كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال
الدراسات العليا

أثر تجزئة الأسهم
على القيمة السوقية وحجم التداول للأسهم
في بورصة الأوراق المالية المصرية

The Impact of Stock Split on Both Market Value and The Trading Volume of Shares In Egyptian Stock Market

بحث علمي مقدم لاستكمال متطلبات الحصول
على درجة الماجستير في إدارة الأعمال

مقدم من الباحث
أيمن كمال عبد القادر بكير

تحت إشراف
أ.د. محمود محمد عبد الهادي صبح
أستاذ التمويل والإدارة المالية
2005

جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

رسالة ماجستير

اسم الباحث: أيمن كمال عبد القادر بكير

عنوان الرسالة: "**اثر تجزئة الأسهم على القيمة السوقية وحجم التداول في بورصة الأوراق المالية المصرية**"

الدرجة العلمية: ماجستير إدارة الأعمال
تاريخ **الرسالة:** 2005

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة

أ.د. محمود عبد الهادي صبح **مشرفاً ورئيساً**
أستاذ التمويل والإدارة المالية – بالكلية

أ.د. أسامة عبد الخالق الأنصاري **عضواً**
الخبير بهيئة سوق المال وأستاذ إدارة الأعمال المساعد– كلية التجارة جامعة القاهرة

أ.د. مدحت محمد عبد العال **عضواً**
أستاذ الإحصاء المساعد – بالكلية

الدراسات العليا

ختم الإجازة **أجيزت الدراسة بتاريخ بتاريخ**

موافقة مجلس الكلية **موافقة مجلس** الجامعة

بسم الله الرحمن الرحيم

قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما

علمتنا إنك أنت العليم الحكيم

سورة البقرة الآية(32)

الشكر والتقدير

أشكر الله سبحانه وتعالي بادئ ذي بدء القائل في كتابه العزيز **"علم الإنسان ما لم يعلم"** ومن باب إحقاق الحق وإعطاء كل ذي حق حقه، فأنه يطيب للباحث أن يذكر أن النواة الأساسية لهذا البحث مقتبسة من بحث الأستاذ الدكتور محمود صبح والمنشور في مجلة كلية التجارة عام1997 بعنوان "أسباب ونتاج قيام الشركة بتجزئة أسهمها من منظور المدير المالي".

ثم أتقدم بجزيل الشكر والتقدير والوفاء إلى المشرف الفاضل الأستاذ الدكتور / **محمود صبح**، لما بذله من جهد في خدمة البحث العلمي.

كما يطيب لي أن أتوجه بأسمى آيات الشكر وعظيم الامتنان للأستاذ الدكتور/ **أسامة الأنصاري** والأستاذ الدكتور/ **محمد عبد العال**، على تفضلهما بقبول الاشتراك في الحكم على الرسالة، كما أن مشاركتهما تمثل في حد ذاتها إثراء للرسالة وكلى ثقة في أن ملاحظاتهما القيمة إذا ما أخذت بعين الاعتبار ستساهم في إخراج هذه الرسالة بأفضل صورة ممكنة.

لقد أمرنا الله سبحانه وتعالي أن نقدم الشكر لمن أجرى الله النعمة على أيديهم، حيث يقول الرسول صلى الله عليه وسلم *" من صنع إليكم معروف فكافئوه فإن لم تجدوا ما تكافئوه به فادعوا له حتى تروا أنكم كافأتموه"*

ووفاء وتقديرا واعترافا بالمعاونة والمساهمة في إخراج هذا البحث بأفضل صورة أخص بالشكر الدكتور / **نادر أنور** وأقدم له جزيل الشكر والتقدير والعرفان.

