



دار المنظومة
DAR ALMANDUMAH
الرواد في قواعد المعلومات العربية

العنوان:	التقييم المحاسبي لقرار توزيعات الأسهم المجانية في سوق الأوراق المصرية المالية المصرية
المصدر:	الفكر المحاسبي
الناشر:	جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة
المؤلف الرئيسي:	درويش، حنان محمد
المجلد/العدد:	مج21, ع2
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2017
الشهر:	يوليو
الصفحات:	360 - 393
رقم MD:	862388
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	Arabic
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	السياسة المالية، النظام المالي، البرامج المحاسبية، سوق الأوراق المالية، مصر، المجتمع المصري، الأسهم المالية
رابط:	http://search.mandumah.com/Record/862388

© 2018 دار المنظومة. جميع الحقوق محفوظة.
هذه المادة متاحة بناء على الإنفاق الموقع مع أصحاب حقوق النشر، علما أن جميع حقوق النشر محفوظة.
يمكنك تحميل أو طباعة هذه المادة للاستخدام الشخصي فقط، ويمنع النسخ أو التحويل أو النشر عبر أي وسيلة (مثل مواقع الانترنت أو البريد الإلكتروني) دون تصريح خطي من أصحاب حقوق النشر أو دار المنظومة.

**التقييم المحاسبي لقرار توزيعات الأسهم المجانية
فى سوق الأوراق المالية المصرية**

الدكتور

حنان محمد درويش

المدرس بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة – جامعة السويس

التقييم المحاسبي لقرار توزيعات الأسهم المجانية فى سوق الأوراق المالية المصرية

د/حنان محمد درويش

المدرس بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة السويس

تلخيص:

تمثل هذ الدراسة محاولة لاستكشاف أثر التوزيعات المجانية للأسهم فى الأجل الطويل على أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرية ، بما يساعد فى تفسير ووصف العوامل التى قد تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ، للاستفادة منها فى مساعدة إدارات تلك الشركات عند اتخاذ قرارات محاسبية استراتيجية كالتوزيعات المجانية لما لها من أثر محتمل على أسعار الأسهم. ولتحقيق تلك الأهداف قامت الباحثة بجمع بيانات الشركات المتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصري موضع الدراسة والتي قامت بإجراء توزيعات للأسهم خلال فترة الدراسة (من عام ٢٠٠٣ حتى عام ٢٠١٤) من خلال هيئة البورصة المصرية ، وإجراء التحليل للوصول إلى أثر فى الأجلين القصير (سنة أشهر) قبل القرار وبعده ، والطويل (ثلاث أعوام) قبل القرار وبعده. واستخدمت الدراسة أساليب إحصائية متعددة لتحليل السلاسل الزمنية والتحليل العرضي لمؤشر الأسعار فى الأجلين القصير والطويل لتحليل بيانات الدراسة والاجابة على التساؤلات واختبار فروض البحث.

توصلت الدراسة إلى نتائج عدة منها أن الشركات المتداول أسهمها بالبورصة تقوم باتخاذ قرارات التوزيعات المجانية للأسهم لتأثيرها المؤقت خلال فترة السنة أشهر (الأجل القصير) ويبدأ فى الانخفاض خلال الثلاثة أعوام (الأجل الطويل) من تاريخ التوزيع فى غالبية الشركات محل الدراسة ، كما أن الهدف من تلك القرارات قد يكون ترويجى فى صالح كبار المستثمرين وليس

استهدافاً للأثر في الأجل الطويل ، والتوصية بالنسبة للشركات يوصى بأن يكون الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم مع صعود السوق ، حيث أنه من الأكثر احتمالاً ألا يؤثر الإعلان عن التوزيعات المجانية على سعر السهم عند اتجاه السوق التنازلي ، وبالنسبة للمستثمرين فالتوصية في السوق الفوري ببناء موقف طويل (شراء) فور الإعلان عن التوزيعات المجانية والبيع عند أقرب نقطة ، وفي أسواق المستقبل يمكن البيع القصير ، حيث ستعاود الأسعار للهبوط واختفاء الأرباح الرأسمالية غير العادية.

Abstract:

This study is an attempt to explore the impact of long-term capitalization issue on share prices regarding the Egyptian Stock Market by explaining and describing the factors that may cause through changes in securities prices, to benefit from it by helping these corporation administrations when making strategic accounting decisions such as capitalization issue because of its potential impact on share prices.

To achieve these objectives, the researcher collected companies data traded in the Egyptian Stock Market in question, which carried out shares distributions during the study period (from ٢٠٠٣ to ٢٠١٤) through the Egyptian stock exchange and conduct the analysis to reach a short-term impact (six months) before and after the decision, and the long one (three years) before and after the decision.

The study used multiple statistical methods to analyze time series and supply and demand analysis of the short-and long-term price index in order to analyze the study data, answer the questions and test the search hypotheses.

أقرب نقطة ، وفي أسواق المستقبل يمكن البيع القصير ، حيث ستعاود الأسعار للهبوط واختفاء الأرباح الرأسمالية غير العادية.

١ - مقدمة الدراسة:

١/١ : مقدمة:

هناك انخفاض نسبي في عدد الدراسات التي تناولت الأثر طويل الأجل للتوزيعات المجانية على القيمة السوقية للسهم ونشاط السهم في التداول سواء بعد الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم بالمقارنة بعدد الدراسات التي تناولت ذلك الأثر في الأجل القصير ، فهل يظل الأثر الإيجابي للتوزيعات في الأجل الطويل؟ ، أم أن ذلك الأثر يختفي؟ تفيد هذه النتائج كل من المديرين الماليين والمستثمرين في أن واحد ، وبصفة خاصة في العقود المستقبلية التي تتم على السهم وعليه تمثل هذه الدراسة محاولة للتعرف على أثر التوزيعات المجانية للأسهم في الأجل الطويل.

حيث أن توزيعات الأسهم حدثت تتخذها الشركة بإجراء توزيعات الأسهم على المساهمين مما يساهم في زيادة نشاط التداول على أسهم الشركة (2014, Bechmann and Raaballe).

ونجد أن التوزيعات المجانية للأسهم في جوهرها لا تزيد من حقوق المساهمين مباشرة لأنها مجرد زيادة في عدد الأسهم المتداولة دون التأثير على نسبة الملكية للمساهمين (Xi He and Mingsheng Li , 2016) ، إلا أنه يستجيب نسبة كبيرة من المستثمرين لسياسة التوزيعات المجانية ، وقد يكون ذلك اعتقاداً منهم أنها معبرة عن أداء أفضل أو إشارة لوجود فرص استثمارية واعدة (Kalay & Zhang, 2016) ، مما قد يكون له أثر كبير في زيادة نشاط تداول السهم والأثر على أسعاره السوقية.

ويقصد بتوزيعات الأسهم Stock Dividends إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلاً من توزيعات نقدية ، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة ، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة ، وتلجأ المنشأة عادة لهذا النوع من التمويل الذاتي خاصة في حال وجود فرص استثمارية واعدة (Bessembinder, and Feng 2013) ، وإذا كانت أقل تكلفة من الاقتراض سواء المباشر أو في صورة طرح سندات في السوق، ففي بعض الأحيان وعند ارتفاع مستويات التضخم وارتفاع نسبة المديونية لدى الشركة سوف يتسم المزيد من الاقتراض بمجموعة من السلبيات منها أن هناك ارتفاع في تكلفة التمويل سواء الناتج عن ارتفاع معدلات التضخم في السوق النقدي أم من زيادة علاوة الائتمان نتيجة تدهور مستوياتها الائتماني ، بالإضافة إلى أن مزيد من الاقتراض في حد ذاته سيؤدي إلى مزيد من التراجع في التصنيف الائتماني للشركة وقد يضعها عند مستويات تؤدي إلى الضغط على سعر السهم في السوق للانخفاض بما يؤدي إلى أثر عكسي وبدلاً من استعادة سعر السهم من الفرص الواعدة أمام الشركة فسينخفض السهم نتيجة تدهور التصنيف الائتماني للشركة الناتج عن الاقتراض الكثيف أثناء ارتفاع معدلات التضخم.

