

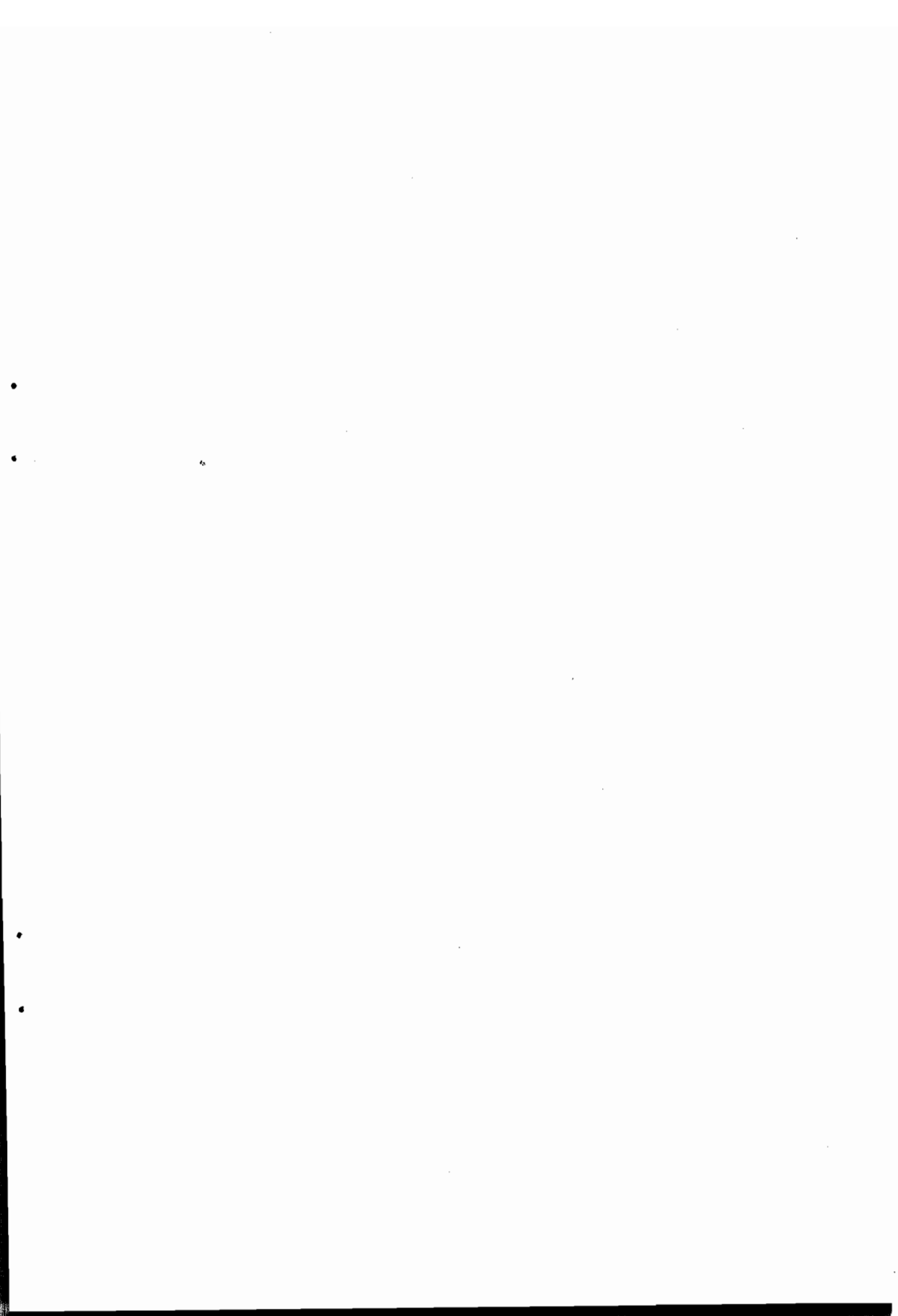
تقييم فعالية حوكمة الهيئة العامة لسوق المال لحدث تجزئة
الأسهم للحد من استخدامه في التأثير على قيمة تداول الأسهم
في سوق الأوراق المالية المصري
(دراسة تطبيقية)

دكتور

هشام فاروق الإبيارى

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة طنطا



تقييم فعالية حوكمة الهيئة العامة لسوق المال لحدث تجزئة الأسهم للحد
من استخدامه في التأثير على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق
المالية المصري
(دراسة تطبيقية)

ملخص البحث

استجابة لما يشهده سوق المال المصري من زيادة عدد الشركات المقيدة بالبورصة والتي تقوم بتجزئة أسهمها واندفاع عدد كبير من المتعاملين إلى الإقبال على شراء هذه الأسهم اعتقاداً منهم بأن حدث التجزئة يضيف ميزة أو قيمة لها، بما قد يسبب تقلب أسعار الأسهم ويزيد من احتمال حدوث أزمة سوقية مالية، كان طبيعياً أن تتدخل الهيئة العامة لسوق المال لحوكمة حدث التجزئة حفاظاً على استقرار السوق وحمايةً للمتعاملين فيه. ويطرح تدخل الهيئة سؤالاً بحثياً، قام البحث لمحاولة الإجابة عليه، هو مدى فعالية تدخل الهيئة العامة لسوق المال للحد من استخدام حدث تجزئة الأسهم في التأثير على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق هذا الهدف كان هناك توجهين، الأول توجه تحليلي من خلال استقراء الدراسات المحاسبية التي تناولها الأدب المحاسبي بشأن تفسير استجابة سوق الأسهم لحدث التجزئة للكشف عن دافع أو دوافع الشركة نحو التجزئة وكيف لحدث غير اقتصادي أن يؤثر على تحركات أسعار الأسهم في السوق، وما هي محددات توجه الشركة نحو تجزئة الأسهم. والثاني توجه تطبيقي قام على دراسة وتحليل نتائج عينة مكونة من خمسة عشر شركة قامت بتجزئة أسهمها قبل وبعد قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) حدث التجزئة. ويحكم تحديد الباحث لحجم العينة الزمنية المختارة حول تاريخ قرار الهيئة والتي قدرها الباحث بسنة مالية قبل وبعد قرار الهيئة. وقد كشفت نتائج التوجه التطبيقي عن كل من تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار أسهم الشركات المتداولة دون التأثير على حجم التداول معنوياً في سوق الأسهم المصري، وتخفيض قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) تجزئة الأسهم من تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

مقدمة Introduction

يشهد سوق الأوراق المالية المصري، منذ بداية الألفية الجديدة، إقبال متزايد من قبل الشركات على تجزئة الأسهم. وتجزئة الأسهم Splitting هي عملية تخفيض

القيمة الاسمية أو المقررة للأسهم العادية مع إصدار عدد من الأسهم الإضافية يقابل التخفيض ويبقى على رأس المال دون تغيير، أو هي تقسيم (كتقسيم عبوات كبيرة داخل عبوات صغيرة) للقيمة الاسمية للأسهم الحالية مقابل زيادة عدد الأسهم المصدرة دون التأثير على أي من رأس المال المصدر أو المدفوع أو قيمة رأس المال السوقي للشركة (الهيئة العامة لسوق المال، دليل الهيئة للتجزئة، ٢٠٠٧). وتعكس التجزئة حدث أو تصرف Action من قبل الشركة تسترد فيه أسهمها لتقوم بإحلالها بأسهم جديدة على أساس يمكن تقديره مسبقاً (Larson Pro Rata Basis and Chiappetta 1996, 552). ويعكس حدث التجزئة تغير في عدد الأسهم المصاحب للتغير في القيمة الاسمية أو المقررة للسهم في صورة زيادة (انخفاض) عدد الأسهم بنفس نسبة انخفاض (زيادة) القيمة الاسمية.

وحدث التجزئة، القائم على توسيع قاعدة الملكية، هو حدث غير اقتصادي Non-Economic Event يعكس إجراءً قانونياً يتمثل في إعادة هيكلة حقوق المساهمين Restructuring of Ownership Interests من خلال تخفيض القيمة الاسمية للأسهم مع إصدار عدد مناسب من الأسهم الإضافية دون تأثير على ثروة المساهمين أو الحقوق القابلة للتوزيع (كرصيد الأرباح المحتجزة ورأس المال المدفوع) أو قيمة الشركة التي قامت بالتجزئة. وهو ما يعني أن حدث التجزئة هو حدث شكلي Cosmetic Corporate Event لا ينتج عنه خلق قيمة للشركة أو المساهمين أو إحداث تأثير اقتصادي بالشركة (Coffin 2003, 2)، ولا يشكل ميزة أو إضافة للسهم سواء في قيمته أو نصيبه في الأرباح أو حتى ناتج التصفية. ولذلك فمن غير المتوقع أن يكون هناك تغيير في قيمة السهم بعد التجزئة في سوق الأوراق المالية.

١ يعتقد الباحث أن التجزئة هي إجراء شكلي يشبه إجراء فك العملة. وحيث لا يكون لإجراء فك العملة تأثيراً على قيمتها فإن التجزئة يجب ألا تؤثر على قيمة السهم بعد التجزئة. ويسرى تخفيض القيمة الاسمية للسهم على أسهم الشركة المصدرة والمزعم إصدارها وكذلك أسهم الخزنة Treasury Shares.

وتحاول بعض الشركات استخدام حدث التجزئة لإحداث تأثير على تحركات أسعار الأسهم من خلال إيهام المستثمرين والمتعاملين بأن حدث التجزئة يحمل أخباراً جيدة عن أداء الشركة ومستقبلها دون أن يكون هناك تحسن في أداء الشركة أو نمو في أرباحها أو غير ذلك، على الرغم من أن حدث التجزئة ما هو إلا تعديل لمعادلة إصدار رأس مال الشركة ولا علاقة له بحركة سعر السهم في سوق الأوراق المالية. وتعتمد الشركات في إحداث هذا التأثير على قصور أو ضعف وعي المستثمرين بحدث التجزئة. ويترتب على تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم آثار سلبية على كل من المستثمرين، خاصةً صغار حاملي الأسهم (الأفراد وصغار المتعاملين) وسوق الأسهم نتيجة تقلب أسعار الأسهم وما ينتج عن ذلك من تغيرات حادة في المدى السعري Bid-Ask Spread تؤثر سلباً على جودة سوق المال Market Quality وتزيد من احتمال تعرضه لأزمة مالية^١. الأمر الذي يوجب ضرورة تدخل الجهة المشرفة على سوق المال - وهي في مصر الهيئة العامة لسوق المال^٢ - للحد من هذه الآثار السلبية.

وتكشف استجابة سوق الأسهم المصري لحدث التجزئة ما قد تتصف به أسواق المال الناشئة Emerging Markets من أن تحركات أسعار الأسهم لا تعكس بالضرورة أرباح أو خسائر الشركات أو أداؤها الإيجابي أو السلبي.

^١ تعنى أزمة السوق المالية حدوث انخفاض معنوي في مؤشر أسعار الأسهم بعد ارتفاع مبالغ فيه غير مبرر. وبالرغم من عدم وجود حد معين لهذا الانخفاض كمؤشر لحدوث الأزمات في أسواق المال فإن اقتراب الانخفاض من نسبة ٢٥% خلال شهر من التعامل قد يعتبر أزمة في سوق الأوراق المالية.

^٢ تعد الهيئة العامة لسوق المال الجهة المنوط بها قانوناً مسئولية تنظيم ومراقبة سوق رأس المال بما يضمن الحفاظ على استقرار السوق وحماية المستثمرين والمتعاملين فيه. وقد تأسست الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ ولكنها لم تتولى كامل مهامها إلا بحلول التسعينيات من القرن الماضي مع صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

طبيعة المشكلة The Nature of the Problem

تعكس استجابة سوق المال لحدث التجزئة، على الرغم من كونه حدثاً غير اقتصادي، ضعف الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق تجاه حدث التجزئة نتيجة قصور أو عدم كفاية مستوى الشفافية والإفصاح بسوق الأوراق المالية في ظل غياب ما يلزم من توجيهات أو قرارات أو قواعد قانونية تضمن حماية المتعاملين خاصة صغار المستثمرين.

وضعف الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق بشأن حدث التجزئة قد يعكس بدوره إما ضعف إدراك توقيت المعلومات المؤثرة بخلاف حدث التجزئة مثل تحقيق أرباح أو إجراء توزيعات نقدية أو غيرها - والتي قد تسبق أو تتزامن مع حدث التجزئة وقد تكون متعمدة من قبل الإدارة للتأثير على إدراك المستثمر لحدث التجزئة - وبما يعنى عدم إدراك المستثمر لهذه المعلومات بانفصال عن حدث التجزئة، أو ضعف إدراكهم للقيمة الحقيقية للسهم. والقيمة الحقيقية للسهم هي قيمته السوقية والتي تتوقف على العائد المتوقع من السهم في صورة أرباح رأسمالية و/أو توزيعات نقدية أو عينية (كأسهم مجانية أو غيرها). وهذا العائد يجب ألا يتأثر إلا بالأحداث الاقتصادية - لا الشكلية - التي تتعرض لها الشركة سواء كانت من داخل الشركة أو خارجها والتي تحدث تحركات أسعار الأسهم في سوق المال على اعتبار أن هذه الأحداث تحمل أخباراً (محتوى معلوماتي) جديد (إيجابي أو سلبي).

كما وأن قصور أو عدم كفاية مستوى الشفافية والإفصاح بسوق الأوراق المالية قد يكون وراء ثقة المتعاملين غير المبررة Overconfidence في الأسهم بعد التجزئة، وما قد يترتب على ذلك من زيادة الطلب عليها وزيادة كمية التداول بيعاً وشراءً. خاصة وأن الطلب على الأسهم صغيرة القيمة، عادةً، يكون أعلى من الطلب على الأسهم كبيرة القيمة. وينشأ الخوف من الطلب العشوائي على السهم بمجرد انخفاض سعره دون أن يكون هناك تغيير يمكن تقييم محتوى معلوماته. الأمر الذي قد يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ارتفاعاً شكلياً مؤقتاً سرعان ما يزول لكن بعد ما قد يحدث تأثيراً سلبياً على سوق الأوراق المالية نتيجة حدوث تضخم في

كميات تداول الأسهم قد يؤدي بدوره إلى تضخم في أسعارها السوقية في فترة ما بعد التجزئة.

وارتفاع أسعار الأسهم دون مبرر إنما يعني أن أسعار الأسهم غير عادلة وغير معبرة عن القيمة الذاتية للسهم وبالتالي فهي لا تعكس حقيقة الأداء الاقتصادي للشركة المصدرة لها. وهذا يعد انتهاكاً واضحاً لمفهوم سوق رأس المال الكفاء، ذلك المفهوم الذي انتقد بشدة من قبل بحوث المحاسبة المالية مؤخراً (Byun and Rozeff 2003, 1063). وارتفاع القيمة السوقية للأسهم، دون أن يكون هناك ارتفاع أو تحسن حقيقي في أداء الشركات أو ربحية الأسهم أو غير ذلك، يزيد من احتمال حدوث الآثار السلبية الناتجة عن زيادة تقلب أسعار الأسهم مثل حدوث تذبذبات حادة في مؤشر الأسعار وما قد ينتج عنه من أزمة مالية في سوق الأسهم. مما يفرض على الهيئة المنظمة لسوق المال التدخل حفاظاً على استقرار السوق وحماية لحقوق المساهمين والقيام بدور ما يسمى صانعي السوق. وقد قامت الهيئة العامة لسوق المال في مصر، نتيجة زيادة عدد الشركات المقيدة بالبورصة والتي تقوم بتجزئة أسهمها واندفاع عدد كبير من المتعاملين إلى الإقبال على شراء هذه الأسهم بعد التجزئة اعتقاداً منهم بأن هناك ميزة للسهم ودون أسباب حقيقية، بإصدار القرار رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ الخاص بتحديد ضوابط تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، والتي يجب على الشركات طالبة التجزئة مراعاتها والالتزام بها عند التجزئة. وقد أكد قرار الهيئة رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٧ ودليل الهيئة للتجزئة على أهمية الضوابط التي وردت بالقرار رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ واعتبارها بمثابة إجراءات رقابية لحوكمة حدث التجزئة. وتعتبر الضوابط الرقابية التي وضعتها الهيئة ضوابط رقابية مانعة تعمل على الحد من الآثار السلبية للتجزئة، والتي تعد أفضل من الضوابط الرقابية العلاجية اللاحقة التي تتدخل لمعالجة الانحراف والتلاعب (السيد السقا، ١٩٩٧، ٣). فالهيئة العامة لسوق المال جهة رقابية تهدف إلى منع التلاعب وحماية السوق والمتعاملين. كما تعد رقابة

الهيئة بشأن حدث التجزئة هي رقابة تنظيمية تهدف إلى التأكد من مدى التزام الشركات المقبلة على التجزئة بقواعد وإجراءات ومعايير التجزئة المقررة. وتتمثل الضوابط الرقابية لحوكمة حدث التجزئة فيما يلي:

١- تقوم الشركة طالبة التجزئة بإخطار البورصة المصرية والهيئة العامة لسوق المال بمحضر مجلس إدارتها المتضمن قرار المجلس بالموافقة على الدعوة للجمعية العامة للشركة لتنفيذ التجزئة وأسبابها ومبرراتها. وهذا الإجراء يكشف عن مسئولية مجلس إدارة الشركة، مقترح التجزئة ومنتخب قرار دعوة الجمعية العامة للمساهمين للنظر في التجزئة، بشأن دراسة جديّة أسباب ومبررات التجزئة وتحمله مسئولية عدم الإضرار بحقوق المساهمين. ويقترح الباحث ضرورة تفعيل دور لجان المراجعة بشأن الموافقة على حدث التجزئة قبل عرضه على مجلس الإدارة للتصويت من خلال تضمين مشروع نظام الشركة نصوصاً توسع من نطاق مهام لجان المراجعة لتشمل حدث التجزئة.