الباحث

الإهـــداء

إلى نبع العطف و الحنان... والدتي

إلى العطاء الذي لا ينضب ... والدي

إلى رمز الوفاء والحب والخير...أصدقائي

إلى من نرى فيهم وجودنا في كل وقت ... إخواننا

إلى كل الشهداء والأبرار والأسرى خلف القضبان

إلى من يسعون لتجسيد الحلم الفلسطيني

إلى المناضلين من أجل إزالة الظلم وإعادة الكرامة

للقدس الشريف

جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

اسم الطالب: أيمن كمال عبد القادر بكير

الدرجة العلمية: ماجستير – إدارة أعمال

اسم الكلية: التجارة

الجامعة: عين شمس

قائمة المحتويـات

المـــوضـــــوع	رقم الصفحة
الفصل الأول : الإطار العام للبحث	
أولا : تمهيد --- ----------	1
1. تجزئة الأسهم ----------	2
2. توزيعات الأسهم ----------	2
3. الآثار المترتبة على تجزئة الأسهم أو توزيعات الأسهم ----------	3
4. الفرق بين تجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم ----------	3
5. أسباب قيامة الشركة بتجزئة أسهمها ----------	4
ثانيا : مشكلة البحث ----------	5
ثالثا : فروض البحث ----------	11
رابعا : أهداف البحث ----------	11
خامسا : أهمية البحث ----------	11
سادسا : منهج البحث	
1. مجتمع البحث ----------	12
2. اختبار الفروض ----------	12
3. مصادر جمع البيانات ----------	13

الفصل الثاني : مراجعة نظرية للدراسات والبحوث المتعلقة بتجزئة الأسهم	
▪ الدراسات التي تناولت الدافع وراء تجزئة الأسهم ----------	14
▪ الدراسات التي تناولت فرضية الإشارات ----------	18
▪ الدراسات التي تناولت فرضية السيولة ----------	27
▪ الدراسات المتعلقة بتجزئة الأسهم والتوزيعات النقدية ----------	29

الفصل الثالث : التحليل الإحصائي للبيانات	
- اختبار الفرض الأول ----------	**34**
خلاصة نتائج اختبار الفرض الأول ----------	**41**
- اختبار الفرض الثاني ----------	**42**
خلاصة نتائج اختبار الفرض الثاني ----------	**51**
الفصل الرابع : النتائج والتوصيات	
أولاً : النتائج ----------	53
ثانياً : التوصيات ----------	54
ثالثاً : الأبحاث المقترحة ----------	54
قائمة المراجع ----------	55
الملاحق ----------	58
ملخص الدراسة	

فهرس الجداول

رقم الجدول	الموضوع	رقم الصفحة
(1-1)	الشركات التي قامت بتجزئة أسهمها ونسبة التجزئة المختلفة	5
(1-2)	القيمة السوقية وبعد التجزئة بـ 15 يوم	6
(1-3)	حجم التداول قبل وبعد التجزئة بـ 15 يوم	7
(1-4)	نسب التغير للقيمة السوقية قبل وبعد 15 يوم من تاريخ التجزئة	8
(1-5)	الوصف الإحصائي لحركة حجم التداول قبل وبعد التجزئة	9
(1-6)	الشركات التي ارتفعت وانخفضت قيمتها السوقية بعد التجزئة	10
(3-1)	قائمة بأسماء الشركات واختصاراتها	34
(3-2)	التحلي الإحصائي الوصفي للتغير في القيمة السوقية قبل وبعد التجزئة	35
(3-3)	نتائج تحليل التباين في اتجاه واحد للتغير في القيمة السوقية للشركات المجزئة بنسبة (1:2)	36
(3-4)	نتائج تحليل التباين في اتجاه واحد للتغير في القيمة السوقية للشركات المجزئة بنسبة (1:4-1:7)	37
(3-5)	نتائج تحليل التباين في اتجاه واحد للتغير في القيمة السوقية للشركات المجزئة بنسبة (1:10)	37
(3-6)	نتائج تحليل التباين في اتجاه واحد للتغير في القيمة السوقية للشركات المجزئة بنسبة (1:15-1:20)	38
(3-7)	نتائج تحليل Paired Sample Test بين الشركات التي قامت بالتجزئة والشركات التي لم تقم بالتجزئة	39
(3-8)	نتائج تحليل التباين أحادي الاتجاه لنسب التجزئة المختلفة	39
(3-9)	الوصف الإحصائي للتغير في نسب التجزئة المختلفة	40
(3-10)	نتائج اختبار LSD للمقارنات المتعددة	40
(3-11)	قائمة بأسماء الشركات والرموز الخاصة بحجم التداول	42
(3-12)	التحليل الإحصائي الوصفي لحركة حجم التداول قبل وبعد التجزئة	43
(3-13)	نتائج تحليل التباين أحادي الاتجاه لحجم التداول للشركات المجزئة بنسبة (1:2)	44
(3-14)	نتائج تحليل التباين أحادي الاتجاه لحجم التداول للشركات المجزئة بنسبة (1:4-1:7)	45
(3-15)	نتائج تحليل التباين أحادي الاتجاه لحجم التداول للشركات المجزئة بنسبة (1:10)	46
(3-16)	نتائج تحليل التباين أحادي الاتجاه لحجم التداول للشركات المجزئة بنسبة (1:15-1:20)	46
(3-17)	الوصف الإحصائي لحركة حجم التداول لشركات المقارنة	48
(3-18)	الوصف الإحصائي لحركة حجم التداول للشركات التي قامت بتجزئة أسهما بنسبة (1:2)	48
(3-19)	الوصف الإحصائي لحركة حجم التداول للشركات التي قامت بتجزئة أسهما بنسبة (1:4)	49

