبيعتها هي محصلة لعدة قيم مندمجة حيث أن القيمة الدفترية تتضمن القيمة الاسمية للسهم العادي مضافاً إليه نصيب السهم الواحد من الاحتياطات بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة ومن أهم ما يذكر كمؤشر وذو علاقة قوية بالقيمة الدفترية ويكون صاحب التغير في هذه القيمة عند الشركات ما يلي :

1 - قوة ومثانة المركز المالي للشركات العاملة .

2 - معدل النمو للشركات وبالتالي زيادة أرباحها المتحققة وزيادة في رأس مالها العامل .

3 - وجود إدارة حكومية لدى الشركات والتي بدورها تتخذ القرارات الصائبة والتي تؤدي إلى

زيادة معدل نمو الأرباح وبالتالي يتم رفض الفرضية الثانية وحسب نتائج التحليل الإحصائي

ثبت بأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من معدل

توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

5.1.3 اختبار الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين

صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم .

لاختبار معاملات المتغير المستقل والذي يتمثل بصافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم

تعتبر المتغير التابع حيث يتبين أن قيمة مستوى دلالة معامل الانحدار يساوي 0.000 وهو أقل

من 0.05 كما يتضح من خلال الجدول رقم (9) ، كما أن قيمة الخطأ المعياري للمعامل يساوي

6.23E-09 وهو يعتبر صغير نسبياً وكذلك بلغت قيمة t المحسوبة 5.706 ومستوى الدلالة

تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05 مما يعني أنه توجد علاقة بين صافي تدفقات النقدية والقيمة

جدول رقم (9)

السوقية

اختبار معاملات المتغير المستقل (صافي التدفقات النقدية)

المتغير المستقل	المعاملات	الخطأ المعياري للمعامل	قيمة T	مستوى الدلالة
صافي التدفقات النقدية	3.55E-08	6.23E-09	5.706	0.000

- المتغير التابع : القيمة السوقية للسهم

- المتغير المستقل: صافي التدفقات النقدية

- E : القيمة أس سالب عشرة

وبعد الإطلاع على النتائج التي تم التوصل إليها لهذه الفرضية يلاحظ بأن هناك علاقة بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي تعمل الشركات دائماً على رفع قيمة هذه التدفقات مما ينعكس بالإيجاب على نصيب السهم العادي من الأرباح والذي بدوره يؤدي لرفع القيمة السوقية للسهم وكذلك زيادة شهرة الشركة .

أما بالنسبة لنتيجة التحليل الإحصائي للفرضية الثالثة والتي تبحث أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية قد تبين بأن هناك علاقة طردية بين كل من المتغيرين ولكن هذه العلاقة قد اتصفت بالضعف حيث أن نسبة المساهمة في تفسير التغير المتكون عن التدفقات النقدية للتغير في القيم السوقية قد كان ضعيف وإن كان هناك ما يعزى إليه هذا الضعف فهو انخفاض التدفقات النقدية للشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية كمسبب أول وهذه النتيجة في الواقع منطقية من وجهة نظر الباحث لأن صافي التدفقات النقدية والأرباح المتحققة لدى الشركات تعتبر كمقياس للأداء المالي لتلك الشركات والذي على أساسه يستطيع المستثمر التنبؤ بمدى قدرة إدارة الشركة على زيادة تدفقاتها النقدية والتي بطبيعتها ترفع من ثقة المستثمر في هذه الشركة وكتحصيل حاصل يزيد الطلب على تلك الأسهم وترتفع قيمتها السوقية داخل السوق .

وقد اتفقت هذه الدراسة مع دراسة كل من حمدي زعرب وصباح شراب حيث قد أثبتت دراستهم أن ما نسبته 58% من التغير في القيم السوقية يعزى إلي نصيب السهم من صافي الأرباح للشركة مصدره السهم ، و اتفقت أيضاً مع دراسة محمد السيد منصور مع اختلاف مجتمع تلك الدراسة حيث كان مجتمع تلك الدراسة هو سوق السعودية ، وثبت من خلال دراسته أن معدل العائد على السهم من التدفقات النقدية المتولدة كان ذو علاقة قوية في تحديد القيم السوقية للأسهم الشركات العاملة داخل السوق السعودية ، وبشكل عام قد ثبت بان هناك علاقة طردية بين كل من القيمة السوقية للأسهم والتوزيعات للأرباح وحيث انه في حالة القيام بهذه التوزيعات والتي تكون عادة متولدة عن الأرباح التي تحققها الشركات نتيجة نشاطها العادي والذي يجب أن يتصف بالنجاح فحينها تقرر الشركات التوزيعات للأرباح وسيكون أثرها ايجابيا على القيمة

السوقية للأسهم وفي حالة عدم تحقيق تلك الشركات للأرباح أو يكون هناك تدني في مستوى الأرباح الذي تحققه تلك الشركات عادة ما يكون أثر هذا التدني عكسياً على القيمة السوقية لتلك الأسهم وأن لكل من الأرباح المحتجزة والتوزيعات دور كبير في التأثير على القيمة السوقية وكما لاحظت تبدو من وجه نظر الباحث أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية يكون للعشوائية وتنبؤات المستثمر وما يحيطه بالسوق من ظرف اقتصادية وسياسية الأثر الكبير في تولدها و تحديد هذه القيمة .

وتجدر الإشارة هنا بالنسبة لصافي التدفقات النقدية للشركات العاملة داخل سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الأعوام الأربعة الأولى لهذه الدراسة والتي تتحصر بين العام 2000-2003 وهي الفترة التي صاحبت انتفاضة الأقصى فقد بلغت نسبة الشركات التي قد حققت تراجع في صافي التدفقات النقدية 30% من إجمالي الشركات العاملة داخل السوق أما السنوات الأربعة التالية وهي منذ عام 2004 – 2007 فقد ازدادت نسبة الشركات المتراجعة والانخفاض في صافي التدفقات النقدية حيث بلغت 60% من إجمالي نسبة الشركات العاملة داخل السوق الفلسطينية للأوراق المالية وهذا بدوره أدى إلى إضعاف العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم داخل السوق الفلسطينية . (أنظر ملحق رقم 4)*

وبناء على ما سبق ففي هذه الحالة يتم قبول الفرضية ويتضح بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

5.1.4 اختبار الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للسهم .

