

تفصيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح

د. مفيد الظاهر*

* رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية/ جامعة النجاح الوطنية.

ملخص:

استهدفت هذه الدراسة التعرف إلى أهم سياسات التوزيع المستخدمة في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، ومقارنة هذه السياسات مع الدول الأخرى، ومعرفة تفصيلات المستثمرين لسياسات التوزيع، وقد أُستخدِمَ فيها الأسلوب الوصفي وجمعت البيانات من خلال استبانة وُزعت على المستثمرين في الشركات. وقد حاولت هذه الدراسة اختبار ثلاث فرضيات أساسية تتعلق بعمر المستثمر وجنسه وحجم الاستثمار، وعلاقة هذه المتغيرات بتفضيل المستثمر لسياسة توزيع الأرباح في الشركة. وقد أوضحت نتائج الدراسة أن سياسة التوزيع المنتظم، وسياسة توزيع الأسهم مفضلة للمستثمرين، أما سياسة التوزيع الثابتة وتوزيع نسبه ثابتة من الأرباح، وسياسة عدم التوزيع، فقد بينت الدراسة أنها غير مفضلة للمستثمرين، أما من وجهة نظر الشركات فقد بينت الدراسة أن سياسة عدم التوزيع هي السياسة الوحيدة المفضلة، وعند اختبار فرضيات الدراسة تبين وجود فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيلات سياسات التوزيع عند مستوى الدلالة ٥٪ تعود إلى حجم الاستثمار وعمر المستثمر، ولا توجد أية فروق تعود إلى جنس المستثمر. وأخيراً قدم الباحث مجموعة من التوصيات كان من أهمها دعوة الشركات المساهمة العامة الفلسطينية إلى استخدام سياسات التوزيع المفضلة للمستثمرين إذا ما توافرت الفرصة لذلك.

Abstract:

The aim of the study is to be acquainted with dividends policies utilized by Palestinian corporations and to get these policies compared with policies used in other countries, in addition to investors' preference in regards to these policies.

The study used a descriptive approach. Data was gathered through a questionnaire submitted to investors in the corporations used as the sample of the study.

The study adopted three hypotheses that pertain to investors' age, gender and size of investment to discuss the impact of these variables on investors' preferences.

The study concluded that investors prefer the periodic distribution of dividends and stocks dividends. On the other hand, fixed dividends policy, the percentage dividends of net profit and the policy of no distribution of dividends are not preferred by investors. As perceived by corporations, the study concluded that the preferred policy is not to distribute the dividends.

The study also showed that there are no statistically significant differences due to the size of investment, age or gender of investor.

Finally, the study gave a number of recommendations', the major one was calling the corporations to use the distribution policies which are preferred by investors.

مقدمة:

إن سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة، والدور الذي قد تؤديه هذه السياسة في التأثير على القيمة السوقية للشركة، من المواضيع المالية التي تحظى باهتمام الباحث في ميدان الإدارة المالية والتمويل، وفي هذا المبحث ستدرس سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

تعدُّ الشركات المساهمة العامة من أهم القطاعات الاقتصادية التي تؤثر على الاقتصاد بشكل مباشر. حيث بلغ عدد هذه الشركات التي تأسست في أراضي السلطة الفلسطينية قبل عام ١٩٩٣م، أي قبل تأسيس السلطة الوطنية الفلسطينية ٢٩ شركة، وزاد عدد هذه الشركات ليصل إلى ٦٤ شركة في نهاية عام ١٩٩٧م، وارتفع هذا العدد ليصل إلى حوالي ٧٠ شركة في نهاية عام ٢٠٠٦م، ويعود السبب الأساسي لزيادة عدد الشركات المساهمة العامة بعد عام ١٩٩٣م إلى التوقعات المتفائلة التي صاحبت توقيع اتفاقية أوسلو، إضافة لذلك فقد ارتفع رأس المال الاسمي لهذه الشركات من حوالي ٦٠ مليون دينار في عام ١٩٩٣م إلى حوالي ٦٠٠ مليون دينار في نهاية عام ٢٠٠٣ (الظاهر، ٢٠٠٤) ومن أهم التطورات على الاقتصاد الفلسطيني هو افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية مع بداية عام ١٩٩٧م، حيث سارعت بعض الشركات إلى إدراج أسهمها في هذا السوق، رغبة منها في تنشيط حركة التداول على أسهمها، وقد وصل عدد الشركات التي أدرجت أسهمها للتداول في السوق حتى نهاية عام ٢٠٠٦ (٣٤) شركة، ويعمل السوق على تشجيع باقي الشركات العاملة في أراضي السلطة الفلسطينية على إدراج أسهمها للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية (منشورات سوق فلسطين للأوراق المالية، ٢٠٠٦).

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأغراض الآتية:

- معرفة سياسات التوزيع المفضلة لدى المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- دراسة سياسة التوزيع المفضلة لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية.
- إجراء مراجعة نظرية شاملة لموضوع سياسات توزيع الأرباح، بهدف وضع إطار نظري للدراسة يوضح أهم سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المحلية والإقليمية والدولية.

- دراسة سياسة توزيع الأرباح المستخدمة في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، ومقارنة هذه السياسات مع السياسات المتبعة في دول أخرى.

