

## أثر شهر يناير وعقوده الثلاث واليوم على سعر تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

نور الدين أبو الرب

### تلخيص:

هدفت الدراسة إلى التحقق من أثر شهر يناير وعقوده الثلاث وأثر اليوم على سعر تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، تم استخدام البيانات المالية للفترة 2002-1-1 ولغاية 2010-1-1. ومن أجل فحص فرضيات الدراسة تم استخدام تحليل التباين الأحادي (ANOVA) وشيفي للمقارنات البعدية (Post Hoc ANOVA) وقد تبين وجود اثر ايجابي لشهر يناير على سعر أسهم الشركات، ولكن بدون دلالة إحصائية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود اختلاف ذو دلالة إحصائية في عوائد أسهم الشركات خلال شهر يناير تبعاً لمتغير القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات، كما توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في الثلث الأخير من شهر يناير كانت الأعلى مقارنة بالثلث الأول والثاني من الشهر، كما توصلت الدراسة إلى أن أسعار التداول كانت الأعلى في يوم الخميس منها في بقية الأيام ولكن بدون دلالة إحصائية. استخدمت الدراسة معادلة الانحدار الخطي المتعدد لفحص تأثير المتغيرات المستقلة في تفسير التباين في أسعار التداول، وتبين أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر ما نسبته 18% من التباين في أسعار الأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

### مقدمة:

إن الدول تسعى جاهدة إلى التطور والنمو في مختلف المجالات لمواجهة التحديات في عصر يسوده التقدم التكنولوجي بهدف تحقيق الرخاء الاقتصادي. وفي ظل هذه المعطيات فإن الدول تعمل على تطوير الأسواق المالية. فكفاءة هذه الأسواق تساعد وتعزز العوامل الأساسية، لجذب رأس المال الأجنبي، واستغلال رأس المال المحلي، وهذا يتطلب توفير بيئة استثمارية سليمة، وخلق تنمية واستقرار اقتصادي من خلال سن القوانين، والتشريعات التي تسهل عمل المستثمرين وبخاصة في الأسواق المالية التي تعمل على التقاء الفوائض المالية التي تحتاج إليها القطاعات الاقتصادية المختلفة.

وينعكس تطور الأسواق المالية وكفاءتها على الأدوات المالية المتداولة بالسوق، وتعتبر الأسهم العادية من أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق المال في دول الشرق الأوسط، بل تكاد تكون الأداة الوحيدة في معظم أسواق المال في الدول العربية. وحركة التداول وتقلب أسعار الأسهم في الأسواق المالية صعوداً وهبوطاً يعكس الأوضاع الاقتصادية داخل البلد من جهة وتحدد درجة كفاءة السوق المالي وفقاً لفرضية كفاءة السوق من جهة أخرى (Fama, 1970). وقد اتصفت أسعار الأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2008 بالتغير الكبير بالأسعار (أبو شربة، 2009). وغالباً ما يعكس ارتفاع سعر السهم حالة الرواج والانتعاش الاقتصادي في داخل البلد والعكس صحيح. وأسعار الأسهم داخل الأسواق المالية تتحدد بناءً على مجموعة من العوامل، منها العوامل الداخلية والخارجية، والعوامل الداخلية عبارة عن متغيرات خاصة بالشركة المصدرة للسهم، مثل أداء الشركة، والتدفقات النقدية المتوقعة للشركة، وسمعة الشركة..... الخ من المتغيرات التي تستطيع الشركة ان تؤثر بها وتطورها. ولكن هناك عوامل خارجية ولا تستطيع الشركة ان تؤثر بها أو تسيطر عليها، مثل مزاجية المتعاملين، أو القوة الشرائية لديهم، أو قد تكون خاصة بإدارة السوق المالي مثل التشريعات والقوانين. وتسعى الشركات والمتعاملين، وإدارة السوق إلى محاولة تحديد كافة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم والتداول. وقد حدد علم التمويل هذه العوامل بالعوامل الكمية أي التي يمكن قياسها رياضياً وعوامل أخرى لا يمكن قياسها حسابياً وتسمى بالعوامل النوعية.

#### التعريفات الإجرائية:

في هذا القسم تعرف الدراسة المصطلحات المستخدمة فيها كتعريفات إجرائية حول ظاهرة تقلبات أسعار الأسهم. حيث يتم في هذه الدراسة تعريف شذوذ الأسهم (شذوذ الأسعار وعائداتها) (Anomalies) على انه خروج أسعار الأسهم وعائداتها عن النمط المألوف (شذوذها عن السياق) نتيجة توقيت قرارات الاستثمار في نقاط زمنية معينة عبر التقويم الميلادي. وتوصف هذه الحالات بمصطلحات مختلفة أخرى في الأدبيات المالية مثل: تأثير التقويم الميلادي (Calendar Effects)، والتأثير الموسمي (Seasonal Effects). أما النقاط الزمنية التي يحدث فيها مثل هذا الشذوذ فتأخذ أشكالاً مختلفة من توقيت قرار الاستثمار على النحو التالي:

(أ): تأثير شذوذ يوم في الأسبوع (Day-of-the-week effect): هو يوم الأسبوع الذي تختلف فيه أسعار وعائدات الأسهم بشكل هام عن بقية أيام الأسبوع.