لاختبار معاملات المتغير المستقل وهو القيمة الدفترية أما المتغير التابع فهو القيمة السوقية ويتبين أن قيمة مستوى الدلالة لمعامل الانحدار يساوي 0.994 وهو أكبر من 0.05 كما يتضح من خلال الجدول رقم (10) ، كما أن قيمة الخطأ المعياري للمعامل يساوي $4.85E-05$ وهو

يعتبر صغير نسبياً وكذلك بلغت قيمة t المحسوبة 0.008 ومستوى الدلالة تساوي 0.994 وهو أكبر من 0.05 مما يعني أنه لا توجد علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية .

جدول رقم (10)

اختبار معاملات المتغير المستقل (القيمة الدفترية)

المتغير المستقل	المعاملات	الخطأ المعياري للمعامل	قيمة T	مستوى الدلالة
القيمة الدفترية	3.92E-07	4.85E-05	0.008	0.994

- المتغير التابع : القيمة السوقية

- المتغير المستقل: القيمة الدفترية

- E : القيمة أس سالب عشرة

في هذه الفرضية يرى الباحث بأن هناك توافق بين النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة وبين الكثير من آراء الباحثين ولكن ليس بالمدلولية المطلقة أو تلك العلاقة القوية التي تحدث عنها الباحثين حيث كانت العلاقة طردية ولكن ضعيفة ويستنتج من ذلك أن ليست القيمة الدفترية وحدها لها النصيب الأكبر في التأثير على القيمة السوقية خلال هذه الدراسة .

وبعد الاطلاع على النتائج التي تم الحصول عليها من مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية الرابعة والتي تدرس العلاقة بين كل من القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية يتضح بأن هناك علاقة طردية ضعيفة جداً بين المتغيرين حيث أنه لا يساهم تفسير التغير في القيمة السوقية بالاستناد إلى التغير بالقيمة الدفترية إلا بنسبة 5% فقط ، وقد توافقت هذه الدراسة من حيث وجود علاقة طردية بين المتغيرين مع العديد من الدراسات لمجتمعات مختلفة ومن بين هذه الدراسات دراسة محمد السيد منصور والتي كان مجتمع هذه الدراسة هي السوق السعودية بالأوراق المالية ولكن يوجد اختلاف في نسبة التفسير في التغير بين كل من المتغيرين حيث أن الباحث قد أثبت من خلال دراسته أن القيمة الدفترية

لأسهم الشركات المختلفة والعاملة داخل السوق السعودية تعتبر العامل الأساسي والرئيسي وأن هذه القيمة ذات ارتباط قوي في تحديد اتجاهات أسعار الأسهم داخل السوق السعودية ، وعند النظر في دراسة الكيلاني والقدومي والتي كان مجتمع تلك الدراسة هي السوق الأردنية فقد أثبتت تلك الدراسة بأن أي ارتفاع في القيمة الدفترية يتولد عنه ارتفاع مماثل في القيمة السوقية لأسهم الشركات العاملة داخل السوق الأردنية .

وخلال دراستنا هذه والتي اتصفت بها العلاقة التي تم التوصل إليها بالضعف الشديد فإن هذا الضعف بين المتغيرين قد كان له عدة مسببات يعزى إليها ومن أهم تلك الأسباب والتي كان محلها السوق الفلسطينية ما يلي :

1- ما ينشر من إشاعات والتي يتم تداولها داخل السوق الفلسطينية والتي تتحكم في منحنى الطلب والعرض وتتسبب تلك الإشاعات بأن يتصف هذا المنحنى بالعشوائية ومع ضعف ثقافة المساهمين داخل هذا السوق لا يمكن تجاهل هذه الإشاعات .

2- الظروف السياسية والاقتصادية المحيطة بمجتمع هذا السوق والتي من شأنها بأن توحى بالاستقرار أو عدمه داخل هذه السوق والتي يكون أثرها واضحاً على أسعار الأسهم هبوطاً وارتفاعاً كما حدث عام 2005 .

3- انعدام المنافسة داخل السوق سواء بالنسبة للشركات المصدرة لتلك الأسهم أو الخدمات التي تقدمها هذه الشركات ويكون لذلك الأثر الكبير على القيمة السوقية لتلك الشركات .

4- المعلومات التي يمكن للمستثمر الحصول عليها أو التوصل إليها من خلال المصادر المختلفة والتي اتصفت بالضعف في بداية عمر السوق وكذلك قلة بيوت السمسرة داخل السوق الفلسطينية للأوراق المالية .

إن ما سبق كان من بعض الأسباب الرئيسية والجوهرية وذات التأثير المباشر التي أدت إلى عدم اعتماد القيمة السوقية عند تكونها على ضعف القيمة الدفترية وكذلك من بعض ما يعد كأسباب لضعف العلاقة بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية داخل السوق الفلسطينية ، وأن ما سبق يؤكد بأن سلوك منحنى الطلب والعرض داخل السوق الفلسطينية للأوراق المالية يتصف ببعض

العشوائية ويكون اختيار المستثمر لأسهم الشركة التي ينوي شرائها أو المضاربة بها يكون هذا الاختيار على العاطفة أو سلوك السوق من حيث الإقبال على أسهم بعض الشركات أو إعراضهم عن البعض الآخر وذلك يتم رفض الفرضية الرابعة ونستنتج أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

5.1.5 اختبار الفرضية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للسهم .

لاختبار هذه العلاقة تم استخدام تحليل الانحدار البسيط لإيجاد نموذج انحدار تغير كمية الأسهم المتداولة على الق القيمة السوقية للسهم حيث يتضح من الجدول رقم (11) أن قيمة مستوى دلالة معامل الانحدار يساوي 0.000 وهو أقل من 0.05، كما أن قيمة الخطأ المعياري للمعامل يساوي 3.18E-09 وهو يعتبر صغيراً نسبياً وكذلك بلغت قيمة t المحسوبة 8.326 ومستوى الدلالة تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05 مما يعني أنه توجد علاقة بين كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للسهم .