٢- تقوم البورصة بنشر قرار مجلس إدارة الشركة بالموافقة على الدعوة للجمعية العامة للشركة للتجزئة على شاشات التداول موضعاً به التفاصيل، وأنه جرى عرض الموضوع على الهيئة للحصول على موافقتها المسبقة على المضي في الإجراءات، مع وقف التعامل على أسهم الشركة لفترة لا تزيد عن ساعة من وقت نشر الخبر.

٣- تقوم الهيئة بدراسة طلب التجزئة، انطلاقاً من دور الهيئة الذي حدده قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (المادة ٢، والمادة ٤٧ فقرة ٤،١) وفي ضوء ما وضعته الهيئة من معايير (كمية ونوعية) تهدف إلى تقرير مدى جدية مبررات التجزئة. وفيما يلي أهم المعايير التي وضعتها الهيئة للحكم على جدية أسباب ومبررات التجزئة (الهيئة العامة لسوق المال، دليل الهيئة للتجزئة، ٢٠٠٧):-

أولاً: المعايير الكمية وتشمل:

- نسبة ملكية أعضاء مجلس إدارة الشركة طالبة التجزئة.

- هيكل الملكية لأسهم الشركة (مؤسسات مالية - شركات - أفراد - مستثمرين أجنب) .
- درجة سيولة السهم بسوق الأوراق المالية.
- معدل دوران السهم بسوق الأوراق المالية.
- عدد ونسبة الأسهم حرة التداول.
- رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول.
- مستوى القيمة الاسمية وعلاقته بالقيمة السوقية للسهم.
- تطور سعر السهم.
- تطور نتائج أعمال الشركة.
- رأس المال السوقي للشركة ككل.
- مؤشرات الأداء السوقي للشركة مقارنة بمتوسط الصناعة.
- ثانياً: المعايير الوصفية (النوعية-الكيفية) وتشمل:
- مستوى الحوكمة بالشركة.
- مستوى الأداء المالي والاقتصادي للشركة.
- المركز التنافسي للشركة وفرص النمو المتاحة أمامها.
- طبيعة الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.
- طبيعة منتجات الشركة.
- عملة إصدار الأسهم.
- طبيعة الإصدار (حق اكتتاب / طرح خاص / طرح عام) .
- درجة كفاءة السهم (استجابة سعر التداول للمعلومات المنشورة) .
- طبيعة التعاملات التي تمت على السهم واتجاهاتها قبل التجزئة (داخليين / مضاربين / مستثمرين عاديين) .
- خصائص المتعاملين على السهم ومدى انعكاسها على حركة تداول السهم.
- موقف القيد بجداول البورصة أو بأسواق المال الخارجية.

ومن خلال تخصيص أوزان لكل معيار من المعايير السابقة يمكن للهيئة تقدير وزن كلى يستخدم للحكم على جدية طلب الشركة للتجزئة. وتقوم الهيئة بإخطار الشركة بنتيجة دراسة أسباب ومبررات التجزئة، والتي تتمثل إما في الموافقة على السير في إجراءات الدعوة للجمعية للتجزئة أو رفض التجزئة وذلك في ضوء تأثير التجزئة على حقوق المساهمين والمتعاملين واستقرار التداول بالبورصة. ولا يجوز الاستمرار في إجراءات التجزئة حال اعتراض الهيئة على ذلك. ويجوز للهيئة قبول التجزئة بالنسبة التي تتلاءم مع ظروف الشركة وعلاقتها بالصناعة التي تعمل فيها. ويعتقد الباحث أن هذا الضابط يعد أهم ضوابط تجزئة الأسهم الذي قد يحد من استخدام عملية التجزئة لإحداث تأثير غير حقيقي على أسعار الأسهم بعد التجزئة خاصة للشركات ذات الأداء غير الجيد أو الشركات الخاسرة ودعم صعودها بشكل غير مبرر.

٤- تقوم الشركة بإخطار البورصة بقرار الهيئة سواء كان هذا القرار قبلاً أو رفضاً للتجزئة.

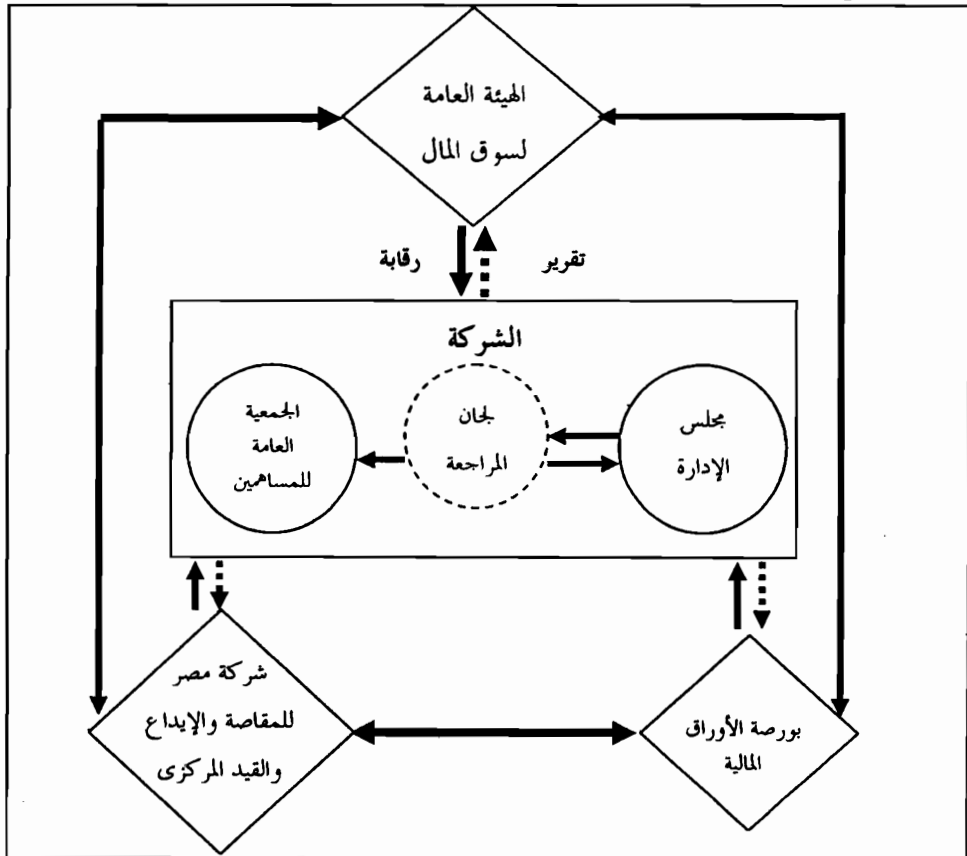
٥- تلتزم الشركة بدعوة الجمعية العامة للمساهمين في حالة موافقة الهيئة على التجزئة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ الموافقة مع أخطار البورصة والهيئة بذلك. ويفهم من هذا المتطلب أن موافقة الهيئة تعد متطلب أساسي سابق على موافقة الجمعية العامة للمساهمين وبما يجعل قرار الهيئة غير مخالف لقانون سوق رأس المال الذي أعطى للشركات الحق في تجزئة أسهمها إذا ما تمت الموافقة على ذلك من قبل الجمعية العامة للمساهمين. وتعد الجمعية العامة للمساهمين الجهة المنوط بها قانوناً إقرار أو عدم إقرار الموافقة على التجزئة وما يتطلبه ذلك من تعديل النظام الأساسي للشركة. هذا ويقترح الباحث ضرورة تفعيل دور لجان المراجعة في إعداد ما يلزم من تقارير لأسباب ومبررات التجزئة مع تحليل ما قد ينتج عن المستوى السعري الذي سوف ينتقل إليه السهم بعد التجزئة من آثار على الشركة.

وتتولى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي تنفيذ قرار الجمعية العامة بالتجزئة. كما تقوم بالتنسيق مع البورصة والشركة المصدرة لتحديد تاريخ التجزئة، والذي يكون، عادةً، اليوم التالي لقرار لجنة القيد بالبورصة. وتلتزم الشركة المصدرة بنشر إعلان بالجرائد اليومية يحدد فيه تاريخ تنفيذ التجزئة.

٦- تقوم الشركة بإخطار البورصة بقرار موافقة الجمعية العامة غير العادية على التجزئة قبل بداية جلسة تداول اليوم التالي للموافقة، وتقوم البورصة بنشرها على شاشات التداول.

٧- تلتزم الشركة بإنهاء إجراءات التجزئة بالبورصة خلال شهر على الأكثر من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة للتجزئة.^١

١ تكشف الإجراءات الرقابية السابقة عن وجود خمسة أطراف لحدث التجزئة، لكل منها دوراً محدداً. ويوضح الشكل التالي أطراف حدث التجزئة والعلاقة بين هذه الأطراف:



ويتوقع الباحث وجود وجهتين نظر تجاه فعالية حوكمة الهيئة لحدث التجزئة للحد من استخدامه في التأثير على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، الأولى تتادى بفعالية قرار الهيئة. حيث ترى أن قيام الهيئة باتخاذ ضوابط لحوكمة حدث التجزئة لم يكن دون مبرر من ناحية ودون دراسة وتحليل لأثرها قبل إقرارها من ناحية أخرى. ودراسة وتحليل ضوابط الحوكمة قبل إقرارها، تحت تبرير وجود آثار سلبية غير مبررة لحدث التجزئة يجب العمل على الحد منها، يعتمد على توقع أو احتمال فعاليتها في تخفيض أو الحد من هذه الآثار السلبية وإلا لما كانت هناك حاجة لإقرارها. وإذا كان إصدار الهيئة لقرار حوكمة حدث التجزئة جاء لمنفعة المستثمرين وتحسين الثقة بين المستثمر والبورصة ووضع الاحتياطات (الوسائل) اللازمة لتقليل خطر المعلومات المدرك بواسطة سوق المال عن الأداء غير الحقيقي للشركات فإنه من المتوقع استجابة قيمة تداول الأسهم بعد التجزئة لقرار الحوكمة. كما يساهم قرار حوكمة الهيئة لحدث التجزئة - من وجهة نظر الباحث - في تحقيق ما يلي:

- (أ) خلق رؤية للشركات التي تقوم بالتجزئة.
- (ب) تحسين البيئة التنظيمية الخاصة بإصدار أسهم التجزئة.
- (ج) تحسين قواعد حوكمة الشركات التي تريد القيام بتجزئة الأسهم.
- (د) زيادة جودة ودرجة اعتماد وشفافية وتوقيت الإفصاح المالي للشركات المقبلة على تجزئة الأسهم وذلك قبل وبعد التجزئة.
- (هـ) الحد من الصراع المحتمل في المصالح بين الشركات القائمة بالتجزئة والمستثمرين.

وقد عملت الهيئة العامة لسوق المال على زيادة وعي المتعاملين والمستثمرين بحدث التجزئة حيث دعت الهيئة المتعاملين في البورصة بعدم الإقبال على شراء أسهم الشركات بعد تجزئتها لمجرد التجزئة وإنما بعد دراسة أوضاع الشركة وتحليل أداءها. ويعتقد الباحث أن هذا لا يعد خروجاً عن الدور الرقابي للهيئة أو مخالفاً لقواعد العرض والطلب وآليات السوق بتحذير المتعاملين من شراء أسهم معينة

بسبب خطورة التأثير السلبي لحدث التجزئة على استقرار السوق. هذا وقد قامت الهيئة بإعداد دليل (كتيب) بشأن تجزئة الأسهم لبيان الفلسفة والأسباب وراء قيام الشركات بالتجزئة ولزيادة وعى المستثمر بحدث التجزئة، فضلاً عن توفير الإرشادات اللازمة لإدارة الشركات المقبلة على التجزئة. كما دعت الهيئة المتعاملين في البورصة بإخطارها عن أي جهة تقوم بترويج إشاعات عن تجزئة أسهم أي شركة على خلاف الحقيقة بغرض التشجيع على تداول أسهمها لاتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة ضدها¹.

أما وجهة النظر الثانية، تجاه فعالية حوكمة الهيئة لحدث التجزئة للحد من استخدامه في التأثير على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، فتري أن ما تضمنه قرار حوكمة الهيئة من ضوابط هي في الأصل إجراءات تتبعها الشركات التي تقدم على التجزئة، بما يجعل هذه الضوابط بمثابة وصف للخطوات التي تتبعها الشركات المقبلة على تجزئة أسهمها، وبما يثير الشك في فعالية هذه الضوابط بمجملها في الحد من التأثير غير المبرر للتجزئة.

وبناءً على ما سبق، يثار التساؤل البحثي حول مدى فعالية تدخل الهيئة العامة لسوق المال في الحد من التأثير غير المبرر لحدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

¹ يعتقد الباحث أن هذا الإجراء قد يكون فعالاً في الحد من الممارسات السلبية للشركات بشأن حدث التجزئة نظراً لاتجاه العديد من الشركات في أسواق المال ليست الناشئة فحسب وإنما المتقدمة أيضاً للتأثير على المستثمرين. فعلى سبيل المثال ما أعلنه رئيس مجلس إدارة شركة Houston, Texas-Oceanering International, Inc. من أن قرار مجلس الإدارة للإعلان عن التجزئة ١:٢ بتاريخ ١٢-٥-٢٠٠٦ هو بيان قوى للثقة في فرص النمو بالشركة. هذا وتقوم إدارتي الرقابة على التداول في البورصة المصرية والهيئة العامة لسوق المال بمتابعة أي تعاملات تخفي تلاعباً لإلغائها وإحالة مرتكبيها للننيابة لمعاقبتهم بالسجن لمدة قد تصل لخمس سنوات وبغرامة قد تصل إلى ٥٠٠٠٠ جنيه.

هدف البحث The Research Objective

- يهدف البحث إلى دراسة وتحليل مدى فعالية تدخل الهيئة العامة لسوق المال بشأن حوكمة حدث التجزئة في الحد من تأثيره غير المبرر (غير الحقيقي) على قيمة تداول الأسهم. ويتطلب تحقيق هذا الهدف تحليل الجوانب التالية:
- تأثير حدث التجزئة على أسعار الأسهم ومدى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأوراق المالية المصري.
 - تأثير حدث تجزئة الأسهم على كميات تداولها في سوق الأوراق المالية المصري.
 - تأثير قرار حوكمة الهيئة لحدث التجزئة على كل من أداء سعر السهم بعد التجزئة وما يرتبط به من عوائد غير عادية، وحجم التعامل على السهم في سوق الأوراق المالية المصري.

فروض البحث The Research Hypotheses

- في ضوء كل من مشكلة وهدف البحث يقوم الباحث باختبار الفروض التالية:
- الفرض الأول: يؤثر حدث التجزئة على أسعار أسهم الشركات بعد التجزئة المتداولة في سوق الأسهم المصري بما يسمح بتحقيق عوائد غير عادية.
- الفرض الثاني: يؤثر حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات في سوق الأسهم المصري بما يعكس تحسن سيولة الأسهم بعد التجزئة.
- الفرض الثالث: تخفض ضوابط حوكمة تجزئة الأسهم من أثر حدث التجزئة على قيمة تداول الأسهم في سوق الأسهم المصري.

أهمية مشكلة البحث The Importance of the Research

قد تبدو أهمية البحث في محاولته توفير دليل عن مدى فعالية تدخل الهيئة العامة لسوق المال في الحد من أثار تجزئة الأسهم غير المرغوبة على أسعار وكميات التداول والحفاظ على حقوق المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري، أحد الأسواق المالية الناشئة والذي يتأثر بشكل كبير بالمضاربات والإشاعات وغيرها.