(ب): تأثير شذوذ شهر في السنة (Month Effect or January Effect): هو شهر معين (في الغالب "يناير" كانون الثاني) من السنة تختلف فيه أسعار وعائدات الأسهم بشكل هام عن بقية أشهر السنة.

(ج): تأثير منعطف كل شهر في السنة (Turn-of-the month): هو نهاية الشهر في السنة وبداية الشهر الذي يليه من السنة تختلف فيهما أسعار وعائدات الأسهم بشكل هام عن بقية أيام أشهر السنة.

### أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذه الدراسة في كونها من الدراسات النوعية التي حاولت أن تقدم للمهتمين من مستثمرين وأكاديميين، وإداريين نموذج كمي لقياس بعض المتغيرات التي تؤثر على سعر أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتزداد أهمية هذه الدراسة كونها استخدمت متغيرات تستخدم في الأسواق المالية العالمية، والإقليمية ولها تأثير في معظم تلك الأسواق على عوائد الأسهم، وتستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة. من هنا فإن الباحث حاول ان يحدد مدى تأثير هذه المتغيرات على سعر الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبخاصة ان سوق فلسطين للأوراق المالية يعتبر من الأسواق ضعيفة الأداء (Zoa'rob, 2005) وبالتالي فإن المستثمر بأمس الحاجة لمعرفة المتغيرات التي تؤثر على القرار الشرائي في ظل الظروف التي عمل بها سوق فلسطين للأوراق المالية.

لذلك فإنه يتوقع من نتائج هذه الدراسة معرفة اثر متغير الفترة الزمنية (Calendar effect) وبالتحديد شهر يناير، والأيام على سعر التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبالتالي إمكانية بناء تصور واضح للمستثمرين والشركات وإدارة السوق بما يتناسب مع ذلك حول هذا الموضوع المحدد.

## أهداف الدراسة:

سعت الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- التعرف إلى أثر التداول خلال شهر يناير والأيام على القيمة السوقية لأسهم الشركات في الأسواق المالية العالمية والإقليمية من خلال مراجعة الدراسات السابقة.
- معرفة أثر التداول في شهر يناير على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- معرفة أثر اليوم على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- معرفة أثر متغيرات اليوم والشهر والقطاعات الاقتصادية المختلفة على سعر التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية.

## مشكلة الدراسة:

من خلال عمل الباحث، ومتابعته للخدمات التي تقدمها شركات الوساطة المالية في الأسواق المتقدمة. يلاحظ بأنهم يقدمون خدمات متعددة للمستثمرين بما فيها التنبؤ بأسعار الأسهم، مستخدمين كافة المتغيرات التي لها علاقة بالتسعير، والتنبؤ بالأسعار المستقبلية، ورغم حاجة السوق الفلسطيني لاستقطاب المستثمرين وتشجيعهم للشراء من سوق فلسطين للأوراق المالية، لتوفير التمويل للشركات الفلسطينية، فإن المعلومات ما زالت لا تتوفر لكافة المستثمرين بالوقت نفسه ولا يوجد بعلم الباحث دراسات كافية تغطي كافة المتغيرات التي لها علاقة بالتنبؤ بسعر أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين، رغم توفر دراسات متعددة عالمياً حول هذا الموضوع، من هنا ظهرت مشكلة الدراسة، والمتمثلة بالسؤال الرئيس التالي:

هل لشهر يناير واليوم أثر على سعر سهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

### فرضيات الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والتوصل للإجابة على السؤال الرئيس، تم صياغة الفرضيات الآتية:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha = 0.05$ ) في سعر التداول تعزى لمتغير شهر يناير وبقية الأشهر.

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha = 0.05$ ) في سعر التداول في شهر يناير تعزى لمتغيرات كل من (خدمات، صناعة، استثمار، بنوك).

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha = 0.05$ ) في سعر التداول خلال أشهر السنة تعزى لمتغير (الثلاث الأول، الثلاث الثاني، الثلاث الأخير) من الشهر.

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha = 0.05$ ) في سعر التداول في شهر يناير تعزى لمتغير (الثلاث الأول، الثلاث الثاني، الثلاث الأخير).

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha = 0.05$ ) في سعر التداول تعزى لمتغير أيام الأسبوع.

### حدود الدراسة:

التزم الباحث أثناء إجراء البحث بالمحددات الآتية:

1- المحدد المكاني: أجريت الدراسة على كافة الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، واستخدم المؤشر العام للسوق كمقياس لمعدل العائد.

2- المحدد الزمني: الفترة الزمنية الواقعة بين 1-1-2002 ولغاية 1-1-2010.

### الدراسات السابقة:

يوجد الكثير من الدراسات التي أجريت وناقشت موضوع اثر التداول في شهر يناير على سعر الأسهم، وتوصلت العديد من الدراسات إلى وجود اختلاف في أسعار التداول بين شهر يناير وبقية الأشهر، وكذلك اختلاف في أسعار التداول تعزى لليوم وصنفت الدراسات الأيام إلى السيئ والجيد

بالنسبة للأسعار، وكذلك هناك العديد من الأبحاث التي حاولت أن تقيس أثر الفترة الزمنية خلال الأشهر على سعر التداول، ومن بينها :

لقد بحثت دراسة كل من (Rozeff & Kinney, 1976) ودراسة (Branch, 1977) في عائد الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية ، وبشكل عام توصلت هذه الدراسات إلى وجود اختلاف في العوائد بين شهر يناير وبقية الأشهر وان العائد في شهر يناير أعلى منه في بقية الأشهر، وقد استخدمت هذه الدراسات مؤشر نيويورك من عام 1904 ولغاية عام 1974 .