٢/١ : مشكلة الدراسة:

إن عدم ادراك آثار التوزيعات المجانية للأسهم في الأجلين القصير والطويل لاتخاذ قرارات سواء للتداول أو اتخاذ موقف طويل (الشراء الفوري أو الاجل) أو قصير (البيع الفوري أو الأجل) في الأسهم يحقق خسائر رأسمالية لبعض أطراف السوق سواء كانوا مستثمرين أو حملة أسهم الشركة، فقد يتم

اللجوء إلى اتخاذ قرار بتوزيع الأسهم وإرسال إشارة إيجابية للسوق Market Signaling تستجيب لها الأسواق فوراً ، وتتبعكس ردة فعل السوق في ارتفاع سعر السهم وتحقيق عوائد إضافية لحملة الأسهم الحاليين ، ولكن هل يستمر

ذلك الأثر فى الأجل الطويل ، بمعنى هل كل العوائد الإضافية الفورية التى تتحقق منذ الإعلان عن التوزيع وحتى تنفيذها سوف تستمر فى الأجل الطويل أم لا ؟ .

وتصبح مشكلة الدراسة فى أنه قد تكون هناك آثار سلبية فى الأجل الطويل لتصحيح الأثر الفورى لردة فعل السوق للإعلان عن توزيعات الأسهم. والوقوف على تحقيق ذلك ويوضع خاص فى السوق المصرى يعمل على ترشيد اتخاذ القرار المالى فى المنظور الاستراتيجى.

إن ارتفاع سعر السهم عقب الإعلان عن توزيعات الأسهم يعنى استقبال السوق معلومات عن تلك التوزيعات، بأنها إشارات مالية لمستقبل أفضل للمنشأة. حيث أن توزيعات الأسهم تعنى أن الشركة أمامها فرص استثمارية وأنها بحاجة الى التمويل الذاتى بدلا من التوزيع النقدى بالإضافة الى كون أن حق الملكية قد وصل الى حجم أكبر والرغبة فى تعليه راس مال الشركة الى مستويات اعلى من خلال الأرباح المحتجزة من سنوات سابقة، وأن التعليه الى مستوى أكبر من حجم رأس المال سيعطى مساحة أكبر فى المستقبل لاحتجاز أرباح أو تكوين مخصصات.

ومن هنا تظهر الحاجة إلى الوقوف على الدوافع الحقيقية لانتهاج المنشأة لسياسات التوزيع للأسهم وأيضاً التطرق إلى معرفة هل تحمل سياسة التوزيع محتوى معلوماتى إيجابى عن أداء الشركة فى المستقبل؟

٣/١: أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسى لهذه الدراسة يصب فى المساعدة فى ترشيد القرار المالى الاستراتيجى للشركات، حيث يتم دراسة الأثر طويل الأجل للإعلان عن توزيعات الأسهم وهل هو فى نفس اتجاه الأثر الذى يحدث فى الأجل القصير أم أنه اتجاه معاكس يعمل على تصحيح الأسعار التى أصبحت مبالغ فيها فى الأجل القصير ، حيث قد يودى الاعلان عن توزيعات الاسهم الى ارتفاع سعر

السهم بشكل يفوق السعر الحقيقي له وتكوين فقاعة سعرية ، ثم ينهار السعر بعد فترة قصيرة. حيث أن هدف القرار المالى هو تعظيم ثروة الملاك وبصفة خاصة فى الأجل الطويل ، ويتطلب تحقيق الهدف السابق تحقيق الأهداف الفرعية التالية :-

١. محاولة تحديد أهم دوافع الشركات لاتباع سياسة التوزيع للأسهم.
٢. محاولة تحديد أبعاد تؤدي الى نجاح او فشل القرار المحاسبي الاستراتيجى المتمثل فى الاعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم بما يرشد من اتخاذ القرارات المحاسبية الاستراتيجية.
٣. إجراء دراسة عملية لقياس أثر سياسة التوزيعات المجانية للأسهم على القيمة السوقية للسهم .

٤/١: أهمية الدراسة:

يكتسب البحث أهميته من الاعتبارات الآتية:

- تتبع أهمية الدراسة فى أنها تساعد على ترشيد اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية ، فإذا كان المقصود بالتوزيعات المجانية للأسهم هو تعظيم ثروة الملاك عند ارتفاع سعر السهم فى السوق متأثراً ايجاباً بالإعلان عن التوزيعات المجانية ، فإنه يجب التحقق من استمرار ذلك فى الأجل الطويل ، والتأكد من استمرار أثر تلك التوزيعات للأسهم فيما بعد الأثر القريب.
- ندرة الأبحاث العلمية والكتابات التى اهتمت بأثر سياسة توزيع الأسهم من حيث-التأثير على القيمة السوقية للأسهم فى الأجل الطويل بشكل عام ، وعن الأسواق الناشئة خاصة سوق الأوراق المالية المصري.
- تمثل الدراسة محاولة لتحديد المتغيرات الحاكمة لسياسة التوزيع للسهم ذات التأثير المباشر على القيمة السوقية للأسهم.

- المقارنة بين أثر الأسهم المجانية على السعر في بورصة الأوراق المصرية بالمقارنة بالدراسات المناظرة في الأسواق الأخرى.

٥/١: فروض الدراسة:

١- لا يوجد تأثير جوهري لسياسة توزيعات الأسهم على القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية المصري

٢- لا يوجد اختلاف جوهري لأثر توزيعات الأسهم على أسعار الأسهم بالمقارنة بين فترتي ارتفاع وانخفاض السوق.

٣- لا يوجد اختلاف جوهري لأثر توزيعات الأسهم في الأجل القصير عنه في الأجل الطويل في الشركات محل الدراسة.

٦/١: حدود الدراسة:

يقتصر البحث على قياس أثر سياسة توزيعات الأسهم على سعر السهم السوقى ، طبقاً للبيانات المتاحة فى حدود امكانيات الباحثة من ادراك ووقت ومجهود وتكاليف مالية. ويقصد بالسعر السوقى سعر الاقفال للسهم المتداول في البورصة.

٢- التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم:

هناك صور متعددة للتوزيعات تترك أثراً على القيمة السوقية للسهم. نقصد بذلك التوزيعات النقدية، والتوزيعات فى صورة أسهم.

١١٢: التوزيعات النقدية : Cash Dividends

يطلق على المدفوعات النقدية التى يحصل عليها حملة الأسهم بالتوزيعات. وتميل المنشآت إلى اتباع سياسة توزيع منتظمة ، لتسير على نهجها فى المدى الطويل. وحتى تضمن المنشأة استمرارية المحافظة على تلك السياسة، فعادة ما تنص على نسبة توزيعات منخفضة نسبياً تضمن الالتزام بها

وبنهاية العام وعندما تصبح الأرباح المحققة معروفة، فقد تقرر إجراء توزيعات إضافية Extra Dividend (Rahman, L.M., Amin, R.M., (2012)).
ويطلق على سعر السهم قبل التاريخ السابق لاستحقاق التوزيعات ،
السعر مع الأرباح أى مع التوزيعات Cum-dividend price بما يعنى أن
مشتري السهم يدفع قيمة إضافية فى مقابل التوزيعات التى سيحصل عليها ،
بينما يرتفع سعر السهم فى التاريخ اللاحق للتوزيعات أو بعده، السعر الخالى
من الأرباح أى التوزيعات EX-dividend price، وهو سعر أقل من سابقه
بما يعادل قيمة التوزيعات. فبفرض ان سعر السهم قبل التوزيع ١٥ جنيه و ان
التوزيع ٤:١ ، فمن الناحية النظرية فان السعر ١٥ جنيه يعكس كل أداءات
السهم السابقة بما فيها أرباحه المحتجزة حيث ستكون قيمة حق الملكية (رأس
المال + الأرباح المحتجزة) كما هى لن تتغير قبل وبعد التوزيعات، ومعنى ذلك
ان سعر السهم بعد التوزيع = $15 \times 4 = 60$ جنيه، فاذا ارتفع فور الاعلان
وقبل التنفيذ عن ١٥ جنيه وبعد تنفيذ التوزيع لأعلى من ١٢ جنيه دل ذلك على
أن لمجرد الإعلان أثر في السعر.

وهناك توزيعات غير نقدية مؤثرة أيضا ، بخلاف توزيعات الأسهم ،
مثل إعادة شراء المنشأة لأسهمها ، فعند انخفاض سعر السهم في السوق لأقل
من سعره العادل وفي حالة رغبة الشركة في الاستفادة من ذلك فإن الشركة قد
تقوم بشراء أسهم الخزينة بما يعطى إشارة للسوق بأن السهم مسعر بأقل من
قيمتة ، فاذا انتبه السوق سريعا عاود السهم لتصحيح سعره في السوق سريعا ،
وإذا طالت الفترة تقوم الشركة بتجميع أسهمها وتحقق ارتفاع لسعر السهم في
السوق ناتج من أن حق الملكية أصبح مقسما على عدد أقل من الأسهم.

