مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم دراسة في سوق العراق للأوراق المالية
اسم الكاتب: د.م. إلياس خضير فنوش
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3125
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 16:47 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

تنمية الرافدين ٨٦ (٢٩) ٢٠٠٧
ص ص [٢١٣-٢٣٥]

المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم
دراسة في سوق العراق للأوراق المالية

الدكتور إلياس خضير فنوش
مدرس - قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الادارة والاقتصاد - جامعة الموصل
Elyais2009@yahoo.com

المستخلص

استهدف هذا البحث اختبار عدد من المتغيرات الداخلية المتعلقة بعينة من شركات القطاع الصناعي العراقي المساهمة المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية ، وهي مقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر (مضاعف) الربحية P/E Ratio وأثرها في تقلبات أسعار الأسهم. وقد غطت مدة البحث ثلاث سنوات للفترة من ١٩٩٨ولغاية ٢٠٠٠. وتطلب تحقيق هدف البحث اختيار عينة تكونت من ١٠ شركات تم اختيارها على وفق أسس معينة. وقد إعتمد البحث اختبار ثلاث فرضيات:

الأولى: توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مقسوم الأرباح النقدي وتقلبات أسعار الأسهم.

الثانية: توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مقسوم الأرباح بشكل أسهم وتقلبات أسعار الأسهم.

الثالثة: توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مكرر (مضاعف) الربحية وتقلبات أسعار الأسهم.

وتوصل البحث إلى الاستنتاجات التالية:

١. عدم وجود تأثير لمقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر الربحية في تقلبات أسعار الأسهم، أي بمعنى آخر أن هذه المتغيرات لا تفسر التقلبات في أسعار الأسهم.

٢. إن جانباً كبيراً من تقلبات أسعار الأسهم لا يستند الى أسس منطقية ، أي أنها تخضع لتأثير متغيرات أخرى بعضها داخلية تتعلق بنشاط الشركات وبعضها خارجية تنبع من اتجاهات سيكولوجية تنعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم ، فضلا عن وجود ممارسات أخرى تحدث داخل الأسواق المالية.

تاريخ التسلم ٢٠٠٦/٦/١٩ _____ تاريخ قبول النشر ٢٠٠٦/١٠/٥

The Volatile Effect on Stock Prices Movements A Study of Iraqi Stock Market

Ilyas Kh. Fannoush (PhD)
Lecturer-Department of Financial Sciences
University of Mosul

Abstract

The research aimed at testing many of internal variables which related to sample from Iraqi industrial sector companies that registered in Baghdad Stock Exchange. Those are cash dividend profits, dividend profits as stocks, and P/E ratio, and those effects in stocks price vicissitudes. The time period covered three years from 1998-2000.

The achievement of research purpose required select the samples consisting of 10 industrial companies which have been choose it on certain bases. This research depended on three hypotheses:

First: There is a significant relation between cash dividend profits and stocks prices vicissitudes.

Second: There is a significant relation between dividend profits as stocks and stocks prices vicissitudes.

Third: There is significant relation between P/E Ratio and stocks prices vicissitudes.

The study reached to some conclusions:

1. Cash dividend profits, dividend profits as stocks and P/E Ratio don't have any effect on stocks prices vicissitudes , in the other mean this variable don't expression the a vicissitudes in stocks prices .
2. A big side from stocks prices vicissitudes are not depend on logical basics, and stand to other features effected, some of them are internal related by companies activities.

Some of them are external come from psychologist trend reflection in behavior and manners of investors, and there is anther process which happen inside the financial markets.

المقدمة

تتسم أسعار الأسهم بالتقلب إرتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمعطيات ومتغيرات (اقتصادية، مالية، سلوكية)، وعادة ما تكون مؤشرات الأسعار السوقية حرة في الأجل الطويل مقارنة بالأجل القصير، إذ تكون المؤشرات السعرية مقيدة ولاسيما إذا دخلت في حسابها الأرباح السنوية لحملة الأسهم.

وقد أشار الفكر المالي المعاصر من خلال مراحل تطوره إلى العديد من الاتجاهات الفكرية التي أسهمت في دراسة العوامل المؤثرة في تحركات الأسعار السوقية للأسهم، وخلصت إلى ضرورة توافق ثلاثة قرارات مالية هي الاستثمار والتمويل وسياسة مقسوم الأرباح للتأثير في القيمة السوقية للسهم وتعظيم قيمته في السوق.

وتتحدد القيمة السوقية للسهم أو سعر السهم في السوق المالية نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب وتغييره بين حين وآخر ، ليؤشر هذا التغيير استجابة السعر

بوصفه انعكاساً للعديد من المتغيرات (الصناعية، الاقتصادية، المركز التنافسي، اتجاهات الإدارة بالنمو في المستقبل). (Branch, 1989, 208)

فضلاً عن ذلك قد تكون التغيرات في العرض والطلب على الأسهم مستندة إلى حقائق غير منطقية ونابعة من اتجاهات سيكولوجية تنعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم. في مثل هذه الحالة يتحدد سعر السهم بالاستناد إلى عوامل شخصية.

وفقاً لذلك فقد أشار (Francis, 1982, 323) إلى أن سعر السهم في السوق المالية يتحدد نتيجة لسلسلة من التقلبات العشوائية حول القيمة الحقيقية للسهم التي تستند إلى مقسوم الأرباح والأرباح المتوقعة ومعدلات النمو بتلك الأرباح ، أي أن القيمة الحقيقية متقلبة باستمرار ، لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة من أجل تصحيح الأسعار نحو القيمة الحقيقية الجديدة .من هنا لابد من تحليل القيمة الحقيقية من قبل المستثمر لمعرفة فيم إذا كان سعر السهم مضخماً أو مخفضاً، كي يتمكن من توقيت قراره الاستثماري (Hampton, 1996, 368).

ويركز البحث الحالي في جانبه النظري على عدد من المتغيرات التي يعتقد بأنها تمثل أهمية كبيرة في تأثيرها علىتقلبات أسعار الأسهم ، وهي مقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر (مضاعف) الربحية P/E Ratio. وفي الجانب التحليلي يتم اختبار هذه المتغيرات.

منهجية البحث

أولاً - مشكلة البحث

تظهر المشكلة في الجانبين المعرفي والتطبيقي .ففي الجانب المعرفي مازال الجدل قائما حول بتحديد أيّ من المتغيرات أكثر تأثيرا في تحركات أسعار الأسهم، ولكون المتغيرات المؤثرة غير محددة بشكل قاطع سواء كانت (اقتصادية، صناعية أو سيكولوجية)، فإن الأدب المالي لم يزودنا بما يشير إلى حصر هذه المتغيرات واختبارها لبيان مدى نسبة تأثير كل منها في تقلبات أسعار الأسهم . ولعل ذلك يرجع إلى خصوصيات البيئات المالية وبروز متغيرات دون أخرى في التأثير في تقلبات أسعار ألأسهم ووفقا لكفاءة كل سوق من الأسواق.