أما دراسة (Keim, 1983) فقد أظهرت أن تأثير التداول بشهر يناير يكون تأثيره أكبر على سعر أسهم الشركات الصغيرة مقارنة بسعر أسهم الشركات الكبيرة، كما أشارت هذه الدراسة أن هذا التأثير يظهر أكثر في الأيام الأولى من شهر يناير.

وهناك العديد من الدراسات التي توصلت إلى تأثير شهر يناير على سعر أسهم الشركات وبمقدار أكثر مما تم التوصل إليه في الأسواق الأمريكية ومن هذه الدراسات: (Officer, 1975) حول أثر التداول على سعر الأسهم في استراليا. ودراسة (Aggarawal, 1990) حول عوائد الأسهم في السوق الياباني. ودراسة (Barone, 1990) بما يتعلق بأثر شهر يناير على أسعار أدوات الملكية في السوق الايطالي. ودراسة (Lewis, 1990) حول أدوات الملكية في السوق البريطاني وعلاقة شهر يناير على السعر.

أما دراسة (Gultekin & Gultekin, 1983) فتعتبر من أوسع الدراسات لأنها حاولت قياس اثر شهر يناير على سعر التداول في سبعة عشرة دولة صناعية وقد توصلت الدراسة إلى وجود عائد غير عادي في شهر يناير في معظم الدول التي شملتها الدراسة وبالتحديد (استراليا، بلجيكا ، كندا، الدنمرك، ألمانيا، اليابان، هولندا، النرويج، اسبانيا، السويد، سويسرا).

ومن الدراسات الهامة التي بحثت اثر شهر يناير بما يتعلق بالأسواق الناشئة وخاصة سوق الأسهم في سينغافورا دراسة (Wong & Ho, 1986) وقد توصلت الدراسة إلى وجود فروق واضحة ودالة بين العائد اليومي للأسهم في شهر يناير بشكل أعلى منه في بقية الأشهر للفترة الزمنية الواقعة بين 1975-1984 ، ومن الدراسات الأخرى التي توصلت إلى نفس النتيجة في سوق سنغافورا ، دراسة (Agarwal & Rivoli, 1989) ولكن يوجد دراسات حديثة أجريت على الأسهم في السوق

السينغافوري وتوصلت إلى نتيجة مغايرة ومن أهمها دراسة (Wong & else, 2006) والتي كانت تهدف إلى معرفة اثر شهر يناير وأيام الأسبوع واليوم الأخير وأول ثلاثة أيام من الشهر على مؤشر أسعار الأسهم في سوق سينغافور للفترة 1993-2005 وقد توصلت الدراسة إلى اختفاء التأثير لهذه المتغيرات خلال هذه الفترة . وأشارت الدراسة إلى تأثير ذلك على سلوك المستثمر في سوق المال السينغافوري وذلك على كفاءة السوق.

وتوصلت دراسة (Raj & Thurston, 1994) بأنه يوجد أثر واضح لشهر يناير على سعر الأسهم في سوق نيوزيلندا، وكذلك توصلت دراسة (Hasan & Raj, 2001) إلى نفس النتيجة باستخدامهم أسعار الأسهم في سوق نيوزيلندا للفترة الزمنية الواقعة بين عام 1983-1993 .

من جهة أخرى يوجد هناك دراسات عديدة توصلت إلى أن عوائد الشركات الصغيرة الحجم هي الأكثر استفادة من التداول خلال شهر يناير مثل دراسة (Berges & McConnell, 1984) والتي حللت سوق الأسهم في كندا من سنة 1973-1980 وتوصلت الدراسة إلى أن المحافظ الاستثمارية في أسهم الشركات صغيرة الحجم حققت متوسط عائد لشهر يناير على المحفظة 8.15% . وبقية الأشهر بمعدل عائد 1.13% فقط. وقارنت الدراسة عوائد المحافظ في الشركات الكبيرة خلال شهر يناير وكان متوسط معدل العائد خلال شهر يناير للشركات الكبيرة 5.4% ومتوسط العائد لنفس المحفظة خلال أشهر بقية السنة 0.83%.

وكذلك بالنسبة لدراسة (Reyes, 2001) أجريت هذه الدراسة على سوق الأسهم في طوكيو وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود اختلاف بين عوائد الشركات في شهر يناير وبقية الأشهر ، ولكن كان تأثير شهر يناير على الشركات الصغيرة اكثر من التأثير للشركات المتوسطة وكبيرة الحجم.

وقد حاولت دراسة (Raj & Kumari, 2006) إيجاد تأثير التداول في شهر يناير على أسعار الأسهم في سوق بومباي، وكذلك على السوق الوطني للأوراق المالية في الهند الا ان الدراسة توصلت في النهاية لعدم وجود أي اثر لشهر يناير، ووجدت الدراسة وجود اثر لشهر آذار.