جدول رقم (11)

اختبار معاملات المتغير المستقل (كمية الأسهم المتداولة)

مستوى الدلالة	قيمة T	الخطأ المعياري للمعامل	المعاملات	المتغير المستقل
0.000	8.326	3.18E-09	2.65E-08	كمية الأسهم المتداولة

- المتغير التابع : القيمة السوقية للسهم
- المتغير المستقل: كمية الأسهم المتداولة
- E : القيمة أس سالب عشرة

وبعد الاطلاع على النتائج التي تم التوصل إليها للفرضية الخامسة والقائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية اتضح بأن هناك علاقة طردية بين كل من المتغيرين ولكن هذه النسبة لم تتصف بالقوة حيث أنها كانت ضعيفة خلال دراستنا هذه وقد كانت نسبة إسهام التغير في القيمة السوقية بالاستناد إلى التغير الحادث في كمية الأسهم المتداولة لا يتجاوز 10% ، وأن الأسهم عند النظر إليها كسلعة يتم تداولها داخل السوق وإن كانت هذه السوق تتصف ببعض الخصوصية من حيث معاملات البيع والشراء ولكن يطلق عليها في نهاية الأمر بالسوق فإن هذه السلعة التي يتم الحديث عنها تختلف عن باقي السلع ويكون منحنى الطلب والعرض للأسهم هو المرآة التي تعكس قوة الاقتصاد ككل ، وهذا الطلب الكلي للأسهم يتأثر ببعض العوامل ذات التأثير المباشر على القيمة السوقية لتلك الأسهم ويذكر من هذه العوامل ما يلي :

1- متوسط الإيرادات للشركة : حيث يكون نصيب السهم الواحد من الإيرادات المتحققة للشركة هو صاحب التأثير في الإقبال وزيادة الطلب على هذا السهم من قبل المستثمرين وبالتالي ارتفاع قيمته السوقية .

2- اتجاه هذه الإيرادات : ويشترط هنا عند المستثمر الواعي أن يكون هذا الاتجاه مصحوباً بالزيادة الدائمة لكي يتحقق الطلب على ذلك السهم أو محافظة المساهمين على أسهم تلك الشركة التي يتصف إيرادها بالزيادة ، وعند قراءة القوائم المالية للشركات العاملة داخل سوق فلسطين للأوراق المالية يلاحظ بأن متوسط الإيرادات واتجاه هذه الإيرادات قد كان خلال الأعوام المنحصرة بين العام 2000_2004 وهي فترة قد صاحبت انتفاضة الأقصى حيث بلغ نسبة الشركات التي كان متوسط إيراداتها دون المتوسط العام وكان اتجاه الإيرادات لهذه الشركات يتصف بالتراجع 30% من إجمالي الشركات العاملة داخل السوق خلال تلك الفترة ، أما خلال الفترة المنحصرة بين العام 2005 والعام 2007 وهي فترة قد فرض خلالها الحصار على الأراضي الفلسطينية وقد بدا واضحاً بأن هذا الحصار قد أتى أوكله وباتت انعكاساته واضحة

داخل السوق الفلسطينية والتي تعتبر جزء لا يتجزأ من الاقتصاد الفلسطيني حيث بلغت نسبة الشركات التي عانت من تراجع في متوسط إيراداتها وسلوك هذه الإيرادات الاتجاه العكسي بالنقص لا بالزيادة 60% من إجمالي الشركات العاملة داخل سوق فلسطين من الأوراق المالية مما أثر بالسلب على سلوك المستثمرين وتولد لديهم انطباع سيئ من حيث المتاجرة أو الاستثمار داخل سوق فلسطين فإحجام هؤلاء المستثمرون قد أثر على طلب وتداول الأسهم داخل سوق فلسطين للأوراق المالية مما أثر على قيمة هذه الأسهم السوقية. (أنظر ملحق رقم 4)*

3- الظروف السياسية والاقتصادية كالركود أو الزواج والاستقرار الذي يدفع الشركات التي تتوي التوسع اتخاذ ذلك القرار وعرض أسهمها داخل السوق أن كانت تتوي ذلك . ويتضح مما سبق بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

5.1.6 اختبار الفرضية المتعلقة بجميع متغيرات الدراسة:

لاختبار هذه العلاقة تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لإيجاد نموذج انحدار القيمة السوقية للأسهم على كل من القيمة الدفترية و معدل توزيع الأرباح و صافي التدفقات النقدية وكمية الأسهم المتداولة والنموذج كما يلي :

$$\hat{y} = b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4 + e$$

$$e_i = y_i - \hat{y}_i \quad \text{حيث أن}$$

$$(b_0) \text{ الثابت} = 1.067285$$

$$(b_1) : \text{القيمة الدفترية} = 1.0204$$

$$(b_2) : \text{معدل توزيع الأرباح} = -3.738E-0$$

$$(b_3) : \text{صافي التدفقات النقدية} = 0.9150$$

$$(b_4) : \text{كمية الأسهم المتداولة} = 1.472E-08$$

$$(x) = \text{هي القيمة المراد التنبؤ بقيمتها}$$

والنتائج مبينة في جدول رقم (12) والذي يبين أن قيمة معامل التحديد تساوي 0.135 بمعنى انه يمكن تفسير التغير في القيمة الاسمية للسهم بنسبة 13.5% نتيجة التغير في كل من القيمة الدفترية و معدل توزيع الأرباح و صافي التدفقات النقدية وكمية الأسهم المتداولة ، كما يبين جدول رقم (12) إن قيمة F تساوي 8.88 وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي تساوي 2.41 وكذلك بلغت قيمة مستوى الدلالة 0.000 وهي أقل من 0.05 مما يعنى أن النموذج جيد وقادر على التنبؤ ويتبين أن العلاقة بين القيمة الاسمية للسهم والمتغيرات المستقلة مجتمعة تساوي 0.368 مما يبين وجود علاقة ايجابية بين القيمة السوقية للسهم وكل من القيمة الدفترية و معدل توزيع الأرباح و صافي التدفقات النقدية وكمية الأسهم المتداولة معا .