ويعتقد الباحث أن تناول العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم نتيجة حدث التجزئة وما قد ينتج عنها من تحقيق عوائد غير عادية في حالتها غياب وجود قرار حوكمة هيئة سوق المال لحدث التجزئة قد يعد من الدراسات الهامة التي تعتمد على الحدث Event Studies. حيث يستخدم الباحث أساس العلاقة بين أسعار الأسهم وتجزئة الأسهم في الوصول إلى استنتاجات Inferences بشأن مدى فعالية قرار حوكمة حدث التجزئة في الحد من آثاره السلبية غير المبررة على أسعار الأسهم. وبما يمكن معه القول بأن أهمية هذه الدراسة قد ترجع إلى دورها في إلقاء الضوء على مدى فعالية تأثير قرار الهيئة على حركة أسعار الأسهم في السوق المصري ومدى خلق عنصر الاستقرار في سوق الأسهم. فدراسة تأثير قرارات هيئة سوق المال له أهميته الواضحة في إطار تحليل التأثير السوقي للمتطلبات القانونية.

منهج البحث The Research Methodology

يستخدم الباحث المدخل الإيجابي Positive Approach¹ في دراسة وتفسير أثر حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم وكمية تداولها في سوق الأسهم المصري، مستخدماً منهج دراسة الحدث Event Study Methodology في استكشاف رد فعل سوق الأسهم تجاه حدث التجزئة وتجاه قرار حوكمته. ويقوم المنهج المستخدم لدراسة الحدث على مقارنة متوسط العوائد غير العادية للشركات التي قامت بالتجزئة قبل وبعد قرار حوكمة حدث التجزئة، فضلاً على مقارنة أسعار الأسهم وكميات تداولها قبل وبعد حدث التجزئة في حالتها غياب وجود قرار حوكمة حدث التجزئة. ويتميز هذا المنهج في اعتماده على معيار القيمة الاقتصادية للأسهم لا القيمة الدفترية.

١ تنتمي دراسات أثر تجزئة الأسهم على أسعارها السوقية إلى مجموعة دراسات المحاسبة المالية الإيجابية المرتبطة بسوق رأس المال، التي تسعى إلى تفسير والتنبؤ بتأثير الظاهرة على أسعار الأسهم من خلال توقع شكلاً محدداً للسلوك قبل إجراء الدراسة التطبيقية توضع على أساسه الفروض الإيجابية ليتم التحقق منها.

حدود البحث The Research Limits

يتناول البحث دراسة أثر ظاهرة تجزئة الأسهم Pure Stock Split القائمة على توسيع قاعدة الملكية، دون التعرض لظاهرة التجزئة العكسية Reverse Split، على كل من أسعار الأسهم السوقية وكمية تداولها بعد التجزئة في فترتي ما قبل وما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط التجزئة ارتباطاً بالأجل القصير ودون التعرض لهذه الآثار في الأجل الطويل.

خطة البحث The Research Organization

على ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لهدف البحث، يشمل البحث - بالإضافة إلى الجزء السابق - الأجزاء التالية:

المبحث الأول: تجزئة الأسهم (منظور محاسبي).

المبحث الثاني: تفسير استجابة سوق الأسهم لحدث التجزئة (استقراء وتحليل الدراسات السابقة).

المبحث الثالث: محددات توجه الشركة نحو تجزئة الأسهم.

المبحث الرابع: الدراسة التطبيقية وتشمل اختبارات الفروض ونتائجها.

المبحث الخامس: خلاصة البحث وتوصياته.

المبحث الأول: تجزئة الأسهم (منظور محاسبي)

يوثر حدث التجزئة، جوهرياً، على البيانات المالية للشركة المصدرة للأسهم نتيجة زيادة عدد الأسهم المتداولة وانخفاض القيمة الاسمية للسهم. فيخفض حدث التجزئة من القيمة الدفترية للسهم - نصيب السهم من صافي الأصول ويتحدد بخارج قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة - والتي تستخدم في تقييم قوة أو ضعف صافي أصول الشركة. كما تتخفض القيمة السوقية للسهم بحدث التجزئة لسببين، الأول مباشر وهو انخفاض القيمة الاسمية للسهم. وترتبط القيمة السوقية للسهم عكسياً بحجم أو معامل التجزئة. والثاني - من وجهة نظر الباحث - غير مباشر يرتبط بزيادة عدد الأسهم المتداولة (العرض) في سوق الأوراق المالية. هذا وقد يرى البعض (Dyckman et al. 2001, 1080) أن تخفيض سعر السهم قد يزيد

النشاط السوقي للسهم Marketability بما قد يساهم في زيادة سعر السهم. كما وأن تخفيض القيمة السوقية للسهم قد تساعد بدورها الشركة على إصدار أسهم إضافية. كما تؤثر القيمة السوقية للسهم على عائد التوزيعات Dividend Yield.

وتؤدي زيادة عدد الأسهم بالتجزئة إلى تخفيض نصيب السهم من الربح وتوزيعات الأرباح (قيمة الكوبون). هذا ولا يؤثر قرار التجزئة في سياسة الشركة في توزيعات الأرباح أو النسبة التي اعتادت الشركة توزيعها. وإذا كان نصيب السهم في توزيعات الأرباح ينخفض بعد التجزئة، فإن مجموع ما يحصل عليه المساهم من توزيعات نقدية لن يتغير قبل وبعد التجزئة طالما استمرت الشركة في نفس سياسة التوزيعات المتبعة قبل التجزئة.

ولتأثير حدث تجزئة الأسهم على البيانات المالية تداعيات محاسبية تنعكس على كل من القياس والإفصاح المحاسبي. فتغير القيمة الاسمية للسهم نتيجة حدث التجزئة يتطلب من الشركة المصدرة تسجيل Recording عملية التجزئة بقيد في شكل مذكرة Memorandum Entry في دفتر محاسبي هو دفتر اليومية العامة General Journal كما بالشكل التالي:

قيد مذكرة لتسجيل حدث التجزئة

التاريخ	تم إصدار عدد..... سهم إضافي من الأسهم العادية في تجزئة أسهم بمعامل تجزئة - - ، وقد تم تخفيض القيمة الاسمية للسهم من ... إلى
-/-	

كما يتطلب حدث التجزئة تعديل بحساب الأسهم Common Stock Account لتغيير عنوان الحساب المستخدم لبيان القيمة الاسمية الجديدة (Meigs et al. 1996, 688). كما يتطلب حدث تجزئة الأسهم، أيضاً، ضرورة الإفصاح بقائمة المركز المالي عن تغير القيمة الاسمية وزيادة عدد الأسهم نتيجة التجزئة. حيث يتغير وصف رأس المال Common Stock في الميزانية العمومية ليعكس القيمة الاسمية الجديدة للسهم والعدد الجديد من الأسهم المتداولة، ويتغير الإفصاح بالميزانية ليعكس الأسهم الإضافية وتعديل القيمة الاسمية. ويتم الإفصاح بشكل كاف

ومناسب في ملحقات أو مرفقات القوائم المالية عن تفاصيل عملية التجزئة (تاريخ حدوثها - مبرراتها - معامل التجزئة....).

كما وأن لحدث تجزئة الأسهم تأثيراً محاسبياً بدفاتر الشركة المستثمرة يشبه تأثير توزيعات الأرباح في صورة أسهم إضافية من حيث أن عدد الأسهم المخصصة للمستثمر تزداد بما يتطلب تعديل متوسط تكلفة السهم حتى يمكن تحديد الأرباح أو الخسائر المحققة عند البيع. هذا وتتأثر الحسابات والقوائم المالية للشركة المستثمرة بالسعر السوقي للسهم بعد التجزئة والذي يستخدم في تقييم عناصر الاستثمارات في الأوراق المالية (الأسهم) بالميزانية سواء كانت متاحة للبيع أو بغرض البيع، وما يرتبط بها من تقدير لكل من مخصص تقييم هذه الاستثمارات وأرباح أو خسائر الحيازة غير المحققة.

إذاً فهناك تأثير محاسبي لحدث التجزئة على كل من حسابات وقوائم الشركة المصدرة، ينصب في الأساس على جانب الإفصاح المحاسبي، وحسابات وقوائم الشركة المستثمرة ينصب في الأساس على جانب القياس. فضلاً على تأثير حدث التجزئة على تحليلات البيانات المالية (خاصة تحليل النسب المالية) التي يدخل فيها سعر السهم كمدخل أساسي لكل من الشركة المصدرة والشركة المستثمرة. فعلى سبيل المثال، يتطلب تحليل اتجاه ربحية السهم تعديل أرباح السهم في السنوات الأولى (المبكرة) قبل التجزئة Retroactively Restated لتعكس انخفاض ربحية السهم نتيجة زيادة عدد الأسهم المتداول وبما يجعل تحليل الاتجاه لأرباح السهم لفترات ما قبل وبعد التجزئة قابل للمقارنة (Meigs et al. 1996, 689).

ويجب التمييز بين أثر حدث التجزئة Pure Stock Split – والذي يتم فيه زيادة عدد الأسهم لمقابلة التخفيض في القيمة الاسمية أو المقررة للسهم – وبين آثار بعض الأحداث الأخرى التي تحمل أثر التجزئة مثل حدث توزيع أسهم (مجانية) وحدث تحويل بعض أنواع الأسهم إلى أسهم عادية مثل تحويل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible Preferred Stocks إلى أسهم عادية Common Stocks.

هذا ويتشابه حدث توزيعات الأسهم الكبيرة Large Stock Dividends بحدث التجزئة لدرجة أن القوائم المالية لبعض الشركات قد تشير خطأً إلى توزيعات الأسهم كتجزئة الأسهم (Meigs et al. 1996, 1080; Dyckman et al. 2001, 689). ويتمثل وجه التشابه بين حدث التجزئة وحدث توزيعات الأسهم في أن كلاهما يترتب عليه زيادة عدد الأسهم المتداولة وما يرتبط بها من تخفيض لكل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم دون تغيير في إجمالي قيمة حقوق الملكية أو تأثير على التدفقات النقدية Cash Flow (Meigs et al. 1996, 639). وعلى الرغم من أن كلا الحدثين (حدث التجزئة وحدث توزيعات الأسهم) يضاعف عدد الأسهم المتداولة فإن لكل منهما آثاراً مختلفةً على عناصر إجمالي حقوق الملكية.^٢ وقد تعتمد الشركة، أحياناً، إحداهما أثر حدث تجزئة الأسهم عن طريق إجراء توزيعات أسهم لتجنب تحمل التكاليف الإدارية المرتبطة بحدث

^١ قد يرجع سبب ذلك إلى استخدام عبارة تجزئة الأسهم لوصف توزيعات أسهم (مجانبة) كبيرة في نشرة إصدار المحاسبة رقم

٤٣ (ARB No.43) Accounting Research Bulletins .

^٢ يمكن إيضاح ذلك من خلال المثال التالي:

افترض أن رأس مال شركة ما يتكون من ٢٠٠ ألف سهم من الأسهم العادية قيمتها الاسمية ٢ مليون جنيه، وأن رصيد الأرباح المحتجزة ٣ مليون جنيه. وتدرس الشركة أحد بدلين لزيادة عدد الأسهم هما تجزئة الأسهم بمعامل تجزئة ٢:١ أو إجراء توزيعات أسهم بمعدل ١٠٠%. ويوضح الجدول التالي أثر البديلين على عناصر حقوق الملكية:

بعد الحدث		قبل الحدث	
توزيعات الأسهم	تجزئة الأسهم		
٤٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	رأس المال المصدر والمدفوع
١٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	الأرباح المحتجزة
٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	إجمالي حقوق الملكية
٤٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	عدد الأسهم المتداولة
١٠	٥	١٠	القيمة الاسمية للسهم
١٢,٥	١٢,٥	٢٥	القيمة الدفترية للسهم

التجزئة (Larson and Chiappetta 1996, 531). كما قد تتعمد الشركة العمل على مصاحبة حدث التجزئة بحدث توزيعات الأسهم وذلك من خلال عدم المحافظة على العلاقة التعويضية Offsetting Relationship بين زيادة عدد الأسهم والتغير في القيمة الاسمية أو المقررة للسهم. فمثلاً، قد تعلن شركة عن تجزئة بمعامل ١:٢ لسهم قيمته الاسمية ٣٠ جنيه مع تخفيض القيمة السهم الاسمية إلى ١٨ جنيه بدلاً من ١٥ جنيه.

كما تتشابه القواعد المحاسبية المطبقة في حالتى توزيعات الأسهم وتجزئة الأسهم من وجهة نظر الشركة المستثمرة.

المبحث الثاني: تفسير استجابة سوق الأسهم لحدث التجزئة (استقراء وتحليل الدراسات السابقة).

تقرر الدراسات البحثية^١ التي أثمرها الفكر المحاسبي بأن حدث التجزئة يعد لغزاً محيراً Puzzling Corporate Event تضاربت بشأنه نتائج الدراسات التطبيقية المبكرة والحديثة، على الرغم من كونه حدثاً غير معقد يمكن للمتعاملين Traders في سوق الأسهم إدراكه بسهولة. الأمر الذي يثير اهتمام وسعى الباحثين إلى مزيد

من الدراسة والتحليل. وفي هذا الصدد يقول (Byun and Rozeff (2003) "We believe that certain issues of fact are not yet settled and deserve further examination, one of these being the stock split.1063."

وباستقراء وتحليل الدراسات المحاسبية التي تناولها الأدب المحاسبي في مجال تجزئة الأسهم، يقرر الباحث، بدايةً، قلة دراسات حدث التجزئة في الأسواق المالية الناشئة عموماً، وفي سوق الأوراق المالية المصري على وجه خاص^٢. كما يقرر

١ أنظر على سبيل المثال: (Huang et al. 2002, 5; Koski 1998, 143; Leung et al. 2005, 1)

٢ أدى تأميم شركات المساهمة في أواخر الخمسينات وبداية الستينات من القرن الماضي إلى تدهور سوق رأس المال في مصر وتأخر الاهتمام بالدراسات المرتبطة به حتى أوائل التسعينات مع صدور قانون سوق رأس المال وتبنى برامج خصخصة شركات قطاع الأعمال العام. أنظر على سبيل المثال (زكريا الصادق ١٩٩٠).

الباحث أيضاً ندرة دراسات فعالية حوكمة تجزئة الأسهم سواء كانت في الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة على حد سواء.

وقد كشف الفكر المحاسبي عن استخدام الشركات لحدث التجزئة في التأثير على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية^١. ويعتقد الباحث أنه يمكن تقسيم دراسات تفسير زيادة سعر السهم السوقي نتيجة حدث التجزئة إلى قسمين هما: القسم الأول: ويشمل الدراسات التي ترى أن مسبب تحرك أسعار الأسهم بعد التجزئة هو نشاط التعامل على السهم، وأن زيادة السعر السوقي للسهم بعد التجزئة قد ترجع إلى زيادة التعامل عليه نتيجة انخفاض سعره، تحت ما يسمى بدراسات فرض مدى التعامل الأمثل Optimal Trading Range Hypothesis.

القسم الثاني: ويشمل الدراسات التي تفسر زيادة السعر السوقي للسهم بعد التجزئة إلى توافر إشارات معلومات جيدة يحملها حدث التجزئة عن ربحية وأداء الشركة التي قامت بالتجزئة، تحت ما يسمى بدراسات فرض الإشارة Signaling Hypothesis.

أولاً: دراسات فرض مدى التعامل الأمثل^٢ Optimal Trading Range Hypothesis.

تقوم هذه المجموعة من الدراسات على فكرة أن تجزئة الأسهم هي أداة لتعديل سعر السهم ليقع داخل المدى السعري المرغوب (مدى التعامل المفضل) فيكون عند مستوى مقبول للتعامل فيه بيعاً وشراءً وجاذبية لثروة المستثمرين خاصة

١ يعد بحث (Fama et al. 1969) أحد البحوث الرائدة التي فحصت أداء سعر سهم الشركات التي قامت بالتجزئة. وقد قدم هذا البحث فروض عديدة لتفسير رد فعل السوق المحير تجاه حدث تجزئة الأسهم، والتي تناولتها بحوث عديدة بالدراسة والتحليل. كما تعد دراسة (أيمن عبد القادر ٢٠٠٦) من الدراسات الحديثة والتي كشفت عن تأثير حدث التجزئة على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق الأوراق المالية المصري.