أما دراسة (Ong, 2006). فقد توصلت إلى وجود اختلاف بالعوائد في السوق الصيني تعزى لفصول السنة، ولكن لا يوجد أثر لشهر يناير على أسعار الأسهم. وقد توافقت هذه الدراسة مع

دراسة كل من (Gao &Kling, 2005) ودراسة (Zhang & Sun, 2003) حيث توصلت هذه الدراسات إلى عدم وجود اثر لشهر يناير على أسعار الأسهم في سوق الصين للأوراق المالية.

هناك دراسات بحثت بتأثير الفترة الزمنية من الشهر على عوائد الأسهم ولكن بنظرة اختلفت عن الدراسات السابقة، واستخدمت ما يعرف ب (Turn -of-the-month effect) ويعرف هذا المصطلح بالعوائد غير الطبيعية التي يتم تحقيقها بالفترة الزمنية الواقعة بين آخر يوم تداول من الشهر، والأيام الثلاثة الأولى من الشهر الذي يلي ذلك الشهر. وقد استخدمت دراسة (Lakonishok & Smidt, 1988) مؤشر Dow Jones الصناعي للفترة الزمنية 1897-1986 وقد وجدت الدراسة ان عوائد الأسهم خلال ما يعرف ب Turn -of-the-month كان أعلى بثمانية أضعاف عن الأيام الأخرى من الشهر.

ومتابعة لمثل هذه الدراسات كانت دراسة (Cadbsy & Ranter, 1992) التي توصلت إلى وجود اثر واضح للعائد خلال اليوم الأخير من الشهر وأول ثلاثة أيام من الشهر الذي يلي (-of-Turn the-month) في كل من استراليا وكندا وسويسرا والمملكة المتحدة وألمانيا. ووجدت الدراسة أيضا انه لا يوجد تأثير في كل من فرنسا وهونج كونج وايطاليا واليابان.

أما في سينغافور فكانت دراسة (Tan & Wong, 1996) التي توصلت إلى وجود دلالة في الفروق بين العائد خلال اليوم الأخير من التداول في الشهر والثلاثة أيام الأولى من الشهر الذي يليه (Turn -of-the-month) بفارق واضح في العائد في هذه الأيام عن الأيام الأخرى من الشهر.

أما دراسة (khoury, 2000) فقد ركزت على النظر إلى سوق عمان للأوراق المالية من وجهة نظر مديري المحافظ الاستثمارية، وقد خصص جزء من هذه الدراسة للمقارنة بين سوق عمان للأوراق المالية والأسواق الغربية بما يتعلق بتأثير الفترات الزمنية المختلفة على العائد. وقد استخدمت الدراسة سعر الإغلاق اليومي للمؤشر خلال الفترة 1987-1995. وتوصلت الدراسة لعدم وجود فرق ذو دلالة إحصائية لأثر شهر يناير، أو الأعياد على سعر التداول. وتطابقت نتائج الدراسة مع دراسة (Maghayereh, 2003). والتي توصلت إلى عدم وجود تأثير لشهر يناير على سوق الأسهم في الأردن.



وقد هدفت دراسة (Coutts & Sheikh, 2002). إلى التحقق من اثر عطلة نهاية الأسبوع وشهر يناير على مؤشر الذهب في السوق المالي في جوهانسبورج خلال الفترة الواقعة بين عام 1987-1997 وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للفترة الزمنية على المؤشر. وعزت الدراسة ذلك لخصوصية هيكلية تركيبة السوق المالي في جوهانسبورج وايضا للتكوين الكليل في بناء مؤشر الذهب في العالم، وهكذا فقد اختلفت نتائج هذه الدراسة عن نتائج الدراسات في الأسواق المالية العالمية. وسعت دراسة (Fountas & Segerdakis, 2002). إلى فحص الآثار الموسمية على عوائد الأسهم خلال الفترة الزمنية الواقعة بين 1987-1995 مستخدمة العوائد الشهرية للأسهم في ثمانية عشر دولة تتصف بأسواقها بالأسواق الناشئة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ضعيف لشهر يناير على العوائد في هذه الأسواق.

أما دراسة (Aly and else, 2004). والتي هدفت لبحث درجة كفاءة السوق المصري كسوق من الأسواق الناشئة باستخدام متغير أيام الأسبوع على التداول، فقد أشارت نتائج الدراسة بان العائد في يوم الاثنين في السوق المصري كان ايجابياً بالمتوسط . ولكنه ليس دال إحصائياً مقارنة ببقية أيام الأسبوع. وعزت الدراسة ذلك إلى محدودية عدد الأسهم المتداولة في سوق المال المصري مقارنة بالأسواق الناشئة.

#### إجراءات الدراسة:

##### ▪ منهج الدراسة:

إن منهج الدراسة يستند إلى البحث عن بعض العوامل الكمية التي قد يكون لها تأثير على أسعار الأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث اعتمدت الدراسة على سجلات سوق فلسطين للأوراق المالية للشركات المدرجة، واعتماداً على سجلات السوق لأسعار الأسهم من تاريخ 1-1-2002 ولغاية 1-1-2010 .

##### ▪ مجتمع الدراسة وعينتها:

اشتملت الدراسة على جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها 36 شركة، وتم تقسيم الشركات إلى أربع قطاعات اقتصادية هي (الصناعة، الخدمات، البنوك، الاستثمار).