رقم الجدول	الموضوع	رقم الصفحة
(3-20)	**الوصف الإحصائي لحركة حجم التداول للشركات التي قامت بتجزئة أسهما بنسبة (1:10-1:20)**	**49**
(3-21)	**الوصف الإحصائي للتغيرات في حجم التداول نتيجة نسب التجزئة المختلفة**	**50**
(3-22)	**نتائج تحليل التباين أحادي الاتجاه للتغيرات في حجم التداول على** مستوى نسب التجزئة المختلفة	**50**
(3-23)	**نتائج اختبار LSD للمقارنات المتعددة**	**51**

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

أولاً: تمهيد

ثانياً: مشكلة البحث

ثالثاً: فروض البحث

رابعاً: أهداف البحث

خامساً: أهمية البحث

سادساً: منهج البحث

أولاً: تمهيد:

يتميز الاقتصاد المعاصر بسرعة التغيرات والتحولات في العديد من الجوانب التي شملت معاملات الأفراد اليومية، ومفاهيم التجمعات الاقتصادية وتصرفاتها وسلوكها، وعلاقاتها المتشابكة. من أهم تلك المتغيرات مفهوم النقود ونشاطها، ومن تلك التجمعات الاقتصادية أسواق رأس المال، وتتولى أسواق رأس المال في أي اقتصاد عملية ربط العناصر الاقتصادية المالكة أو المولدة للأموال بالعناصر الاقتصادية صاحبة الحاجة لهذه الأموال، والعناصر الاقتصادية المختصة بإنتاج الموجودات التي تشمل "السلع والخدمات" هي بشكل عام صاحبة الحاجة للأموال، فالعناصر الاقتصادية التي تملك فوائض مالية تحتاج لأوراق مالية من أجل تكوين وإدارة محافظها المالية، والعناصر التي تحتاج هذه الفوائض تقدم هذه الأوراق المالية، أما أسواق رأس المال فتؤمن عملية ربط العناصر الاقتصادية الطالبة والعارضة للأموال والأوراق، ومن أبرز أدوات الاستثمار المتداولة في أسواق رأس المال، الأسهم العادية* والأسهم الممتازة والسندات.

يمثل السهم الورقة المالية الأساسية المتداولة في سوق رأس المال المصرية والعربية، ويدرك المتعاملون في السوق أن القيمة الحقيقة للسهم هي قيمته السوقية التي تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي يتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يجنيها المستثمر، وهذه التوزيعات أما أن تكون في صورة نقدية أو توزيعات أسهم[1]، قد يتأثر العائد الذي يحصل عليه حامل السهم العادي بأي حدث تتعرض له الشركة سواء كان هذا الحدث داخل الشركة أو خارجها، يتقلب عائد السهم العادي بدرجة أكبر من الأوراق المالية الأخرى تجاه أي تغير يحدث في داخل الشركة، حيث أن هذه الأحداث قد تحمل معلومات خاصة عن مستقبل الشركة لا تستطيع الشركة أن تصرح بها مباشرة للسوق المالية، لذلك تقوم بنقل هذه المعلومات عن طريق إشارات مالية مثل زيادة في نسبة الأرباح الموزعة أو توزيع أسهم على المساهمين أو تجزئة أسهمها (بحيث تخفض القيمة السوقية للأسهم وتزيد عدد الأسهم)، تحمل هذه الأحداث معلومات عن مستقبل الشركة.

تقوم بعض الشركات أحياناً بزيادة عدد أسهمها التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية، وفي نفس الوقت تظل قيمة هذه الأسهم واحدة وذلك عن طريق إصدار أسهم يتم توزيعها على المساهمين أو من خلال تجزئة الأسهم الموجودة فعلا، وهذه العملية تغير عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون[2].

1- تجزئة الأسهم:

---

* - سوف يستخدم اصطلاح السهم العادي والسهم ليعنيان شيئا واحدا .

[1] - منير الهندي"**أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**"الإسكندرية: منشأة المعارف، 2003 ص17.

[2] -Thomas Kaye, 2000 "Stock Dividends and Splits "www. Fairmark. com/stockbas/splits. htm.