عليه فإن الدراسات والبحوث التي أنجزت تناولت عدداً من المتغيرات التي يعتقد بأنها أكثر تأثيرا في تقلبات أسعار الأسهم ، وخلصت إلى نتائج متباينة في بيان مدى التأثير من عدمه.

ويحاول البحث الحالي الذهاب بالاتجاه نفسه الذي ذهبت إليه البحوث والدراسات الأخرى، بالتركيز على عدد من المتغيرات الداخلية وإختبارها، اذ يرى البحث بأنها أكثر تأثيرا في تحركات أسعار الأسهم . ولاسيما بعد تفاقم تأثير العوامل الخارجية التي لا تستند إلى أسس منطقية يعتقد أنها أشد تأثيرا في آلية العرض والطلب على الأسهم، وهذا ما يقودنا إلى القول بوجود المشكلة في جانبها التطبيقي.

ثانياً - أهمية البحث

تأتي أهمية البحث من كون المتغيرات التي تؤثر في تحركات أسعار الأسهم ما زالت غير مشخصة بشكل قاطع ، فضلا عن ذلك فإن التذبذبات في أسعار الأسهم تثيرهتمام جميع المستثمرين في السوق المالية ، وبالذات صغار المستثمرين الذين قد تلحق بهم خسائر غير محسوبة نتيجة التحر كات غير المتوقعة في هذه الأسعار. وتزداد تحركات أسعار الأسهم أهمية نتيجة الانفتاح والارتباط الكبير بين العديد من الأسواق المالية في العالم ، وذلك بفضل أنظمة الاتصالات الحديثة والتشغيل الالكتروني للأسواق.

ثالثاً - هدف البحث

يهدف البحث الوصول إلى ما يأتي:

١. اختبار مدى إمكانية انسجام بعض المعطيات النظرية للموضوع باتجاهاتها المختلفة مع ما يحدث في السوق المالية العراقية من تغيرات في أسعار الأسهم.
٢. الكشف عن الأثر الذي تتركه بعض المتغيرات الداخلية للشركات ومنها مقسوم الأرباح النقدي، مقسوم الأرباح بشكل أسهم ، مكرر الربحية، والمتغيرات التي لا تستند إلى أسس حقيقية في تغيرات أسعار الأسهم في البيئة الاستثمارية العراقية ممثلة بسوق العراق للأوراق المالية .

رابعاً - نموذج البحث

يوضح الشكل الآتي متغيرات البحث التي تشمل نوعين من المتغيرات.

١. **المتغيرات المستقلة أو السببية** وتشمل كل من :مقسوم الأرباح النقدي ، مقسوم الأرباح بشكل أسهم، مكرر (مضاعف الأرباح) P/E RATIO.
٢. **المتغير المعتمد**: ويتمثل بمؤشر السوق المالي الذي يعد لكل الأسهم المسجلة في السوق كمحفظة سوق بديلة، إذ يستخدم مؤشر السوق بوصفه معيارا لتحركات أسعار الأسهم سواء بالارتفاع أو الانخفاض.

وهناك عدة طرق لبناء محفظة السوق أو مؤشر السوق المالي منها متوسط السعر السوقي الشهري للسهم ، وتعد من أكثر الطرق دقة في بناء محفظة السوق والتي يمكن الوصول إليها من خلال المعادلة التالية (العلي، ١٩٩٧، ٥٠):

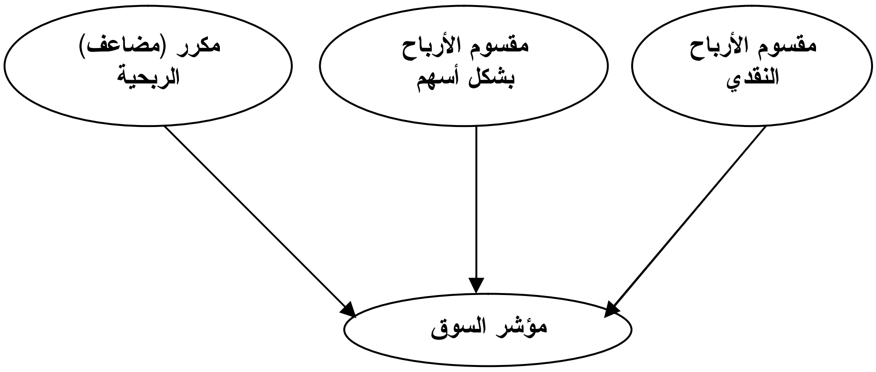
$$\text{متوسط السعر السوقي للسهم} = \frac{\text{مجموع حاصل ضرب كل صفقة تداول نفذت على السهم} \times \text{عدد الأسهم في كل صفقة}}{\text{مجموع عدد الأسهم المتداولة خلال الشهر}}$$

غير أنه تعذر استخدام هذه الطريقة لعدم إمكانية الحصول على البيانات الخاصة بكل صفقة تداول وعدد الأسهم في كل صفقة.

لذلك اعتمد البحث في بناء محفظة السوق للشركات عينة البحث أو مؤشر السوق للعينة على متوسط سعر الإغلاق الشهري لأسعار الأسهم.

كما يمكن بناء محفظة السوق من خلال ترجيح الأسهم في المحفظة وفق السعر السوقي، أو حساب المعدل باستخدام المتوسط الهندسي (قاسم، ١٩٩٥، ١٦٠).

وقد تم استبعاد المؤثرات الخارجية من الاختبار لعدم قابليتها للقياس الكمي وعلى اعتبار أن ضعف القابلية التفسيرية لكل من مقسوم الأرباح النقدي ، ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ، ومضاعف الأرباح يعني بالمقابل وجود تأثير للمؤثرات الأخرى الداخلية والخارجية. والشكل التالي يوضح نموذج البحث.



الشكل ١
إنموذج البحث

خامساً - فرضيات البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهميته وأهدافه يمكن صياغة الفرضيات الاتية:

١. توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مقسوم الأرباح النقدي ومؤشر السوق المالي.
٢. توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مقسوم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق المالي.
٣. توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مكرر (مضاعف) الأرباح P/E ومؤشر السوق المالي.

سادساً - عينة البحث ومدته

تم اختيار عينة البحث من الشركات المساهمة الصناعية ، وذلك لان القطاع الصناعي العراقي من القطاعات العريقة ، ويعطي عمقاً نوعياً للاقتصاد العراقي ، فضلاً ذلك فقد جاء اختيار العينة على أساس عدم الانقطاع في توزيع مقسوم الأرباح النقدي ورسملة الأرباح خلال مدة البحث.