▪ أداة الدراسة:

من أجل إعداد أداة الدراسة، قام الباحث بالتعاون مع قسم المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية بمراجعة السجلات والبيانات التاريخية منذ 1-1-2002 ولغاية 1-1-2010 وتم اعتماد أسعار الأسهم السوقية للشركات المدرجة، ولأغراض الدراسة تم اعتماد المؤشر العام لسوق فلسطين للأوراق المالية.

▪ إجراءات الدراسة:

تم استخدام t-test و Sheve وكذلك تحليل الانحدار، بمساعدة البرنامج الإحصائي SPSS للتحليل، والمعادلات المستخدمة في الفرضيات والتحليل كالتالي: الفرضية الصفرية: لا يوجد تأثير  $H_0 = \mu d = 0$ . حيث  $\mu d$  هي متوسط السعر لشهر يناير ومتوسط السعر لبقية الأشهر، وترفض الفرضية الصفرية " لا توجد فروق في السعر" اذا كانت الدالة الإحصائية أقل من (0.05) أو بمقارنة t

المحسوبة في المعادلة مع t من الجدول، والمعادلة هي:

$$T = \bar{d} - \mu d / (sd / n)$$

$$\text{حيث } 0 = \mu d \text{ و } di/n = \bar{d}$$

di الفرق في السعر

Sd= standard deviation

▪ نتائج الدراسة:

من خلال معالجة البيانات إحصائياً ظهرت نتائج الدراسة وهي على النحو التالي:

أولاً: النتائج المتعلقة بالفرضية الأولى والتي نصها:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05 بين سعر التداول في شهر

يناير وسعر التداول في بقية الأشهر.

الجدول (1): المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية واختبار (ت) تبعاً لمتغير الشهر

المجالات	الشهر 1	باقي الأشهر		درجة الحرية	ت	مستوى الدلالة
		الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي			
سعر التداول	349.04	108.29	302.93	966	6.311	*0.001

♦ ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05

يلاحظ من الجدول رقم (1) ان مستوى الدلالة (0.001) وهذا أقل من 0.05 ، أي يوجد اختلاف دال إحصائياً في سعر التداول بالنسبة للأشهر وبالتالي فإنه يتم رفض الفرضية الأولى للدراسة، كما يلاحظ من الجدول السابق ان سعر التداول في شهر يناير بلغ متوسطه الحسابي (349.04). وهو أعلى من سعر التداول في بقية الأشهر بمتوسط حسابي (302.93). وهذا يتطابق مع معظم الدراسات التي تم الإشارة إليها في الدراسات السابقة لهذه الدراسة حول عائد الأسهم في شهر يناير مقارنة بالعائد في بقية الأشهر في أسواق الأسهم العالمية. ولكن بفارق اقل في سوق فلسطين للأوراق المالية عنه في الأسواق المتقدمة. وتنسجم أيضاً الدراسة مع دراسة (عبد الكريم، 2007) التي أشارت إلى ارتفاع أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية بداية العام والبدء بالانخفاض خلال العام.

### ثانياً: النتائج المتعلقة بالفرضية الثانية والتي نصها:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة الفا = 0.05 بين سعر التداول في شهر يناير يعزى لمتغيرات كل من (خدمات، صناعة، استثمار، بنوك).  
الجدول (2): نتائج تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق الفردية تبعاً لمتغير القطاعات الاقتصادية للشركات المدرجة

المجالات	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	ف	مستوى الدلالة
سعر التداول	بين المجموعات	69397.051	3	23132.350	99.542	*0.001
	داخل المجموعات	59491.360	256	232.388		
	المجموع	128888.41	259			

### \* ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة الفا = 0.05

يلاحظ من الجدول رقم (2) بان مستوى الدلالة (0.001) وهو أقل من 0.05 لذلك فإنه يتم رفض الفرضية الثانية، وهذا يعني انه يوجد اختلاف دال إحصائياً في سعر التداول بالنسبة للقطاعات الاقتصادية المختلفة خلال شهر يناير: ولاختبار دلالة الفروق تم استخدام اختبار شيفيه للمقارنات البعدية كما هو موضح في الجدول رقم (3)

الجدول (3): نتائج اختبار شيفيه للمقارنات البعدية (Post Hoc Tests) تبعا لمتغير القطاعات الاقتصادية المختلفة :

القطاعات	الخدمات	الصناعة	الاستثمار	البنوك
الخدمات	-	(-11.60)	(12.26)	(-32.10)
الصناعة		-	(-23.85)	(-20.49)
الاستثمار			-	(-44.35)
البنوك				-

يتضح من الجدول السابق أن:

- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الخدمات والصناعة لصالح الصناعة حيث أن متوسط الحسابي للخدمات يقل بمقدار (11.60-) عن الصناعة .
- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الخدمات والاستثمار لصالح الخدمات حيث أن متوسط الحسابي للخدمات يزيد بمقدار (12.26) عن الاستثمار .
- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الخدمات والبنوك لصالح البنوك حيث أن متوسط الحسابي للخدمات يقل بمقدار (32.10-) عن البنوك .
- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الخدمات والبنوك لصالح البنوك حيث أن متوسط الحسابي للخدمات يقل بمقدار (32.10-) عن البنوك .
- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الصناعة والاستثمار لصالح الاستثمار حيث أن متوسط الحسابي للصناعة يقل بمقدار (23.85-) عن الاستثمار .
- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الصناعة والبنوك لصالح البنوك حيث أن متوسط الحسابي للصناعة يقل بمقدار (44.35-) عن البنوك .
- \* يوجد اختلاف في التداول في شهر يناير دال إحصائيا بين الاستثمار والبنوك لصالح البنوك حيث أن متوسط الحسابي للاستثمار يقل بمقدار (20.49-) عن البنوك .