جدول رقم (12)

اختبار تحليل التباين (تحليل الانحدار)

مصدر التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة
الانحدار	4	123.055	30.764	8.88	0.000
البواقي	227	785.862	3.462		
المجموع	231	908.917			
قيمة R = 0.368		قيمة R ² = 0.135		الخطأ المعياري = 1.860	

- المتغير التابع : القيمة السوقية للسهم
- المتغيرات المستقلة: القيمة الدفترية ، معدل توزيع الأرباح ، صافي التدفقات النقدية ، كمية الأسهم المتداولة

جدول رقم (13) يبين اختبار معاملات المتغيرات المستقلة (القيمة الدفترية ، معدل توزيع الأرباح ، صافي التدفقات النقدية ، كمية الأسهم المتداولة) حيث يتبين أن قيمة مستوى الدلالة لكل من القيمة الدفترية و صافي التدفقات النقدية أقل من 0.05، بينما نجد أن قيمة مستوى

الدلالة لكل من معاملات معدل توزيع الأرباح وكمية الأسهم المتداولة أكبر من 0.05 مما يدل على أنهما غير دالة إحصائياً أي ضعيفة التأثير .

جدول رقم (13)

اختبار معاملات المتغيرات المستقلة (القيمة الدفترية، معدل توزيع الأرباح، صافي التدفقات النقدية، كمية الأسهم المتداولة)

المتغير المستقل	المعاملات	الخطأ المعياري للمعامل	قيمة T	مستوى الدلالة
الثابت	1.020388	0.140341	7.271	0.000
القيمة الدفترية	1.0204	0.1403	7.271	0.000
معدل توزيع الأرباح	5-3.738E-0	0.0000	-0.987	0.325
صافي التدفقات النقدية	0.9150	0.3039	3.010	0.003
كمية الأسهم المتداولة	1.472E-08	0.0000	0.813	0.417

E - : القيمة أس سالب عشرة

يلاحظ من خلال النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي أن نسبة تفسير التغير في القيمة السوقية بالاستناد إلى المتغيرات الأربعة التي وردت خلال الدراسة قد بلغت 13.5 % وهي نسبة ضعيفة في هذه الدراسة وإن حقيقة هذه المتغيرات الأربعة يعزي إلى عدة أسباب يذكر منها :

1- أن الشركات العاملة داخل السوق الفلسطينية لا تتخذ دورية التوزيعات كسياسة لديها يتم إتباعها من قبل تلك الشركات ، فقد بلغت نسبة الشركات التي تقوم بالتوزيع فقط 30 % من إجمالي الشركات العاملة داخل السوق وبأن أكثر شركة قامت بالتوزيعات لم تتجاوز التوزيع أربعة (4) مرات متتالية واغلب الشركات التي قامت بالتوزيع قد اكتفت بالتوزيع لمرة واحدة أو مرتين علي الأكثر .

- 2- أن المستثمر داخل السوق الفلسطينية لم يكن من الفئة التي تفضل التوزيعات الدورية وذلك بدا واضحا بأن الاستثمار في أسهم الشركات داخل السوق الفلسطينية جميعا كان في نفس مستوى درجة الإقبال والتوجه إذا أخذت التوزيعات كمقياس للتفضيل .
- 3- أن جميع الشركات العاملة داخل السوق الفلسطينية قد تأثرت بالظروف الاقتصادية والسياسية العصبية المحيطة لمجتمع تلك الشركات والذي أثر بالعكس علي سلوك تلك الشركات حيث كانت بعض الشركات تحقق الخسائر بدل من تحقيق الأرباح وإن حققت تلك الشركات أرباحا كانت هذه الأرباح تتصف بالضعف والتدني عن متوسط الإيرادات المتعارف عليها في المجتمع الفلسطيني .
- 4- أن المستثمر الفلسطيني عند اتخاذ قرار بشراء أسهم شركة لا يكون هذا القرار نابعا عن تفهمه لأحوال السوق أو عبر إتباعه القواعد السليمة للاستثمار بدخل السوق .
- 5- هيمنة بعض الجهات والشركات علي السوق الفلسطيني وان تضاعلت هذه الهيمنة في الفترة الأخيرة داخل السوق الفلسطيني .
- 6- كثرة الإشاعات والتعريف بالمساهمين داخل السوق وقلة مصادر المعلومات منذ بداية السوق عدا السنوات الأخيرة ويلاحظ بأن هناك انطباع لدى المستثمرين بعدم الاهتمام بتلك المعلومات .

5.2 المبحث الثاني : دراسة المعايير السليمة لاختيار الأسهم

لا أحد منا ينكر أهمية الشفافية وصحة المعلومات المتداولة بدخل السوق سواء كانت تلك المعلومات عن أرباح الشركات ووضعها المالي وتوسعاتها وخططها المستقبلية، والأهم من ذلك هو ما مدى اتصاف المعلومات التي يتم تداولها داخل السوق وخاصة تلك التي تتعلق بالأسهم مباشرة أو كانت ذات تأثير على اتجاه أسعار هذه الأسهم داخل السواق المالية.

وفي الغالب أن أهم ما يسيطر على فكر المستثمر إذا ما فكر في أن يستثمر في أحد الأسهم التي يتم تداولها داخل السوق أو يضارب داخل هذه السوق بهذه الأسهم هو ما مدى تحقيق الشركات

المصدرة لهذه الأسهم للأرباح وما هي آلية هذه الشركة بالنسبة للأرباح هل تقوم بتوزيعها أم إعادة استثمارها واستغلالها في التوسع وإنشاء المشاريع الجديدة وهذا بطبيعة الحال ينعكس على كل من السهم لهذه الشركة أولاً، والمستثمر المالك لهذا السهم ثانياً .

ونتيجة للأرباح المحققة أو التوسعات التي تخص الشركة مصدرة السهم والتي سبق التحدث عنها ترتفع القيم السوقية لأسهم تلك الشركة صاحبة النجاح والتوسع .

إن ما سبق وتم التحدث عنه من ارتفاع لقيمة السهم السوقية يكون محموداً ومؤشر جيد حول المجتمع المحيط بالشركات ولكن ما تعانيه السوق الفلسطينية من تخبط في أسعار الأسهم المتداولة بداخله من ارتفاع وانخفاض أكبر من السبب الذي قد تنسب إليه ونتيجةً لذلك كان لا بد من وضع بعض المعايير لعلها قد تجيب على السؤال الأهم في هذه الدراسة وهو ما مدى منطقية تسعير الأسهم المتداولة بداخل سوق فلسطين للأوراق المالية وتأمينها بهذه الأسعار ؟

ومن أجل الإجابة على هذا السؤال تم اختيار بعض المعايير التي وصفت بالسليمة لاختيار الأسهم من الموقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية حيث ذكر ثمانية معايير تتلخص حول حجم الشركة وبالتالي مدى منطقية تملكها من الأصول وكذلك بالنسبة لحجم الديون لهذه الشركة ، وكذلك الأداء السنوي للشركة وما هو وضعها بالنسبة للشركات المنافسة ومن خلال القطاع الذي تعمل به، و كفاءة الإدارة ونجاح تطبيقها للخطط الموضوعية ومدى تحقيقها للأهداف والذي بطبيعته ينعكس على سعر السهم وقيمت السوقية التي يتم التداول بها خلال السوق المالي .