ويقترن هذا باختيار مدة البحث ٣ سنوات من ١٩٩٨-٢٠٠٠، وهي المدة التي لم يسجل فيها لشركات العينة إنقطاعاًفي رسملة الأرباح ، إذ سمح قانون الشركات برسملة الأرباح إعتباراً من ١٩٩٧ وفقاً للمادة (٥٥ / ثانياً) من قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧.

والجدول الاتي يوضح الشركات عينة البحث.

الجدول ١
الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	التأسيس	طبيعة الملكية	التصنيف النوعي
١	العراقية للسجاد والمفروشات	١٩٨٩	مساهمة خاصة	نسيجية
٢	الخياطة الحديثة	١٩٨٩	مساهمة خاصة	نسيجية
٣	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية	١٩٨٩	مساهمة خاصة	غذائية
٤	الهلال الصناعية	١٩٦٢	مساهمة مختلطة	هندسية
٥	الصناعات الخفيفة	١٩٧٤	مساهمة مختلطة	هندسية
٦	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	١٩٦٢	مساهمة مختلطة	كيماوية
٧	الصناعات الالكترونية	١٩٧٣	مساهمة مختلطة	هندسية
٨	صناعات الأصباغ الحديثة	١٩٧٦	مساهمة مختلطة	كيماوية
٩	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	١٩٦٤	مساهمة مختلطة	هندسية
١٠	البيرة الشرقية	١٩٥٤	مساهمة خاصة	غذائية

الجانب النظري

أولاً - مقسوم الأرباح النقدي وتقلبات أسعار الأسهم

أقرت الاتجاهات التي تناولت مقسوم الأرباح وعلاقتها بتقلبات أسعار الأسهم تناقضاً واضحا، فمدخل (Modigliani and Miller, 1961) أكد وضمن افتراضات السوق التامة انتفاءعلاقية مقسوم الأرباح بتقلبات أسعار الأسهم ، في حين أشار مدخل (Jordan, 1963) على هذه العلاقة، وأن المستثمرين يدفعون علاوة للأسهم التي تحصل على نسبة عالية من مقسوم الأرباح.

في خضم هذا الجدل فإن المشكلة لا تزال قائمة في إطارها الأكاديمي والتطبيقي، إذ يعتقد كثين جمهور المستثمرين بأهمية مقسوم الأرباح النقدي ، وأن مقدار المقسوم وتوقيتاته يعد أداة تستخدمها الشركات لإرسال معلومات إلى المستثمرين وحملة الأسهم بقدرتها على الحفاظ على استمرار المقسوم وإمكانية زيادته في المستقبل (الحمدوني والأعرجي، ٢٠٠٦، ١) إلاّ أن سلوك البعض الآخر من المستثمرين وتفضيلاتهم وطبيعة الأسواق المبحوثة قد يشير إلى خلاف ذلك .

ويشير (Petty, 1982, 484) إلى أن جانباً كبيراً من تقلبات أسعار الأسهم يأتي من خلال التغيير المستمر في مقسوم الأرباح النقدي الذي يتحدد بالفرص الاستثمارية وتفضيلات المستثمرين.

وفقاً لذلك فإن مسألة المبادلة بين الاحتجاز لأغراض التمويل الذاتي وتوزيع الأرباح مرتبطة أساسا بحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، من هنا فإن طبيعة سياسة مقسوم الأرباح تتحدد وفقا لما يأتي (Van Horn, 1986, 324):

١. حاجة الشركة للاستثمار هي التي تحدد طبيعة الأنفاق الرأسمالي .
٢. التمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجزة.
٣. إصدار أسهم إضافية لتغطية العجز.
٤. توزيع الفضلة من الأرباح على المساهمين.

يستنتج من ذلك أن مصدر التأثير في أسعار الأسهم هو معدل العائد الداخلي على الأموال المعاد استثمارها ، لذلك يكون المستثمر مستعداً لدفع علاوة للسهم شرط أن تكون مساوية للمعدلات المطلوبة من قبله لفرص بديلة أو مماثلة بدرجة المخاطرة.

عليه فإن المتغيرات الاقتصادية والمالية لتغيير مقسوم الأرباح النقدي هي العامل القوي المؤثر في أسعار الأسهم. وهذا يتوافق مع ما جاء به (Modigliani and Miller) بأثر محتوى المعلومات بمقسوم الأرباح، أي بمعنى آخر أن مستويات الأرباح ومدى استقرارها هي المؤثر الحاسم في أسعار الأسهم وليس مقسوم الأرباح النقدي بحد ذاته.

وعلى خلاف ذلك يأتي مدخل Jordan الذي يؤكد على أن المستثمر يفضل عادة مقسوم الأرباح الحالي لتقليل عنصر عدم التأكد ، لان المقسوم يمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر حتى لو واجهت الشركة صعوبات في التمويل أو التشغيل ، فضلاً عن أن القيمة الحالية للمقسوم تعد بمثابة دخل للمستثمر بدون أن يؤثر ذلك في رأسماله الأصلي (Hampton, 1996, 513). كما أن المستثمر يكون مستعداًلدفع علاوة للسهم ذي المقسوم المرتفع ، لأن القيمة الحالية للوحدة النقدية بوصفها مقسوماً أكبر من قيمة الوحدة النقدية المتوقعة بمكاسب رأسمالية والسبب في ذلك يعود إلى أن عائد مقسوم الأرباح النقدي أقل مخاطرة من معدل النمو الذي قد يتحقق في ظل الاحتجاز.

من هنا سيكونمعدل العائد المطلوب مرتفعا نتيجة عائد المقسوم ا لأكبر (Van Horn, 1986, 426)، استناداً الى ذلك فإن قرارات الاستثمار ليس لها تأثير، وهي تخص الشركة فقط وأن سعر السهم يكون مساوياً للقيمة الحالية المخصومة لمقسوم الأرباح المتوقع في المستقبل.

ثانياً - مقسوم الأرباح بشكل أسهم وتقلبات أسعار الأسهم

غالبا ما تقوم الشركات بـ إجراء توزيعات لجــزء مــن أرباحهــا الــسنوية أو المتراكمة بشكل أسهم وعلى أساس حصص إضافية من الأسهم بدلاً من التوزيعات النقدية، وهذه العملية ببساطة عبارة عن تحويل دفتري من حساب الأرباح المحتجزة لحساب رأس المال.

وعلى الرغم من أن القيمة الدفترية لا تتغير في مثل هذا النوع من التوزيــع ، إلا أنها نفسياً ترضي المساهمين الذين سيحصلون على الــسهم بــسعره الــدفتري ويبيعونه بسعر سوقي أعلى لكن ما يحدث عملياً في أسواق الأوراق المالية هو أنه عقب توزيع الأرباح بشكل أسهم تهبط أسعار الأسهم في الــسوق ، لان المعــروض منها قد ازداد بشكل كبير ، مما يرتب إجراء التعديل السعري. ويفضل جمهور مــن المستثمرين في حالة ارتفاع الأسعار إستلام مقسوم الأرباح بشكل أسهم بــدلا مــن المقسوم النقدي للأرباح لتفوق العائد المتحقق في الحالة الأولى مقارنة بالثانية.