وكما يبدو ليس هناك مقابل نقدي لتوزيعات الأسهم ، بل يتم خصم ما
يعادل قيمة الأسهم الموزعة من الأرباح المحتجزة وإضافتها إلى رأس المال ،
لذا يطلق عليها عملية رسمة.

٢١٢: التوزيعات في صورة أسهم :

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم Stock Dividends إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة ، هذا ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة. ولهذه السياسة آثار متعددة أهمها تخفيض ربحية السهم وتخفيض قيمته السوقية بالتبعية (وذلك لا يعني انخفاض القيمة السوقية للأسهم ككل ، إذ يعوض الانخفاض الذي طرأ على القيمة السوقية لزيادة في عدد الأسهم. بل وفي بعض الحالات قد ترتفع القيمة السوقية للأسهم، وذلك إذا نظر المتعاملون في السوق إلى التوزيعات في صورة أسهم على أنها نوع من الإشارات المالية الإيجابية. وبالطبع لا يتوقع أن يصل الارتفاع إلى المستوى الذي كان عليه قبل إجراء تلك التوزيعات).

(Bessembinder, and Feng, 2015,P.1215)، لذا تلجأ إليها المنشأة عندما ترتفع تلك القيمة بدرجة كبيرة ، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء السهم. من المتفق عليه أن إجراء التوزيعات في صورة أسهم بدلاً من إجرائها في صورة نقدية لا يؤثر على القوة الإيرادية للمنشأة (Dhar,& Chhaochharia, 2013)، كما لا يؤثر على مجمل حقوق الملكية، أو على نصيب المستثمر منها، غير أن من شأنه زيادة عدد الاسهم التي يتكون منها رأس المال.

وفقاً لنص المادة ٩١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية، مادة رقم (٩١). الخاص بشركات الأموال فإنه يجوز بقرار من الجمعية العامة الغير عادية للشركة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشركاء أو المديرين بحسب الأحوال أن تقرر تحويل المال الاحتياطي أو جزء منه إلى أسهم يزداد بقيمتها رأس المال المصدر وتوزع الأسهم الناتجة عن الزيادة مجاناً على المساهمين أو الشركاء الحاليين للشركة بحسب مساهمته أو مشاركته

ولا يستلزم توزيع الأسهم المجانية أو الإعلان عنها إجراء أى تعاملات، إنما مجرد إجراء محاسبي يتم بموجبه تحويل جزء من أموال مقيدة فى حساب الأرباح المحتجزة أو الاحتياطيات إلى حساب رأس مال الأسهم نتيجة إصدار أسهم مجانية بالقيمة الإسمية كحد أدنى.

٣/٢ : دوافع اصدار توزيعات الأسهم:

تتمثل أهم دوافع الشركات لإجراء توزيعات الأسهم فى ارسال رسالة قوية للسوق بوجود فرص استثمارية فى الشركة ، وامكانية التمويل الذاتى فى حالات ارتفاع تكلفة الديون ، كذلك جذب الانتباه وزيادة نشاط التداول على السهم مما يودى إلى تحسين الصورة الذهنية للشركة لدى أطراف السوق والدائنين ، وأيضا الحماية ضد أى محاولات للاستيلاء العدائى على أسهم الشركة، مع تحسين الموقف الائتمانى للشركة.(Al Masum ,A.,2014,P 85) . فالتمويل الذاتى عن طريق الأرباح المحتجزة يحسن الموقف الائتمانى للشركة، كما ان تعليه راس المال من خلال الأرباح المحتجزة يمكن الشركة من اعاده تكوين ارباح محتجزة و توسيع احتياطياتها عند الوصول الى سقف النسبة المفروضة من السلطات سواء على نسبة او حجم او زمن تكوين المخصصات او الاحتياطيات.

٤١٢ : قراءة المستثمرين لتوزيعات الأسهم:

تعتبر توزيعات الأسهم عن زيادة ربحية متوقعة للشركة ووجود فرص استثمارية أمامها حيث أن توزيعات الأسهم ترتبط بالأرباح المحتجزة والأرباح التى يمكن تحقيقها فى المستقبل ، الأمر الذى يودى إلى توليد أثر نفسى إيجابى لحملة الأسهم مما يودى إلى طلب أكبر على أسهم الشركة.

٥١٢ : عيوب توزيعات الأسهم:

من عيوب التوزيعات من وجهة نظر الشركات أنها تودى إلى تضخم غير مبرر لرأس مال الشركة، حيث أن هذا التضخم لا يقابله زيادة فى المقدرة

الإيرادية للشركة ، كذلك عدم مقدرة الشركة على الابقاء على المعدل الحالي لربحية السهم على عكس توقعات المستثمرين ، وفي حالة إصرار غالبية المساهمين القدامى على الاحتفاظ بأسهمهم الأصلية ليحصلوا على نفس نصيبهم في الأسهم المجانية يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركات دون وجود مبرر اقتصادي سوى انخفاض المعروض للبيع من الأسهم الأصلية. ولقد تم شرح مثال مبسط في موضع سابق.

أما عن العيوب من وجهة نظر المساهمين فقد تكون أن تفضيل بعض المساهمين الحصول على توزيعات نقدية بدلا من الأسهم قد يؤدي بهم ذلك الى التخلص إما من الأسهم الأصلية أو جزء منها أو التخلص من الأسهم الإضافية وذلك ببيعها بالسوق لتحقيق الأرباح نقدياً، وخاصة في حالة صغار المساهمين ، مما قد يؤثر بالسلب على سعر السهم في السوق.

كما أن الأثر السلبي على المساهمين ذوي الأسهم ذات المستويات السعرية المرتفعة ، حيث يترتب على توزيع الأسهم المجانية انخفاض مستوى سعر السهم إلى مستويات معينه أقل، بما يشجع على دخول مستثمرين في أسهم ذات مستويات أقل في تلك الاسهم ومن ثم تتحول الأسهم من فئة الاستثمار والتميز باستقرار السعر إلى فئة أسهم المضاربات ذات التذبذب المرتفع في الأسعار(Battalio,&Others,2016). فمثلا في المثال السابق حيث تم افتراض قيمة عادلة للسهم ١٥ جنيه قبل التوزيع ، وإذا تم إجراء التوزيع بنسبة ١:١ يصبح السعر العادل للسهم بعد التوزيع ٧,٥ جنيه وهو ما يجعل السهم في فئة سعرية أقل من ١٠ جنيه بدلا من الفئة السعرية أقل من ٢٠ جنيه ، وهو ما قد يؤدي الى زيادة سيولة السهم بصفة خاصة اذا كان هناك تفضيل في التداول للأسهم ذات الفئة السعرية أقل من ١٠ جنيه.

ويشترط لاتخاذ قرار توزيعات الأسهم المجانية أن يوجد احتياطات كافية لتغطية قيمة الأسهم المجانية (Asquith and others, 1989)، إذ يجوز بقرار من الجمعية العمومية للشركة بناء على اقتراح مجلس الإدارة ، أن تقر

تحويل المال الاحتياطي أو جزء منه إلى أسهم يزداد بقيمتها رأس المال المصدر ، وتوزع الأسهم الناتجة عن الزيادة مجاناً على المساهمين الحاليين للشركة كل بحسب قيمة مساهمته (David, and, Ginglinger, 2015).

- يتم الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على إصدار أسهم الزيادة بعد قيد أسهم الزيادة ببورصة الأوراق المالية وذلك لضم الأرصدة إلى حسابات العملاء لتكون جاهزة للتداول فى تاريخ لاحق لتاريخ القيد يتم الإعلان عنه بالبورصة.

- يتم توزيع الأرباح فى صورة أسهم مجانية على جميع المساهمين فى وقت واحد.