٢ أنظر على سبيل المثال: (Angle 1997, Baker and Gallagher 1980, Grinblatt et al. 1984, Lakonishok and Lev 1987, Mc Nichols and Dravid 1990, Muscarella and Vetsuypens 1996.)

صغارهم مما يزيد من سيولة السهم Liquidity¹. وتعنى سيولة السهم إمكانية تحويله الى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة وبسعر يقارب آخر سعر تداول (الهيئة العامة لسوق المال، دليل الهيئة للتجزئة، ٢٠٠٧). وهذا يعنى تأثر سيولة السهم بسعر تعامله، بحيث أنه كلما كان سعر التعامل عالياً انخفض نشاط التعامل وكلما انخفض سعر التعامل كلما زاد نشاط التعامل واعتبر ذلك دليلاً على تحسن السيولة^٢. فهدف التجزئة، طبقاً لفرض مدى التعامل الأمثل، هو تحسين نشاط التعامل على السهم Marketability من خلال زيادة الصفقات المنفذة على السهم لانخفاض سعره السوقي وما يرتبط بها من زيادة معدل دوران السهم وزيادة عدد الأسهم حرة التداول. وزيادة سيولة السهم قد تعمل على تخفيض التقلبات الحادة في الأسعار ومن ثم تخفيض حدة التذبذب فيها الأمر الذي يساعد على انتظام (استقرار) أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وهو ما يعبر عنه بعمق السوق.

ولكي يكون فرض مدى التعامل تفسيراً معقولاً للتجزئة فإن معامل التجزئة Split Factor يجب أن يكون معنوياً حتى يكون تخفيض سعر السهم بالدرجة الكافية للوصول به إلى المستوى المرغوب. ويتحدد معامل التجزئة المناسب، طبقاً لفرض مدى التعامل، بمدى انحراف سعر السهم عن متوسط السعر في السوق أو الصناعة وبما يسمح بعودة سعر سهم الشركة داخل مستوى سعري يتناسق مع المستويات

١ أول من قدم فرض مدى التعامل الأمثل كتفسير لتجزئة الأسهم هو Copeland (1979). هذا ويرتبط فرض السيولة Liquidity Hypothesis بفرض مدى التعامل الأمثل، على اعتبار أن محاولة وضع سعر السهم داخل مدى التعامل المناسب يكون بهدف تحسين سيولته.

٢ على الرغم من أن السيولة مفهوم متعدد الأبعاد، يشمل بعد متوسط تكلفة التعامل (والتي تقاس بنسبة الهامش أو المدى بين سعر الشراء والبيع Percent Bid- Ask Spread) وبعد الكمية أو الحجم Size Dimension (الذي يمكن التعامل فيه عند تكلفة معينة للسهم مقياساً بعمق السوق Market Depth) وبعد السرعة (مقياساً بالفترة من صدور أمر تعامل حتى تنفيذه) وغيرها، فإن العرف المحاسبي يفسر، عادةً، سيولة السهم من بعد واحد فقط هو بعد السعر Price Dimension (رؤية جزئية للسيولة) (Leung et al 2005, 2) رغم توافر بيانات آلية للتبادل داخل السوق Microstructure والتي تمدنا بالفرصة لتقدير بعدى السعر والحجم على الأقل. هذا وقد تستخدم بحوث المحاسبة المالية حجم التعامل كبديل Proxy للسيولة بحيث أنه كلما زاد حجم التعامل اعتبر ذلك دليلاً على السيولة (Leung et al 2005, 22).

السعرية في الشركات الأخرى داخل الصناعة ومتوسط السوق (Lakonishok and Lev, 1987; Leung et al. 2005, 22)

وقد توصلت دراسات فرض مدى التعامل إلى نتائج غير متسقة، إذ قدم بعضها أدلة تؤيد الفرض وقدم البعض الآخر أدلة لا تؤيد الفرض. فقد كشفت العديد من الدراسات (مثل Conroy et al. 1990, Dennis 2003, Desai et al. 1998, Muscarella and Vetsuypens 1996) عن زيادة نشاط وحجم التعامل وبالتالي تحسن السيولة خلال فترة ما بعد التجزئة. كما كشفت دراسات أخرى عن تحسن السيولة في الأجل الطويل ولفترة قد تصل إلى ثلاث سنوات مقارنة بالشركات التي لا تقوم بالتجزئة (Goyenko et al. 2006, Kadapakkarn et al. 2005). كما قدمت بعض الدراسات المسحية (مثل Baker and Gallagher 1980) أدلة عن ارتباط السيولة بالتجزئة فقد أكد مديري معظم الشركات التي قامت بالتجزئة استخدام التجزئة لجذب المستثمرين، خاصة صغارهم، ولتحسين السيولة.

بينما قدمت دراسات أخرى (مثل Ferris et al. 1995, Koski 1998, Lipson 1999, Schultz 2000) أدلة تكشف عن انخفاض السيولة بعد التجزئة نتيجة انخفاض نشاط التعامل Trading Activity على الرغم من زيادة عدد أوامر التعامل ونسبة حجم تعاملات الأفراد بعد التجزئة.

كما كشفت دراسات أخرى (مثل Karpoff 1987, Kamara and Koski 1985, Ohlson and Penman 2001) عن أن زيادة نشاط التعامل قد تؤثر على أسعار الأسهم وتؤدي إلى تذبذب العائد، وأنه إذا كان انخفاض سعر السهم بعد التجزئة يحسن من جاذبيته للتعامل فإن زيادة تذبذب العائد يؤثر عكسياً على قدرة السهم السوقية. وأن زيادة تذبذب العائد بعد التجزئة قد ترجع إلى وجود ارتباط موجب بين حجم التعامل وتذبذب العائد خلال الفترة التالية للتجزئة.

ثانياً: دراسات فرض الإشارة Signaling Hypothesis¹.

1 يرجع الفضل الأول لتقديم نظرية الإشارة لتفسير التجزئة إلى كل من Brennan and Copeland (1988).

تبنت هذه المجموعة من الدراسات فرض يسمى فرض الإشارة، والذي يقوم على تفسير حدث تجزئة الأسهم كإشارة جيدة عن الأداء الحالي والتوقعات المستقبلية للشركة التي تقوم بالتجزئة. لذلك وطبقاً لفرض الإشارة فإن إدارة الشركات التي تقدم على تجزئة أسهمها لديها توقعات جيدة Good Prospects بشأن أداءها، وهي ترسل رسالة بذلك من خلال حدث التجزئة وتتوقع أن يكون هناك أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم عند وبعد الإعلان عن التجزئة بسبب لا يرجع لحدث التجزئة نفسه وإنما يرجع للمحتوى المعلوماتي الذي يحمله حدث التجزئة. وهذا يعنى أن حدث التجزئة قد يعطى إشارة عن مستقبل ربحية الشركة التي تقوم بالتجزئة وعن قدرتها على الإبقاء على مستوى أعلى جديد من الأرباح. وبما يعنى أن حدث التجزئة يحمل محتوى معلوماتي عن ربحية الشركة في المستقبل. فالشركة التي تجزأ أسهمها، طبقاً لفرض الإشارة، هي شركة تثق بأن أرباحها ستستمر في دفع سعر السهم إلى الأمام (رؤية متفائلة)، وتتوقع تحسناً في التدفقات النقدية وتحقيق عوائد غير عادية خلال فترة ما بعد التجزئة.

ويقرر فرض الإشارة أنه إذا لم تتحقق التوقعات المتفائلة خلال أمد قصير من تاريخ حدث التجزئة فسيكون لذلك أثر عكسي لاحق على قيمة السهم السوقية، الأمر الذي يفترض معه عدم إقدام الشركات التي لديها توقعات غير جيدة على تجزئة أسهمها. وقد تعتمد إدارة الشركة القيام بالتجزئة في فترة يسبقها ارتفاع في أسعار الأسهم أو نمو في الأرباح الفترية، وتبتعد عن القيام بالتجزئة عندما تتجه أرباحها إلى الانخفاض لافتراضها أن المستثمر سيدرك التجزئة على أنه مؤشر على اتجاه الأرباح للانخفاض مما قد يؤثر سلباً على قيمة السهم السوقية (Lakonishok and Lev 1987, 913).

¹ شهدت البنوك التي قامت بالتجزئة خلال الفترة الماضية، مع اتجاه أرباحها للانخفاض، أسوء النتائج من حيث التأثير بالتجزئة على صعيد القيمة السوقية. مما أحدث تأثيراً سلبياً على القيمة السوقية لأسهم قطاع البنوك. ويعتقد الباحث أن سبب ذلك لا يرجع لحدث التجزئة وإنما قد يرجع لظروف قطاع البنوك وحساسية أسهمه.

وقد توصلت دراسات فرض الإشارة إلى نتائج غير متسقة. فقد قدمت بعض هذه الدراسات (مثل Asquith et al. 1989, Brennan and Copeland 1988, Brennan and Hughes 1991, Grinblatt et al. 1984, Lamoureux and Poon 1987, Leung et al. 2005, Mukherji et al. 1997) أدلة تؤيد فرض الإشارة. حيث كشفت هذه الدراسات عن استخدام الإدارة للتجزئة كوسيلة لنقل معلومات عن نمو الأرباح المستقبلية، خاصة مع ارتباط العائد بعد التجزئة بمعدل الأرباح قبل التجزئة. وأن معدل نمو أرباح الشركات التي تقوم بالتجزئة قد يكون أعلى مقارنة بالشركات التي لا تقوم بالتجزئة وذلك في الأجل القصير. وأن متوسط نمو الأرباح في الشركات التي تقوم بالتجزئة قد يكون أعلى بعد التجزئة. كما كشفت أيضاً عن وجود أنشطة تعاملات غير عادية وتفاعلات سعرية إيجابية وعوائد غير عادية يمكن نسبها إلى إشارات جيدة عن الأداء وتحسن في السيولة يحملها حدث التجزئة. وهذا يعني أن لهذه الإشارات تأثير إيجابي على كل من سعر السهم السوقي والعائد عند التجزئة، بما يؤكد دور الإشارة الممكن Possible Signaling Role المصاحب لإعلان التجزئة، وبعد التجزئة. كما وجدت دراسات أخرى (مثل Desai and Jain 1997, and Ikenberry et al. 1996) أن العوائد غير العادية المرتبطة بإشارات الأداء الإيجابي المصاحبة للتجزئة قد تمتد لفترة طويلة بعد التجزئة قد تصل لبضع سنوات.

بينما قدمت دراسات أخرى (مثل Byan and Rozeff 2003, Fama et al. 1969, Huang et al. 2002, Ikenberry and Ramnath 2002) أدلة لا تؤيد فرض الإشارة. حيث كشفت هذه الدراسات عن أن تجزئة الأسهم قد لا يتبعها عوائد (إيجابية أو سلبية) غير عادية، بالرغم من وجود تغيرات سعرية إيجابية غير عادية قبل التجزئة. كما كشفت هذه الدراسات أيضاً عن وجود أداء عادي للشركة بعد التجزئة. وأن توقعات السوق بزيادة التوزيعات قد يكون السبب الرئيسي لتفاعل السوق الإيجابي تجاه حدث التجزئة. كما أشارت دراسات أخرى (مثل Huang et al. 2002, Ikenberry et al. 1996, and Muscarella and Vetsuypens 1996) إلى أن تجزئة الأسهم قد لا تمثل إشارات مفيدة عن توقعات

الأرباح المستقبلية للشركة، وقد تتضمن محتوى إشارة خاطئ False Signal. فقد يكون هناك نمو إيجابي في أرباح السنة الأولى بعد إعلان التجزئة لكنه قد يصبح نمواً سلبياً في السنوات التالية. فليس هناك من الأدلة ما يؤكد زيادة متوسط أرباح الشركات التي قامت بالتجزئة في الفترة بعد التجزئة مقارنة بالفترة قبل التجزئة.

وبينما كشفت بعض الدراسات (مثل Brennan and Copeland 1988, Brennan and Hughes 1991, Mc Nichols and Dravid 1990) عن ارتباط إشارة معلومات حدث التجزئة بحجم معامل التجزئة، وعن علاقة إيجابية بين العائد غير العادي بعد التجزئة ومعامل التجزئة. فإن البعض الآخر (مثل Huang et al. 2002) كشف عن عدم وجود ارتباط إيجابي بين إشارة معامل التجزئة والربحية المستقبلية.

وقد كشفت دراسات أخرى (مثل Pilotte and Manuel 1996) عن رد فعل أكثر إيجابية More Favorable للسوق تجاه تكرار أحداث التجزئة. وهذا يتعارض مع فرض كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis.

وبينما أشارت بعض الدراسات (مثل Brennan and Copeland 1988, Brennan and Hughes 1991, Grinblatt et al. 1984) إلى أن تجزئة الأسهم قد تخفض من عدم تماثل المعلومات Information Asymmetries إما بإشارة مباشرة عن معلومات جيدة عن الشركة التي قامت بالتجزئة أو بتوجيهه وجذب الانتباه لها. فإن دراسات أخرى لم تؤكد ذلك (Easley et al. 2001, 3).

وفي حين قد أظهرت بعض الدراسات (مثل Lakonishoki and Lev 1987) أن تجزئة الأسهم قد تخفض من تقلب Volatility أسعار الأسهم وتعد مؤشراً على زيادة التوزيعات النقدية. وأن إقدام الشركة على التجزئة في وقت تواجه فيه صعوبات أو مشاكل Bad Times قد يحمل إشارة على اتجاه أرباحها إلى الانخفاض وبما يؤثر سلباً على قيمة السهم السوقية. فقد كشفت دراسات أخرى

(مثل David 1987, Dubofsky 1991, Jones et al. 1994, Karpoff 1987, Koski and Gray 1998, Lamoureux and Poon 1987, Leung et al. 2003, Ohlson and Penman 1985, and Smith and Whaley 2005) عن

زيادة تقلب سعر السهم وتذبذب العائد بعد التجزئة. وأن هذا التذبذب قد يكون نتيجة اتساع المدى أو الهامش السعري Bid-Ask Spread بعد التجزئة، أو نتيجة الارتباط الموجب بين التذبذب وحجم التعامل. ويؤثر التذبذب عكسياً على القدرة السوقية للسهم مما قد يكون وراء انخفاض سعر السهم التدريجي في فترة ما بعد التجزئة.

ومما سبق، يتضح انه لا يمكن تفسير رد فعل السوق تجاه حدث التجزئة على أن التجزئة تحمل أخباراً جيدة (محتوى معلوماتي) لتعارض الأدلة وعدم اتساقها. وهو ما يعني أن تجزئة الأسهم قد لا تكون إشارة موثوق فيها Credible Signal لأداء الشركة أو لأرباحها المستقبلية أو توزيعاتها النقدية.

والخلاصة أن الدراسات السابقة لم تتوصل إلى نتائج قاطعة بشأن تفسير استجابة سوق الأسهم لحدث التجزئة لسببين - من وجهة نظر الباحث - هما اختلاف نوعية ودرجة وعى المتعاملين تجاه حدث التجزئة، وغياب دور الجهة الإشرافية والرقابية على سوق المال تجاه تنمية الوعي بالأحداث غير الاقتصادية والتي منها حدث التجزئة. لذا يعتقد الباحث أن تدخل الهيئة العامة لسوق المال في مصر لحكومة حدث التجزئة قد يخلق استجابة للأسهم بعد التجزئة تتسم باستقرار سعر وحجم تداولها.

المبحث الثالث : محددات توجه الشركة نحو تجزئة الأسهم.

إن إقبال أي شركة على تجزئة أسهمها إنما يكون محدد بظروفها متأثراً بظروف السوق. ويجب على الشركة أن تقرر مدى ملائمة قيامها بالتجزئة والتوقيت المناسب لذلك. ويعتقد الباحث ارتباط درجة ملائمة التجزئة بمشكلة انخفاض حجم تداول أسهم الشركة بسبب ارتفاع سعرها وخروجه عن ما يسمى بمدى التعامل التجاري Trading Range، لدرجة تعوق التعامل عليه بشكل نشط، فضلاً عن وجود نقص في كميات الأسهم المتاحة للتداول. وهذا يعني، من وجهة نظر الباحث، أنه إذا كان مسبب انخفاض حجم تداول سهم شركة ما هو ارتفاع سعره أو وجود نقص في كميات الأسهم المتاحة للتداول فإن قيام الشركة بإجراء التجزئة يعد مناسباً لعلاج

مشكلتها. فارتفاع سعر السهم قد يثني المستثمرين (الأفراد والمؤسسات) من التعامل عليه الأمر الذي يسبب انخفاض حجم التعامل على السهم. وبالتالي فإن العمل على علاج مسبب المشكلة وهو ارتفاع سعر السهم، عن طريق تخفيض القيمة الاسمية والقيمة السوقية للسهم بالتبعية وما يترتب على ذلك من زيادة كمية الأسهم المتاحة للتداول، قد يزيد من عمليات تداول السهم ويحسن من حجم التعامل نتيجة زيادة المتعاملين على السهم بعد التجزئة. وقد يرجع مصدر الجاذبية للسهم بعد التجزئة إلى اعتقاد المتعاملين والمستثمرين بإمكانية زيادة سعر السهم منخفض القيمة مقارنة بسعر سهم مرتفع القيمة (Coffin 2003, 2)¹، وبإمكانية وصول سعر السهم بعد التجزئة إلى قيمته قبل التجزئة. خاصة وأن المستثمرين قد يتناسون القيمة الاسمية ويتذكرون القيمة السوقية التي كان عليها السهم قبل التجزئة ويعتقدون خطأ أن السهم سيرتفع لها في يوماً ما قريب (Dyckman et al., 2001, 10).