ويخلط البعض (Weston and Brigham, 1981, 410) بين توزيع الأربــاح بشكل أسهم وتجزئة الأسهم Stock Dividends and Stock Splits.

فبالنسبة لتجزئة الأسهم ليس هناك تغيير في حسابات رأس المال ، ولا يطــرأ أي تغيير على حقوق المساهمين وأن ما يتم فعلاً هو تقسيم حقوق المساهمين على عدد أكبر من الأسهم ، ومن ثم فإن كل سهم جديد تصبح قيمته أقــل . فــإذا كانــت التجزئة 1:2 فإن المساهمين يستبدلون كل سهم لديهم بسهمين جديدين ، وفــي هــذه الحالة فإن القيمة الدفترية سوف تنخفض إلى النصف وكذلك القيمة الاسمية.

ويرى الــبعض (www.albayan.co.ae/albayan/2003/03/28/egt/35.htm) أن هذا الإجراء يعد خطأً واضحاً ترتكبه الشركات، لانه لا ينتج عنــه أي تغييــر فــي وضع الشركة المالي ولا في حجم التدفقات النقدية ولا في كمية النقد المتوفر . كما أنها لا تحدث أي تغيير في الالتزامات التي على الشركة ، فإذا كانت الشركة قــادرة على التوسع الذاتي بعد الزيادة فهي بكل تأكيد كانت قادرة على الشيء نفســه قبــل الزيادة. والحقيقة أن السبب الوحيد لهذه العملية هو تنشيط حركة التداول وجعلها في متناول معظم المتداولين ذلك أن زيادة رأس المال ، ومن ثم زيادة عدد الأسهم ينتج عنه تخفيض في سعر السهم بنسبة الزيادة في عدد الأسهم نفسها، فضلا عن ذلــك فإن زيادة عدد الأسهم ينتج عنها انخفاض ربحية السهم الواحــد والقيمــة الدفتريــة وجميع مؤشرات الأسهم بنسبة الزيادة في عدد الأسهم نفسها، وهذا ما يجعل الــسهم في متناول جميع المتعاملين في السوق ويكون التداول عليه نشيطاً . ومن حيث تأثير زيادة عدد الأسهم في سعر السهم فالمفروض أن لا يزيد السعر ولا ينقص بــسبب توقع زيادة رأس المال لوحده ، وإنما بسبب الأرباح المتحققة وإمكانية زيادتهــا فــي المستقبل والتي تعد المحرك الرئيس لسعر السهم . ولكن رد الفعل في السوق علــى هــذه العمليــة ينبــع مــن كــون المتعــاملين ينقــسمون إلــى ثلاثــة أقــسام (www.albayn.co.ae/albayn/2003/03/28/egt/35.htm):

أ. متداولون بسطاء يعتقدون أنهم سيحصلون على أسهم إضافية بقيمة السهم نفسها قبل زيادة رأس المال ، ولذلك يندفعون للشراء في أسهم الشركة التي يتوقع أن ترفع رأسمالها.
ب. مضاربون يستغلون أخبار زيادة رأس المال لرفع السعر وجني الأرباح.
جـ. مستثمرون متخصصون يعلمون أن عملية الزيادة ليس لها تأثير فعلي على وضع الشركة، ولكنهم يركبون الموجة ويبيعون الأسهم حين ظهور الإعلان عن تجزئة الأسهم أو قبل موعد التوزيع الفعلي والاستفادة من فرق السعر.

ويحسب السعر الجديد للسهم بعد عملية التوزيع وفقا للمعادلة الاتية:

$$\text{سعر السهم الجديد} = \frac{\text{سعر السهم في السوق قبل موعد التوزيع} \times \text{عدد الأسهم قبل التوزيع}}{\text{عدد الأسهم بعد التوزيع}}$$

ومن وجهة نظر سوق نيويورك (Weston and Bregham,1981,410) هناك علاقة بين توزيع الأرباح بشكل أسهم وتجزئة الأسهم. فإذا كانت توزيعات الأرباح بشكل أسهم بنسبة أقل من 25% من إجمالي الأسهم المتداولة ، فإنها تكون بمثابة توزيعات أرباح بشكل أسهم.

أما إذا كانت توزيعات الأرباح عند 25% وأكثر من إجمالي الأسهم المتداولة فإنها تكون بمثابة تجزئة للأسهم.

من هنا أشارت نتائج البحوث بهذا الصدد الى أن تأثر الأسعار الناتجة عن توزيعات الأرباح بشكل أسهم يمكن استخدامها أساساً للملاحظات في تأثيرها على السعر، فعندما تكون توزيعات الأرباح بشكل أسهم مرتبطة بزيادة توزيعات الأرباح النقدية فإن أسعار أسهم الشركات ترتفع في السوق ، وفي حالة عدم وجود ارتباط فإن أسعار الأسهم تنخفض في السوق .

ثالثاً - مكرر (مضاعف) P/E Ratio وعلاقته بتحركات أسعار الأسهم

يصنف الكثير من الباحثين مكرر الأرباح أو مضاعف الربحية كما يطلق البعض عليه أحياناً بأنه من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية ، لانه يعكس حالة التفاؤل والتشاؤم بشأن أسعار الأسهم (Spreacher, 1979, 29) ويقاس بقسمة سعر إقفال السهم في نهاية الفترة على ربحية السهم الواحد للفترة نفسها.

كما يعدّ هذا المؤشر دالة لمعدلات الفائدة السوقية والمخاطرة المصاحبة للأرباح والمتمثلة بالانحراف المعياري ، فضلاً عن معدل النمو في ربحية السهم الواحد.

وترتبط نسبة P/E Ratio سلباً بمعدلات الفائدة السوقية والانحراف المعياري ويرجع السبب في ذلك إلى أن المستثمر يرغب دائماً في العوائد المرتفعة للأموال وبمستوى مقبول من المخاطرة . أما العلاقة الايجابية فتتكون بين ربحية السهم

الواحد Eps والنمو في هذه الربحية حتى يمكن تبرير السعر المدفوع من قبل المستثمر (William, 1974, 193).

من هذا المنطلق فإن الآفاق المستقبلية للتغيير في مقسوم الأرباح النقدي لابد أن تعكس الارتباط الايجابي بين النمو ومؤشر EPS. وبالتالي فإن إرتفاع مؤشر P/E تشير إلى حالة التفاؤل من قبل المستثمر وثقته بأدائه . وبالعكس في حالة إنخفاض المؤشر فإن ذلك يشير إلى تشاؤم المستثمر وإضعاف الثقة بأداء السهم (Amling, 1974, 457) .