٣- الدراسات السابقة:

يتم فيما يلى تناول الدراسات السابقة التى تناولت التوزيعات المجانية للأسهم:

ناقشت دراسة Mass and Others, 1997 رد فعل السوق لكل من تجزئة الأسهم ، التجزئة العكسية للأسهم وتوزيعات الأسهم على قيمة الشركة بكندا ، وتوصلت الدراسة الى بعض النتائج منها أن رد فعل السوق تجاه توزيعات الأسهم يكون إيجابى مع تحقيق عوائد غير عادية بنسبة ١,٤% فى الأيام الأولى للتداول بعد الإعلان وترتفع لتصل إلى نسبة ٣,١% فى اليوم التاسع وقامت دراسة Bechmann and Raabal, 2005 بمناقشة الفرق بين توزيعات الأسهم المجانية وتجزئة الأسهم فى الدنمارك وتوصلت إلى أن الهدف من وراء الإعلان عن تجزئة الأسهم هو تحسين سيولة السهم ، بينما الهدف من وراء الإعلان عن توزيعات الأسهم المجانية هو زيادة رأس المال الأصى ، كذلك فان توزيعات الأسهم تعد إشارة سلبية على الشركة ، لذلك يكون رد فعل السوق سلبياً تجاهها ما لم يتم تعويض حملة الأسهم من التوزيعات النقدية.

بينما ناقشت دراسة Rahman,, and Others, 2012 أثر الإعلان عن التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم بينجلاديش ووجدت الدراسة أنه عندما تعلن الشركات عن توزيعات مجانية فإن المستثمرين لديهم فرصة تحقيق عوائد غير طبيعية وذلك من خلال عرض الأسهم خلال عام بعد الإعلان، فى حين أنه عندما تعلن الشركات عن توزيعات نقدية فإن المستثمرين لن يحصلوا على عوائد غير طبيعية لاستثماراتهم.

كذلك ناقشت دراسة Hamed Al-Yahyaee, 2013 أثر التوزيعات المجانية للأسهم على ثروة المساهمين، بسلطنة عُمان وأكدت الدراسة وجود رد فعل إيجابي لسوق الأسهم تجاه توزيعات الأسهم ، وأيضاً تحسن الأداء التشغيلي لشركات توزيعات الأسهم.

واقترحت دراسة (Rankine and Stice's,2012) أربعة تفسيرات رئيسية لتوضيح تأثير سعر السهم وتوزيعات الأسهم وهى: نطاق التداول الأمتل حيث يتغير سعر السهم إلى نطاق أكثر مثالية مع توزيع الأسهم ؛ مثل بيع الأسهم إلى أكبر عدد من المستثمرين بأسعار منخفضة وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى التأثير الإيجابي على السهم ، كذلك تشير فرضية صانع السوق إلى أن انتشار حجم العرض والطلب مهم نسبياً للتحفيز لتعزيز المخزون وبالتالي توزيع الأسهم مما يزيد من العرض والطلب الأمر الذى يؤدي إلى التأثير الإيجابي فى سوق الأسهم ،كما أن الشركات المهملة تشير إلى أن حدث توزيع الأسهم يتم فى المرتبة الأولى فى الشركات التى ترى أنها فى مستوى أقل من قيمتها ، مما يجعلها تحاول أن تتجمل الأمر الذى يفسر أن حدث توزيع الأسهم ليس سوى للتجميل، لذلك فإن أى تأثيرات إيجابية لسوق الأسهم المجانية يمكن تفسيره بوجود علاقة وثيقة بين الحدثين والتغيرات فى سياسة دفع الشركة للأرباح.

كما قامت دراسة Xi He and Others, 2016 بطرح تساؤلاً عن أسباب قيام الشركات بتوزيع أسهم المنحة في الصين وقد كانت الاجابة عن هذا التساؤل أن أثر الإعلان عن التوزيعات المجانية أكبر من أثر الإعلان عن التوزيعات النقدية، حيث أن هذا الاثر هو الدافع وراء تنفيذ التوزيعات المجانية وأن استخدام الشركات لتنفيذ سياسة التوزيعات المجانية ما هو إلا جذب انتباه المحليين والحفاظ على معدل التداول والسيولة الأفضل للأسهم.

ومن الدراسات التي اهتمت بالآثار المترتبة على المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات الأسهم في الولايات المتحدة ، دراسة (Kalay and Zhang, 2016) ، وتوصلت إلى أن سياسة التوزيعات ما هي إلا حدث تجميلي للشركة مع عدم الإشارة عن تحسن في الأداء المستقبلي للشركة ، وكذلك انخفاض إقبال المستثمرين على تلك السياسة نتيجة الوعي المكتسب من التجارب السابقة.

كما تم اختبار أثر المحتوى المعلوماتي لحدث التوزيعات المجانية، وقد تضاربت النتائج حول ما يحمله الإعلان عن توزيعات الأسهم من معلومات عن تحسن الأداء والأرباح المستقبلية للشركة، حيث أكدت كلاً من دراسة (Al-Yahyaee, 2013) ودراسة (Lutfor and Others, 2012) إمكانية تحقيق عوائد غير عادية للمستثمرين نتيجة التوزيعات المجانية عنها في التوزيعات النقدية ، بينما تعارضت كلاً من دراسة Kalay and Zhang (2016) ودراسة (Bechmann and Raabal, 2005) مع هاتين الدراستين، وأكدت أن الإعلان عن حدث التوزيعات يحمل في طياته إشارة سلبية عن الشركة وما هو إلا حدث تجميلي للشركة ، بينما أكدت كلاً من دراسة (Xi He and Others, 2016) ودراسة (Zhiqiang Ye and Others, 2016) أن أهم أسباب استخدام التوزيعات المجانية هو جذب

المحللين الماليين و صغار المستثمرين والوصول إلى النطاق الأمثل للتداول والسيولة للأسهم.

٤- المجتمع والعينة والبيانات:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المساهمة المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية والتي قامت بإجراء توزيعات لأسهمها وعددها ١٦ شركة قامت بنحو (٣٦) حدث توزيع ، وذلك خلال الفترة محل الدراسة، بناء على تقارير البورصة المصرية والتي تغطي الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٤ على أن يتوافر في تلك الشركات الشروط التي تم الإشارة إليها سابقا.

ويتمثل المتغير المستقل هو حدث التوزيعات للأسهم ، والمتغير التابع هو الذى يتأثر بمتغير أو بعدد من المتغيرات المستقلة ، ويتمثل المتغير التابع فى الدراسة فى القيمة السوقية للسهم (المدى السعري للسهم فى السوق والعائد السوقى للسهم).

تم الحصول على أسعار أسهم ثلاثة أعوام قبل و بعد حدث توزيعات الأسهم من البورصة المصرية ، وكذلك تم الحصول على تاريخ توزيعات الأسهم من البورصة المصرية.

فى ضوء الإطار النظري الذي تم عرضه لاختبار الفروض التي وضعتها الباحثة لدراسة مشكلة البحث وذلك بالتطبيق على الشركات التي قامت بإجراء توزيعات مجانية لأسهمها والمقيدة فى البورصة المصرية، ويتطلب ذلك عرض للأدوات التحليلية والإحصائية وأساليب اختيار العينة وذلك للتحقق من سلامة الفروض ، وكذلك تناول أهم النتائج التي تم التوصل إليها وتوصيات الدراسة فى ضوء هذه النتائج.

جدول (١)

أسماء الشركات الخاصة بالتنمية والتشديد

م	اسم الشركة	عدد التوزيعات	تاريخ التوزيع	نسبة التوزيع
١	الثلاثا للمكر	٥	٢٠٠٤/١٢/٩	٠,١ : ١
			٢٠٠٥/١١/٩	٠,٢ : ١
			٢٠٠٧/١٠/٤	٠,٣ : ١
			٢٠٠٨/١٢/٢٥	٠,٣ : ١
			٢٠١١/١٢/٢٩	٠,٢ : ١
٢	الشرقية الوطنية للأغذية	١	٢٠٠٩/٩/٣	٠,٢ : ١
٣	الوطنية لمنتجات الذرة	١	٢٠٠٩/٨/٦	٠,٢ : ١
٤	النساجون الشرقيون	٤	٢٠٠٤/١١/٤	١ : ٣
			٢٠٠٥/٧/٢١	١ : ٩
			٢٠٠٨/٧/٣١	٠,٣ : ١
			٢٠١٠/٧/٢٩	٠,٢ : ١
٥	العاشر لصناعة الغزل	١	٢٠٠٣/٩/١	١ : ٤
٦	جولدن تكس للأصواف	١	٢٠١٣/٤/٨	٠,١ : ١

جدول (٢)