وبشكل عام القيمة السوقية لأسهم الشركات توجد لها بعض المعايير والأسس السليمة التي يجب أن تتأثر بها القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات في الوضع الطبيعي ويكون هذا الأثر واضحاً في ارتفاع هذه القيمة مما يعكس انطباع لدى المستثمر بأن السوق هي التي تحدد القيمة السوقية للأسهم المتداولة بداخلها وأن تلك القيم لا تتكون عشوائياً أو بطريقة ليست منطقية ومتوافقة مع القوانين العامة للأسواق المالية وبأن سوق الأوراق المالية حينها يخلو من التدليس والغبن .

ويمكن ذكر هذه المعايير السليمة لاختيار الأسهم وهي كم يلي :

- 1- حجم الشركة
- 2- الأداء السنوي والدوري للشركة .
- 3- أداء الشركة بالمقارن مع الشركات الأخرى في القطاع نفسه .
- 4- الكفاءة الإنتاجية للشركة وقدرتها علي المنافسة .
- 5- أسلوب إدارة الشركة وسمعتها .
- 6- سعر السهم .
- 7- العائد علي حقوق الملكية .
- 8- معدل دوران السهم .

اسم الشركة	حجم الشركة	الأداء السنوي	سعر السهم	العائد علي حقوق الملكية	معدل دوران السهم
بيرزيت للأدوية	30,840,922	3,423,210	5.40	0.141	0.083
الاتصالات الفلسطينية	421,593,549	65,525,778	4.93	0.236	0.222
بنك فلسطين	847,650,800	45,854,470	3.10	0.228	0.840
فلسطين للتنمية والاستثمار	455,699,000	37,603,000	2.23	0.113	0.296
فلسطين للاستثمار العقاري	70,091,782	564,569	1.14	0.009	0.125

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

وعند تطبيق هذه المعايير على سوق فلسطين للأوراق المالية مع العلم أنها تعتبر المعايير التي يجب أن تكون المؤثرة على ارتفاع النسب السوقية لأسهم الشركات في الوضع الطبيعي ، بعيدا عن أي تدخل من قبل المضاربين داخل السوق وكذلك ارتفاع قيم تداولها داخل السوق وللتأكد أن سوق فلسطين يتم التعامل بداخله حسب هذه المعايير وحسب المعايير المفروضة داخل الأسواق المالية العالمية وان المعاملات التي تدور بداخله لا يشملها أي غرر أو غبن، وبأن الأسهم المتداولة بداخله تتأثر بالعوامل المعتاد كالمطلب والعرض مثلا، و هي التي تكون السبب في تغير قيمة السهم في أغلب الأسواق المالية العالمية والتي تتصف بالشفافية وعدالة التداول

بداخلها ولا تتأثر بعوامل التخريب بالمساهم كالإشاعات وتداول المعلومات الغير صحيحة أو يتم اختيار الأسهم عن طريق العشوائية أو حسب عاطفة المضارب .
وللتأكد من تطبيق ما سبق من معايير وقياس منطقية القيم السوقية للأسهم (القيمة السوقية التي يحملها السهم داخل السوق ويتم تداوله بها) في سوق فلسطين للأوراق المالية سيتم أخذ هذه الشركات الخمسة صاحبة أعلى قيمة سوقية لأسهمها خلال العام داخل سوق فلسطين للأوراق المالية 2007 ودراسة العوامل الخمسة عليها والنظر إن كانت هي صاحبة الصدارة والتميز من حيث تطبيقها لهذه المعايير الثمانية أم لا . (الموقع الالكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية)
وحسب المعلومات التي تم الحصول عليها من الموقع الالكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية بأن الشركات التي حققت أعلى قيمة سوقية للعام 2007 وهي حسب موقع سوق فلسطين للأوراق المالية الالكتروني كما يلي :

- 1- شركة بيرزيت للأدوية حيث كانت القيمة السوقية للسهم 5.40 .
- 2- شركة الاتصالات الفلسطينية حيث كانت القيمة السوقية للسهم 4.93 .
- 3- بنك فلسطين حيث كانت القيمة السوقية للسهم 3.10 .
- 4- شركة فلسطين للتنمية والاستثمار 2.23 .
- 5- شركة فلسطين للاستثمار العقاري 1.34 .

وعند قيام الباحث بالتعليق على الشركات صاحبة أعلى قيمة سوقية حسب القطاع الذي تعمل به من حيث تطبيقها أم عدم تطبيقها لتلك المعايير الثمانية التي سبق الإشارة إليها يلاحظ ما يلي :

أ- قطاع البنوك : حيث يلاحظ بأن بنك فلسطين وهو صاحب أعلى قيمة سوقية داخل هذا القطاع قد حقق أعلى قيمة بالنسبة للمعيار الأول سواء داخل القطاع الذي يتبع له أم السوق ككل وهو معيار حجم الشركة وقد تحقق كذلك حصوله على أعلى نسبة للمعيار الثاني والثالث أيضاً وكذلك المعيار الخامس أما بالنسبة للمعيار السادس والذي يخص القيم السوقية للسهم فقد كان هذا البنك وهو بنك فلسطين هو أيضا صاحب أعلى قيمة داخل القطاع، أما المعيار السابع وهو معيار العائد على حقوق الملكية فقد كانت شركة بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة (AMB)

هي الشركة صاحبة المرتبة الأولى حيث بلغت قيمة العائد على حقوق الملكية داخل هذا البنك 0.91 ، أما شركة البنك الإسلامي العربي م.ع.م (AIB) وهو البنك الذي تحقق لديه المعيار الثامن وهو أعلى معدل دوران للسهم وبذلك يمكن القول بأنه لم يتحقق جميع المعايير الثمانية لدى هذا البنك وهو صاحب أعلى قيمة سوقية داخل قطاع البنوك .