وهناك إمكانية استخدام مدى استقرار المبيعات ونسبة الرافعة المالية بوصفها مؤشرات أخرى للمخاطر كمخاطر السوق ، ومخاطر التذبذب في سعر السهم ومدى إرتباطه بحركة أسعار الأسهم في السوق .

ويختلف العديد من الكتاب والباحثين حول ماهية النسبة الطبيعية لـ (P/E)، ويدور الاختلاف حول مقام النسبة المتمثلة بربحية السهم ، فالبعض ينظر إلى الربحية التي تتحقق خلال الأثني عشر شهراً الأخيرة. في حين يرى آخرون (Francis, 1991, 469) أن المستثمر يشتري السهم بالنظر إلى ربحيته المستقبلية وليس على أساس ما تحقق في الماضي.

وعملياً فإن إيجاد النسبة الطبيعية لـ P/E تتم من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مكرر ربحية السهم ومكرر ربحية أحد مؤشرات الأسهم ، وبتفهم أبعاد تلك العلاقة يمكن تقدير قيمة مكرر ربحية السهم في المستقبل ، ويأتي ذلك عن طريق الحصول على معلومات لمكرر ربحية مؤشر السوق في المستقبل . عندئذ يكون من السهل تقدير قيمة مكرر ربحية السهم في المستقبل بتحديد القيمة الملائمة لمكرر ربحية مؤشر السوق.

فضلاً عن ذلك فإن تقدير قيمة مكرر الأرباح تختلف من وقت الى آخر نظراً لارتباطها بسعر إقفال السهم ، وكما ذكرنا فإن من المتوقع أن تكون العلاقة ايجابية بين مكرر ربحية السهم وبين معدل نمو ربحيته ، وكذلك من المتوقع أن تكون العلاقة عكسية بين مكرر الأرباح والمخاطر التي قد تتعرض لها الشركة.

وقد توصلت إحدى الدراسات إلى نتائج تشير إلى أن نسبة P/E المخفضة للأسهم تحقق عوائد أعلى من الأسهم التي لها P/E مرتفعة (Jahnke, *et. al.*, 1987, 46)

رابعاً - المؤثرات الخارجية وعلاقتها بتحركات أسعار الأسهم

هناك العديد من الأفعال التي تحدث داخل السوق المالية تعد من أشد أنواع الجرائم ذكاءً وفهماً للمتغيرات الاقتصادية وتأثيراً بالمكاسب والخسائر الرأسمالية ، ولاسيما عندما يرتكبها بعض رجال الأعمال الذين يملكون سطوة وثروات تمكنهم من إتمام هذا الدور، وبمساعدة ما يسمون بصانعي السوق القذرين.

وأقرب مثال على ذلك ما قام به الملياردير جورج سورس في إنهيار دول النمور الآسيوية، إذ إن إنهيار أسواق تلك الدول اسهم بدرجة كبيرة في إنهيار العملات الوطنية ومن ثم تعرضها لانهيار اقتصادي (www.islamonline..net/Arabic/sitem ap.htm)

وبلا شك فإن أثر ذلك يقع على بعض المستثمرين الصغار الذين يتحركون بمنطق المضاربة في التداول على الأوراق المالية ، لذا يقع بعضهم ضحية هذه الممارسات القذرة.

وتتعدد الممارسات القذرة التي تحدث في الأسواق المالية ومنها:

١. فتح حسابات متعددة للتداول

وهي إحدى الطرق التي يلجأ إليها صانعو السوق الـ خفي لتحقيق مكاسب كبيرة على حساب المستثمرين الصغار و،لإضفاء شرعية على الفعل القذر للتداول ، فضلاً عن عملية جني الأرباح . ويمكّن هذا الأسلوب من التحكم في العرض داخل سوق المال، كما يؤدي إلى استمرارنقصان الطلب حسب رؤية صانع السوق ، ويعد هذا الأسلوب من أساليب الا حتكار التي تعمل ضد مصلحة المستثمر الصغير في السوق،إذ يقوم صانع السوق الخفي بعمل موجات صعود وهبوط على السهم . www.islamonline.net/Arabic/privacy.sht ml

٢. أسلوب الصدمات السعرية

وهو يشبه الأسلوب السابق إلى حد ما ،ولكن من جانب عدد من الأفراد متفقين إتفاقاً غير معلن على القيام بمضاربات واسعة على سهم رخيص ، تحطم نظرية العرض والطلب وتدفع المستثمرين للبيع أو الشراء بكميات كبيرة.

وقد عرفت أسواق المال عمليات تلاعب من إبتكار بعض المضاربين الذين يستغلون ثغرات القانون ،هذا التلاعب يمس بالدرجة الأولى العرض والطلب ويجعل منهما آلية وهمية لا تعبر عن حقيقة أوضاع السوق .

فعلى سبيل المثال تتم المضاربة على أحد الأسهم النشطة ، بحيث يتم شراء أو بيع كميات كبيرة من هذا السهم ، ومن ثم يتم تصدير شعور غير حقيقي لبقية المتعاملين في السوق بأن هذا السهم مـ رشح للصعود في حالة شراء كميات كبيرة منه. وبالتالي يحدث نوع من الصدمة السعرية حول السهم تدفع بقية المستثمرين لشرائه أو بيعه بكميات هائلة، وبذلك يحقق المضاربون أهدافهم .

وعلى الرغم من أن هذه التعاملات غير قانونية ، ولا يمكن لأحد أن يعترض عليها، فإنها في واقع الأمر تؤثر بقوة في تحركات أسعار الأسهم وتحقق الخسائر للعديد من المستثمرين. www.exchangenewyork.com

٣. المضاربات الوهمية

وهي من أقدم الممارسات الضارة في الأسواق المالية ، وتعتمد على البيع الصوري للموجوداتوناء كانت في سوق أسهم أو سلع أو عقارات .وقد حدثت مثل هذه المضاربات الوهمية بوجود أوامر بيع للموجودات في أسواق دول النمور الآسيوية، مما سببنهيار تلك الأسواق الناشئة ، فضلاً عن ذلك فإن عدوى الأسواق تسهم في إنتقال الانهيارات المالية من سوق الى أخرى. ويدل هذا على ارتباط الأوراق المالية من خلال الانتقال السريع للمعلومات.