### ثالثاً: النتائج المتعلقة بالفرضية الثالثة والتي نصها:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05 بين سعر التداول في الشهر (الثالث الأول، الثالث الثاني، الثالث الأخير).

الجدول (4) : نتائج تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق الفردية تبعاً لمتغير أجزاء الشهر

المجالات	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	ف	مستوى الدلالة
التداول	بين المجموعات	1043.382	2	521.691	0.139	0.870
	داخل المجموعات	3622781.586	965	3754.17		
	المجموع	3623824.968	967			

■ ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05

تظهر نتائج الجدول رقم (4) عدم وجود فرق دال إحصائياً في سعر التداول يعزى لأجزاء الشهر الثالث (الثالث الأول، الثالث الثاني، الثالث الأخير)، إلا أن الجدول السابق يظهر أن سعر التداول في الثالث الثاني من الشهر بلغ متوسطه الحسابي (307.86) أعلى من سعر التداول في الثالث (الأول والثالث) من الشهر بمتوسط حسابي (305.58)، (305.76) على الترتيب.

رابعاً: النتائج المتعلقة بالفرضية الرابعة والتي نصها:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05 بين سعر التداول في شهر يناير (الثالث الأول، الثالث الثاني، الثالث الأخير).

الجدول (5) : نتائج تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق الفردية تبعاً لتغير شهر يناير

المجالات	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	ف	مستوى الدلالة
التداول	بين المجموعات	112	2	56	0.005	0.995
	داخل المجموعات	844241	70	12060		
	المجموع	844353	72			

نقبل الفرضية لأن مستوى الدلالة (0.995) أكبر من 0.05، أي لا يوجد اختلاف دال إحصائياً في سعر التداول لشهر يناير سواء كان (الثالث الأول، الثالث الثاني، الثالث الأخير) ولكن نلاحظ من الجدول السابق أن: سعر التداول في الثالث الثالث من الشهر بلغ متوسطه الحسابي (350) أعلى من سعر التداول في الثالث (الأول والثاني) من الشهر بمتوسط (348) و (347) بالترتيب.

خامساً: النتائج المتعلقة بالفرضية الخامسة والتي نصها:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05 بين سعر التداول في أيام الأسبوع

الجدول (6): نتائج تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق الفردية تبعاً لتغير أيام الأسبوع

المجالات	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	ف	مستوى الدلالة
التداول	بين المجموعات	1434	4	358	0.095	*0.984
	داخل المجموعات	3622390	963	3761		
	المجموع	3623824	967			

\* ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن مستوى الدلالة (0.984) أكبر من 0.05، أي لا يوجد اختلاف دال إحصائياً في سعر التداول في أيام الأسبوع سواء كان (الأحد، الاثنين، الثلاثاء، الأربعاء، الخميس)، وبالتالي يتم قبول الفرضية، ألا أنه يلاحظ من الجدول السابق أن سعر التداول في يوم الخميس الذي بلغ متوسطه الحسابي (308) أعلى من سعر التداول في الأيام الأخرى (الأحد، الاثنين، الثلاثاء، الأربعاء) بمتوسط حسابي (307)، (306)، (304)، (305) على الترتيب.

سادساً: النتائج المتعلقة بالسؤال الرئيس للدراسة والذي نصه:

هل لشهر يناير واليوم أثر على سعر أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟  
لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ألفا = 0.05 في العوامل المستقلة (القطاعات الاقتصادية المختلفة، الشهر، اليوم) على سعر التداول لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

(القطاعات الاقتصادية المختلفة، الشهر، اليوم) متغير مستقل يؤثر في المتغير التابع (سعر التداول)

(القطاعات الاقتصادية المختلفة الشهر، اليوم) متغير مستقل يؤثر في المتغير التابع (التداول)

ولفحص الفرضية تم استخدام معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي :

$$y = a_1 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3$$

حيث أن  $y$  : تعني سعر التداول.

$x_1$  ،  $x_2$  ،  $x_3$  : تعني (القطاعات الاقتصادية المختلفة، الشهر، اليوم)

ولفحص الفرضية تم استخدام معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي :

$$y = a_1 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3$$

حيث ان  $y$  : تعني التداول.

$x_1$  ،  $x_2$  ،  $x_3$  : تعني (القطاعات الاقتصادية المختلفة، الشهر، اليوم)

(جدول 7): ملخص النموذج ( $R^2$ ) ونتائج تحليل تباين الانحدار

تقديرات الأخطاء المعيارية			$R^2$ المرجحة	$R^2$	R	النموذج
19.8893			.176	.176	.420(a)	1
مستوى الدلالة	ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مصدر التباين	
.000(a)	273.421.421	108160.713	3	324482.1	Regression	تباين المتغير (التابع)
		395.582	3836	151745	Residual	(تباين الخطأ)
			3839	1841936	Total	

يلاحظ من الجدول أعلاه الذي يفحص تأثير المتغيرات المستقلة (القطاعات الاقتصادية المختلفة،

الشهر، اليوم) على التداول، أن 18% من التباين في التداول يفسر من (القطاعات الاقتصادية

المختلفة، الشهر، اليوم).