أسماء الشركات الخاصة بالزراعة والمنتجات الحيوانية

م	اسم الشركة	عدد التوزيعات	تاريخ التوزيع	نسبة التوزيع
١	القاهرة للدواجن	٥	٢٠٠٦/١١/٣٠	١ : ٥
			٢٠٠٧/٧/١٩	٠,٢ : ١
			٢٠٠٨/٧/١٠	١ : ١
			٢٠١٠/٥/١٣	١ : ١
٢	المنصورة للدواجن	٢	٢٠١٣/٩/٣٠	٠,٢ : ١
			٢٠١٠/٦/٣٠	٠,٥ : ١
٣	الدولية للمنتجات الزراعية	٢	٢٠١١/٦/٣٠	٠,٤ : ١
			٢٠٠٨/٢/١٤	٠,٣ : ١

١ : ٣	٢٠٠٩/١٢/١٤		
-------	------------	--	--

جدول (٣)

أسماء الشركات الخاصة بالتنمية والتشييد

م	اسم الشركة	عدد التوزيعات	تاريخ التوزيع	نسبة التوزيع
١	الشركة العامة لاستصلاح الاراضي و التنمية و التعمير	١	٢٠٠٥/٥/١٩	١ : ٢
٢	شركة أسيك للتعيين - اسكوم	١	٢٠٠٥/١١/٩	٠,٨ : ١
٣	الدلتا للإنشاء والتعمير	٣	٢٠٠٦/١١/٢	١ : ٧
			٢٠٠٨/٨/١٨	٠,١ : ١
			٢٠١٠/٨/١٢	٠,٢ : ١
٤	صعيد مصر للمقاولات	٣	٢٠٠٣/١٢/١٨	٠,٧ : ١
			٢٠٠٧/٣/٨	٠,٣ : ١
			٢٠١٠/١/١٤	١ : ٤
٥	الحيزة العامة للمقاولات	٤	٢٠٠٨/٢/٢١	١ : ٩
			٢٠١١/٤/٢١	٢ : ٣
			٢٠١٢/٩/١٢	٠,٢ : ١
			٢٠١٣/٩/٣٠	٠,٣ : ١
٦	النصر للأعمال المعدنية	١	٢٠١٠/١/٢١	٠,٣ : ١
٧	المصرية لتطوير مواد البناء	١	٢٠٠٤/١٢/١٣	١ : ٤

تشمل اختبارات الفروض والتحليلات الإحصائية لعينة الدراسة التي تم الحصول عليها من سوق الأوراق المالية المصري والأساليب الإحصائية المستخدمة في إجراء الدراسة للتحقق من سلامة الفروض والحصول على النتائج .

ويتم عمل الدراسة التطبيقية من خلال مجتمع البحث ، واختبارات الفروض، حيث تم استخدام الأساليب الإحصائية المختلفة لاختبار صحة فروض البحث.

هـ- تحليل البيانات واختبار الفروض:

سيتم اختبار صحة أو عدم صحة الفروض الآتية :

١- لا يوجد تأثير جوهري لسياسة توزيعات الأسهم على القيمة السوقية

للسهم في سوق الأوراق المالية المصري

٢- لا يوجد اختلاف جوهري لأثر توزيعات الاسهم على أسعار الاسهم

بالمقارنة بين فترتي ارتفاع وانخفاض السوق.

٣- لا يوجد اختلاف جوهري لأثر توزيعات الأسهم في الأجل القصير

عنه في الأجل الطويل في الشركات محل الدراسة.

لاختبار الفروض السابقة قامت الباحثة باستخدام مجموعة حزم البرامج

SPSS واختبار (ت) T.Test لعينتين مستقلتين للمقارنة بين متوسط القيمة

السوقية خلال ستة أشهر تداول قبل وبعد حدث التوزيع كفترة قصيرة الأجل

وكذلك فترة ثلاث سنوات تداول لكل شركات مجتمع البحث كفترة طويلة الأجل.

أ- دراسة الاختلاف في القيمة السوقية للسهم قبل وبعد التوزيع:

يوضح الجدول (٤) نتائج اختبار T. Test لدراسة الفرق بين التغير في قيمة

السهم السوقية قبل وبعد التوزيع.

ويفحص الجدول المذكور يتضح أن الاحتمال المحسوب Sing. عند

مستوى ثقة ٩٩% لغالبية أحداث التوزيع ، أى أن هناك فروق معنوية ذات

دلالة إحصائية للتغير للقيمة السوقية للسهم قبل وبعد التوزيع، كما تبين عدم

وجود فروق معنوية ذات دلالة إحصائية لكل من الحدث الثالث في شركة

صعيد مصر للمقاولات والحدث الأول في شركة الجيزة العامة للمقاولات حيث

أن معنوية الفروق بلغت (0.119,0.833) على التوالي وهي أكبر من مستوى الخطأ ٥%.

وكانت هذه الفروق لصالح متوسط سعر السهم أكبر بعد التوزيع بنسبة ٥٠% من اجمالي أحداث التوزيع بواقع عدد (١٨) حدث توزيع وذلك لنظرة المتعاملون بالسوق إلى التوزيعات على انها نوع من الإشارات المالية الإيجابية ، بينما سجل فروق لصالح متوسط السعر أقل بعد التوزيع بنسبة ٤٧,٢% بواقع عدد (١٧) حدث توزيع واستقرار في حدث واحد.

مما يعنى أن سياسة التوزيعات المجانية للأسهم لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي يتم رفض فرض العدم الاول وقبول الفرض البديل، بأنه يوجد تأثير جوهري لسياسة توزيعات الأسهم على القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

جدول (٤)

نتائج اختبار (T) للفرق بين متوسطي القيمة السوقية للسهم قبل وبعد حدث التوزيع.

الاحتمال المحسوب	درجات الحرية	قيمة T	متوسط سعر السهم		الحدث	الشركة
			بعد التوزيع	قبل التوزيع		
0.000	123.000	4.552	23.2175	23.3333	(١)	١
0.000	113.329	-13.608	21.4679	15.0022	(١)	٢
0.000	208.058	-17.771	25.4677	19.9335	(٢)	
0.000	195.184	7.995	19.5496	25.1500	(٣)	
0.000	176.848	3.410	13.4963	13.4302	(٤)	
0.000	127.522	-15.792	10.5485	7.4064	(٥)	
0.000	130.435	12.133	47.2651	70.3101	(١)	٣
0.000	191.217	29.824	18.9642	33.3609	(٢)	
0.000	124.585	-7.257	173.8640	83.1628	(١)	٤
0.000	247	27.593	6.5802	10.4690	(٢)	
0.000	114.000	-18.670	9.1250	5.5556	(١)	٥
0.000	153.575	-7.426	38.2755	32.3776	(١)	٦
0.000	215.179	31.607	8.7169	23.2919	(٢)	
0.001	165.365	3.473	6.6894	7.0947	(٣)	
0.000	145.804	-16.210	5.9403	4.7832	(١)	٧
0.000	229.994	9.600	20.9938	48.7476	(٢)	
0.119	245	1.565	1.4265	2.3524	(٣)	
0.833	399.642	-211	50.5272	50.2331	(١)	٨
0.000	206	10.078	20.7770	26.1283	(٢)	
0.000	238.613	-27.616	19.3587	13.1359	(٣)	
0.000	134.445	-19.734	21.9558	12.4591	(٤)	
0.000	239	5.569	43.5010	50.0875	(١)	٩
0.000	121.979	-10.497	38.1889	26.6489	(١)	١١
0.000	-30.121	.078	84.8478	45.9244	(٢)	
0.000	124.973	8.070	51.8095	62.4252	(٣)	
0.000	145.081	6.623	16.9580	19.6959	(٤)	
0.000	177.180	3.694	17.1421	17.0360	(٥)	
0.000	216.938	20.700	21.6593	36.2908	(١)	١٢
0.000	225.718	11.114	25.5148	32.8667	(١)	١٣
0.000	121.000	-19.276	18.8362	15.8480	(١)	١٤
0.000	226.809	13.155	6.1766	7.4058	(١)	١٥
0.000	121.642	-14.864	73.5068	49.7190	(١)	١٦
0.000	227.086	-5.331	83.2461	75.8523	(٢)	
0.000	181.579	23.149	27.1627	42.3369	(٣)	
0.000	185.162	-8.702	33.0268	31.0621	(٤)	

- تم استبعاد شركة المصرية لتطوير مواد البناء من اختبار (T) لثبوت سعر السهم في المجموعة الواحدة دون تغيير حيث أنه لا بد من وجود اختلافات داخل المجموعة الواحدة قبل وبعد التوزيع لإجراء الاختبار بصورة صحيحة.