من جهة أخرى يوجد أسلوب آخر من المضاربات الوهمية التي تعتمد على المراهنات بغض النظر عن وجود مراكز مالية حقيقية كما لا توجد موجودات حقيقية يمكن تسيلها في حالة الضرورة ، وهذا أيضا يؤدي إلى إنهيار الأسعار داخل السوق www.thegulfbiz.com/vb/showwth

٤. التلاعب في نقل المعلومات

حيث يوجد شريط للأسعار الخاص بالأسهم المدرجة في السوق يعرض في كثير من القنوات الفضائية والمواقع الالكترونية ، ويقوم بعض الأفراد بشكل غير معلن عندما تبدأ الجلسة بالاتفاق على محاولة تثبيت سعر رخيص للسهم بعيدا عن السعر الفعليحتى إذا شاهده صغار المستثمرين محدود ي المعلومات ينخدعون به سواء تم ذلك من خلال جلسة السوق أو عبر شاشات الفضائيات والوسائل المختلفة ، ومن ثم يشرعون في البيع بأسعار منخفضة خوفا من انخفاض قيمة السهم.

والشيء نفسه يحدث في نهاية الجلسة ، إذ يقوم صانعو السوق الخفي بمحاولة تثبيت سعر رخيص لبداية الجلسة القادمة حتى يقع في شراكهم صغار المستثمرين ومحدودي المعلومات، اذ يشاهدون سعر الإغلاق على أغلب الفضائيات والمواقع فيقومون بالبيع لتخفيض الأسعار http://www.arabiyat.com/forums/foru….php? forumid=27.

٥. تسريب المعلومات الخاطئة والشائعات

فالمعلومات في المجال الاقتصادي تترجم إلى قرار يجلب الربح إذا كانت صحيحة، ويضيع رأس المال إذا كانت خاطئة (Francis,1983,92).

وصانعو السوق الخفي يع دون قواعد اللعبة هنا بسيطة ما دامت أجهزة الرقابة بعيدة ويد القانون قاصرة . ويكفي فقط خبر غير صحيح يتم تسريبه بطريقة أو بأخرى إلى الصحافة فترتفع أسعار سهم معين وبعدها تبدأ عملية البيع من جانب المستفيديكما قد يحدث تسريب شائعة أخرى تهوي بسعر السهم بشكل متدنٍ عندما يقبل المستفيدون على الشراء.

وفي الحالتين يحقق صاحب الشائعة المكاسب من وراء الزبائن الذين يصدقون ما يسمعون أو يقر أون، فضلاً عنإخفاء المعلومات يعد تلاعبا قذرا ، إذ

ترتفع بعض الأسهم دون مبرر ، ثم يكتشف بعد مدة وجود صفقة بيع أو تحقيق أرباح عالية للشركات صاحبة هذه الأسهم دون أن يكون قد تم الإعلان عن هذه المعلومات، اذ يتم الاكتفاء بإبلاغ أناس معينين قد لا تزيد نسبتهم عن 1% من المتعاملين في السوق، وهؤلاء فقط هم الذين يتمكنون من تحقيق أرباح سريعة .

كما توجد ظاهرة خطيرة تتمثل في عروض شراء لأسهم بعض الشركات ، وسرعان ما يتضح عدم جدية هذه العروض ، بل قد يصل الأمر إلى أن تكون هذه العروض مجرد شائعات ، أما النتيجة الخطيرة التي تترتب على مثل هذه العروض غير الجادة فتتمثل في التلاعب بأسعار الأسهم محل المضاربة عليها لصالح البعض وعلى حساب البعض الآخر www.gulfbase.com/home ar.asp

٦. تلاعب شركات السمسرة

يضاف إلى ما سبق فإن ضعف الرقابة في السوق وعدم وجود عقوبات رادعة يؤدي إلى سلسلة المخالفات الحادة وتلاعب شركات السمسرة بصغار المستثمرين سواءً عن طريق استخدام المعلومات الداخلية أو التلاعب في تحريك أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً بالتعاون بين الشركات صاحبة الأسهم وبعض شركات السمسرة لتحقيق أرباح استثنائية وغير مشروعة.

كما قد تقوم شركات السمسرة بالبيع والشراء لأسهم الزبائن المحفوظة لديها من دون علمهم و من دون موافقتهم لغرض مكاسب للشركة ، أو بيع جميع الأسهم المملوكة للزبائن والهرب بعد تصفية الشركة والضحية دائماً صغار المستثمرين.www.islamonline .net/Arabic/privacs

ومن ناحية أخرى فقد يتم الأضرار بصغار المستثمرين عندما تقوم الحكومات من خلال بعض أدوات التحكم في السوق ، مثل سعر الفائدة وعمليات السوق المفتوحة التي يتدخل فيها البنك المركزي مشترياً وبائعا للأوراق المالية من أسهم وسندات، فمثلاً أرادت الحكومات تقليص حجم النشاط رفعت أسعار الفائدة ، وقامت ببيع ما لديها من أسهم وسندات بكميات كبيرة ، وعادة ما تكون مثل هذه الممارسات مفاجئة حتى تحقق ما تريد.

وخلاصة ما تقدم فإن الدلائل تشير إلى أن الزخم الكبير الذي يدفع نمو الأسواق المالية الأولية والثانوية هي السياسات الاقتصادية التي تسعى إلى تحرير الأسواق وتنويعها تدريجياً ، وكل هذا من شأنه أن يدفع المستثمرين إلى تغيير طرق التداول في الأسهم . فضلا عن ذلك فإن هذا النمو يمكن أن يفتح أمام المستثمرين فرصا استثمارية أكبر لتعزيز محافظهم الاستثمارية.

ومع ذلك من الضروري أن يعتمد المستثمرون منهجاً أكثر تشدداً يقوم على أسس مدروسة مبنية على البحوث وليست مدفوعة بحركة السوق فقط.

ولقد بدأت أسواق المال بالانفتاح أكثر فأكثر يوما بعد يوم وبإيقاع متسارع بالنمو ومثل هذا النمو يولد فرصاً عظيمة بالنسبة للمستثمرين وشركات تداول

الأسهم لكنه أيضا لا يخلو من الصعوبات والتحديات . كما أن هذه الأسواق تتحفز بحركة التداول التي غالباً لا تستند إلى معطيات فعلية ، من خلال الأبحاث والدراسات العلمية عن شركة أو قطاع معين ، مما يرتب مخاطر جسيمة في حال بدأت اتجاهات السوق بالتغيير أو التقلب.

الجانب التحليلي

وصف متغيرات البحث

يشكل مقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر الأرباح متغيرات مهمة مقارنة ببقية المتغيرات الداخلية والخارجية التي يمكن أن يظهر تأثيرها مباشرة بشكل م نطقي وغير منطقي في تحركات أسعار الأسهم ممثلة بمؤشر السوق.

ويتضمن هذا الجزء من البحث وصف لهذه المتغيرات في الشركات عينة البحث وخلال الفترة المحددة للبحث.