ثانيا : قطاع الصناعة : ويلاحظ بأن شركة بيرزيت للأدوية قد تصدرت هذا القطاع من حيث تحقيقها لأعلى قيمة سوقية داخل القطاع وكذلك داخل سوق فلسطين للأوراق المالية ككل حيث بلغت القيم السوقية لسهم تلك الشركة 5.40 وعند النظر من حيث تحقيق تلك الشركة للمعايير الثمانية قد تبين ما يلي بأن الشركة قد حققت الأفضلية وحصلت على أعلى قيمة بالنسبة لكل من الأول والثاني والثالث والسادس أيضاً أما بالنسبة للمعيار الرابع فقد كانت شركة سجاير القدس م.ع.م (JCC) هي الأولى من حيث القيمة فقد حققت تلك الشركة أعلى كفاءة إنتاجية وتميزت بقدرتها على المنافسة داخل القطاع وقد انعكس ذلك بحصولها على أعلى قيمة أيضاً بالنسبة للمعيار الخامس من حيث نجاح أسلوب إدارة الشركة ويلاحظ ذلك من حجم الأرباح التي حققتها خلال ذلك العام حيث بلغت 50 مليون ، أما المعيار السابع وهو معيار العائد على حقوق الملكية فقد كان للشركة ذاتها حيث بلغ معدل العائد على حقوق الملكية لتلك الشركة 0.173 وهو أعلى معدل عائد داخل قطاع الصناعة ، أما بالنسبة لمعيار معدل دوران السهم وهو يعتبر المعيار الثامن فقد تحقق أعلى معدل دوران للسهم في شركة مطاحن القمح الذهبي (GMC) حيث بلغ 0.196 وبذلك يتضح مما سبق بأن سهم شركة بيرزيت والذي حقق أعلى قيمة سوقية داخل قطاع الصناعة والسوق ككل لم يتحقق لديه سوى تطبيقه لأربعة معايير وحصوله على أعلى قيمة لتلك المعايير الأربعة .

ثالثا : قطاع الخدمات : يتضح بعد دراسة القوائم المالية المتوفرة على موقع سوق فلسطين للأوراق المالية بأن شركة الاتصالات الفلسطينية كانت صاحبة التميز داخل هذا القطاع حيث بلغ قيمة سهمها السوقي 4.93 وقد كانت هذه القيمة هي ثاني أعلى قيمة سوقية للأسهم داخل السوق ككل ويلاحظ بأن هذه الشركة قد تحقق لديها أعلى قدر من المعايير السابق الإشارة إليها حيث

تحقق لديها كل من المعيار الأول والثاني والثالث والرابع والخامس والسادس والسابع أما المعيار الثامن وهو الذي يخص معدل دوران السهم فقد تحقق لدى شركة واصل مع العلم بأن شركة واصل هي شركة حديثة النشأة .

رابعا : قطاع الاستثمار : ويتميز هذا القطاع بحصوله على أعلى قيمتين سوقيتين من أصل خمسة قيم هي الأولى وهو القطاع الذي يوجد بداخله أكبر عدد من الشركات ، وأن شركة باديكو حققت أعلى قيمة سوقية داخل هذا القطاع والرابعة على مستوى السوق حيث بلغت القيمة السوقية لسهم تلك الشركة 2.23 وقد تميزت شركة باديكو بحصولها على أعلى قيم بالنسبة للمعايير الثمانية حيث تحقق لديها السبعة معايير الأولى أما بالنسبة للمعيار الثامن وهو معيار معدل دوران السهم فقد كان لسهم شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار (UCI) وتجدر الإشارة هنا بأن هذه الشركة هي حديثة النشأة .

أما بالنسبة للشركة الخامسة من حيث القيم السوقية على مستوى السوق والثانية على مستوى قطاع الاستثمار فقد كانت شركة فلسطين للاستثمار العقاري حيث بلغت القيمة السوقية لسهم تلك الشركة 1.34 وعند النظر من حيث تطبيق هذه الشركة للمعايير الثمانية داخل قطاع الاستثمار فيلاحظ بأن الشركة قد حصلت على الترتيب الثاني بالنسبة لكل من المعيار الأول والسادس ، أما بالنسبة للمعايير الأخرى فقد كانت شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار (UCI) كانت هي صاحبة الدرجة الثانية داخل قطاع الاستثمار بالنسبة لكل من المعيار الثاني والثالث والرابع والسابع أيضاً ، ويلاحظ بأن شركة باديكو هي صاحبة الترتيب الثاني بالنسبة للمعيار الثامن حيث تحقق لديها معيار معدل دوران السهم بعد تحققه لدى شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار (UCI) أولاً داخل قطاع الاستثمار .

وعند التعليق على قطاع التأمين فيلاحظ بأنه لم يتصدر قائمة أعلى الأسعار السوقية كباقي القطاعات الأخرى وحصوله على إحدى القيم السوقية الخمسة التي سبق الحديث عنها داخل سوق فلسطين للأوراق المالية .

وفي النهاية قام الباحث بتحديد الشركات التي تحققت لديها أفضل المعايير ومدى ذلك التفضيل بالنسبة للشركات الأخرى .

بالنسبة لمعيار حجم الشركة حيث يتم تحديد حجم الشركة بالاستناد إلى حقوق المساهمين طبقاً للمعلومات المتوفرة حسب نشرة موقع فلسطين لعام 2007 حيث تبين أن الشركات صاحبة أكبر حجم داخل السوق كانت حسب قيمة الموجودات وحقوق المساهمين لدى شركات بنك فلسطين حيث بلغ قيمة الموجودات لديه 850 مليون .

أما بالنسبة للمعيار الثاني وهو معيار الأداء السنوي للشركة قد تم التعامل في هذه الدراسة حسب صافي الربح السنوي للشركة فقد كانت شركة الاتصالات الفلسطينية صاحبة أعلى رقم حيث بلغ الربح السنوي لهذه الشركة 65 مليون .