مشكلة الدراسة:

يمكن توضيح مشكلة الدراسة من خلال تحديد تفضيلات المستثمرين والشركات في السوق الفلسطينية للسياسات المتبعة في توزيع الأرباح، إذ تحاول الدراسة الاجابة عن التساؤلات الآتية:

- ما سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات الفلسطينية؟
- ما سياسة التوزيع المفضلة للشركات المساهمة العامة الفلسطينية؟
- ما سياسة التوزيع المفضلة للمستثمرين في السوق الفلسطينية؟

أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة من كونها تبحث في أحد أهم القرارات التي تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وبالتالي على القيمة السوقية للشركة ككل، إضافة إلى أن هذه الدراسة ستكون ذات فائدة لمديري الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في تحديد أفضل السياسات المتعلقة بتوزيع الأرباح.

منهجية الدراسة:

من أجل تحقيق الأهداف المذكورة سابقا، أستخدم المنهج الوصفي التحليلي وهو المنهج المستخدم في مثل هذه الدراسات كما يأتي:

- ◆ إجراء مراجعة شاملة للأدبيات والدراسات السابقة حول مفهوم سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة، وأهمية النظريات المتعلقة بهذا الموضوع.
- ◆ إعداد استبانة وتوزيعها على المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لمعرفة أفضل السياسات التي يفضلها المستثمرون.
- ◆ استخدام الحاسوب لعمل تحليل إحصائي، واختبار الفرضيات باستخدام برنامج SPSS الإحصائي.

عينة الدراسة ومجتمعها:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية وجميع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، أما عينة الدراسة فقد بلغ حجم العينة ٥٢٢ مستثمراً بهامش خطأ ٤,٣٪. كان عدد الاستبانات التي قُبلت ٤٩٩ استبانة، وقد استثنيت ٢٣ استبانة بسبب إما رفض تعبئة الاستمارة، أو عدم اكتمال تعبئتها.

أما الشركات فقد اعتمدت جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، والبالغ عددها وقت إعداد الدراسة ٣٣ شركة أُستردت منها ٢٨ استبانة وأُستبعدت ٣ استبانات أما الشركات غير المدرجة فقد اختيرت أيضاً بالكامل، والبالغ عددها وقت إجراء الدراسة ٣٧ شركة أُستردت ٣٢ استبانة منها، وأُستبعدت ٥ استبانات، ليصبح مجموع الاستبانات الخاصة بالشركات ٥٢ شركة.

فرضيات الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة صيغت الفرضيات الآتية:

- الفرضية الأولى: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ٥٪ بين عمر المستثمر، وتفضيله لسياسة توزيع الأرباح في الشركة.
- الفرضية الثانية: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ٥٪ بين حجم الاستثمار للمستثمر وتفضيله لسياسة توزيع الأرباح في الشركة.
- الفرضية الثالثة: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ٥٪ بين جنس المستثمر، وتفضيله لسياسة توزيع الأرباح في الشركة.

محددات الدراسة:

سيختبر الباحث تفضيلات المستثمرين الأفراد فقط، وستوزع الاستبانة على المستثمرين في الضفة الغربية، مع استثناء قطاع غزة لصعوبة الوصول إلى المستثمرين هناك.

الخلفية النظرية والدراسات السابقة:

أولاً- الدراسات السابقة:

لا يوجد كثير من الدراسات حول هذا الموضوع، ولكن يوجد كثير من الدراسات التي

تحدث عن موضوع سياسات التوزيع من حيث علاقتها بأسعار الأسهم وحجم التداول وغيرها من الدراسات ومن هذه الدراسات:

◀ دراسة (Asquith 1983) :

أجريت هذه الدراسة على مجموعه من الشركات الأمريكية في عام ١٩٨٣م، وقد أثبتت هذه الدراسة أن الشركات التي تستخدم سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت، تؤدي إلى زيادة الطلب من قبل المستثمرين على أسعار أسهمها، مما يعني أن المستثمرين يفضلون هذه السياسة.

◀ دراسة (Oppenheimer and Dielmer 1984) :

حيث أجريت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات البريطانية لاختبار تفضيلات المستثمرين اتجاه سياسة التوزيع أو الاحتجاز، وقد أثبتت الدراسة أن سياسة التوزيع النقدي هي المفضلة؛ لأن أثرها على سعر السهم إيجابي أكثر من سياسة الاحتجاز للأرباح.

◀ دراسة الشريف (١٩٩٣) :

لقد أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأردنية، لفحص أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، وقد توصلت إلى النتائج الآتية:

- سعر السهم السوقي يتأثر بشكل مباشر بسياسة توزيع الأرباح.
- إن الأرباح الموزعة والمحتجزة تؤثر بشكل إيجابي على سعر السهم السوقي.
- الأرباح الموزعة تؤثر على سعر السهم بشكل إيجابي أكثر من الأرباح المحتجزة.

◀ دراسة (Glen 1995) :

أجريت الدراسة على عينة من الشركات في الدول النامية والدول المتقدمة وقد أثبتت الدراسة إن هناك فروقاً ذات دلالة إحصائية بين تفضيلات المستثمرين لسياسات التوزيع، وقد كانت هذه الفروق لصالح سياسة التوزيع النقدي في الدول النامية، وسياسة الاحتجاز في الدول المتقدمة.

◀ دراسة (Ming- Shiun 2001) :

أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية لمعرفة التغيير في سياسات توزيع الأرباح المرتبطة بالأرباح الدائمة، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الشركات تغير سياسة التوزيع النقدي، مع تغير الأرباح الدائمة، ولكن بشكل غير متزامن.