ويعتقد الباحث أن السبب أو الدافع الرئيسي للتجزئة هو محاولة جعل سعر السهم داخل النطاق المفضل للتعامل Optimal Trading Range مع الحفاظ على مستوى معين لسعر السهم ما بين السعر المرتفع والمنخفض، ذلك السعر الذي يفضله المستثمرون. ومحاولة وضع سعر السهم داخل مدى التعامل المرغوب يزيد من سيولة السهم (Baker and Gallagher 1980, Hausman et al. 1971, 69-77)، بما يجعل هدف التجزئة خلق سوق أكثر سيولة للسهم، وبما يعنى أن التجزئة تؤثر إيجابياً على السيولة في سوق الأسهم².

١ قد يرجع اعتقاد المستثمرين بزيادة سعر السهم بعد التجزئة إلى الاعتقاد بأن إمكانية تضاعف سعر سهم بقيمة منخفضة (جنبه مثلاً) أعلى من إمكانية تضاعف سعر سهم بقيمة مرتفعة (عشرون جنبه).

٢ يعد دافع أو دوافع تجزئة الأسهم أمراً محيراً (Lipson 1999, 1) على الرغم من كثرة البحوث المالية التي تناولت حدث التجزئة بالدراسة والتحليل. وعلى الرغم من تأكيد البعض بوجود دوافع للتجزئة (Leung et al. 2005, "There is no Single Unique Motivation for Stock Splits") (3) فإن هذه الدوافع ما زالت غير محددة أو متفق عليها (Goyenks et al. 2006, 3; Huang et al. 2002, 2)، وما زلنا في حاجة إلى مزيد من الاهتمام؛ الأكاديمي والتطبيقي؛ بها.

وكلما ابتعد سعر السهم عن النطاق المفضل للتعامل كلما كان من الضروري استخدام معامل تجزئة أكبر. وهذا يعنى أن كبر معامل التجزئة يكشف عن مدى بعد سعر السهم (قبل التجزئة) عن النطاق المفضل للتعامل. وتبقى المشكلة في تحديد حدود هذا النطاق (كحد أقصى وكحد أدنى) والعوامل المؤثرة فيه كعوامل الصناعة^١. فما زالت العوامل التي تحدد النطاق المفضل للتعامل للسهم مبهمة وغير واضحة (Angel 1997, Lakonishok and Lev 1987).

وعلى ذلك يتوقع الباحث تحسن حجم تداول أسهم الشركات التي تقوم بالتجزئة لمواجهة مشكلة انخفاض حجم التداول نتيجة ارتفاع السعر السوقي للسهم أو انخفاض كمية الأسهم المتاحة للتداول شريطة معنوية معامل التجزئة. وعدم تحسن حجم تداول أسهم الشركات التي تقوم بتجزئة أسهمها لسبب أو أسباب أخرى. هذا وقد يترتب على حدث التجزئة تداعيات إيجابية أخرى على الشركة التي قامت بالتجزئة أهمها ما يلي:

أ- خلق سوق أكثر سيولة لإصدارات الشركة الجديدة من الأسهم. حيث يترتب على تخفيض القيمة الاسمية للسهم زيادة إمكانية الشركة في بيع إصدارات جديدة منه. بما يجعل حدث التجزئة أسلوباً منخفض التكلفة للحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطة الشركة وتوسعاتها.

ب- توسيع قاعدة الملكية والتي تتحقق عندما يقوم المساهمون ببيع بعض أو كل الأسهم الإضافية التي حصلوا عليها، فتزيد نسبة ملكية المستثمرين الخارجيين Outsiders بالقياس إلى هيكل الملكية قبل التجزئة. فالتجزئة تعطى المساهمين مرونة أكبر للتعامل في استثماراتهم من الأسهم وبما يحقق مصالحهم.

١ تعتبر عوامل الصناعة من العوامل الأساسية في تحديد مدى التعامل المفضل للسهم. فارتفاع سعر السهم، مثلاً، عن متوسط سعر الصناعة يوجب تخفيضه إلى مستوى يتناسق مع المستويات في الشركات الأخرى داخل الصناعة ومتوسط السوق.

ج- الحد من تلاعب المضاربين. فقلة المعروض من الأسهم يسهل من استغلال المضاربين لها وبما يضر بمصالح المستثمرين. وتعوق التجزئة حدوث ذلك، فالشركات التي تقوم بالتجزئة تكون أقل تأثراً بحركة المضاربات التي قد يشهدها السوق لكثرة الأسهم المطروحة للتداول.

د- تنشيط السوق. تعد التجزئة أحد حلول تحسين وضع أو تنشيط السوق، خاصة إذا كان السوق يعاني من نقص في كميات الأسهم المتاحة للتداول.

أما وعن أهم التداعيات السلبية للتجزئة ما قد يترتب على توسيع قاعدة الملكية من مرونة للإدارة في اتخاذ قراراتها نتيجة تفتيت الملكية. وقد يكون دافع الإدارة للتجزئة هو تفتيت الملكية وبما يحول دون ممارسة المستثمرين للرقابة التي كانوا يمارسونها قبل التجزئة (Easley et al. 2001, 2; Powell and Baker 1993, 84). فالتجزئة قد تساعد على تدعيم سلوك تعظيم ثروة الإدارة (التدعيم الإداري)

¹ Managerial Entrenchment

وقد تتم تجزئة الأسهم مرة واحدة في تاريخ معين، وقد تتم تدريجياً على مرات خلال فترة زمنية متوسطة أو طويلة المدى تقوم خلالها الشركة بتكرار إحداث التجزئة. والتجزئة التدريجية قد تتم بنسب معنوية على فترات قصيرة زمنياً، وقد تتم بنسب غير معنوية فتستغرق فترة طويلة زمنياً. وقد تفضل الشركات التي تتبنى التجزئة مرة واحدة الانتظار حتى وصول سعر السهم إلى مستوى عال تحدث بعده التجزئة. ويفضل استخدام الشركات للتجزئة الدورية (تكرار التجزئة) لضمان تخفيض أسعار الأسهم وتضمينها داخل مدى التعامل المرغوب (Leung et al. 2005, 20).

هذا ويحكم قيام الشركة بتجزئة أسهمها عدة محددات أهمها:

أ- هيكل رأس المال اللازم Optimum Capital Structure

١ لمزيد من المعلومات عن تدعيم التجزئة لسلوك تعظيم ثروة الإدارة ومفهوم التدعيم الإداري

أنظر على سبيل المثال: (Lakonishok and Lev 1987, and Mukherji et al. 1997)

يعد تحديد هيكل رأس المال اللازم بعد التجزئة المحدد الأساسي للتجزئة. ويشمل هذا المحدد بعدين، أولاهما القيمة الاسمية الجديدة (بعد التجزئة)، وثانيهما عدد الأسهم بعد التجزئة. ويتوقف تحديد أحد البعدين على الآخر، بما يفرض على الشركة المقبلة على التجزئة كفاية تحديد أحدهما بعناية وبدقة. ويحكم تحديد هيكل رأس مال الشركة بعد التجزئة مدى هيكل رأس مال الشركات المناظرة في الصناعة. فعدد الأسهم المناسب، مثلاً، لشركة ما بعد التجزئة يجب أن يكون محكوماً بعدد أسهم الشركات المناظرة لها. وهذا يعنى ضرورة تحديد معامل التجزئة المناسب في إطار يتلاءم مع هيكل رأس مال الشركات المناظرة في السوق. وهذا قد يكشف عن دور الهيئة العامة لسوق المال في عدم قبول طلبات التجزئة التي تصل بالسهم إلى حد يجعل سعره السوقي في مستويات سعرية متدنية مقارنة بمستوى أسعار أسهم الشركات المماثلة في القطاع أو الصناعة. وبالتالي فإن على الهيئة أن تقبل التجزئة بمعاملات مناسبة حماية للمستوى السعري للشركات التي تعمل في ذات القطاع أو الصناعة.

ب- استقرار النشاط

يتطلب قيام الشركة بالتجزئة أن تكون في حالة من الاستقرار تتسم بعدم وجود مشاكل أو تحديات تواجهها أو تواجه الصناعة التي تعمل بها. وهذا يعنى أن الشركة لا يجب أن تجزأ أسهمها في الأوقات العصيبة Bad Times، لما قد يترتب على تخفيض القيمة الاسمية للسهم من تخفيض قيمة السهم السوقية إلى حد قد يكون مربك ومريب (Dyckman et al. 2001, 10). فإقدام الشركة على التجزئة في وجود حالة من عدم الاستقرار يعنى أن الشركة قد اختارت توقيتاً غير ملائم لإحداث التجزئة بهدف استغلال عدم وعى المستثمرين بحدث التجزئة بإحدى صورتين هما:

- إحداث التجزئة في فترة تراجع أو انخفاض التعامل على أسهم الشركة نتيجة ما قد تواجهه الشركة من مشاكل وصعوبات لإيهام المستثمرين والمتعاملين بتحسن

ظروف الشركة وإحداث تأثير على حجم التداول قد يترتب عليه ارتفاع مؤقت غير مبرر لسعر السهم في سوق الأسهم.

- إحداث التجزئة في فترة تحسن أو زيادة التعامل على أسهم الشركة نتيجة مرور الشركة بحالة نمو أو تحسن لإيهام المستثمرين والمتعاملين بأن فرص النمو والتحسن مستمرة في المستقبل، مما قد يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم بسبب توقعات قد تكون غير صحيحة أو مغالى فيها.

وفى كلتا الحالتين فإن ارتفاع السعر السوقي للسهم هو ارتفاع مؤقت غير حقيقي سرعان ما يزول ولكن بعد أن يترك آثاراً سلبية على الشركة وربما على سوق الأسهم. لذا يعتقد الباحث بأهمية تمتع الشركة المقبلة على التجزئة بحالة الاستقرار كمحدد للتجزئة.

وقد تعتمد الشركة على عدة وسائل في التأثير على إدراك المستثمرين لحدث التجزئة من أهمها:

- أعلام المستثمرين بنية الشركة في إحداث التجزئة - من خلال إلقاء الضوء على جوانب التجزئة الإيجابية في اجتماعات مجلس الإدارة والجمعية العامة للمساهمين أو من خلال المناقشات مع بعض المستثمرين نوى التأثير للمساهمين أو من خلال المناقشات مع بعض المستثمرين نوى التأثير عن Significant Buy-and Sell- Side Investors مع ترويج إشاعات عن التجزئة على خلاف الحقيقة بغرض التشجيع على تداول الأسهم ورفع قيمتها السوقية^١.

- تسريب شائعات في سوق الأسهم عن الأداء الجيد للشركة والأثر الإيجابي لحدث التجزئة على سعر السهم وذلك من خلال استخدام وسائل الاتصال المختلفة بالمستثمرين.

١ من صور استغلال عدم وعى المستثمرين بحدث التجزئة في السوق المصري قيام بعض المضاربين، الذين يستحوذون على نسبة في حدود ٥% من أسهم الشركات الصغيرة، بتقديم طلب لمجلس الإدارة بالدعوة لعقد جمعية عمومية لمناقشة موضوع تجزئة أسهم الشركة وترويج إشاعات من شأنها زيادة السعر السوقي للسهم. ثم يقوم المضاربون ببيع الأسهم بالسعر الجديد. وبعد فترة (عدة أسابيع) قد يرفض اقتراح التجزئة وتعود أسعار الأسهم إلى ما كانت عليه.

- خلق طلب مصطنع على أسهم الشركة للعمل على رفع سعرها السوقي.
- التأثير على بعض المساهمين لتقديم طلبات لتجزئة القيمة الاسمية إلى مجلس الإدارة والذي قد يوافق عليها دون وجود مبررات قوية للتجزئة.
- تعتمد إحداث زيادة في التوزيعات النقدية قبل التجزئة (Coffin 2003, 4) أو إحداث زيادة في الأرباح الفترية أو السنوية قبل التجزئة عن طريق ممارسات إدارة الربح لإحداث أثار غير حقيقية على أسعار الأسهم السوقية.
- وعادة ما يصاحب إجراء التجزئة ارتفاعاً ثانوياً (غير معنوي) في أسعار الأسهم السوقية نتيجة تسهيل عملية التداول وارتفاع كثافة التعامل Trading (Dennis 2003, 8; Grinblatt et al. 1984, 469; and Lipson Intensity (17), 1999. لكن استمرار هذا الارتفاع، نتيجة ضعف وعي المستثمرين بحدوث التجزئة، قد يجعله معنوياً لفترة، وقد يتسبب في انخفاض حجم وقيمة التداول.
- ويجب الفصل بين مسببات ارتفاع القيمة السوقية للسهم بعد التجزئة وحدث التجزئة حتى لا يتداخل محتوى هذه المسببات المعلوماتي؛ كتحقق أرباح أو الإعلان عن توزيعات نقدية أو إبرام تعاقدات بفرص نمو مستقبلي؛ وحدث التجزئة فيسبب تشويشاً إدراكياً Cognitive Dissonance للمحتوى المعلوماتي الوارد، هل هو بسبب حدث اقتصادي أم بسبب حدث التجزئة. فمثلاً، عندما يتداخل تأثير حدث أو أكثر مع حدث التجزئة قد تحدث زيادة في قيمة السهم وتتسبب خطأ لحدث التجزئة. وقد يترتب على زيادة قيمة السهم تحقيق عوائد إيجابية غير عادية قد تتخطى الاتجاه التاريخي للعائد محدثة ما يسمى بالانحراف الإيجابي لسعر السهم Positive Drift Share Price بعد التجزئة (Huang et al 2002, 6). وقد تتفاعل الإدارة بشأن ما يترتب على إدراك المستثمرين خطأً للتجزئة؛ على أنها تحمل محتوى معلوماتي جيد عن مستقبل الشركة؛ من ارتفاع في أسعار الأسهم السوقية، ينتج بوسيلة (التجزئة) منخفضة التكلفة بسبب أثر الإشارة Signaling Effect (Lamoureux and (14), 2005; Leung et al 2005, 1356; Poon 1987. وقد يساعد الإدارة في ذلك عدم تماثل المعلومات Asymmetry بينها والمستثمرين. إلا أن ذلك قد يحمل في طياته خطورة أعلى على الشركة حيث تتحمل الشركة تكلفة ما إذا كانت هذه الإشارات

خاطئة. فحدث أخباراً سيئة تالية للتجزئة، مثلاً، قد يؤدي إلى هبوط سعر السهم لأقل من المدى الذي يعتبره المديرون والمساهمون طبيعياً (Brennan and Copeland 1988, 85).

وقد ترجع زيادة القيمة السوقية للسهم بعد التجزئة لأحداث اقتصادية تزيد من احتمال حدوث تحسن في ربحية أو تدفقات الشركة النقدية المتوقعة. والنظر لحدث التجزئة على أنه مؤشر لتحسن متوقع في الربحية أو التوزيعات النقدية المستقبلية أو غير ذلك يكشف عن قصور وعي وإدراك المستثمر لحدث التجزئة (Asquith et al. 1989, 387).

المبحث الرابع : الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية الكشف عن مدى فعالية قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المقيدة بالبورصة في الحد من آثار التجزئة غير المبررة على القيمة السوقية للأسهم بعد التجزئة. وقد استخدم الباحث قرار الهيئة رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ ليعبر عن حوكمة الهيئة لحدث التجزئة لسببين، الأول أنه أول قرار أصدرته الهيئة لحوكمة حدث التجزئة، والثاني أنه تضمن ضوابط رقابية (مانعة) تمثل قواعد حوكمة أساسية للتجزئة تعتمد عليها قرارات الهيئة اللاحقة بشأن حوكمة حدث التجزئة. فمثلاً، تضمن قرار الهيئة رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٧ ودليل الهيئة للتجزئة ذات الضوابط الرقابية الواردة بالقرار رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧.