يتضح من النتائج السابقة ما يلي:

- صعود المؤشر في عدد (١٨) حدث من شركات مجتمع البحث بعد التوزيع في الأجل القصير.
- هبوط المؤشر في عدد (١٧) حدث من شركات مجتمع البحث بعد التوزيع في الأجل القصير.
- استقرار المؤشر في عدد (١) حدث من شركات مجتمع البحث بعد التوزيع في الأجل القصير.

ب- المقارنة بين اثر الاعلان عن توزيعات الأسهم في حالتى الصعود والهبوط العام للسوق:

يوضح الجدول رقم (٥) التالى معنوية تأثير توزيعات الأسهم خلال فترة ارتفاع السوق بينما يوضح الجدول رقم (٦) معنوية أثر توزيعات الأسهم في حالة انخفاض السوق.

جدول رقم (٥)

معنوية تأثير توزيعات الأسهم خلال فترة ارتفاع السوق

الشركة	تاريخ	متوسط سعر السهم	تاريخ		معنوية	درجات الحرية	آقبيمة	متوسط سعر السهم	
			قبل التوزيع	بعد التوزيع					
١	١٠:٢	العامة لاستصلاح الاراضي	٢٠٠٥/٥/١٩	٢٣.٣٣٣٣	٠.٠٠٠	١٢٣.٠٠٠	٤.٥٥٢	٢٣.٢١٧٥	
٢	١٠:٥	القاهرة للدواجن	٢٠٠٦/١١/٢٠	١٥.٠٠٢٢	٠.٠٠٠	١١٣.٣٢٩	-١٣.٦٠٨	٢١.٤٦٧٩	
	٠٠:٢:١	القاهرة للدواجن	٢٠٠٧/٧/١٩	١٩.٩٣٣٥	٠.٠٠٠	٢٠٨.٠٥٨	-١٧.٧٧١	٢٥.٤٦٧٧	
	٠٠:٢:١	القاهرة للدواجن	٢٠١٣/٩/٢٠	٧.٤٠٦٤	٠.٠٠٠	١٢٧.٥٢٢	-١٥.٧٩٢	١٠.٥٤٨٥	
٤	٠٠:٣:١	الدولية للمنتجات الزراعية	٢٠٠٨/٢/١٤	٨٣.١٦٢٨	٠.٠٠٠	١٢٤.٥٨٥	-٧.٢٥٧	١٧٣.٨٦٤٠	
	١:٠:٣	الدولية للمنتجات الزراعية	٢٠٠٩/١٢/١٤	١٠.٤٦٩٠	٠.٠٠٠	٢٤٧	٢٧.٥٩٣	٦.٥٨٠٢	
٥	٠٠:٨:١	شركة أسبكت للتعددين - اسكوم	٢٠٠٥/١١/٩	٥.٥٥٥٦	٠.٠٠٠	١١٤.٠٠٠	-١٨.٦٧٠	٩.١٢٥٠	
٦	١:٧:	الدلتا للإنشاء والتعمير	٢٠٠٦/١١/٢	٣٢.٣٧٧٦	٠.٠٠٠	١٥٣.٥٧٥	-٧.٤٢٦	٣٨.٢٧٥٥	
٧	٠٠:٧:١	صعيد مصر للمقاولات	٢٠٠٣/١٢/١٨	٤.٧٨٣٢	٠.٠٠٠	١٤٥.٨٠٤	-١٦.٢١٠	٥.٩٤٠٣	
٨	١:٠:٩	الجيزة العامة للمقاولات	٢٠٠٨/٢/٢١	٥٠.٢٣٣١	٠.٨٣٣	٣٩٩.٦٤٢	-٢١١	٥٠.٥٢٧٢	
	٠٠:٢:١	الجيزة العامة للمقاولات	٢٠١٢/٩/١٢	١٣.١٣٥٩	٠.٠٠٠	٢٣٨.٦١٣	-٢٧.٦١٦	١٩.٣٥٨٧	
	٠٠:٣:١	الجيزة العامة للمقاولات	٢٠١٣/٩/٢٠	١٢.٤٥٩١	٠.٠٠٠	١٣٤.٤٤٥	-١٩.٧٣٤	٢١.٩٥٥٨	
١١	٠٠:١:١	الدلتا للمسكر	٢٠٠٤/١٢/١	٢٦.٦٤٨٩	٠.٠٠٠	١٢١.٩٧٩	-١٠.٤٩٧	٣٨.١٨٨٩	
	٠٠:٢:١	الدلتا للمسكر	٢٠٠٥/١١/١	٤٥.٩٢٤٤	٠.٠٠٠	-٣٠.١٢١	.٠٧٨	٨٤.٨٤٧٨	
	٠٠:٢:١	الدلتا للمسكر	٢٠١١/١٢/٢٩	١٧.٠٣٦٠	٠.٠٠٠	١٧٧.١٨٠	٣.٦٩٤	١٧.١٤٢١	
١٤	١:٤	الماتر لصناعة الغزل	٢٠٠٣/٩/١	١٥.٨٤٨٠	٠.٠٠٠	١٢١.٠٠٠	-١٩.٢٧٦	١٨.٨٣٦٢	
١٦	١:٠:٣	النساجون الشرقيون	٢٠٠٤/١١/٤	٤٩.٧١٩٠	٠.٠٠٠	١٢١.٦٤٢	-١٤.٨٦٤	٧٣.٥٠٦٨	
	١:٠:٩	النساجون الشرقيون	٢٠٠٥/٧/٢١	٧٥.٨٥٢٣	٠.٠٠٠	٢٢٧.٠٨٦	-٥.٣٣١	٨٣.٢٤٦١	
	٠٠:٢:١	النساجون الشرقيون	٢٠١٠/٧/٢٩	٣١.٠٦٢١	٠.٠٠٠	١٨٥.١٦٢	-٨.٧٠٢	٣٣.٠٢٦٨	

جدول رقم (٦)

معنوية أثر توزيعات الأسهم في حالة انخفاض السوق

الإحتمال المحسوب	درجات الحرية	آقيمة	متوسط سعر السهم		الحدث				المشركة
			بعد التوزيع	قبل التوزيع					
0.000	195.184	7.995	19.5496	25.1500	٣	٢٠٠٨/٧/١٠	١ : ١	القاهرة للدواجن	٢
0.000	176.848	3.410	13.4963	13.4302	٤	٢٠١٠/٥/١٣	١ : ١	القاهرة للدواجن	
0.000	130.435	12.133	47.2651	70.3101	١	٢٠١٠/٦/٢٠	١ : ٠,٥	المنصورة للدواجن	٣
0.000	191.217	29.824	18.9642	33.3609	٢	٢٠١١/٦/٢٠	١ : ٠,٤	المنصورة للدواجن	
0.000	215.179	31.607	8.7169	23.2919	٢	٢٠٠٨/٨/١٨	١ : ٠,١	الدلتا للإنشاء والتعمير	٦
0.001	165.365	3.473	6.6894	7.0947	٣	٢٠١٠/٨/١٢	١ : ٠,٢	الدلتا للإنشاء والتعمير	
0.000	229.994	9.600	20.9938	48.7476	٢	٢٠٠٧/٢/٨	١ : ٠,٣	صعيد مصر للمقاولات	٧
0.119	245	1.565	1.4265	2.3524	٣	٢٠١٠/١/١٤	١ : ٤	صعيد مصر للمقاولات	
0.000	206	10.078	20.7770	26.1283	٢	٢٠١١/٤/٢١	٢ : ٣	الجيزة العامه للمقاولات	٨
0.000	239	5.569	43.5010	50.0875	١	٢٠١٠/١/٢١	١ : ٠,٣	النصر للأعمال المعدنية	٩
0.000	124.973	8.070	51.8095	62.4252	٣	٢٠٠٧/١٠/٤	١ : ٠,٣	الدلتا للسكر	١١
0.000	145.081	6.623	16.9580	19.6959	٤	٢٠٠٨/١٢/٢٥	١ : ٠,٣	الدلتا للسكر	