◀ دراسة الظاهر (٢٠٠٣) :

- وقد أجريت هذه الدراسة على عينة من البنوك التجارية الأردنية لقياس أثر سياسة التوزيع على سعر السهم السوقي وتوصلت إلى النتائج الآتية:
- عدم وجود سياسة توزيع واضحة في البنوك التجارية الأردنية.
 - العلاقة بين سياسات التوزيع ومتوسط سعر السهم تختلف من بنك لآخر.
 - العلاقة طردية بين سياسة توزيعات الأرباح وسعر السهم.
 - أثر الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي أكبر من الأرباح المحتجزة.

◀ دراسة عبد القادر والفضل (٢٠٠٣) :

أجريت على عينة من الشركات الأردنية والعراقية لفحص العلاقة بين سياسة التوزيع النقدي وسياسة الاحتجاز، وقد أثبتت هذه الدراسة وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم، وقد كانت هذه العلاقة أقوى في السوق العراقية.

◀ دراسة Roger (2003) :

أجريت هذه الدراسة على شركة مايكروسوفت، وقد أثبتت أن المستثمرين يفضلون الشركات التي تحقق الأرباح بغض النظر عن السياسة المستخدمة لتوزيع هذه الأرباح كما أثبتت الدراسة عدم وجود أي فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيلات المستثمرين بين سياسات التوزيع المختلفة.

ثانياً. الإطار النظري:

◀ سياسات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة- المفهوم والأهمية

● «تعريف سياسة توزيع الأرباح»:

سياسة توزيع الأرباح تعرف على أنها إحدى السياسات المعتمدة من قبل الشركة لمعالجة صافي الربح الذي حقق إما بالاحتجاز أو التوزيع على المساهمين (الظاهر، ٢٠٠٣)، فبعض الشركات تركز في سياستها على توزيع الأرباح المحققة على المساهمين، وبعضها الآخر يركز على الاحتجاز، ولكل من الاستخدامين السابقين ضروراته وأهميته الخاصة، فالأرباح المحجوزة هي مصدر تمويل للملكية، وهي أرخص بكثير من إصدار الأسهم العادية والتمتازة، ويمكن أن تكون في بعض الحالات هي مصدر التمويل الوحيد للملكية إذا لم تستطع الشركة إصدار أسهم جديدة لتمويل استثماراتها، أو أن الشركة مملوكة لعدد قليل من الأفراد، ولا ترغب الإدارة بتوسيع قاعدة المساهمين عن طريق إدخال مساهمين

جدد، أما الأرباح الموزعة فتمثل دخلاً جارياً يفضله كثير من المساهمين، وبالاتي سيؤثر ذلك على سعر السهم السوقي للشركة. (الميداني، ١٩٨٩).

لذلك حاول بعض الباحثين إيجاد نسبة مثلى بين الأرباح الموزعة، والأرباح المحتجزة بمعاملة الأرباح الموزعة على أنها ما يتبقى من الأرباح بعد استغلال جميع الفرص الاستثمارية المجدية، والفرص الاستثمارية المجدية تكون في مشاريع العائد الفعلي لها أكبر من المعدل المطلوب، وإذا تبقى أي نقدية من الأرباح بعد ذلك توزع على المساهمين.

وقد عرف كوبلان الأرباح المحتجزة على أنها تلك الأرباح التي تحتفظ بها الشركة من أرباح السنوات السابقة، وأرباح السنة الحالية والاحتياطي الاختياري والإجباري، وتعدُّ هذه الأرباح من أهم مصادر التمويل عديم المخاطرة. (الميداني، ١٩٨٩).

• العوامل المحددة لقرار توزيع الأرباح:

يوجد العديد من العوامل التي تحدد قرار توزيع الأرباح أو احتجازها، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملائمة، ويختلف أثر كل عامل من هذه العوامل باختلاف ظروف الشركة، وبالرجوع إلى ما كتب في هذا الموضوع يمكن إيجاز هذه العوامل فيما يأتي:

- العوامل القانونية:

من القواعد القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح إلزام الشركة بعدم توزيع أرباح ناتجة من بيع الأصول الثابتة، والهدف من هذه القاعدة هو حماية المالكين والمحافظة على أصول المنشأة، ومن القواعد القانونية التي يمكن أن تؤثر أيضاً على سياسة توزيع الأرباح عدم توزيع أرباح من الأرباح المحتجزة من السنوات السابقة (الهندي، ١٩٩٤).

- مركز السيولة:

يجب على إدارة الشركة تحديد وضع السيولة في الشركة قبل اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح على المساهمين للمحافظة على نسبة السيولة المطلوبة.

- مواعيد استحقاق الديون:

من العوامل التي تؤثر على قرار التوزيع مواعيد تسديد الديون المستحقة على الشركة إذ يجب على الإدارة الموازنة بين توافر السيولة في الشركة، ومواعيد تسديد الديون المستحقة عليها خوفاً من وقوع الشركة في أزمة سيولة.

- قيود من قبل البنوك:

إن حصول الشركة على قروض طويلة الأجل تحد في كثير من الأحيان من حرية الشركة من توزيع الأرباح نقداً. (الظاهر، ٢٠٠٣).

- عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة:

إذا لم ترغب الشركة باستثمار أموالها في أصول إنتاجية، أو كانت لا ترغب في استهلاك ديونها، يمكن توزيع الأرباح التي حققتها على المساهمين، أما إذا توافرت للشركة فرصة استثمارية مربحة يمكن استخدام الأرباح في تمويلها وعدم توزيعها على المساهمين (حنفي، ٢٠٠٠).

- شروط من حملة الأسهم الممتازة والسندات:

قد تؤثر الشروط من قبل حملة الأسهم الممتازة، وحملة السندات على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، إذ من الممكن أن تخضع بعض الشركات التي تلجأ إلى تمويل استثماراتها عن طريق إصدار سندات أو أسهم ممتازة إلى شروط تجبر الشركة على اختيار سياسة التوزيع التي تتلاءم مع هذه الشروط (الظاهر، ٢٠٠٣).

● نماذج سياسات توزيع الأرباح

يوجد العديد من سياسات توزيع الأرباح الممكنة والمتاحة أمام الشركات، وعلى الإدارة أن تختار السياسة التي تتلاءم وظروفها التي تؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة السوقية، ومن هذه السياسات التي ستعتمد كأساس لاستبانة هذا البحث.

- سياسة التوزيع المستقرة:

تقوم هذه السياسة على أساس توزيع أرباح على المساهمين بشكل ثابت لا يتغير، ومن الأسباب التي تدعو الشركات للجوء إلى مثل هذه السياسة.

■ رغبة المساهمين في الشركة الحصول على مبلغ ثابت من الأرباح سنوياً.

■ سمعة الشركة الجيدة لدى البنوك وقدرتها في الحصول على القروض، وعدم استخدام الأرباح المحجوزة كمصدر للتمويل.

■ روتين مستخدم في الشركة (الشريف، ١٩٩٣).

- توزيع نسبة ثابتة من الأرباح المحققة:

تلجأ بعض الشركات إلى استخدام سياسة توزيع على شكل نسبة ثابتة من الأرباح الصافية مع مرور الزمن، وفي هذه الحالة تتخلص الإدارة من عبء توزيع مبلغ ثابت من الأرباح خاصة في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح الصافية.

- سياسة التوزيع المنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف المنشأة:
هذه السياسة تعتمد على مقسوم أرباح منخفض، وتترك إمكانية دفع زيادات حسب وضع الشركة المالي، ومن ميزات هذه السياسة.
- المرونة المتاحة أمام الإدارة في زيادة نسبة التوزيع أو تخفيضها.
 - تأكد المستثمر من حصوله على حد أدنى من الأرباح (الشماع، ١٩٩٢).
- توزيع نسبة ثابتة من صافي الربح بعد الضريبة:
تسمى هذه السياسة في بعض مؤلفات الإدارة المالية بمعدل التوزيع النقدي، حيث تلجأ الإدارة إلى توزيع نسبة ثابتة من صافي الأرباح المحققة بعد اقتطاع الضريبة (حنفي، ٢٠٠٠).
- سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير:
تلجأ بعض الإدارات في الشركات المساهمة العامة لاتباع هذه السياسة للأسباب الآتية:
- إذا كان التمويل عن طريق الاقتراض غير متاح.
 - إذا كان المساهمون ممن يفضلون الأرباح الرأسمالية على الأرباح الجارية.
 - إذا كانت الشركة قد تأسست حديثاً.
- سياسة التوزيع كنسبة من القيمة السوقية للسهم:
تلجأ بعض الشركات إلى ربط نسبة التوزيع بالقيمة السوقية للسهم، ما يعني تغير هذه النسبة من سنة إلى أخرى، وهذا على عكس السياسة التي توزع أرباح كنسبة من القيمة الاسمية (ثابتة)، ففي الحالة الأولى تزداد قيمة التوزيع مع تحسن الوضع المالي للشركة، وتنخفض مع انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة، أما في الحالة الثانية- وبسبب ثبات القيمة الاسمية للسهم- يبقى مبلغ التوزيع ثابت، حتى لو حققت الشركة خسائر، مما يؤثر على سيولة الشركة ووضعها المالي. (الشماع، ١٩٩٢).
- سياسة التوزيع على أساس الأرباح المتبقية:
تلجأ الشركات إلى مثل هذه السياسة إذا توافرت أمام الشركة البدائل الاستثمارية المرهبة بحيث يكون العائد على الاستثمارات أقل من معدل العائد المطلوب، وفي هذه الحالة فإن الأموال التي توزع على المساهمين هي المتبقية بعد تغطية جميع الاحتياجات المالية للشركة.