أما بالنسبة للمعيار الثالث فقد كانت شركة الاتصالات الفلسطينية صاحبة أعلى إيراد للعام 2007 بالمقارنة مع الشركات الأخرى داخل قطاع الخدمات ، وقد اتضح عند تطبيق المعيار الرابع هو معيار الكفاءة الإنتاجية وقدرة الشركة على المنافسة والذي تمثل بالإيرادات السنوية المرتفعة للشركة حيث كان أفضل مقياس لتحديد هذا المعيار فقد كانت شركة الاتصالات هي صاحبة أعلى إيرادات خلال العام فقد بلغت الإيرادات 185 مليون لذلك العام ويعتبر حجم الإيرادات هو المعرف أيضاً للمعيار الخامس والذي يقيس أسلوب إدارة الشركة وسمعتها حيث تعتبر الإيرادات هي أكبر مقياس لنجاح أو فشل أسلوب إدارة الشركة في تسيير أعمالها . المعيار السادس وهو السعر الأهم فقد كان شركة بيرزيت للأدوية (BPC) وهي صاحبة أعلى سعر خلال العام فقد بلغ 5,4 دولار ، وقد كانت الشركة التي تحقق لديها أعلى عائد على حقوق الملكية فقد كانت شركة المشرق للتأمين م.ع.م (MIC) حيث بلغ هذا المعدل 1.4 مرة .

أما أعلى معدل لدوران السهم فقد كانت شركة البنك الإسلامي العربي م.ع.م (AIB) حيث بلغ، 1.3 مرة ويتضح مما سبق بأن داخل سوق فلسطين للأوراق المالية لم يتم تحقق الثمانية معايير السوقية داخل شركة واحدة أو قطاع واحد ولم تتحقق أعلى قيمة سوقية وهي 5,4 لشركة تحققت لديها جميع المعايير وإنما تحقق لديها فقط المعيار الأول وقد كان هو من حيث أعلى قيمة

وهو معيار حجم للشركة فقد كان من نصيب شركة بنك فلسطين (BOP) ومعيار أفضل معدل دوران السهم للشركة كان لشركة البنك الإسلامي العربي م.ع.م (AIB) أما الشركة التي تحقق لها أكبر قدر من المعايير فقد كانت شركة الاتصالات الفلسطينية حيث تحقق لديها خمسة معايير وهو حجم الشركة والأداء السنوي وقدرة الشركة على المنافسة والكفاءة الإنتاجية وأسلوب الشركة وسمعتها .

5.3 النتائج والتوصيات

5.3.1 النتائج

لقد استهدفت هذه الدراسة قياس أثر التوزيعات على كل من اتجاهات أسعار الأسهم العادية (القيمة السوقية) والقيمة الدفترية للأسهم العادية أيضا حيث كان مجتمع هذه الدراسة هو سوق فلسطين للأوراق المالية والذي يتكون من خمسة قطاعات هي قطاع البنوك والاستثمار والصناعة والتأمين والخدمات .

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية :

- 1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% من كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .
- 2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من معدل توزيع الأرباح القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .
- 3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .
- 4- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .
- 5- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

5.3.2 التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة يوصي الباحث بالتوصيات التالية :

- 1- العمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وذلك من خلال عقد الندوات والدورات التثقيفية للجمهور وتشجيع الجمهور على استثمار أموالهم داخل السوق الفلسطيني

- 2- ضرورة توسيع قاعدة المساهمين وذلك من اجل عدم السيطرة على السوق من قبل أشخاص محدودين وبالتالي ضمان شفافية السوق .
- 3- حث الشركات على زيادة التوزيعات على المساهمين وعدم احتجاز الأرباح على حساب التوزيعات لتشجيع الجمهور على استثمار أمواله بداخل السوق.
- 4- العمل على تنشيط حالة الطلب والعرض داخل السوق الفلسطينية والتي تعكس بدورها زيادة شهرة تلك السوق وزيادة المعرفة لدى الجمهور.
- 5- حث الشركات على عقد الندوات والعمل على إنشاء دوريات تثقيفية ومجلات دورية حول السوق والشركات العاملة بداخله .
- 6- العمل على توسيع السوق وزيادة عدد الشركات العاملة بداخله حيث أنه تبين بأن هناك 37 شركة فقط تعمل داخل السوق الفلسطيني .
- 7 - العمل على توجيه الاستثمار إلى الداخل وحث أصحاب رؤوس الأموال من استثمارها داخل السوق الفلسطينية .

الشركات العاملة بسوق فلسطين للأوراق المالية عام 2007 (ملحق رقم 1)

رقم	تاريخ التأسيس	تاريخ الإدراج	قطاع العمل	الرمز
1	1995	1997	البنوك	AIB
2	2005	2007	البنوك	AMP
3	1960	2005	البنوك	BOP
4	1992	2006	البنوك	CBP
5	1994	1997	البنوك	PIBC
6	1995	1997	البنوك	QUDS
7	1975	1997	التأمين	AIE
8	1994	1997	التأمين	AIG
9	1992	2006	التأمين	MIC
10	1992	1997	التأمين	NIC
11	1994	1997	الاستثمار	ARAB
12	2004	2006	الاستثمار	IID
13	1996	2006	الاستثمار	JREI
14	1993	1997	الاستثمار	PADICO
15	1993	2006	الاستثمار	PID
16	1995	2002	الاستثمار	PIIC
17	1994	1997	الاستثمار	PRICO
18	2005	2007	الاستثمار	UCI
19	1996	1998	الخدمات	AUC
20	1986	1997	الخدمات	ARE
21	1999	1999	الخدمات	HOTEL
22	1995	1997	الخدمات	PALTEL
23	1999	2004	الخدمات	PEC
24	1999	2000	الخدمات	PLAZA
25	2005	2007	الخدمات	WASSEL
26	1987	1999	الصناعة	ACPC
27	1990	1997	الصناعة	APC
28	1997	2002	الصناعة	AZIZA
29	1973	2004	الصناعة	BPC
30	1995	2005	الصناعة	GMC
31	1964	1997	الصناعة	JCC
32	1964	1997	الصناعة	JPH
33	1998	2002	الصناعة	LADAEN
34	1993	2006	الصناعة	NCI
35	1953	1999	الصناعة	VOIC

المصدر : مجموعة نشرات دورية تصدر عن سوق فلسطين للأوراق المالية

مقارنة التوزيعات للأعوام 2000 - 2007 (ملحق رقم 2)