0.000	216.938	20.700	21.6593	36.2908	١	٢٠٠٩/٩/٣	: ١ : ٢	الشرقية الوطنية للأغذية	١٢
0.000	225.718	11.114	25.5148	32.8667	١	٢٠٠٩/٨/٦	: ١ : ٢	الوطنية لمنتجات الذرة	١٣
0.000	226.809	13.155	6.1766	7.4058	١	٢٠١٣/٤/٨	: ١ : ١	جولدن تكسي للأصواف	١٥
0.000	181.579	23.149	27.1627	42.3369	٣	٢٠٠٨/٧/٣١	: ١ : ٣	النساجون الشرقيون	١٦

يتضح أن أغلب التأثير الطردى لتوزيعات الأسهم على السعر كانت خلال الفترة قبل ٢٠٠٧ وأن الأثر العكسي لتوزيعات الأسهم على الأسعار كانت خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١٠ بتأثير الأزمة المالية العالمية ، وهي نتيجة تمكن من رفض فرض العدم الثانى بالدراسة الذى ينص على أنه لا يوجد اختلاف جوهري لأثر توزيعات الاسهم على أسعار الأسهم بالمقارنة بين فترتى ارتفاع وانخفاض السوق ، وعليه يمكن بدرجة من التأكيد القول بأن توزيعات الأسهم يكون لها أثر ايجابي على أسعار الأسهم عند اتجاه السوق لأعلى ، بينما يتلاشى ذلك الأثر الايجابي في الغالب عند انخفاض الأسواق بشكل عام وبصفة خاصة خلال الأزمات المالية. وهي نتيجة تملى بالتوصية بعدم اتخاذ قرار التوزيعات إلا مع الاتجاه العام للسوق لأعلى.

ج- اختلاف أثر التوزيع المجاني للأسهم بين الأجلين الطويل والقصير:

يوضح الجدول (٧) الوصف الإحصائي للتغير في القيمة السوقية ، خلال ثلاث أعوام قبل وبعد التوزيع للشركات التي قامت بإجراء توزيعات على أسهمها كفترة طويلة الأجل.

حيث كان التغيير فى القيمة السوقية بعد التوزيعات أكبر منه قبل إجراء التوزيعات فى (١٤) أحداث توزيع فى حين كانت نسبة التغيير سالبة فى (٢٢) حدث ، مما يوضح ميدئياً تأثير عملية توزيعات الأسهم على القيمة السوقية للسهم فى الأجل الطويل ، ولدراسة معنوية هذا التأثير يتم استعراض نتائج اختبار T-Test .

ويوضح الجدول (٤) نتائج اختبار T.Test لدراسة الفرق بين التغيير فى القيمة السوقية بدراسة مدة طويلة الأجل حول حدث التوزيعات المجانية تتمثل فى ثلاث أعوام تداول قبل وبعد التوزيع.

وبفحص الجدول المذكور يتضح أن الاحتمال المحسوب Sing. عند مستوى ثقة ٩٩% لغالبية أحداث التوزيع، أى أن هناك فروق معنوية ذات دلالة إحصائية للتغيير للقيمة السوقية للسهم قبل وبعد التوزيع، كما تبين عدم وجود فروق معنوية ذات دلالة إحصائية لكل من حدث الشركة الوطنية لمنتجات الذرة والحدث الثانى لشركة النجاجون الشرقيون حيث أن معنوية الفروق بلغت (0.094,0.094) على التوالي وهى أكبر من مستوى الخطأ ٥%.

وكانت هذه الفروق لصالح متوسط سعر السهم أقل بعد التوزيع بنسبة ٦١,١% من اجمالى أحداث التوزيع بواقع عدد (٢٢) حدث توزيع، بينما سجل فروق لصالح متوسط السعر أكبر بعد التوزيع بنسبة ٣٨,٩% بواقع عدد (١٤) حدث توزيع وذلك لنظرة المتعاملون بالسوق إلى التوزيعات على انها نوع من الإشارات المالية الإيجابية.

مما يعنى أن سياسة التوزيعات المجانية للأسهم لها تأثير على القيمة السوقية للسهم فى الأجل الطويل ولكن بدرجة أقل من الأثر فى الأجل القصير، وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل ، بأنه يوجد اختلاف جوهري لأثر توزيعات الأسهم فى الأجل القصير عنه فى الأجل الطويل فى الشركات محل الدراسة.

جدول (٧)

نتائج اختبار (T) للفرق بين متوسطى القيمة السوقية للسهم قبل وبعد حدث التوزيع.

الإحتمال المحسوب	درجات الحرية	قيمة T	متوسط سعر السهم		الحدث	الشركة
			بعد التوزيع	قبل التوزيع		
0.000	613.943	-8.739	28.14	24.40	(١)	١
0.000	1030.430	-21.557	9.25	6.80	(١)	٢
0.000	1138.761	-25.682	10.34	6.78	(٢)	
0.000	1037.132	-19.744	11.13	7.91	(٣)	
0.000	1341.850	4.412	9.30	9.99	(٤)	
0.000	1070.466	-7.832	9.95	8.75	(٥)	
0.004	1322.539	-2.910	21.73	20.16	(١)	٣
0.000	789.040	14.833	17.57	25.10	(٢)	
0.000	721.308	7.530	29.11	51.16	(١)	٤
0.000	599.548	15.961	4.47	47.14	(٢)	
0.000	716.000	-24.897	119.28	6.00	(١)	٥
0.000	466.815	13.376	18.69	26.73	(١)	٦
0.000	715.758	61.771	7.78	26.06	(٢)	
0.000	839.952	22.359	6.91	12.70	(٣)	
0.001	872	3.236	6.56	7.14	(١)	٧
0.000	644.474	12.111	5.96	16.72	(٢)	
0.000	732.627	14.029	1.10	8.81	(٣)	
0.000	1412.288	-9.842	31.59	22.11	(١)	٨
0.000	858.388	24.302	13.96	28.60	(٢)	
0.002	1199.038	3.070	17.33	19.40	(٣)	
0.000	685.930	-5.290	15.53	12.76	(٤)	

0.033	1380	-2.134	33.33	31.99	(١)	٩
0.000	733.000	37.671	8.00	56.14	(١)	١٠
0.000	1130.492	-33.789	41.89	25.80	(١)	١١
0.000	1230.584	-35.344	41.91	24.54	(٢)	
0.000	1462.826	28.915	22.03	39.84	(٣)	
0.000	793.061	54.960	16.18	40.11	(٤)	
0.000	1379.908	24.978	13.34	16.18	(٥)	
0.000	731.857	38.742	9.33	33.25	(١)	١٢
0.094	1017.630	-1.676	18.07	17.38	(١)	١٣
0.000	667.000	8.812	15.02	16.00	(١)	١٤
0.000	1192.537	21.112	6.60	8.75	(١)	١٥
0.000	1148.834	-23.224	59.41	40.88	(١)	١٦
0.094	1204.792	1.675	51.53	52.89	(٢)	
0.000	969.479	46.532	27.92	51.22	(٣)	
0.000	1405.508	10.228	26.35	29.61	(٤)	

يتضح من النتائج السابقة (جدول رقم ٧) ما يلي:

- صعود المؤشر في عدد (١٤) حدث من شركات مجتمع البحث بعد التوزيع في الأجل الطويل.
 - هبوط المؤشر في عدد (٢٢) حدث من شركات مجتمع البحث بعد التوزيع في الأجل الطويل.
- تشير النتائج السابقة إلى أن تأثير حدث توزيعات الأسهم يؤدي بقوة إلى هبوط مؤشر الاتجاه العام لأسعار الأسهم في الأجل الطويل.

٦- التعليق على النتائج والتوصيات:

نتيجة لاختلاف نتائج الدراسات والبحوث العلمية حول مدى تأثير القيمة السوقية باختلاف توزيعات الأسهم ، وقلة الدراسات التي تناولت التوزيعات المجانية وتأثيرها على القيمة السوقية للأسهم في الأجل الطويل.

خاصة بعد اتجاه العديد من الشركات المصرية مؤخراً إلى اتباع هذه السياسات لما لها من دور حيوى فى جذب صغار المستثمرين للأسواق المالية، وما يترتب على ذلك من توسيع قاعدة الملكية للشركات ، وتنشيط أسواق المال.

١/٦: نتائج الدراسة:

١. أن سياسة التوزيعات المجانية للأسهم هي سياسات إدارية تعطى مؤشرات فقط إما إيجابية فتؤدى إلى ارتفاع سعر السهم أو سلبية تؤدى إلى عكس ذلك.