أولاً. محفظة السوق (مؤشر السوق للعينة)

الجدول ٢

متوسطات أسعار الاغلاق الشهرية **(المبالغ بالدنانير)**

السنوات	البيرة الشرقية	الدراجات	الأصباغ	الإلكترونية	الكيماوية	الخفيفة	الهلال	غازية شمالية	الخياطة	السجاد
1998	34.46	33.45	37.37	50	45.82	22.24	25.1	60.3	19.35	18.33
1999	43.7	56.38	59	65.27	65.41	37.81	46.06	104.1	23.15	19.46
2000	45.84	76.3	57.73	49.81	57.69	44.43	39.5	84.34	14.17	13.38
المتوسط	41.33	55.38	51.37	55.03	56.31	34.83	36.89	82.92	18.89	16.95

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية للشركات

يتبين من ا لجدول ٢ أن أعلى متوسط لأسعار الإغلاق الشهرية للفترة المحددة في البحث كان في شركة الغازية الشمالية 82.92 دينار وأدنى متوسط في شركة السجاد والمفروشات 16.95 وجاءت بقية متوسطات أسعار الإغلاق الشهرية للشركات على التوالي:

الكيماوية 56.31، الدراجات 55.38، الالكترونية 55.03، الأصباغ الحديثة 51.37، البيرة الشرقية 41.33، الهلال الصناعية 36.89، الخفيفة 34.83، الخياطة الحديثة 18.89.

ويبدو أن التذبذب كان واضحاً في متوسطات أسعار الإغلاق الشهرية لكل سنة من سنوات البحث، مما قد يشير إلى إنعكاس أثر بعض المتغيرات في السوق.

ثانياً - مقسوم الأرباح النقدي

يوضح الجدول ا لاتي مقسوم الأرباح النقدي الموزع من قبل الشركات عينة البحث خلال فترة البحث وقد تم استخراج متوسط مقسوم الأرباح النقدي لكل شركة.

الجدول ٣
مقسوم الأرباح النقدي للشركات عينة البحث

المبالغ بآلاف الدنانير

السنوات	البيرة الشرقية	الدراجات	الأصباغ	الألكترونية	الكيماوية	الخفيفة	الهلال	غازية شمالية	الخياطة	السجاد
1998	80	38	975	200	270	300	348.8	168.75	75	150
1999	120	152	1170	400	864	1000	500	135	150	250
2000	262.5	304	2047.5	800	1500	1400	1200	250	120	250
المتوسط	154.2	165	1398	467	878	900	683	184.6	115	217

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية للشركات.

يتضح من الجدول السابق أن أعلى متوسط مقسوم إرباح نقدية كان في شركة الأصباغ الحديثة 1.398مليون دينار ، وأدنى متوسط في شركة الخياطة الحديثة 115 ألف دينار، وتتابعت متوسطات بقية الشركات وفقا لأعلى متوسط :
الخفيفة 900ألف دينار ، الكيماوية 878ألف دينار ، الهلال الصناعية 683 ألف دينار، الالكترونية 467ألف دينار ، السجاد والمفروشات 216.7ألف دينار ، غازية شمالية 184.6ألف دينار ، الدراجات والأنابيب 165 ألف دينار وأخيرا البيرة الشرقية 154.2 ألف دينار.

ويلاحظ أيضا التصاعد في المقسوم النقدي في جميع الشركات خلال فترة البحث وبنسب متفاوتة.

ثالثاً - مقسوم الأرباح بشكل أسهم

يتخذ مقسوم الأرباح بشكل أسهم في الشركات المساهمة العراقية عموما وفي عينة البحث خصوصا شكل الزيادة في رأس المال المدفوع ، إذ إنه يمثل رسملة جزء أو كل الأرباح الحالية أو المحتجزة عن فترة سابقة.

والجدول الاتي يوضح مقسوم الأرباح بشكل أسهم للشركات عينة البحث ، وقد أعتمد البحث في استخراج محتويات الجدول على الرسملة السنوية للأرباح لكل شركة ومن ثم استخراج موسطاتها لفترة البحث.

الجدول ٤
مقسوم الأرباح بشكل أسهم للشركات عينة البحث
(المبالغ بملايين الدنانير)

السنوات	البيرة الشرقية	الدراجات	الأصباغ	الإلكترونية	الكيماوية	الخفيفة	الهلال	غازية شمالية	الخياطة	السجاد
1998	40	22	195	92	135	100	93	22.5	28.5	42
1999	40	76	195	200	270	200	521	182.5	150	50
2000	90	152	9585	400	730	300	356	200	50	125
المتوسط	56.7	83.3	3325	230.7	378.4	200	323.4	135	161.7	72.4

المصدر: إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية للشركات

يشير الجدول ٤ الى أعلى وأدنى متوسط رسملة حصلت في شركة الأصباغ الحديثة 3325 مليون دينار والبيرة الشرقية 56.7مليون دينار ، وجاءت متوسطات الرسملة للشركات الأخرى عينة البحث تنازليا كما يأتي:

الكيماوية 378.4مليون دينار ، الهلال الصناعية 323.4مليون دينار ، الالكترونية 230.7مليون دينار ، الخفيفة 200مليون دينار ، الخياطة الحديثة 161.7 مليون دينار، غازية شمالية 135مليون دينار ، الدراجات والأنابيب 83.3 دينار، السجاد والمفروشات 72.4 مليون دينار.

ويلاحظ أيضاً خلال الجدول التصاعد في عمليات الـ رسملة سنة بعد أخرى خلال فترة البحث.

رابعاً -مكرر (مضاعف) الربحية P/E Ratio

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في تقييم أسهم الشركات ، إذ إنه يعطي تصورات مستقبلية للمستثمرين والأطراف الأخرى حول أداء الشركة الحالي وفي المستقبل.

وعلى غرار المتغيرات السابقة إعتمد البحث في احتساب متوسطات مضاعف الربحية لكل شركة على مضاعف الربحية السنوي المنشور من قبل الشركات عينة البحث. والجدول ٥ وضح ذلك.

الجدول ٥
مكرر (مضاعف) الربحية للشركات عينة البحث

السنوات	البيرة الشرقية	الدراجات	الأصباغ	الإلكترونية	الكيماوية	الخفيفة	الهلال	غازية شمالية	الخياطة	السجاد
1998	16.1	13	9.1	17.3	17.7	9.9	7.7	77	15	11.1
1999	22.7	14.8	8.8	12.8	11	6.4	17.8	16.3	44.7	13.7
2000	20	15.6	15	33.8	13.2	10.9	16.6	45.3	11.6	7.7
المتوسط	20	14.5	11	21.3	14	9	14	46.2	23.8	10.8

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية للشركات

تشير متوسطات مضاعف الربحية إلى أن أعلى متوسط قد تحقق في شركة الغازية شمالية 46.2 مرة ،وجاءت متوسطات بقية الشركات متفاوتة بشكل كبير ، إذ إن التذبذب بين المضاعف لكل سنة كان واضحا بين شركة وأخرى ومتذبذبا من سنة إلى أخرى لكل شركة من شركات العينة .وكانت المتوسطات كما يأتي:

الخياطة الحديثة 23.8 مرة، الالكترونية 21.3 مرة، البيرة الشرقية 20 مرة، الدراجات والأنابيب 14.5 مرة، الهلال الصناعية 14 مرة، الكيماوية 14 مرة، الأصباغ الحديثة 11 مرة، السجاد والمفروشات 10.8 مرة، الخفيفة 9 مرات.