إن هذه السياسات تشكل أساس الاستبانة التي أُعدت ووُزعت على المستثمرين في أسهم الشركات المساهمة العامة لمعرفة أي السياسات مفضلة لهم؟ وهل توجد أي فروق في تفضيلات المستثمرين تعود إلى رأس المال المستثمر أو العمر أو الجنس؟

نتائج الدراسة:

بعد إدخال جميع البيانات التي تم الحصول عليها من الاستبانات التي أُرجعت من المستثمرين، وبالغلة ٤٩٩ استبانة على جهاز الحاسوب، وبعد استخدام برنامج SPSS في عملية التحليل توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

◀ أولاً: النتائج المتعلقة بالجزء الثاني (سياسة توزيع الأرباح التي يفضلها المستثمر)

الجدول (١)

يبين هذا الجدول سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات الفلسطينية ونسبه تفضيل المستثمرين لهذه السياسات

الرقم	سياسة التوزيع	التكرار	النسبة
١.	سياسة توزيع ثابتة عن طريق توزيع أرباح سنوية بشكل ثابت	٦٥	٪١٣
٢.	توزيع الشركة نسبة ثابتة من الأرباح المحققة	١٧	٪٣,٤
٣.	توزيع منتظم للأرباح مع تغيير السياسة حسب ظروف الشركة	١٧٧	٪٣٥,٥
٤.	عدم توزيع أرباح على المدى القصير	٥٦	٪١١,٢
٥.	توزيع أرباح كنسبه من القيمة الاسمية	٢٣	٪٤,٦
٦.	توزيع أسهم بدل التوزيع النقدي	١٦١	٪٣٢,٣

يتضح من الجدول (١) أن ٣٥,٥٪ من المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية يفضلون سياسة توزيع أرباح منتظمة مع تغيير في هذه السياسة حسب ظروف الشركة، وهذه النسبة تبين بشكل واضح أن المستثمرين يفضلون الحصول على أرباح ثابتة منتظمة، وتبين أيضاً- بشكل غير مباشر- أن المستثمرين في السوق الفلسطيني يفضلون الحصول على أرباح جارية تعوضهم عن استثمار أموالهم في البنوك أو في مشاريع أخرى أكثر مخاطرة من الاستثمار في الأسهم. بشرط إن تكون هذه الأرباح ثابتة أو شبه ثابتة. وبشرط تغيير سياسة التوزيع إذا تغيرت ظروف الشركة، وهذا يعني أيضاً أن المستثمرين في السوق الفلسطينية يقدرون الظروف الصعبة التي تمر بها الشركات الفلسطينية، حيث يتضح من تفضيل المستثمرين لهذه السياسة رغبتهم في الحصول على أرباح ثابتة، وفي الوقت نفسه زيادة هذه الأرباح إذا تحسنت ظروف الشركة، والتضحية بجزء منها إذا تعرضت الشركة

لظروف سيئة. ويعود سبب تفضيل المستثمرين لهذه السياسة إلى:

- سياسة الإغلاق التي تفرضها سلطات الاحتلال على الأراضي الفلسطينية.
- عدم وجود أي أفق سياسي لحل القضية الفلسطينية.
- عدم ضمان دفع رواتب الموظفين من قبل السلطة الفلسطينية.
- الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- زيادة مخاطر الاستثمار في السوق الفلسطينية.

كما يبين الجدول السابق إن نسبة ٣٢,٣٪ من المستثمرين، يفضلون توزيع أسهم بدل التوزيع النقدي، إن هذه النسبة المرتفعة تبين بشكل واضح مدى رغبة المستثمرين في السوق الفلسطينية في امتلاك الأسهم، والمحافظة على هذه الأسهم لما لها من تأثير مادي ومعنوي عليهم، وهذه النسبة المرتفعة تأتي انعكاساً لتوقعات المستثمرين أن الشركة التي توزع أسهماً تتمتع بمركز مالي ممتاز، وأن أسعار أسهم هذه الشركة سوف ترتفع في المستقبل، ويبني المستثمرون توقعاتهم في هذا المجال على الشركات التي وزعت أسهماً في الماضي وارتفاع أسعار أسهمها لتعود إلى ما كانت عليه قبل عملية التوزيع، على الرغم من أن أسعار الأسهم تنخفض بعد توزيع الأسهم المجانية لفترة زمنية محدودة (أبو الرب والظاهر ٢٠٠٦).

أما نسبة الذين يفضلون سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير، فلم تتجاوز ٢,١١٪، ويرى الباحث أن هذه النسبة المنخفضة تعود إلى عدم رغبة المستثمرين في إعادة استثمار الأرباح المحققة من قبل الشركة في استثمارات جديدة ويعود ذلك إلى:

- عدم توافر فرص استثمارية جديدة.
 - عدم قدرة الإدارة على استثمار هذه الأموال.
 - عدم ثقة المستثمرين في قدرة الإدارة على استثمار هذه الأموال، وتحقيق عائد أكبر من العائد الذي يحققه المستثمرون لو وزعت الأرباح عليهم وأعادوا استثمارها بأنفسهم.
- أما توزيع الشركة نسبة ثابتة من الأرباح المحققة، فإن نسبة التفضيل لهذه السياسة لم تتجاوز ٣,٤٪ من مجموع المستطلعة آراؤهم، حيث فضل هذه السياسة ١٧ شخصاً من أصل ٤٩٩ شخصاً استطلعت آراؤهم، مما يعني أن المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لا يفضلون هذه السياسة للتوزيعات، وعلى الشركات إن تتنبه لذلك، لأن تفضيل المستثمرين لسياسات التوزيع يؤثر على طلب الأسهم وعرضها، وبالتالي يؤثر على أسعار الأسهم لهذه الشركات.