ويتطلب تحقيق هدف الدراسة التطبيقية من الباحث، أولاً، الكشف عن أثر التجزئة على قيمة السهم السوقية لشركات العينة قبل قرار الهيئة (مجموعة الرقابة) وبعد قرار الهيئة (مجموعة التجربة). هذا بالإضافة إلى محاولة الكشف عن أثر حدث التجزئة على حجم تداول الأسهم المجزأة قبل وبعد قرار الهيئة.

وتستخدم الدراسة التطبيقية منهج دراسة الحدث Event Study لاختبار رد فعل المتعاملين والمستثمرين تجاه حدث التجزئة قبل وبعد قرار حوكمة حدث التجزئة،

من خلال رصد الحدث في سوق الأسهم خلال عامي ٢٠٠٦، ٢٠٠٧ وتحليل آثاره على اتجاهات أسعار الأسهم بعد التجزئة.

٤-١ مجتمع وعينة الدراسة

في ضوء أهداف البحث، يتمثل مجتمع الدراسة في مجتمع الشركات المساهمة المصرية المسجلة للتداول في سوق الأسهم التي قامت بتجزئة القيمة الاسمية للأسهم. ومن خلال هذا التحديد فإنه يمكن تقسيم هذا المجتمع إلى مجتمعين فرعيين هما:

- مجتمع الشركات المساهمة المصرية المسجلة للتداول في سوق الأسهم التي قامت بالتجزئة قبل قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

- مجتمع الشركات المساهمة المصرية المسجلة للتداول في سوق الأسهم التي قامت بالتجزئة بعد قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

هذا وقد تم اختيار عينة مكونة من ست شركات من المجتمع الفرعي الأول لتمثل مجموعة الرقابة، كما تم اختيار عينة مكونة من تسع شركات من المجتمع الفرعي الثاني لتمثل مجموعة التجربة. وعلى ذلك تتكون عينة الدراسة من خمسة عشر شركة، يتم تداول أسهمها داخل البورصة المصرية مقسمة إلى مجموعتين، بما يتناسب مع تقسيم مجتمع الدراسة إلى مجتمعين فرعيين، هما:

- مجموعة الرقابة وتتكون من ست شركات قامت بالتجزئة قبل قرار الهيئة الخاص بضوابط التجزئة.

- مجموعة التجربة وتتكون من تسع شركات قامت بالتجزئة بعد قرار الهيئة. واختيار الباحث لعينة تجربة أكبر من عينة الرقابة هو انعكاس لكثرة الشركات التي قامت بالتجزئة خلال فترة عشرة شهور تالية لقرار الهيئة مقارنة بالشركات

التي قامت بالتجزئة خلال الفترة المناظرة قبل قرار الهيئة. وهو ما يعنى، بدايةً، أن قرار الهيئة لم يحد من كثرة حدوث التجزئة بين الشركات المقيدة بالبورصة^١. وتمثل العينة ثمانية قطاعات مختلفة، وقد روعي في اختيار العينة أن يكون حدث التجزئة غير مصاحب بأحداث أخرى حول فترة نافذة الحدث، وأن تكون حركة تداول أسهم شركات العينة نشيطة^٢، وأن تكون العينة ممثلة للمجتمع. حيث تم اختيار عينة من شركات المساهمة متنوعة النشاط والتي تمثل معظم القطاعات بالبورصة المصرية التي قامت بالتجزئة بمعاملات تجزئة مختلفة تراوحت ما بين معامل تجزئة ١:٢ حتى ١:٢٠ (ملحق رقم (١)) وذلك سعياً للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها على مجتمع الدراسة.

٤-٢ فروض الدراسة

في ضوء التحليل النظري للبحث وبما يمكن الباحث من تحقيق أهداف البحث، تقوم الدراسة التطبيقية على اختبار الفروض التالية:

الفرض الأول: يؤثر حدث التجزئة، في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم، معنوياً على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. هذا ويمكن صياغة هذا الفرض في صورة الفرض الإحصائي التالي:

١- ليس من دور الهيئة أن تحد من قيام الشركات المقيدة بالبورصة بتجزئة القيمة الاسمية لأسهمها طالما التزمت بضوابط الهيئة الخاصة بالتجزئة. بل ويعتقد الباحث نجاح المشرع بالهيئة عندما جعل موافقة الهيئة على التجزئة شرطاً ضرورياً لانعقاد الجمعية العامة لمساهمي الشركة لإقرار الموافقة أو الرفض لقرار التجزئة. لان جعل موافقة الجمعية قبل موافقة الهيئة كان سيجعل قرار الهيئة مخالفاً لقانون سوق رأس المال رقم ٩٢ لسنة ١٩٩٥ الذي أعطى للشركة الحق في تجزئة الأسهم إذا ما تمت الموافقة على ذلك من قبل الجمعية العمومية.

٢- تم استبعاد شركات المساهمة التي تعتبر حركة أسهمها راكدة مثل شركة الإسكندرية لأسمنت بورتلاند. كما تم استبعاد شركات المساهمة العاملة في قطاعي البنوك والتأمين من شركات العينة لحساسية أسهمها العالية لحدث التجزئة كبنك فيصل الإسلامي المصري بالدولار أو بالجنيه.

الفرض العدمى: لا توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات المتداولة قبل وبعد حدث التجزئة في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض البديل: ترتفع أسعار أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة استجابة لحدث التجزئة في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض الثاني: يؤثر حدث التجزئة، معنوياً، على حجم تداول الأسهم في سوق الأسهم المصري في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم بما يساهم في تحسين سيولة الأسهم بعد التجزئة. هذا ويمكن صياغة هذا الفرض في صورة الفرض الإحصائي التالي:

الفرض العدمى: لا يوجد تأثير - ذو دلالة إحصائية - لحدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض البديل: يوجد تأثير إيجابي - ذو دلالة إحصائية - لحدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض الثالث: لا يؤثر حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم. هذا ويمكن صياغة هذا الفرض في صورة الفرض الإحصائي التالي:

الفرض العدمى: لا توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات المتداولة قبل وبعد حدث التجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض البديل: توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات المتداولة قبل وبعد حدث التجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض الرابع: لا يؤثر حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم. هذا ويمكن صياغة هذا الفرض في صورة الفرض الإحصائي التالي:

الفرض العدمي: لا توجد اختلافات معنوية بين حجم تداول الأسهم قبل وبعد التجزئة للشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

الفرض البديل: توجد اختلافات معنوية بين حجم تداول الأسهم قبل وبعد التجزئة للشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم.

وفى حين يعكس الفرض الأول والفرض الثاني رد فعل سوق الأسهم لحدث التجزئة فإن الفرضين الثالث والرابع يعكسان استجابة السوق لقرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) حدث التجزئة.

٣-٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة

لاختبار فروض الدراسة يتم تحليل بيانات عينة الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية التالية:

أولاً: تحليل السلاسل الزمنية Time Series Analysis

يستخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى (Least Squares Method(OLS)، والتي تعتبر من أكثر طرق التقدير دقة في توفيق معادلة الاتجاه العام (Mason et al., 1999, 643-46)، وذلك لدراسة الاتجاه العام لأسعار أسهم شركات العينة (أسعار الإقفال) خلال فترة (نافذة) ثلاثة شهور قبل حدث التجزئة Pre-Split Period بهدف تقدير أسعار الأسهم المتوقعة لشركات العينة في فترة (نافذة) شهر

بعد حدث التجزئة Post-Split Period¹. وبمقارنة أسعار الأسهم المتوقعة لشركات العينة في فترة (نافذة) شهر بعد حدث التجزئة بأسعار الإقفال الفعلية خلال ذات الفترة يتم تحديد العوائد غير العادية (الفروق)² ثم اختبار ما إذا كان متوسط هذه الفروق (العوائد غير العادية بعد التجزئة) يختلف عن الصفر أم لا باستخدام اختبار One Sample -t Test بدرجة ثقة ٩٥% (ملحق (٢)). وتعنى معنوية متوسط العوائد غير العادية (اختلافها عن الصفر) تأثير أسعار الأسهم في الفترة التالية لحدث التجزئة معنوياً بحدث التجزئة.

ثانياً: اختبار Paired-Sample T- Test^٣

يستخدم الباحث اختبار Paired-Sample T- Test في المقارنة بين المتوسطات التالية:

(أ) مقارنة متوسطات أسعار (إقفال) أسهم عينة الرقابة قبل وبعد التجزئة وذلك لتحديد ما إذا كان هناك تأثير معنوي لحدث التجزئة على أسعار الأسهم خلال نافذة حدث Event Window من ثلاثين يوماً قبل وبعد حدث التجزئة. ومن المتوقع طبقاً لفروض البحث والتي أفردتها التحليل النظري وجود اختلاف معنوي بين متوسطات أسعار الأسهم قبل وبعد التجزئة بما يعنى وجود أثر لحدث التجزئة على أسعار الأسهم بعد التجزئة.

١ يرجع تفضيل الباحث لاستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) دون غيرها إلى سببين، أولهما إمكانية استخدامها مع العلاقات الرياضية (الخطية أو غير الخطية)، وثانيهما انفرادها بخصوصية أن مجموع مربع انحرافات القيم الفعلية عن القيم الاتجاهية التي يمثلها خط الاتجاه العام أقل ما يمكن مقارنة بمجموع مربع انحرافات القيم الفعلية عن أي خط آخر.

٢ يتحدد العائد غير العادي بالفارق بين سعر إقفال السهم وسعر السهم المتوقع خلال نافذة الحدث.

٣ يقترح الباحث استخدام اختبار Paired-Sample T-Test لمقارنة متوسطات أسعار الأسهم قبل وبعد التجزئة لكل من عينة الرقابة وعينة التجربة لسببين، الأول هو صغر حجم العينة (أقل من ٣٠ وحدة معينة) والذي يتطلب استخدام توزيع (ت) وبالتالي اختبار T-Test، والثاني أن مقارنة متوسطات أسعار أسهم العينة، سواء كانت عينة الرقابة أو التجربة، يتم قبل وبعد (Before and After) حدث التجزئة بما يتطلب استخدام Paired T-Test.

(ب) مقارنة متوسطات أسعار (إقبال) أسهم عينة التجربة قبل وبعد التجزئة وذلك لتحديد ما إذا كان هناك تأثير معنوي لقرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط التجزئة على الحد من آثار حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم خلال نافذة حدث من ثلاثين يوماً قبل وبعد حدث التجزئة^١. ومن المتوقع طبقاً لفروض البحث عدم اختلاف متوسطات أسعار أسهم شركات عينة التجربة قبل وبعد التجزئة مقارنة بحالة اختلاف متوسطات أسعار أسهم شركات عينة الرقابة قبل وبعد التجزئة. حيث يتوقع الباحث أن تتجه أسعار الأسهم نحو الصعود بحدّة بالنسبة للشركات التي قامت بالتجزئة قبل قرار حوكمة ظاهرة التجزئة، وتتجه أيضاً للصعود ولكن بمعدل أقل (منخفض) بالنسبة للشركات التي قامت بالتجزئة بعد قرار الحوكمة. فإذا كانت هناك علاقة سببية بين حدث التجزئة وارتفاع أسعار الأسهم في سوق رأس المال، فإن قرار الحوكمة قد يحد جزئياً من هذه العلاقة، بما قد يكشف عن فعالية قرار الهيئة في الحد من التأثير غير الحقيقي لحدث التجزئة على أسعار الأسهم.

هذا وقد تكشف المقارنة بين متوسطات أسعار (إقبال) أسهم عينة التجربة وعينة الرقابة قبل وبعد التجزئة عن أحد الاحتمالات التالية:

الاحتمال الأول (المرجح طبقاً لفروض البحث): وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة الرقابة قبل وبعد التجزئة، وعدم وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة التجربة قبل وبعد التجزئة. وحدث هذا الاحتمال يعنى توقع فعالية قرار الهيئة في الحد من آثار حدث التجزئة على أسعار الأسهم.

١ يستخدم الباحث لكل شركة من شركات العينة نافذة من ثلاثين يوماً قبل وبعد حدث التجزئة لكل من مجموعة الرقابة ومجموعة التجربة وذلك حتى تأخذ البيانات مداها في انعكاس الأثر الحقيقي للتجزئة في حالتي غياب ووجود قرار الهيئة (قوة تأثير حدث التجزئة في حالتي غياب ووجود قرار الهيئة في تفسير التغير في أسعار الأسهم بعد التجزئة). وتجذب الأثر الآني السريع بالصعود أو الهبوط المفاجئ مع ضمان عدم وجود تشويش ناتج عن تداخل أحداث أخرى بخلاف حدث التجزئة. وقد قصر الباحث طول مدة النافذة بشهر حتى لا تتداخل عوامل أخرى في التأثير. خاصة وأن قوة الدلالة الإحصائية Statistical Power، والتي تعنى أن يكون الاختبار المستخدم لتحديد تأثير الحدث ذو دلالة إحصائية، تتأثر سلباً بزيادة نافذة الحدث (Mac Kinaly, 1997).

الاحتمال الثاني: وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة الرقابة قبل وبعد التجزئة، ووجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة التجربة قبل وبعد التجزئة. وحدث هذا الاحتمال يعنى توقع عدم فعالية قرار الهيئة في الحد من آثار حدث التجزئة على أسعار الأسهم.

الاحتمال الثالث: عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة الرقابة قبل وبعد التجزئة، وعدم وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة التجربة قبل وبعد التجزئة. ويرتبط حدوث هذا الاحتمال بحالة عدم وجود تأثير لحدث التجزئة على أسعار الأسهم بعد التجزئة وبالتالي عدم الحاجة إلى قرار الهيئة بشأن حوكمة ظاهرة التجزئة. وهو ما يعنى توقع عدم فعالية قرار الهيئة في الحد من آثار حدث التجزئة على أسعار الأسهم لغياب هذه الآثار.

الاحتمال الرابع: عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة الرقابة قبل وبعد التجزئة، ووجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة التجربة قبل وبعد التجزئة. وحدث هذا الاحتمال يعنى أن قرار الهيئة بشأن حوكمة حدث التجزئة قد أحدث تأثيراً في تحركات أسعار الأسهم غير مرغوب فيها بعد التجزئة.

(ج) مقارنة متوسطات أحجام التداول لعينة الرقابة قبل وبعد التجزئة لتحديد ما إذا كان هناك تأثير معنوي لحدث التجزئة على أحجام التداول خلال نافذة حدث من ثلاثين يوماً قبل وبعد حدث التجزئة^١. ومن المتوقع طبقاً للتحليل النظري حدوث اختلاف معنوي بين متوسط أحجام التداول قبل وبعد التجزئة في حالة قيام الشركات بالتجزئة لمواجهة مشكلة انخفاض حجم التداول بسبب ارتفاع قيمة السهم، وبما يعنى وجود أثر لحدث التجزئة على أحجام تداول الأسهم (السيولة). وعدم وجود

١ يقترح الباحث استخدام حجم التداول في المقارنة بين المتوسطات قبل وبعد التجزئة في تمثيل معدل الدوران (حجم التعامل اليومي / عدد الأسهم) والذي يعد أحد مقياسين أساسيين لفحص أثر حدث التجزئة على السيولة في بحوث تجزئة الأسهم. حيث يتمثل المقياس الآخر في حجم المدى أو الهامش السعري Bid-Ask Spread .

اختلاف معنوي بين متوسط أحجام التداول قبل وبعد التجزئة في حالة قيام الشركات بالتجزئة لا لمواجهة مشكلة انخفاض حجم التداول وإنما لأسباب أخرى.

(د) مقارنة متوسطات أحجام التداول لعينة التجربة قبل وبعد التجزئة لتحديد ما إذا كان هناك تأثير معنوي لقرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط التجزئة على الحد من آثار حدث التجزئة على أحجام التداول خلال نافذة حدث من ثلاثين يوماً قبل وبعد حدث التجزئة. ومن المتوقع طبقاً لفروض البحث عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات أحجام التداول قبل وبعد التجزئة بما قد يكشف عن فعالية قرار الهيئة في الحد من التأثير غير الحقيقي لحدث التجزئة على أحجام التداول.

هذا ويقترح الباحث أن يتم تعديل كل من أسعار الأسهم بعد التجزئة وأحجام تداولها بمعامل التجزئة عند التحليل وإجراء المقارنات والاختبارات، وذلك لعدم منطقية مقارنة أسعار وأحجام التداول بعد التجزئة بأسعار وأحجام التداول قبل التجزئة. فمثلاً، من غير المنطقي مقارنة حجم تداول ٢٠٠ سهم قبل التجزئة بحجم تداول ٦٤٠ سهم بعد تجزئة ١:٢ وإنما يجب أن يقارن بحجم تداول ٣٢٠ سهم.