السنة								التوزيعات
2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	الشركة
0.057	0.038	0.375	0.05					AIG
0.73								ARAB
	0.554	3.475						BOP
					0.99		0.9	JCC
				1.6	0.053	0.79	0.7	JPH
	0.212	0.684	0.212	0.176	0.141	0.227	0.246	NIC
	0.01	0.02						PADICO
0.2	0.2	0.154	0.2				0.246	PALTEL
	0.1	0.1	0.1					PEC
4.604		0.61	0.8	1	1.11	1.22	13	PIBC
		0.792		0.07				VOIC

المصدر: مجموعة نشرات دورية صادرة عن سوق فلسطين للأوراق لمالية

مقارنة نشاط التداول للأعوام 1999 - 2007 (ملحق رقم 3)

حجم التداول	العام
69 مليون	1999
93 مليون	2000
33 مليون	2001
19 مليون	2002
40 مليون	2003
104 مليون	2004
370 مليون	2005
223 مليون	2006
299 مليون	2007

المصدر: مجموعة نشرات دورية صادرة عن سوق فلسطين للأوراق لمالية

مقارنة نشاط التدفقات النقدية للشركات للأعوام 2005 – 2007 (ملحق رقم 4)

السنة			التدفقات النقدية
2007	2006	2005	الشركة
-328	-----	----	ACPC
397505	5733361	10329099	AHC
67305106	90986373	63815031	AIB
1544015	1704608	1057963	AIE
1802627	0	278652	AIG
8517055	17263017	23516099	AMP
458022	319395	0	APC
50696	12601	32265	ARAB
126922	420892	642	ARE
72497	50054	53121	AZIZA
161052783	62001539	-8046495	BOP
1963133	1963133	22117257	BPC
1580164	1340470	3504160	GMC
53569289	38564783	5180376	CPB
0	533812	450310	HOTEL
69745	-	-	IID
5644803	7065390	1964130	JPH
545711	853279	2915316	JREI
26530	2949	156487	LADAEN
1064259	149404	126793	MIS
122759	422603	1493617	NCI
511920	147334	255535	NIC
21523000	25500000	25500000	PADICO
55140700	2775271	27358827	PALTEL
-6266470	-838673	12667889	PEC
60715725	34829356	16043180	PIBC
178562	671926	-	PID
102967	72997	1721437	PIIC
96889	22715	175201	PLAZA
3487704	10889625	971116	PRICO
23802811	44985010	5836817	QUDS
2765382	2944790	4642474	TRUST
15748091	10385680	-	UCI
120924	10959	523206	VOIC
536823	2190885	3335211	WASSEL

المصدر: مجموعة نشرات دورية صادرة عن سوق فلسطين للأوراق المالية

المراجع :

أولا : المراجع العربية

أ - الكتب :

- البكري، أنس، والصافي، وليد، (2002)، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان .
- التميمي، أرشد فؤاد، وسلام، أسامة عزمي، (2004)، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان.
- توفيق ، جميل احمد ، (1975)، مذكرات في إدارة مالية ،جامعة الإسكندرية (مصر) .
- الجمل، جمال جويدان، (2002)، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان .
- الحناوي، محمد صالح، (2000)، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر، تانيس سابقا .
- الحناوي، محمد صالح، وسلطان، إبراهيم، والعبد، جلال، (2002)، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية .
- الحناوي ، محمد صالح ، وسلطان، إبراهيم إسماعيل، ومحفوظ، أحمد جودة، (1999) الإدارة المالية والتمويل ،الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية .
- خريوش، حسني علي، وأرشيد، عبد المعطي رضا، (2003)، الأسواق المالية، دار زهران للنشر، عمان .
- خلف، فليح حسن، (2006)، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد-الأردن .
- الراوي، خالد، وبركات، عبد الله، الرمحي، نضال، (2002)، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان

- رضوان، سمير عبد الحميد، (1996)، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى .
- رمضان ، زياد (1998) الإدارة المالية في الشركات المساهمة ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان .
- الزرري، عبد النافع عبد الله، وفرح، غازي توفيق، (2003) ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر، عمان .
- الشمخي، حمزة، والجزراوي، إبراهيم، (1998)، الإدارة المالية الحديثة، الجامعة المستنصرية
- صيام، أحمد زكريا، (2003)، مبادئ الاستثمار ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان .
- عبد الجواد، محمد عوض، والشديفات، علي إبراهيم، (2006)، الاستثمار في البورصة ، مكتبة الحامد، عمان .
- عساف، محمود، (1987)، إدارة المنشآت المالية ، مكتبة عين شمس، مصر .
- مرعي، عبد الحي، (1993)، المحاسبة المالية المتقدمة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية .
- مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، (1997)، أزمة البورصات العالمية ، القاهرة .
- مطوع، سعد عبد الحميد، (2007)، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، جامعة المنصورة، مصر .
- معروف، هويشار، (2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان
- ملاك، وسام، (2003)، البورصات والأوراق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى .
- المنذري، سليمان، (1987)، الأسواق العربية لرأس المال ،دار الرازي للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت .
- هاني، حسين بني، (2002) الأسواق المالية، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان .
- هندي، منير إبراهيم، (1996)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة مكارف، الإسكندرية
- الهواري، سيد، (1985)، الإدارة المالية، دار الجيل للطباعة، مصر .
- يلول، مختار محمد، (1988) ، الأسهم والسندات، جامعة الملك سعود، الرياض .

ب - الدوريات :

- شراب، صباح، (2006)، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة .
- الظاهر، مفيد، (2003)، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي للأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، مجلة جامعة بيت لحم، العدد (22)، ص 28 : ص 61 .
- عطا الله، محمد السيد، (1995)، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، مجلة البحوث التجارية، مجلد (17)، العدد (1)، ص 309 : ص 365 .
- الكيلاني، قيس، وقדومي، ثائر، (2006)، أثر احتجاز الأرباح على القيمة الدفترية والسوقية والأرباح الرأس مالية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد (9)، العدد (1) .

ثانيا : المراجع الأجنبية

- El-Khoury, R . and Al-Mwalla ,M .1997. The Effect of Dividend Changes -on Security Prices of Jordanian Companies , Abhath Al – Yarmouk , 13 .
- Al-Rai ,Z . 2001. The Impact of the Accounting Rates of Return on Equity and Market Valuation of Common Stocks of Jordanian Companies :464-477
- AL-Twajjry , A .2006. An Analysis of the Relationships among Stock Prices (and Returns) , Dividends and Earnings in the UK Stock Market :63 -90