أما نسبة المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع ثابتة عن طريق توزيع أرباح سنوية بشكل ثابت، فقد بلغت ١٣٪ من مجموع المستطلعة آراؤهم، وهي نسبة منخفضة، إذا ما قورنت مع نسبة التوزيع المتغير أو نسبة التوزيع على شكل أسهم، والتي بلغت ٣٥,٥٪ و٣٢,٥٪ على التوالي، ويرى الباحث أن سبب ذلك يعود إلى قناعة المستثمرين أن قيمة التوزيعات النقدية سوف تنخفض مع مرور الزمن بسبب التضخم والارتفاع المستمر في أسعار السلع الأساسية، كما أن نسبة التوزيع المتغير تقوم على أساس تغيير نسبة التوزيعات حسب الظروف العامة والخاصة بالشركة.

وأخيراً فإن تفضيل المستثمرين لنسبة توزيع ثابتة من القيمة الاسمية، لم تتجاوز ٤,٦٪، وهي نسبة قليلة مقارنة مع غيرها من النسب، والسبب في ذلك يعود إلى ثبات المبلغ الذي يتوقع إن يحصل عليه المستثمر لأن القيمة الاسمية للأسهم ثابتة لا تتغير مع تغير الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة، والمستثمرون يفضلون توزيعات متغيرة للأسباب التي ذكرت في الفقرة السابقة.

◀ ثانياً- تفضيلات الشركات المساهمة العامة لسياسات التوزيع:

لقد وُزعت الاستبانة نفسها بعد تعديلها على المسؤولين في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية والبالغ عددها ٥٢ شركة مساهمة من أصل حوالي ٧٠ شركة، وكانت النتائج كما يأتي:

الجدول (٢)

يبين هذا الجدول سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات الفلسطينية ونسبه تفضيل الشركات لها

الرقم	سياسة التوزيع	التكرار	النسبة
١.	سياسة توزيع ثابتة عن طريق توزيع أرباح سنوية بشكل ثابت	٥	٩,٧٪
٢.	توزيع الشركة نسبة ثابتة من الأرباح المحققة	٤	٧,٧٪
٣.	توزيع منتظم للأرباح مع تغيير السياسة حسب ظروف الشركة	٥	٩,٧٪
٤.	عدم توزيع أرباح على المدى القصير	٢١	٤٠٪
٥.	توزيع أرباح كنسبة من القيمة الاسمية	٣	٥,٩٪
٦.	توزيع أسهم بدل التوزيع النقدي	١٤	٢٧٪

يتضح من الجدول السابق أن أفضل سياسة توزيع تفضلها الشركات المساهمة العامة الفلسطينية هي سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير، إذ بلغت نسبة التفضيل لهذه

السياسة ٤٠٪ من مجموع الشركات، وهذا لا يتفق مع تفضيلات المستثمرين حيث بلغت نسبة التفضيل لهذه السياسة عند المستثمرين ١١,٢٪ فقط، والسبب لتفضيل الشركات لهذه السياسة يعود بالدرجة الأولى إلى احتمال عدم قدرة الشركات على تحقيق الأرباح بسبب الظروف الاقتصادية السائدة في أراضي السلطة الفلسطينية، أو إلى إمكانية إعادة استثمار الشركة للأرباح التي حققتها بدل توزيعها على المستثمرين.

وقد بلغت أقل نسبة تفضيل لسياسة توزيع أرباح كنسبه ثابتة من القيمة الاسمية وتوزيع نسبة ثابتة من الأرباح المحققة وسياسة التوزيع الثابتة وتوزيع منتظم للأرباح مع التغيير حسب الظروف حيث بلغت هذه النسب على التوالي (٩,٥٪، ٧,٧٪، ٩,٧٪، ٩,٧٪)، وسبب تدني نسب التفضيل هذه يعود إلى عدم رغبة الشركات في إلزام نفسها بنسبة توزيع ثابتة للأسباب التي ذكرت سابقا.

أما سياسة توزيع أسهم بدل التوزيع النقدي فقد بلغت ٢٧٪، أي إن ٢٧٪ من الشركات الفلسطينية تفضل هذه السياسة، وسبب ارتفاع هذه النسبة يعود إلى إرضاء المستثمرين، وفي الوقت نفسه استغلال الأرباح المحققة للتوسع داخل الشركة مع العلم أن المستثمرين يفضلون مثل هذه السياسة، كما هو واضح في الجدول (١) حيث تصل نسبة التوزيع لهذه السياسة لدى المستثمرين ٣,٣٢٪، وهي ثاني نسبة تفضيل لدى المستثمرين بعد سياسة التوزيع المنتظم مع التغيير حسب ظروف الشركة.

اختبار الفرضيات:

من أجل اختبار فرضيات الدراسة اعتمد الباحث على نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS، والتحليل الأحادي لإيجاد قيمة p ، حيث توصل إلى النتائج الآتية:

♦ اختبار الفرضية الأولى التي تنص على: (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ٥٪ بين عمر المستثمر وتفضيله لسياسة توزيع الأرباح في الشركة).

وقد تبين من خلال التحليل الإحصائي إن P تساوي صفرًا مما يعني وجود فروق ذات دلالة إحصائية تعود إلى عمر المستثمر في تفضيله لسياسة التوزيع في الشركة، وهذه النتيجة منطقية لأن قدرة المستثمرين في الكبر على تحمل المخاطرة تكون أقل من

المستثمرين في سن الشباب، لذلك يميل المستثمرون في سن متقدمة للاستثمار في شركات توزع مبالغ ثابتة، ووصلت إلى درجه من الاستقرار، على العكس من المستثمرين الشباب الذين يميلون للاستثمار في شركات أكثر مخاطرة وأكثر عائداً، حيث تبين من التحليل أن نسبة المستثمرين الذين تزيد أعمارهم عن ٤٠ سنة، والذين يفضلون سياسة التوزيع الثابتة مع تغيير حسب ظروف الشركة، وصلت إلى ٦٥٪، في حين كانت نسبة المستثمرين الذين تقل أعمارهم عن ٣٠ سنة، والذين يفضلون سياسة عدم التوزيع ٤٩٪، إما المستثمرون الذين تتراوح أعمارهم بين ٣٠ - ٤٠ سنة، فقد تبين أن ٦٢٪ منهم يفضلون سياسة توزيع الأسهم.