هذا ويتم استخدام مستوى معنوية ٥%، كأساس لرفض أو عدم رفض الفرض العدمي وقبول أو عدم قبول الفرض البديل وهو ما يعكس مستوى ثقة ٩٥%.

٤-٤ أسلوب جمع البيانات

اعتمد الباحث في تجميع البيانات اللازمة لاختبار فروض الدراسة على استخدام البيانات الخاصة بالتداول والتي تنشرها إدارة سوق الأوراق المالية والتي تتضمن البيانات الخاصة باسم الشركة حسب القطاعات وأسعار الأسهم وكميات التداول. وقد تم استخدام أسعار إقفال الأسهم وكميات التداول اليومية لشركات العينة خلال فترة الدراسة والتي امتدت لتشمل عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧ وقد تمثلت مصادر بيانات الدراسة فيما يلي:

١- نشرات تداول الشركات في البورصة المصرية (القاهرة والإسكندرية) المنشورة بجرائد الأهرام اليومية.

٢- بيانات أسعار الأسهم بموقع البورصة الإلكتروني التالي:
www.egyptse.com.

٣- بيانات الشركات المنشورة بموقع شركة تداول البيانات الإلكتروني التالي:
www.egidegypt.com.

٤- بيانات الشركات المنشورة بمجلة الأهرام الاقتصادي الأسبوعية.
٥-٤ متغيرات الدراسة

لاختبار فروض الدراسة فإنه يتم التعبير عنها في صورة متغيرات حتى يمكن إخضاعها للقياس والاختبار بعد قياس مدى الاختلافات في قيم هذه المتغيرات. ويمثل حدث التجزئة متغير الدراسة المستقل والذي ينقسم إلى متغيرين فرعيين هما حدث التجزئة قبل قرار الهيئة وحدث التجزئة بعد قرار الهيئة. بينما تتمثل المتغيرات التابعة في متغيرين هما سعر السهم في سوق الأسهم وحجم التداول بالسوق. وقد تم التعبير عن متغيرات الدراسة كما يلي:

X_{i1} ويمثل أسعار أسهم وحدة العينة رقم (i) قبل التجزئة.

X_{i2} ويمثل أسعار أسهم وحدة العينة رقم (i) بعد التجزئة.

V_{i1} ويمثل حجم تداول أسهم وحدة العينة رقم (i) قبل التجزئة.

V_{i2} ويمثل حجم تداول أسهم وحدة العينة رقم (i) بعد التجزئة.

حيث (i) من ١-٦ تمثل متغيرات عينة الرقابة، ومن ٧-١٥ تمثل متغيرات عينة التجربة.

٤-٦ نتائج الدراسة وتحليلها

كشفت نتائج الدراسة عن التأثير الإيجابي لحدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية قبل صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط التجزئة حيث ارتفعت القيمة السوقية للأسهم بعد التجزئة بنسبة معنوية أكبر منها قبل التجزئة. كما كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير غير معنوي لحدث التجزئة على حجم تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية. حيث أظهرت النتائج ارتفاع غير مؤثر في حركة التداول بعد التجزئة مقارنة بالفترة قبل التجزئة وذلك

في حالة غياب قرار الهيئة. كما كشفت النتائج عن فعالية قرار هيئة سوق المال بشأن ضوابط التجزئة في الحد من آثار حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في البورصة المصرية. وفيما يلي نتائج الدراسة التفصيلية وتحليلاتها:

أولاً : أثر حدث التجزئة على أسعار الأسهم السوقية بعد التجزئة

(أ) التحليل الفردي على مستوى وحدة المعاينة:

كشفت نتائج اختبار One-Sample T-Test عن اختلاف متوسط العوائد غير العادية عن الصفر معنوياً بالنسبة لوحداث عينة الرقابة، ماعدا وحدة العينة الرابعة، ووحدات عينة التجربة، ماعدا وحدتي العينة الثامنة والرابعة عشر (ملحق (٣)). فقد بلغت نسبة شركات عينة الرقابة التي تأثرت أسعار أسهمها معنوياً بحدث التجزئة ٨٣,٣٣%. بينما بلغت نسبة شركات عينة التجربة التي لم تتأثر أسعار أسهمها معنوياً بحدث التجزئة ٢٢,٢٢%. وهذا يكشف عن تأثير معنوي لحدث التجزئة على أسعار الأسهم السوقية لشركات العينة. كما يكشف عن فعالية محدودة لقرار حوكمة حدث التجزئة على المستوى الفردي لشركات العينة. وترجع النتائج السابقة صحة الفرض الأول (رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل) بشأن تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار أسهم الشركات المتداولة في سوق الأسهم المصري.

(ب) التحليل الكلي لوحداث عينة الرقابة:

كشفت نتائج اختبار Paired-Sample T-Test لعينة الرقابة عن وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة الرقابة قبل التجزئة (Z1) وبعد التجزئة (Z2) بما يدل على تأثير حدث التجزئة على أسعار الأسهم السوقية بمستوى معنوية ٥% (ملحق (٤)). وبما يؤكد ما تم التوصل إليه من نتائج سابقة ترجح صحة الفرض الأول (رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل) بشأن تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار أسهم الشركات المتداولة في سوق الأسهم قبل قرار الهيئة بشأن حوكمة حدث التجزئة.

(ج) التحليل الكلي لوحداث عينة التجربة:

كشفت نتائج اختبار Paired-Sample T-Test لعينة التجربة عن وجود فروق غير معنوية بين متوسطات أسعار أسهم عينة التجربة قبل التجزئة (Z3) وبعد التجزئة (Z4) بما يدل على تأثير قرار الهيئة بشأن حوكمة حدث التجزئة على تخفيض أثر حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم السوقية بمستوى معنوية ٥% (ملحق (٤)). وترجع النتائج السابقة صحة الفرض الثالث (عدم رفض الفرض العدمي وعدم قبول الفرض البديل) بشأن فعالية قرار هيئة سوق المال الخاص بضوابط تجزئة الأسهم في الحد من أثر حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم السوقية المتداولة في سوق الأسهم المصري بمستوى ثقة ٩٥%.

ثانياً : أثر حدث التجزئة على كمية تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

(أ) التحليل الفردي على مستوى وحدة المعاينة:

كشفت نتائج اختبار Paired-Sample T-Test لوحدة المعاينة عن عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات حجم تداول أسهم وحدات المعاينة الأولى والثانية والثالثة والسابعة والثامنة والتاسعة والحادية عشر قبل وبعد التجزئة بمستوى معنوية ٥%. في حين كشفت النتائج عن وجود فروق معنوية بين متوسطات حجم تداول أسهم وحدات المعاينة الرابعة والخامسة والسادسة والعاشرة والثانية عشر والثالثة عشر والرابعة عشر والخامسة عشر قبل وبعد التجزئة بمستوى معنوية ٥% (ملحق (٥)). وقد بلغت نسبة شركات عينة الرقابة التي تأثر حجم تداول أسهمها معنوياً بحدث التجزئة ٥٠%. بينما بلغت نسبة شركات عينة التجربة التي لم يتأثر حجم تداول أسهمها معنوياً بحدث التجزئة ٥٥,٥٦%. وهذا يكشف عن تأثير غير معنوي لحدث التجزئة على حجم تداول أسهم شركات العينة. كما يكشف عن فعالية محدودة لقرار حوكمة حدث التجزئة على المستوى الفردي لشركات العينة لغياب التأثير المعنوي لحدث التجزئة على حجم التداول. وترجع النتائج السابقة عدم صحة الفرض الثاني بشأن تأثير حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما قبل صدور قرار الهيئة. بينما ترجح هذه النتائج صحة الفرض الرابع بشأن عدم تأثير حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت

بالتجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة. وقد يرجع تفسير تحسن حجم تداول أسهم بعض شركات العينة (وحدات المعاينة الرابعة والخامسة والسادسة والعاشر والثانية عشر والثالثة عشر والرابعة عشر والخامسة عشر) إلى احتمال معاناتها من مشكلة انخفاض حجم التداول قبل التجزئة بسبب ارتفاع القيمة الاسمية للسهم. بينما لم يتحسن حجم تداول أسهم الشركات بعد التجزئة التي لم تكن تعاني من مشكلة في حجم التداول قبل التجزئة (وهى وحدات المعاينة الأولى والثانية والثالثة والسابعة والثامنة والتاسعة والحادية عشر). مما قد يرجح أن قيامها بالتجزئة لم يكن لتحسين سيولة الأسهم المتداولة في السوق وإنما كان لسبب أو أسباب أخرى.

(ب) التحليل الكلى لوحدات عينة الرقابة:

كشفت نتائج اختبار Paired-Sample T-Test لعينة الرقابة عن عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات حجم تداول أسهم عينة الرقابة قبل التجزئة (W1) وبعد التجزئة (W2) بما يدل على عدم تأثير حدث التجزئة على السيولة بمستوى معنوية ٥% (ملحق (٦)). وهذه النتائج ترجح عدم صحة الفرض الثاني(عدم رفض الفرض العدمى وعدم قبول الفرض البديل) بشأن تأثير حدث التجزئة على كمية تداول أسهم الشركات المتداولة في سوق الأسهم قبل قرار الهيئة الخاص بحوكمة حدث التجزئة على خلاف المتوقع. وقد يرجع تفسير ذلك - من وجهة نظر الباحث- إلى أحد سببين، الأول ما أجرى من تعديل لحجم التداول بمعامل التجزئة قبل إجراء التحليل والاختبار، والثاني وجود دافع أو دوافع أخرى وراء تجزئة أسهم معظم شركات العينة بخلاف مواجهة مشكلة انخفاض حجم التداول. وعلى ذلك فمن غير المتوقع أن يحسن حدث التجزئة من سيولة أسهم الشركات في سوق الأسهم المصري.

(ج) التحليل الكلى لوحدات عينة التجربة:

كشفت نتائج اختبار Paired-Sample T-Test لعينة التجربة عن عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات كمية تداول أسهم عينة التجربة قبل التجزئة (W3) وبعد التجزئة (W4) بمستوى ثقة ٩٥% (ملحق (٦)). وترجح هذه النتائج صحة

الفرض الرابع (عدم رفض الفرض العدمي وعدم قبول الفرض البديل) بشأن عدم تأثير حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة في فترة ما بعد صدور قرار الهيئة العامة لسوق المال رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط تجزئة القيمة الاسمية للأسهم، لا لفعالية قرار الهيئة العامة بشأن ضوابط (حوكمة) تجزئة الأسهم وإنما لغياب أثر حدث التجزئة على كمية تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الخامس : الخلاصة والتوصيات

لقد نال موضوع استجابة سوق الأوراق المالية المصري لحدث تجزئة الأسهم، في الفترة الحالية، اهتماماً الهيئة العامة لسوق المال وذلك لما أحدثته التجزئة من ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، دون مبرر أو تحسن حقيقي في أداء الشركات أو ربحية السهم أو غير ذلك، وما ترتب على ذلك من تقلب أسعار الأسهم وحدوث تذبذبات في مؤشر الأسعار مهددة باحتمال حدوث أزمة مالية في سوق الأسهم. وقد فرض هذا على الهيئة العامة لسوق المال التدخل، حفاظاً على استقرار السوق وحماية لحقوق المساهمين، فأصدرت القرار رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧ بتحديد ضوابط (حوكمة) تجزئة الأسهم. وقد أكد كل من قرار الهيئة رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٧ ودليل الهيئة للتجزئة على أهمية الضوابط الواردة بالقرار رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٧. ويهدف البحث إلى دراسة وتحليل مدى فعالية تدخل الهيئة في الحد من تأثير حدث التجزئة غير المبرر (غير الحقيقي) على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

وسعيًا نحو تحقيق هدف البحث فقد تناول البحث استقراءً تحليلياً للدراسات التي اشتمل عليها الأدب المحاسبي بشأن استجابة سوق المال لحدث التجزئة. وقد كشف هذا الاستقراء عن فرضين أساسيين لتفسير استجابة سوق رأس المال لحدث التجزئة هما فرض مدى التعامل، والذي يعتبر حدث التجزئة أداة تعديل لسعر السهم لتحسين سيولته، وفرض الإشارة، والذي يقوم على تفسير حدث التجزئة على أنه إشارة جيدة عن أرباح وأداء الشركة ومستقبلها. كما كشف استقراء الدراسات عن عدم

اتساق نتائجها بشأن تفسير استجابة سوق الأسهم لحدث التجزئة. بما لا يمكن معه تفسير رد فعل السوق تجاه حدث التجزئة على أن التجزئة تحسن سيولة الأسهم أو أنها تحمل أخباراً جيدة (محتوى معلوماتي) عن أداء الشركة أو أرباحها المستقبلية أو توزيعاتها النقدية أو غير ذلك.

كما تناول البحث تحليل محددات توجه الشركة نحو التجزئة. ولقد توصل الباحث أنه عندما يكون مبرر التجزئة هو مواجهة مشكلة انخفاض حجم التداول بسبب ارتفاع سعر السهم فإنه من المتوقع حدوث تحسن في سيولة الأسهم دون التأثير معنوياً على أسعارها السوقية. ولكن عندما لا تكون مشكلة انخفاض حجم التداول هي دافع التجزئة يكون تأثير حدث التجزئة على الأسعار السوقية للأسهم. كما توصل الباحث إلى أن أهم محددات قيام الشركة بالتجزئة هو ضرورة تمتع الشركة بحالة من الاستقرار مع التحديد المناسب لهيكل رأس المال اللازم بعد التجزئة.

كما اختبر البحث ثلاثة فروض أساسية، ينص الفرض الأول منها على تأثير حدث التجزئة على أسعار أسهم الشركات بعد التجزئة المتداولة في سوق الأسهم المصري بما يسمح بتحقيق عوائد غير عادية ويعد دليلاً على ترجيح فرض الإشارة، وينص الفرض الثاني على تأثير حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات في سوق الأسهم المصري بما يحسن من سيولتها ويرجح من تحقق فرض مدى التعامل، بينما ينص الفرض الثالث على فعالية قرار هيئة سوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) تجزئة الأسهم في الحد من أثر حدث التجزئة على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. هذا ويعكس الفرض الأول والثاني رد فعل سوق الأسهم تجاه حدث التجزئة، بينما يعكس الفرض الثالث استجابة سوق الأسهم لقرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) حدث التجزئة.

وقد كشفت نتائج الدراسة التطبيقية عن تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعن فعالية قرار هيئة سوق المال بشأن ضوابط التجزئة في الحد من آثار حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في البورصة المصرية. كما كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير غير معنوي لحدث التجزئة

على حجم تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية. مما كان وراء عدم تأثير قرار الهيئة على حجم التداول وسيولة الأسهم. وترجح هذه النتائج صحة كل من الفرض الأول بشأن تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار أسهم الشركات المتداولة في سوق الأسهم، والفرض الثالث بشأن فعالية قرار هيئة سوق المال الخاص بضوابط تجزئة الأسهم في الحد من أثر حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم السوقية المتداولة في سوق الأسهم المصري. وعدم صحة الفرض الثاني بشأن تأثير حدث التجزئة على حجم تداول أسهم الشركات التي قامت بالتجزئة.

ويخلص الباحث - في ظل حدود البحث - إلى أن استجابة سوق الأوراق المالية لقرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) تجزئة الأسهم كانت إيجابية بما قد يكشف عن فعالية القرار في الحد من تأثير حدث التجزئة على تحركات أسعار الأسهم في البورصة المصرية.

هذا و يوصى الباحث الشركات التي تقدم على تجزئة أسهمها أن تراعى ما يلي:
أ - ضرورة أن يكون دافع قيامها بالتجزئة هو مواجهة مشكلة انخفاض حجم التداول بسبب ارتفاع سعر السهم.

ب- اختيار التوقيت المناسب لإجراء التجزئة على أن يكون في فترة تتمتع فيها الشركة بحالة من الاستقرار.

ج- تضمين تشكيل مجلس إدارة الشركات بأعضاء ذوي خبرة بأسواق المال.

د- استشارة بيوت خبرة مستقلة قبل الإقبال على التجزئة.

هـ- الإعلان عن تجزئة الأسهم بصورة تفصيلية تعكس دوافعها ومبرراتها وتحقق شفافية الإعلان بما يساهم في توفير متطلبات رفع كفاءة سوق المال.