"حدث تقوم به الشركة لزيادة عدد أسهمها المتداولة في السوق بدون أي تغير في حقوق الملكية للمساهمين"وذلك من خلال مضاعفة عدد الأسهم، حيث يتم منح كل مساهم سهمين جديدين مقابل كل سهم قديم وذلك في حالة التجزئة بنسبة 1:2 وبناء على ذلك تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى النصف، وتتعدد نسب التجزئة فقد تكون نسبة التجزئة 1:3، 2:3 وذلك حسب ما تراه الشركة مناسباً[1].

ويوجد اعتقاد كبير لدى المنظرين في علم المالية بأن هناك نطاق مثالي لسعر السهم، هذا النطاق المثالي يعني أنه إذا كان سعر السهم في هذا النطاق فإن قيمة الشركة سوف ترتفع، والنطاق المثالي يتراوح ما بين 20-80[2] وبناء على ذلك إذا ارتفع سعر السهم عن 80$ فإنه من المحتمل أن تعلن الإدارة عن تجزئة أسهمها بنسبة 1:2 وبناء عليه يتضاعف عدد الأسهم المتداولة وينخفض سعر السهم إلى النصف فيصبح 40$، يعوض هذا الانخفاض في سعر السهم زيادة عدد الأسهم، يزيد السعر المنخفض للسهم نشاط المتاجرة[3] وتحدث تجزئة الأسهم أحيانا قبل إصدار أسهم جديدة وذلك من أجل تسهيل تسويق هذه الأسهم وتحسين نشاط السوق.

وقد تأخذ تجزئة الأسهم شكل أخر وهو **التجزئة العكسية** حيث ينخفض عدد الأسهم المتداولة في السوق ويقابل هذا الانخفاض ارتفاع في سعر السهم وذلك بناء على نسبة التجزئة ففي حالة التجزئة بنسبة 2:1 يحصل كل مساهم على سهم جديد مقابل سهمين قديمين، تحدث التجزئة العكسية عندما يكون سعر السهم في السوق منخفض حيث يتردد بعض المستثمرين في شراء هذه الأسهم لاعتقادهم بأنها رخيصة وأن انخفاض سعر السهم دليل على عدم جودة الاستثمار في هذه الأسهم[4].

2- توزيعات الأسهم:

تتشابه توزيعات الأسهم مع تجزئة الأسهم، يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة مما يملكه من أسهم المنشأة، من الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم[5]، وتلجأ الإدارة إلى هذا السلوك في حالة ارتفاع القيمة السوقية إلى درجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد الراغبين

---

[1] - J. Fred Weston, Scott Besley and Eugene F. Brigham "**Essentials of Managerial Finance**" Eleventh Edition , Dryden Press 1996, P. 660-
- Eugene F. Brigham and Louis C. Gapenski "**Financial Management**" Dryden Press 1988, P. 482

[2] - هذا النطاق ينطبق على البورصة الأمريكية، وليس البورصة المصرية .

[3] - Ibid. , P. 661 .

[4] - Lawrence J. Gitman "**Principles of Managerial Finance**" United States , Copyright By Gitman , Ninth Edition , 2000, P. 557-558.

[5] - انخفاض القيمة السوقية هنا لا يعني انخفاض القيمة السوقية للأسهم ككل، إذ يعوض هذا الانخفاض الزيادة في عدد الأسهم .

في شراء الأسهم، إجراء توزيعات أسهم بدل من توزيعات نقدية لا يؤثر على القوة الإيرادية للمنشأة حيث أن هذا الحدث يزيد عدد الأسهم المكون منها رأس المال والنتيجة انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمة السهم[1].

3- الآثار المترتبة على تجزئة الأسهم أو توزيعات الأسهم:

تتمثل الآثار المترتبة على تجزئة الأسهم في النقاط التالية:

- يرى المستثمرون تجزئة الأسهم أنها ببساطة عبارة عن إضافة بعض الورق، لكن إذا صاحب هذين الحدثين ارتفاع في الأرباح أو زيادة في التوزيعات النقدية فإن المستثمرون سوف يرفعون سعر السهم، لكن إذا لم يصاحب توزيعات الأسهم زيادة في الأرباح أو زيادة في التوزيعات النقدية فمن المحتمل أن تنخفض القيمة السوقية للسهم بنفس نسبة توزيع الأسهم. [2]
- إذا كانت أسعار الأسهم تتجه نحو الارتفاع قبل التجزئة، فإن قرار التجزئة يعتبر خبر جيد يدل على زيادة الأرباح بعد التجزئة أو التوزيعات.
- لا يحدث أي تغيير في أصول الشركة وديونها ولا في حقوق المساهمين[3].
- تنخفض المؤشرات المالية التي تحتوى على عبارة لكل سهم[4].