♦ اختبار الفرضية الثانية التي تنص على: (لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ٥٪ بين حجم الاستثمار للمستثمر، وتفضيله لسياسة توزيع الأرباح).

عند اختبار هذه الفرضية تبين إن قيمه P تساوي ٤٪، وهي أقل من ٥٪، مما يعني وجود فروق ذات دلالة إحصائية تعزى لمتغير حجم الاستثمار، أي أن تفضيلات المستثمرين لسياسة توزيع الأرباح في سوق فلسطين للأوراق المالية تتغير مع تغير حجم الاستثمار، وتبين من التحليل أيضاً أن ٦٥٪ من المستثمرين الذين يستثمرون أكثر من ٢٠٠٠٠٠ دينار يفضلون توزيعات الأسهم، إما المستثمرون بمبلغ يتراوح بين ١٠٠٠٠٠ - ٢٠٠٠٠٠ يفضلون سياسة التوزيع النقدي المتغيرة حسب ظروف الشركة، أما المستثمرين لمبلغ أقل من ١٠٠٠٠٠ دينار يفضلون توزيع مبلغ ثابت بشكل سنوي دوري.

♦ اختبار الفرضية الثالثة: (لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ٥٪ بين جنس المستثمر وتفضيله لسياسة توزيع الأرباح).

عند اختبار هذه الفرضية تبين أن قيمه P تساوي ٨٪، وهي أكبر من ٥٪، مما يعني عدم وجود فروق دالة إحصائية في سياسات توزيع الأرباح تعزى إلى متغير الجنس، أي أن تفضيلات المستثمرين لسياسة توزيع الأرباح لا تتغير مع تغير الجنس.

ملخص النتائج:

إذا اعتمد المقياس الآتي للتفضيل

- أكثر أو يساوي ٣٠٪ السياسة مفضلة
- أقل من ٣٠٪ السياسة غير مفضلة

يمكن تلخيص نتائج الدراسة بما يأتي:

◆ ١٣٪ من المستثمرين يفضلون سياسة توزيع ثابتة عن طريق توزيع أرباح سنوية بشكل ثابت: أي إن هذه السياسة غير مفضلة بالنسبة للمستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية

◆ ٤٪ من المستثمرين يفضلون توزيع الشركة نسبة ثابتة من الأرباح المحققة، مما يعني أن هذه السياسة غير مفضلة بالنسبة للمستثمرين.

◆ ٣٥,٥٪ من المستثمرين يفضلون توزيع منتظم للأرباح مع تغيير السياسة حسب ظروف الشركة، وهذا يعني أن هذه السياسة مفضلة للمستثمرين.

◆ ١١,٢٪ من المستثمرين يفضلون سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير مما يعني أن هذه السياسة غير مفضلة للمستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

◆ ٤,٦٪ من المستثمرين يفضلون سياسة توزيع أرباح كنسبة من القيمة الاسمية أي أن هذه النسبة أيضا غير مفضلة للمستثمرين في السوق الفلسطينية.

◆ ٣٢,٣٪ من المستثمرين يفضلون سياسة توزيع أسهم بدل التوزيع النقدي أي إن هذه السياسة مفضلة للمستثمرين في السوق الفلسطينية.

◆ السياسات غير المفضلة للشركات هي سياسة توزيع ثابتة عن طريق توزيع أرباح سنوية بشكل ثابت، وبنسبة ٩,٧٪، وتوزيع الشركة نسبة ثابتة من الأرباح المحققة وبنسبة تفضيل ٧,٧٪، وتوزيع منتظم للأرباح مع تغيير السياسة حسب ظروف الشركة وبنسبة تفضيل ٩,٧٪، وتوزيع أرباح كنسبة من القيمة الاسمية وبنسبة ٥,٩٪، وتوزيع أسهم بدل التوزيع النقدي وبنسبة ٢٧٪، أما سياسة التوزيع المفضلة للشركات فهي عدم توزيع أرباح على المدى القصير وبنسبة تفضيل ٤٠٪.

أما ملخص النتائج المتعلقة بالفرضيات فيمكن إيجازه كما يأتي:

◆ وجود فروق ذات دلالة إحصائية لسياسات توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة ٠,٥,٠ تعود إلى حجم الاستثمار.

◆ لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية لسياسات توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة ٠,٥,٠ تعود إلى جنس المستثمر.

◆ وجود فروق ذات دلالة إحصائية لسياسات توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة ٠,٥,٠ تعود إلى عمر المستثمر.