كما يدعو الباحث الهيئة العامة لسوق المال بتقليص الفترة الزمنية بين قرار موافقة مجلس إدارة الشركة على تجزئة الأسهم وقرار موافقة الهيئة على التجزئة وتنفيذها بالبورصة لأن زيادة هذه الفترة قد يساعد على تحريك سعر السهم بشكل غير مبرر.

كما يدعو الباحث، أيضاً، الشركات التي تعمل في قطاع معين إلى توحيد القيمة الاسمية للسهم بما قد يساعد على تحقيق فرض المدى المفضل للتعامل على السهم. ويمكن للشركة التي ترغب في تحسين سيولة أسهمها توزيع أسهم مجانية من أرباح حقيقية أو زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب العام بالقيمة الاسمية وعلاوة الإصدار.

ويوصى الباحث بضرورة تنمية وعي المتعاملين في سوق الأسهم بأهمية الفصل بين مسببات ارتفاع القيمة السوقية للسهم بعد التجزئة (كالإعلان عن توزيعات نقدية أو تحقيق أرباح أو غير ذلك) وحدث التجزئة بما يساهم في وضوح رؤية وسلامة إدراك المستثمر لحدث التجزئة.

كما يوصى الباحث في النهاية، بالحاجة إلى مزيد من بحوث دراسة حدث التجزئة في سوق الأوراق المالية المصري لتوفير مزيد من الأدلة بشأن استجابة سوق الأوراق المالية لحدث التجزئة ولقرارات الهيئة العامة لسوق المال بشأن ضوابط (حوكمة) حدث التجزئة.

مراجع البحث

- أ.د/ السيد أحمد السقا. ١٩٩٧. المراجعة الداخلية : الجوانب المالية والتشغيلية. الجمعية السعودية للمحاسبة.
- الهيئة العامة لسوق المال. ٢٠٠٧. تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المساهمة، ما لها وما عليها. دليل الهيئة للتجزئة.
- أيمن كمال عبد القادر. ٢٠٠٥. أثر تجزئة الأسهم على القيمة السوقية وحجم التداول للأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة القاهرة.
- أ.د/ زكريا محمد الصادق إسماعيل. ١٩٩٠. تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في البورصة: دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالإسكندرية. مجلة التجارة والتمويل - كلية التجارة - جامعة طنطا. العدد الثاني: ٩-٥٤.

- Angel, J., 1997. Tick Size, Share Prices, and Stock Splits. Journal of Finance 52: 655-81.
- Asquith, O., P. Healy, and K. Palepu. 1989. Earning and Stock Splits. Accounting Review (July): 387-403.
- Baker, H.K., and P.L. Gallagher. 1980. Management's View of Stock Splits. Financial Management 9: 73-7.
- Brennan, M.J., and T.E. Copeland. 1988. Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs. Journal of Financial Economics 22: 83-101.
- -----, and P.J. Hughes. 1991. Stock Prices and the Supply of Information. Journal of Finance 46: 1665-91.
- Byun, J., and M.S. Rözeff. 2003. Long-Run Performance after Stock Splits: 1927-1996. Journal of Finance 58: 1063-1085.

- Coffin, W.F. 2003. Using Stock Dividends and Stock Splits to Lower the Cost of Capital and Improve Small-Cap Liquidity. Available at: [http:// www.ccgir.com / Ir Strategy Series/ Stock Splits/pdf](http://www.ccgir.com/Ir Strategy Series/Stock Splits/pdf)
- Conroy, R.; R. Harris, and B. Benet. 1990. The Effects of Stock Splits on Bid-Ask Spreads. *Journal of Finance* 65: 1285-95.
- Copeland, T.E. 1979. Liquidity Changes Following Stock Splits. *Journal of Finance* 34: 115-41.
- David, A. 1987. A Note on the Behavior of Stock Returns Around Ex-Dates of Stock Distributions. *Journal of Finance* 42: 163-68.
- Dennis, P. 2003. Stock Splits and Liquidity: The Case of the Nasdaq- 100 Index Tracking Stock. Available at: <http://www.Yahoo.com/Stock Splits/Liquidity/pdf>.
- Desai, A.S.; M. Nimalendran; and S. Venkataraman. 1998. Changes in Trading Activity Following Stock Splits and Their Effect on Volatility and the Adverse Information Component of the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Research* 11: 159-83.
- Dyckman, T.R.; C.J. Davis; and R.E. Dukes. 2001. *Intermediate Accounting*. Fifth Edition, Mc Graw-Hill Companies, Inc.
- Easley, D.; M. O Hara; and G. Saar. 2001. How Stock Splits Affect Trading: A microstructure Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36: 25-51.
- Fama, E.F.; L. Fisher; M. Jensen; and R. Roll. 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review* 10: 1-21.
- Ferris, S.P.; C.Y. Hwang; and A. Sarin. 1995. A Microstructure Examination of Trading Activity Following Stock Dividends. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 5: 27-41.
- Goyenko, R.Y.; C.W. Holden, and A.D. Ukhov. 2006. Do Stock Splits Improve Liquidity?. Available at: <http://www.Yahoo.com/Stock Splits/Liquidity/pdf>.
- Grinblatt, M.S.; R.W. Masulis; and S. Titman. 1984. The Evaluation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics* 13: 461-90.

- Hausman ,W.H.; R.R. West; and J.A. Largay. 1971. Stock Splits, Price Changes and Trading Profits: A Synthesis. *Journal of Business* (January): 69-77.
- Huang,G.; K. Liano; and P. Ming-Shiun. 2002. Do Stock Splits Signal Future Profitability?.(May): 1-34. Available at: <http://www.Yahoo.com/StockSplits/Profitability/pdf>.
- Ikenberry, D.L., and S. Ramnath. 2002. Under-reaction to Self-Selected News Events: The Case of Stock Split. *Review of Financial Studies* 15: 489-526.
- -----; G. Rankine; and E. Stice. 1996. What Do Stock Splits Really Signal?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 357-75.
- Kadapakkam, P.; S. Krishnamurthy; and Y. Tse. 2005. Stock Splits, Broker Promotion, and Decimalization. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40(4): 873-95.
- Kamara,A., and J. Koski. 2001. Volatility, Autocorrelations, and Trading Activity after Stock Splits. *Journal of Financial Markets* 4: 163-84.
- Koski, J. 1998. Measurement Effects and the Variance of Returns after Stock Splits and Stock Dividends. *Review of Financial Studies* 11: 143-62.
- Lakonishok, J., and Lev. 1987. Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When. *Journal of Finance* 62: 913-32.
- Lamoureux, C., and P. Poon. 1987. The Market Reaction to Splits. *Journal of Finance* 62: 1347-70.
- Larson, K.D., and B. Chiappetta. 1996. Fundamental Accounting.Irwin, A Times Mirror Higher Education Group, Inc.:531,552
- Leung, T.Y.; O.M. Rui; and S.S. Wang. 2005. Do Stock Splits Really Signal?. Available at: <http://www.Yahoo.com/Stock Splits/Profitability/pdf>.
- Lipson, M.L. 1999. Stock Splits, Liquidity and Limit Orders. Available at: <http://www.Yahoo.com/Stock Splits/Liquidity/pdf>.and mlipson@uga.edu.
- Mac Kinaly, C. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economics Literature* 35: 13-39.

- Mason, R.D.; D.A. Lind; and W.G. Marchal. 1999. *Statistical Techniques in Business and Economics*. Mc Graw-Hill Companies, Inc.
- Mc Nichols, M., and A. Dravid. 1990. Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling. *Journal of Finance* 45: 857-79.
- Meigs, R.F.; M.A. Meigs; M. Bettner; and R. Whittington. 1996. *Accounting: The Basis for Business Decisions*. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Mukherji, S.; Y. Kim; and M. Walker. 1997. The Effect of Stock Splits on the Ownership Structure of Firms. *Journal of Corporate Finance* 3: 167-88.
- Muscarella, C., and M. Vetsuypens. 1996. Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR Sole-Splits. *Journal of Financial Economics* 42: 3-26.
- Ohlson, J., and S. Penman. 1985. Volatility Increases Subsequent to Stock Splits: An Empirical Aberration. *Journal of Financial Economics* 14: 251-66.
- Pilotte, E., and T. Manuel. 1996. The Market Response to Recurring Events. The Case of Stock Splits. *Journal of Financial Economics* 41: 111-127.
- Powell, G.E., and H.K. Baker. 1993. The Effects of Stock Splits on the Ownership Mix of a Firm. *Review of Financial Economics* 3: 70-88.
- Schultz, P. 2000. Stock Splits, Tick Size and Sponsorship. *Journal of Finance* 55: 429-50.

ملحق (١) عينة الدراسة^١

معامل التجزئة	القطاع	وحدات العينة
		<u>عينة الرقابة:</u>
١:١٠	الأغذية والمشروبات.	وحدة المعاينة الأولى.
١:٢٠	الملابس والمنسوجات.	وحدة المعاينة الثانية.
١:١٠	النشاطات الترفيهية.	وحدة المعاينة الثالثة.
١:٥	الملابس والمنسوجات.	وحدة المعاينة الرابعة.
١:٢	الشركات القابضة.	وحدة المعاينة الخامسة.
١:٢,٥	مواد البناء والإتشاء.	وحدة المعاينة السادسة.
		<u>عينة التجربة:</u>
١:٥	الاتصالات.	وحدة المعاينة السابعة.
١:٢	مواد البناء والإتشاء.	وحدة المعاينة الثامنة.
١:٥	الغاز والتعدين.	وحدة المعاينة التاسعة.
١:١٠	الإسكان والعقارات.	وحدة المعاينة العاشرة.
١:٥	الإسكان والعقارات.	وحدة المعاينة الحادية عشر.
١:٥	الإسكان والعقارات.	وحدة المعاينة الثانية عشر.
١:٢	الأغذية والمشروبات.	وحدة المعاينة الثالثة عشر.
١:٤	مواد البناء والإتشاء.	وحدة المعاينة الرابعة عشر.
١:٥	الإسكان والعقارات.	وحدة المعاينة الخامسة عشر.

١ لمزيد من المعلومات عن وحدات العينة يمكن الاتصال بالباحث أو الرجوع لموقع البورصة

الإلكترونى التالى: www.egyptse.com.

ملحق (٢)

معادلات الاتجاه العام لشركات العينة

$$Y_i = a + bt$$

Where:

Y_i is the projected Stock Price of the unit sample(i) for a selected value of t.

a is the Y -intercept. It is the estimated value of Y when $t = 0$.

b is the slope of the line , or the average change in Y for each change of one unit in t.

t is any value of time that is selected(day).

Thus:

$$Y_1 = 33.8279 + 2.67078t.$$

$$Y_2 = 147.3886 - 0.77629t.$$

$$Y_3 = 98.297 + 3.79697t.$$

$$Y_4 = 9.993 + 0.10757t.$$

$$Y_5 = 34.907 + 0.0327t.$$

$$Y_6 = 39.7526 - 0.05788t.$$

$$Y_7 = 410.905 - 1.3944t.$$

$$Y_8 = 42.133 - 0.1117t.$$

$$Y_9 = 117.541 - 1.1293t.$$

$$Y_{10} = 73.938 + 2.152t.$$

$$Y_{11} = 13.731 + 1.8409t.$$

$$Y_{12} = 265.053 + 2.0889t.$$

$$Y_{13} = 75.5734 + 0.32247t.$$

$$Y_{14} = 41.4981 + 0.87662t.$$

$$Y_{15} = 71.1575 + 0.33287t.$$

ملحق (٣) نتائج اختبار One-Sample T-Test

(متوسط العوائد غير العادية للأسهم بعد التجزئة)

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
X1	21	-32.1840	40.0553	8.7408
X2	21	-15.9236	7.7120	1.6829
X3	21	-52.4793	10.8366	2.3647
X4	21	-.6905	1.6905	.3689
X5	21	5.5769	1.3595	.2967
X6	21	2.3731	2.4589	.5366
X7	21	11.9862	10.3600	2.2607
X8	21	1.1995	3.7178	.8113
X9	21	19.0816	11.1926	2.4424
X10	21	119.8500	53.2785	11.6263
X.11	21	5.1671	8.5594	1.8678
X.12	21	-11.5213	23.7941	5.1923
X.13	21	-2.1181	.9522	.2078
X.14	21	-.3400	2.9784	.6499
X.15	21	3.3635	5.9173	1.2913

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
X1	-3.682	20	.001	-32.1840	-50.4169	-13.9510
X2	-9.462	20	.000	-15.9236	-19.4341	-12.4132
X3	-22.192	20	.000	-52.4793	-57.4120	-47.5465
X4	-1.872	20	.076	-.6905	-1.4600	7.898E-02
X5	18.799	20	.000	5.5769	4.9581	6.1957
X6	4.423	20	.000	2.3731	1.2538	3.4924
X7	5.302	20	.000	11.9862	7.2703	16.7020
X8	1.479	20	.155	1.1995	-.4928	2.8919
X9	7.813	20	.000	19.0816	13.9868	24.1764
X10	10.309	20	.000	119.8500	95.5979	144.1021
X.11	2.766	20	.012	5.1671	1.2710	9.0633
X.12	-2.219	20	.038	-11.5213	-22.3522	-.6904
X.13	-10.193	20	.000	-2.1181	-2.5515	-1.6846
X.14	-.523	20	.607	-.3400	-1.6957	1.0158
X.15	2.605	20	.017	3.3635	.6700	6.0571

ملحق (٤) نتائج اختبار Paired-Sample T-Test

(متوسطات أسعار الأسهم)

T-Test

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 Z1 - Z2	70.5102	6	54.5701	22.2781
1 Z2	83.9375	6	63.5603	25.9484
Pair Z3 - Z4	129.0344	9	125.9414	41.9805
2 Z4	155.6494	9	121.6894	40.5631

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 Z1 & Z2	6	.994	.000
Pair 2 Z3 & Z4	9	.896	.001

Paired Samples Test

	Paired Differences		95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Lower	Upper			
Pair 1 Z1 - Z2	-13.4273	10.9931	-24.9638	-1.8907	-2.992	5	.030
Pair 2 Z3 - Z4	-26.6150	56.6454	-70.1565	16.9265	-1.410	8	.196

T-Test

ملحق (٥) نتائج اختبار Paired-Sample T-Test
(حجم التداول على مستوى وحدة المعاينة)

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	V11	27385.429	21	33901.9477	7398.0115
	V12	38828.714	21	65592.2135	14313.394
Pair 2	V21	131486.38	21	71481.2032	15598.477
	V22	128518.90	21	41864.3761	9135.5553
Pair 3	V31	435193.10	21	228691.9917	49904.684
	V32	416413.29	21	181155.1050	39531.285
Pair 4	V41	160830.71	21	75603.9685	16498.139
	V42	281929.05	21	137116.8119	29921.341
Pair 5	V51	201646.43	21	73003.6802	15930.709
	V52	672406.33	21	179550.8397	39181.205
Pair 6	V61	583.6190	21	566.5830	123.6385
	V62	2982.6190	21	4091.0803	892.7469
Pair 7	V71	134566.86	21	63493.5391	13855.426
	V72	167853.90	21	185469.2127	40472.700
Pair 8	V81	486680.05	21	184502.3786	40261.720
	V82	500554.81	21	295108.1693	64397.882
Pair 9	V91	462054.38	21	176548.2780	38525.993
	V92	376412.86	21	169798.0751	37052.978
Pair 10	V101	10027.429	21	6097.4600	1330.5749
	V102	33664.286	21	49674.9667	10839.966
Pair 11	V111	123064.62	21	98454.5270	21484.539
	V112	157185.43	21	17734.7015	3870.0291
Pair 12	V121	110090.43	21	59870.9033	13064.902
	V122	234142.76	21	128091.6449	27951.889
Pair 13	V131	26551.905	21	14087.1683	3074.0721
	V132	49953.810	21	20460.9099	4464.9366
Pair 14	V141	24977.762	21	15712.1356	3428.6691
	V142	49713.857	21	10389.6051	2267.1977
Pair 15	V151	5269.8095	21	4671.7834	1019.4667
	V152	17503.524	21	18494.1970	4035.7647

ملحق (٦) نتائج اختبار T-Test لمتوسطات حجم العنصر

T-Test

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	159520.94	6	155742.2319	63581.500
1	256846.48	6	255823.0893	104439.34
Pair	153698.14	9	188604.7177	62868.239
2	176331.69	9	168269.6861	56089.895

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1	6	.674	.142
Pair 2	9	.962	.000

Paired Samples Test

	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper			
Pair 1	-97325.54	189707.3109	77447.685	-296411.2	101760.07	-1.257	5	.264
Pair 2	-22633.55	52968.8641	17656.288	-63349.03	18081.919	-1.282	8	.236