وهذا التفسير للتباين في التداول ضئيل وهذا يعني أن هناك 82% من التباين يعود لعوامل أخرى

غير موجودة في الدراسة .

وبلاحظ أيضا من الجدول السابق انه هناك دلالة لتأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع وذلك لأن مستوى الدلالة (0.001) أقل من 0.05.

#### الجدول (8): يوضح قيمة T المحسوبة (المعاملات).

مستوى الدلالة	ت	المعاملات المعيارية	المعاملات غير المعيارية		النموذج
		beta	الأخطاء المعيارية	المعامل	
0.000	17.907		2.672	47.848	الثابت
0.000	28.544	0.418	0.287	8.194	المجموعة
0.019	-2.343	-0.034	1.278	-2.993	الشهر
0.846	0.195	0.003	0.228	0.044	اليوم

ومن الجدول أعلاه يتضح أن ثابت معادلة الانحدار أو ثابت التنبؤ يساوي  $a=47.848$ . ونلاحظ أن المتغيرات المستقلة (القطاعات الاقتصادية المختلفة والشهر) دال إحصائيا (0.001)، (0.019) أقل من 0.05 أي أن هذه المتغيرات أسهمت في تفسير التباين في التداول. بينما المتغير المستقل (اليوم) غير دال إحصائيا (0.846) أكبر من 0.05 أي أن هذا المتغير لم يسهم إلى حد ما في تفسير التباين في التداول.

#### ملخص لأهم النتائج :

بعد عرض التحليل الإحصائي للبيانات، فإنه يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة بالنقاط الآتية:

- 1- أشارت نتائج الدراسة إلى وجود اختلاف في سعر التداول بين شهر يناير وبقيّة الأشهر.
- 2- أظهرت نتائج الدراسة أن سعر التداول في شهر يناير أعلى من سعر التداول في بقية الأشهر.
- 3- توصلت الدراسة بأنه لا يوجد اختلاف ذو دلالة في سعر التداول يعزى لمتغير أجزاء الشهر، على العكس من شهر يناير حيث توصلت الدراسة إلى وجود اختلاف في سعر التداول في الثلث الأخير من شهر يناير حيث كان أعلى من الثلث الأول والثلث الثاني.



- 4- توصلت الدراسة إلى أن سعر التداول للقطاعات الاقتصادية الأربع المشار إليها في الدراسة كان مختلف بين القطاعات.
- 5- من أهم ما توصلت إليه الدراسة أن المتغيرات المستقلة للدراسة وهي (القطاعات الاقتصادية المختلفة والشهر واليوم) يؤثر ما نسبته 19% في سعر التداول.

#### التوصيات:

- 1- الاهتمام بشكل أكبر بإيصال المعلومات للمستثمرين بكافة الأوقات وبأقل التكاليف وبشكل متواصل.
- 2- زيادة اهتمام مجالس إدارة الشركات والمدراء العامين في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بالعوامل التي تؤثر على أسعار أسهم الشركات ومن ضمنها الأوقات الزمنية المختلفة من العام.
- 3- إلزام الشركات المساهمة العامة غير المدرجة في السوق المالي جنباً إلى جنب مع الشركات المدرجة بالامتثال لمتطلبات الإفصاح المالي طبقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRSs) التي تم تبنيها رسمياً في فلسطين ابتداءً من عام 2005.
- 4- زيادة الاهتمام بأيام التداول التي يلاحظ وجود فيها تباين بأسعار الأسهم ودراسة أسباب التباين لما لذلك فائدة للمستثمرين والمهتمين.
- 5- تحفيز مجالس إدارات الشركات المدرجة والمديرين التنفيذيين فيها على زيادة اهتمامهم بالعوامل الهامة والتي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم بما في ذلك أمزجة المستثمرين .

### المراجع العربية:

أبو شربة، ت. (2009). تقييم الإبلاغ المالي وممارسات الإفصاح للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية على ضوء المتطلبات القانونية المحلية ومعايير المحاسبة الدولية وتوقعات المستثمرين. أطروحة دكتوراه غير منشورة، عمان / الأردن: جامعة عمان العربية للدراسات العليا.

عبد الكريم، ن. (2007). تقييم تجربة الإدراج والإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية. ورقة عمل مقدمة للمنتدى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، رام الله (أيلول 2007) / فلسطين.

زعر، ح. (2005). اختبار الكفاءة التشغيلية لسوق فلسطين للأوراق المالية. ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي المنعقد في الجامعة الإسلامية (نيسان 2005)، غزة / فلسطين.