4- الفرق بين تجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم:

تتشابه إلى حد كبير عملية توزيعات الأسهم مع تجزئة الأسهم، حيث أنه في كلتا الحالتين يحصل المساهمين على أسهم جديدة وبالطبع هذا يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم ومع ذلك فإنه يوجد هناك فرق بين هذين الحدثين[5]:

- في حالة تجزئة الأسهم، يتم تجزئة كل الأسهم القديمة إلى عدد جديد من الأسهم مع خفض قيمة الأسهم دون حدوث أي تغير في حقوق الملكية أو زيادة في رأس المال الشركة نتيجة الزيادة في عدد الأسهم.
- أما في حالة توزيعات الأسهم فإن الأسهم الجديدة الموزعة أو المستلمة يكون لها نفس قيمة الأسهم القديمة وبذلك يزداد رأس المال الشركة بتناسب مع نسبة توزيعات الأسهم وذلك دون أي تغير في حقوق الملكية.

---

[1] - منير الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 345 .

[2] - Lawrence J. Gitman , Loc. Cit. ,

[3] - محمود صبح، أسباب ونتائج قيام الشركة المساهمة بتجزئة أسهمها من منظور المدير المالي، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة** . كلية التجارة – جامعة عين شمس، ص 307 العدد الثالث . 1997م.

[4] - المرجع السابق .

[5] - K. Bechmann and J. Raaballe, "The Differences Between Stock Splits and Stock Dividends Evidence from Denmark", **Centre for Analytical Finance; University of Aarhus**, March 2004

5- أسباب قيام الشركة بتجزئة أسهمها:

قدمت العديد من الدراسات* بعض الفرضيات لتفسير ظاهرة تجزئة الأسهم ومن أهم هذه الفرضيات ما يلي:

أ- النطاق المثالي للمتاجرة Trading rang، وهو الحفاظ على مستوى معين لسعر السهم"ما بين السعر المرتفع والمنخفض"، ذلك لأن المستثمرين يفضلون هذا المستوى من السعر، حيث تقوم الشركة بتجزئة الأسهم إذا تجاوز سعر السهم نطاق معين [1].

ب- السيولة Liquidity، وترتبط هذه الفرضية بالفرضية السابقة حيث أن انخفاض سعر السهم (في حدود معينة) يحسن مستوى سيولة هذا السهم[2].

ج- فرضية الإشارات Signaling Hypothesis "المحتوى المعلوماتي Information content" تعد تجزئة الأسهم إشارة من قبل إدارة الشركة تحمل معلومات ذات قيمة عن تحسن الأداء المستقبلي للشركة[3].

د- توسيع قاعدة الملكية، تسهيل عملية قيام الشركة ببيع إصدارات جديدة من الأسهم[4].

هـ- تساعد صغار المستثمرين على التنويع وتكوين محافظ استثمار.

ومن الناحية النظرية فإن تجزئة الأسهم لا تعتبر حدث في حد ذاته، فالحدث هو أن الشركة قامت بخفض سعر أسهمها مع زيادة في عدد الأسهم بحيث تظل نسبة ما يملكه المساهمين ثابتة كما هي.

وقد كشفت العديد من الدراسات كما سوف يتضح أن القيمة السوقية للسهم ترتفع بعد الإعلان عن قرار التجزئة وقبل تنفيذه وهذا الارتفاع لا يرجع للقرار نفسه أي لا يرجع لعملية التجزئة نفسها ولكن يرجع للمحتوى المعلوماتي للقرار، كما أنه إن لم تتحقق التوقعات المتفائلة بعد بضع شهور من صدور القرار فسوف يكون لذلك أثر عكسي لاحق على القيمة السوقية للسهم[5].

ثانيا: مشكلة البحث:

---

* - انظر فصل الدراسات السابقة.

[1] David Easley , Maureen O'hara , and Gideon Saar , How Stock Splits Affect Trading: A Microstructure Approach, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, July 2000

[2] - Ibid. ,

[3] - Ibid. ,

[4] - محمود صبح، مرجع سبق ذكره ، ص 328.

[5] - د. منير هندي **الفكر الحديث في تمويل الشركات** الإسكندرية: منشأة المعارف بالإسكندرية 2003 ص 378.