التوصيات:

- بناء على النتائج التي توصلت إليها الدراسة يوصي الباحث بما يأتي:
1. على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية أن تراعي تفضيلات المستثمرين لسياسات التوزيع المفضلة بحيث تتناسب السياسة المستخدمة في الشركة مع تفضيلات المستثمرين.
 2. على الشركات التي تستخدم سياسات مغايرة لتفضيلات المستثمرين أن توضح وتفصح عن سبب استخدام الشركة لهذه السياسة حتى يمكن إقناع المستثمرين بذلك، وعدم تأثر أسعار أسهم هذه الشركات.
 3. يوصي الباحث الشركات التي تتوافر لها فرص استثمارية أن تلجأ إلى توزيعات الأسهم، بدل التوزيع النقدي، وذلك لتفضيل المستثمرين لهذه السياسة.
 4. على الشركات المساهمة أن توضح سبب استخدامها لسياسة التوزيع المتبعة في الشركة.
 5. يوصي الباحث بعمل المزيد من الدراسات التي تتعلق بسياسات التوزيع في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، وأثر هذه السياسات على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية.

المصادر والمراجع:

أولاً- المراجع العربية:

١. الهندي، منير (١٩٩٤) الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر، الاسكندرية، منشأة المعارف.
٢. الشريف، حمادو (١٩٩٣) سياسة توزيع الأرباح وإثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشوره، الجامعة الأردنية.
٣. الشماع، خليل (١٩٩٢) الإدارة المالية، بغداد، جامعة بغداد، العراق.
٤. الميداني، عزت (١٩٨٩) الإدارة التمويلية في الشركات، الظهران، جامعه الملك فهد.
٥. الظاهر، مفيد (٢٠٠٣). «سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي». مجلة جامعة بيت لحم، العدد ٢٢، ص ٢٨ - ٦١.
٦. منشورات سوق فلسطين للأوراق المالية (٢٠٠٦) .
٧. عبد القادر نور ومؤيد الفضل، (٢٠٠٣)، العلاقة بين توزيعات الارباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، مجلة دراسات، مجلد ٣٠، العدد ١، ص ١٨٤ - ١٩٥.
٨. الهندي، منير (١٩٩٤) . الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر- دار المعارف، الاسكندرية، جمهورية مصر العربية.
٩. حنفي، عبد الغفار (٢٠٠٠) الإدارة المالية، مدخل لاتخاذ القرارات. الاسكندرية، الدار الجامعية للنشر.
١٠. أبو الرب، نور وآخرون (٢٠٠٤) . أثر انتفاضة الأقصى في العوامل المؤثرة على قرار الشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة أبحاث اليرموك. المجلد ٢٠، العدد ١ (ب) آذار. ٢٠٠٤.
١١. أبو الرب والظاهر (٢٠٠٦) . أثر قرار توزيع الارباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة جامعة القدس المفتوحة. العدد الثامن، تشرين أول ٢٠٠٦.

ثانياً. المراجع الأجنبية:

1. Asquith, P, and D. Mulline, (1983) *the impact of Initiating Dividends payments on shareholders wealth. J. of Business* 62, p33- 63.
2. Dielmen and Oppenheimer, (1984) , *an examination of investor Behavior During periods of large Dividends changes. J of financial and Quantities Analysis*, 20, p135- 166.
3. Glen,J (1995) , *Explaining investors preference for cash dividends , Journal of financial economics , V11, p35- 39.*
4. Rojer, L. *Why dividends Matter. Smart money. Vol. 12 No 4. Apr. 2003. PP 64- 75.*
5. Ming- shiun, (2001) "Aggregate Dividends Behavior and permanent Earning Hypothesis" *Financial Review, February. Vol. 36. P16.*

بسم الله الرحمن الرحيم

أختي / أخي المستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية

هذه الدراسة تهدف إلى قياس تفصيلات المستثمرين لسياسات توزيع الأرباح، أرجو الإجابة على الأسئلة التالية بموضوعية حتى يمكن الوصول إلى نتائج صحيحة يمكن تعميمها والاستفادة منها

○ الجزء الأول

معلومات شخصية

١. العمر:

أ- أقل من ٣٠ سنة ب- بين ٣٠ - ٤٠ سنة ج- أكثر من ٤٠ سنة

٢. حجم الاستثمار:

أ- أقل من ١٠٠٠٠ ب- بين ١٠٠٠٠ - ٢٠٠٠٠ ج- أكثر من ٢٠٠٠٠

٣. الجنس:

أ- ذكر ب- أنثى

○ الجزء الثاني

أرجو وضع إشارة أمام سياسة التوزيع التي تفضلها

١. أفضل أن تستخدم الشركة سياسة توزيع ثابتة عن طريق توزيع إرباح سنوية بشكل ثابت على المساهمين

٢. أفضل أن توزيع الشركة نسبة ثابتة للأرباح المحققة فقط

٣. أفضل توزيع منتظم للأرباح مع تغيير السياسة حسب ظروف الشركة (زيادة التوزيعات في حالة تحقيق أرباح وتخفيضها في حالة انخفضت الأرباح)

٤. أفضل أن لا توزع الشركة الأرباح على المدى القصير وان تستخدم الشركة الأرباح المتحققة في زيادة استثماراتها
٥. أفضل أن توزع الشركة أرباح كنسبة من القيمة الاسمية للسهم
٦. أفضل أن توزع الشركة أسهم بدل التوزيع النقدي

○ الجزء الثالث

بشكل عام هل أنت راضي عن سياسات التوزيع في الشركات التي تستثمر فيها

٢. لا

١. نعم