### المراجع الأجنبية:

- Agarwal, R. and Rivoli, P. (1989). *Seasonal and Day-of-the-Week Effects in Four Emerging Stock Markets*, Financial Review, 24, 541-50.
- Aggarwal, Raj, Ramesh P. Rao and Takto Hiraki. (1990). "Regularities in Tokyo Stock Exchange Security Returns: P/E, Size and Seasonal Influences," *Journal of Financial Research*, vol. 13, pp. 249-263.
- Aly, H., Mehdian, S., and Perry, M. (2004). *An Analysis of Day-of-the-Week Effects in the Egyptian Stock Market*. International Journal Of Business , 9(3): 1083-4346.
- Berges, A., McConnell, J., et al. (1984). "The Turn-of-the Year in Canada." *Journal of Finance* 39: 185-192.
- Branch, B. (1977). "A tax loss trading rule", *Journal of Business*, vol. 50, pp. 198-207.

- Cadsby, C.B. and Ratner, M. (1992). Turn-of-Month and Pre-Holiday Effects on Stock Returns: Some International Evidence, *Journal of Banking and Finance*, 16, 497-509.
- Coutts, J. and Sheik, M., (2002). The anomalies that aren't there: the weekend , January and pre-holiday effects on the all gold index on the Johannesburg Stock Exchange 1987-1997. *Applied Financial Economics*, vol. 12, Issue 12 December 2002, page 863- 871.
- Fama, Eugene F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory & Empirical Work," *Journal of Finance*, 1970, pp. 383-417.
- Fountas, S. and Segredakis, K. (2002). Emerging stock markets return seasonalities: The January effect and the tax-loss selling hypothesis. *Applied Financial Economics*, vol. 12, pp 291-299.
- Gao, L. and Kling, G. (2005). "Calendar Effects in Chinese Stock Market." *Annals of Economics and Finance* 6:75-88.
- Gultekin, Mustafa N., and N. Bulent Gultekin, "Stock Market Seasonality: International Evidence," *Journal of Financial Economics*, vol. 12, 1983, pp. 469-482.
- Hasan, T. and Raj, M. (2001). "An examination of the tax loss selling behavior in a deregulated Pacific financial market." *American Business Review* 19(2): 100-105.
- Keim, D.B. 1983, 'Size related anomalies and stock return seasonality', *Journal of Financial Economics*, vol. 12, pp. 13-32.
- Keim, D.B. (1983). Size-Related Anomalies and Stock Returns Seasonality: Further Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics*, 12, 13-32.

- Keim, Donald R. "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, vol. 12, 1993, pp. 13-32.
- Khoury, K. (2000). *The Amman financial market : institutional features and calendar effects*. Master's thesis, Concordia University.
- Lakonishok, J. and Smidt, S. (1988). "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective." *Review of Financial Studies* 1(4): 403-425.
- Lewis, Mario, "Stock Market Anomalies: A Re-Assessment Based On The U.K. Evidence," *Journal of Banking and Finance*, vol. 13, 1989, pp. 675-696.
- Maghyreh, A. (2003). *Seasonality and January Effect Anomalies in an Emerging Capital Market*. Working paper, College of Economics & Administrative Sciences, The Hashemite University, Zarqa, Jordan.
- Officer, R.R., "Seasonality in Australian Capital Markets: Market Efficiency and Empirical Issues," *Journal of Financial Economics*, vol. 2, March 1975, pp. 29-52.
- Ong, L. (2006) *Seasonalities in China`s Stock Markets: Cultural or Structural? International Monetary Fund Working paper*.
- Raj, M. and Kumari, D. (2006). "Day-of-the-week and other market anomalies in the Indian stock market." *International Journal of Emerging Markets* 1(3):18-35.
- Raj, M. and Thurston, D. (1994). "January or April? Tests of the turn-of-the-year effect in the New Zealand stock market." *Applied Economic Letters* 1: 81-83.

- Reinganum, Marc R., "The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Effects," *Journal of Financial Economics*, vol. 12, 1983, pp. 89-10.
- Reyes, M. G. (2001). "Asymmetric volatility spillover in the Tokyo Stock Exchange." *Journal of Economics and Finance* 25(2).
- Rozeff, M.S. and Kinney, Jr. W.R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 3, 379-402.
- Rozeff, Michael S., and William R. Kinney, "Capital Market Seasonality: The Case of Stock Market Returns," *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October 1976, pp. 376- 402.
- Smirlock, M. and Starks, L. (1986). Day-of-the-Week and Intraday Effects in Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 17, 197-210.
- Tan, R. and Wong, N.T. (1996). *Calendar Anomalies In The Singapore Stock Market*, *Singapore Journal of Stock Exchange*, June, 6-13.
- Wong, W. Agarwal, A., and Wong, N. (2006). The Disappearing Calendar Anomalies in the Singapore Stock Market. *The Lahore journal of economics*, 11:2, winter 2006. pages 123-139.
- Wong, K.A. and Ho, H.D. (1986). The Weekend Effect on Stock Returns in Singapore, *Hong Kong Journal of Business Management*, 4, 31-50.
- Wong, W., Agarwal, A., and Wong, N. (2006). *The Disappearing Calendar Anomalies in the Singapore Stock Market*. The Lahore Journal of Economics, 11: 2 (Winter 2006), pp.123 – 139.

- Zhang, Z., Sun, W. and Hua, W. (2003). “*Financial Anomalies in Emerging Markets: The Case of China,*” Working paper, Business school, Durham University.
- Zoa'rob, H. (2005). *Testing the Operational efficiency of The Palestine Securities Exchange*. Research Paper presented to the First Scientific Meeting held in The Islamic University (April, 0 -9, 2005), Gaza, Palestine. (In Arabic).