٢. السبب فى توزيع الأسهم يرتبط بالرغبة فى تحسين رأس المال .

٣. أثبتت الدراسة نجاح تأثير حدث التوزيع على القيمة السوقية للأسهم بالارتفاع فى حدود الأجل القصير الذى حددته الدراسة ولكن يختفي ذلك التأثير فى الأجل الطويل.

٤. إذا كان السوق يتيح فرص استثمارية مريحة لاستثمار الأرباح ، فإن سعر السهم يتجه نحو الارتفاع ليصل أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة وليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر ولكن بسبب عوامل نفسية واقتصادية.

٥. عندما تدفع الشركة بانتظام التوزيعات نقداً فإن دفع توزيعات عرضية فى شكل أسهم مجانية يعتبر ميزة بالنسبة للمستثمر بفرض ثبات التوزيعات واستمراريتها ، فإنه يترتب على هذه العملية زيادة عائد التوظيف الظاهرى وكذلك العائد الكلى، يعنى هذا أن عملية توزيع أسهم مجانية لا تؤثر على القيمة الرأسمالية للمنشأة ولكنها تؤثر على

عدد الأسهم المتداولة لهذا السبب يحدث انخفاض فني في السعر ولا يشكل خسارة بالنسبة للمستثمر .

٦. ترى الباحثة أن الأسهم المجانية ليست توزيع أرباح حقيقي أو عائداً بمعنى الكلمة-، وما هي إلا تجزئة للقيمة الإسمية للسهم ، أى أن المستثمر لم تزداد ثروته بعد الحصول على توزيعات الأسهم المجانية ، الأمر الذي يأخذنا إلى القول أن توزيع الأسهم المجانية لا يعدو في جوهره إلا تقسيم للقيمة السوقية للسهم والتي تنتج نفس الأثر عند قيام الشركة بتقسيم القيمة الإسمية للسهم.

٢/٦ : اتفاق واختلاف نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة:

اتفقت نتائج الدراسة مع كلاً من دراسة (Mass and Others, 1997 / Kalay and Zhang , 2016 /Bechmann and Raabal, 2005/ Brigham & Gapenski C.1988/Easley and others,2000) في الآتي:

- الهدف من وراء الإعلان عن توزيعات الأسهم المجانية هو زيادة رأس المال الأصلي.
- توزيعات الأسهم إشارة سلبية في الأجل الطويل على الشركة، لذلك يكون رد فعل السوق سلبياً تجاهها مالم يتم تعويض حملة الأسهم من التوزيعات النقدية ، وما هي إلا حدث تجميلي للشركة.
- ضعف أدلة تحسن الأداء المستقبلي للشركة.
- رد فعل السوق تجاه توزيعات الأسهم يكون إيجابى مع تحقيق عوائد غير عادية بنسبة ١,٤% وقد ترتفع لتصل إلى نسبة ٣,١% فترة الشهر للتداول بعد الإعلان.

- بينما اختلفت نتائج الدراسة مع كلاً من دراسة (Kadiyala and Garcia de Andoainand Carlos, / Vetsuypens, 2002 / 2009 / /Al-Yahyaee,2013/Battalio,&Others 2016/) في

دعم فرضية الإشارة من قبل إدارة الشركة عن تحسن الأداء المستقبلي
لحدث توزيع الأسهم.

٣/٦: توصيات الدراسة:

بناء على نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية توصي الباحثة بما يلي:

- التزام الشركات بمعايير وأسس توزيعات الأسهم قبل قيامها باتخاذ تلك القرارات.
- التوجيه بإصدار مجلات دورية لتوضيح التغيرات الاستثمارية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية حتى يتمكن المستثمر من تكوين رؤية حقيقية عن مستقبل استثماراته .
- ينبغي أن تقوم الشركات المرتفعة أسعار أسهمها في السوق أن تقدم على توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية لكن مع تعويض المستثمرين بتوزيعات أخرى في صورة أرباح نقدية .
- يجب أن يقوم المستثمرون الراغبين في الاستثمار في الشركات التي تقوم بتوزيعات الأسهم المجانية أن يتم ذلك في فترة لا تتجاوز فترة الستة أشهر أى فترة الترويج للشركة حيث أنه بعد تلك الفترة يبدأ سعر السهم في الانخفاض.

A. Books`:

- Frank, J. F., & Pamela, P. P., (2003) , Financial Management and Analysis. Canada, John Wiley and Sons, Inc.
- Lawrence., J. G., (2014) , Principles of Managerial Finance. United States, Copyright by Gitman, 7th Edition.
- Stephen,A. R., Randolph, W. W., & Jordan D. Bradford , (2015) , Fundamentals of Corporate Finance. 11th Edition, McGraw-Hill companies.

B-Periodicals:

- Al Masum ,A., (2014) , “Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange “,ASA University Bangladesh, Bangladesh ,Global Disclosure of Economics and Business, Volume 3, No 1 2014,PP.68-95.)
- Al-Yahyaee, H.K., (2013)” Shareholder wealth effects of stock dividends in a unique environment”, Journal of International Financial, Sultan Qaboos University.
- Asquith, P, Healy, P., and Palepu, K., (1989),. Earnings and stock splits. Accounting Review 64, 387–403 .
- Battalio,R.,Corwin,A.SH.,&Jennings,R.,(2016), "Unrecognized Odd Lot Liquidity Supply: A Hidden Trading Cost for Priced Stocks",. Forthcoming, Journal of Trading.
- Bessembinder, Hendrik, and Feng Zhang, (2013). Firm characteristics and long-run stock returns after corporate events. Journal of Financial Economics 109, 83--102 .

- Bechmann, K., and Raabal,J., (2004) , “The Difference between Stock Split and Stock Diligence from Denmark”, Center for Analytical, University of Aarhus.
- Bessembinder, Hendrik, and Feng Zhang,--(2015). Predictable corporate distributions and stock returns. *Review of Financial Studies* 28, 1199–1241 .
- Brigham F. Eugene & Gapenski C. Louis.(1988) *Financial Management*. Dryden Press.*Stock Splits and Stock Dividends Why, Who and When*. *Journal of Finance* vol xl 11.
- David,T., Ginglinger, E., (2015) , "When Cutting Dividens is not Bad News:The Case of Optional Stock Dividens",mwww,ssrn.com.
- Dhar,S.,& Chhaochharia, S., (2013) ,"The Valuation Effect of Stock Splits and Bonus Issues in Indian Stock Market", *Indian Accounting Review*.Vol.17 No.2.,pp.9-28.
- Easley,D., et.al, (2000) ,” How Stock Splits Affect Trading “*Journal of Finance and Quantitative Analysis*.
- Garcia. D. A., (2009) ,” The Impact of Stock Split Announcements on Stock Price: A Test of Market Efficiency”, *ASBBS Annual Conference: Las Vegas, Research in Finance*.
- Kadiyala and Vetsuypens, (2002) , “Are Stock Split Credible signal? “*Financial Management*, Spring.
- Kalay, A., and Zhang, F., (2016) ,” The Almost Extinction of Stock Dividends”, *International Journal of Financ*, University of Utah.
- Lakonishok,J., and Lev,B.,(1987) , “ Stock Splits and Stock Dividends Why , Who and When” *Journal of Finance* Vol xli1 No.4 September.
- Masse,I., Hanrahan,R.J., and Kushner,J., (1997) , “The Effect of Canadian Stock Splits, Stock

Dividends, and Reverse Splits on the Value of the Firm”, Journal of Business and Economics.

- Rahman, L.M., Amin, R.M., (2012), and Siddiquee,N.M.,” Declaration Effect of Cash & Stock Dividends on Share Price: An Empirical Study on Dhaka Stock Exchange”, Journal of International Financial, Northern University.
- Rankine, G.& Stice, K.E., (2012),”The Market Reaction to the Choice of Accounting method for Stock Split and Large Stock Dividends”, Journal of Financial and Quantitative Analysis,32(2),pp.161-182.
- Xi He, Mingsheng Li, Jing Shi and Garry T., (2016) ,” Why do firms pay stock dividends: Is it just a stock split?” International Journal of Management, the Australian National University.
- Zhiqiang Ye, Zhi Zhang and Songlian Tang, (2016) ,” Stock dividends policy and liquidity of ex ante announcement”, China Finance Review International, East China University of Science and Technology.