تحليل نتائج إختبار علاقات الارتباط والانحدار بين متغيرات البحث

يتضمن هذا الجانب من التحليل مناقشة النتائج المتعلقة بالارتباط والانحدار لمتغيرات البحث سواء على مستوى كل شركة من الشركات وعلى مستوى العينة ككل :

أولاً تحليل نتائج علاقات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح النقدي ومؤشر السوق المالي على مستوى كل شركة

يوضح تحليل الارتباط مدى العلاقة بين المتغيرات المبحوثة وكذلك قوة هذه العلاقة. أما تحليل الانحدار فيشير إلى مدى تأثير مقسوم الأرباح النقدي على تحركات أسعار الأسهم ارتفاعا وانخفاضا من خلال مؤشر السوق ، ويتم تفسير ذلك عن طريق معامل التحديد R^2 والجدول الاتي يوضح ذلك:

الجدول ٦

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح النقدي ومؤشر السوق

الشركات	معامل الارتباط r	t	الحد الثابت α	معامل الانحدار β	معامل التحديد R^2	F	المعنوية sig
السجاد	0.975	1.589	11.3	0.155	0.959	23.3	0.13
الخياطة	0.979	3.015	17.675	0.238	0.959	23.28	0.13
غازية شمالية	0.03	1.494	44.146	4.622	0.001	0.001	0.981
الهلال	0.468	2.783	42.74	9.432	0.219	0.28	0.69
الخفيفة	0.841	3.627	32.547	1.384	0.707	.2.416	0.364
الكيماوية	0.733	3.458	35.411	1.092	0.538	1.163	0.476
الالكترونية	0.607	2.896	36.5	1.821	0.369	0.585	0.584
الأصباغ	0.471	1.653	34.437	7.557	0.222	0.286	0.688
الدراجات	0.689	3.79	37.207	4.732	0.475	0.906	0.516
البيرة الشرقية	0.505	2.636	37.565	4.822	0.255	0.342	0.663

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يشير الجدول 6 إلى أن جميع الشركات في العينة لها معاملات ارتباط تراوحت بين المتوسطة والجيدة جدا بين المتغيرات المبحوثة ما عدا شركة الغازية شمالية فقد كان معامل الارتباط ضعيفا إذ بلغ 0.30 .

وكذلك جاء اختبار علاقات الانحدار متباينا بين الشركات ومعنويا ، إذ بلغ أعلى معامل تحديد 959لكل من شركتي السجاد والخياطة . في حين كان أدنى معامل تحديد في الغازية شمالية إذ بلغ 001.وجاءت بقية الشركات متب اينة من حيث قوة علاقات الانحدار . ويشير إختبار t أن t المحسوبة في جميع الشركات كانت أعلى من الجدولي ة بقيمة 1.812، ما عدا شركات (السجاد،الغازية شمالية ، الأصباغ الحديثة) فإن t المحسوبة كانت أدنى من الجدولية .

نستنتج من ذلك أن تقلبات أسعار الأسهم لسبع شركات لا يفسرها مقسوم الأرباح النقدي، أي أن هناك متغيرات أخرى بعضها داخلي خاص بالشركات ، والبعض الآخر خارجي لا يستند إلى أسباب منطقية هي التي تؤثر في تحركات أسعار الأسهم، أما بقية الشركات فإن مقسوم الأرباح النقدي فيها يفسر تقلبات أسعار الأسهم. أما على مستوى العينة ككل فيوضحها الجدول ٧.

الجدول ٧
نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح النقدي ومؤشر السوق على مستوى العينة ككل

المعنوية sig	F	معامل التحديد R^2	معامل الانحدار β	الحد الثابت α	t	معامل الارتباط r
0.776	0.087	0.011	4.671	42.579	4.06	0.103

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يشير الجدول ٧ إلى ضعف معامل الارتباط بين مقسوم الأرباح النقدي ومؤشر السوق للعينة ككل إذ بلغ .103، ومما يعزز تفسير ذلك عدم معنوية معامل الانحدار عند مستوى ثقة 0.95. من خلال معامل التحديد المتدني 0.011 ويشير اختبار t إلى أن المحسوبة أعلى من الجدولية، مما يقودنا إلى إستنتاج مفاده ضعف قدرة مقسوم الأرباح النقدي علىتفسير ظاهرة تقلبات أسعار الأسهم ، عليه نؤكد رفض فرضية البحث الأولى.

ثانياً - تحليل نتائج علاقات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق للعينة على مستوى كل شركة

الجدول ٨
نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق

المعنوية sig	F	معامل التحديد R^2	معامل الانحدار β	الحد الثابت α	t	معامل الارتباط r	الشركات
0.763	0.153	0.133	4.475	41.016	3.326	0.364	السجاد
0.431	1.552	0.608	0.011	36.608	4.463	0.78	الخياطة
0.187	10.92	0.916	8.962	32.899	7.734	0.957	غازية شمالية
0.12	27.66	0.965	4.169	31.52	10.799	0.982	الهلال
0.463	1.259	0.557	6.839	31.322	2.379	0.747	الخفيفة
0.658	0.355	0.262	1.503	39.312	3.417	0.512	الكيماوية
0.572	0.633	0.388	3.65	36.58	3.026	0.623	الالكترونية
0.797	0.109	0.099	5.304	43.235	4.868	0.314	الأصباغ
0.525	0.852	0.46	9.514	37.07	3.636	0.678	الدراجات
0.797	0.109	0.099	9.961	39.354	2.129	0.314	البيرة الشرقية

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يبين لنا الجدول ٨ تباين معاملات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق لكل شركة ، إذ بلغ أقوى معامل إرتباط في شركة الهلال

الصناعية 982.، بعدها الغازية شمالية 957.، الخياطة 780.، الخفيفة 747.، الدراجات 678.، الالكترونية 623.، الكيماوية 512. .

في حين تميزت بقية الشركات بضعف معاملات الارتباط ، السجاد 364.، الأصباغ 314.، والبيرة الشرقية 314.، وعزز ذلك ما وصلت اليه معاملات الانحدار إذ بلغ أعلى معامل تحديد في شركتي الهلال 982. والغازية شمالية 957.، وأدناها في شركتي الأصباغ وال بيرة الشرقية 109. لكل منهما ، وتراوحت معاملات تحديد بقية الشركات بين ذلك .

وقد كانت جميع معاملات الانحدار معنوية بصورة متباينة بين الشركات بمستوى ثقة 0.95، ويؤكد إختبار t أن المحسوبة كانت أعلى من الجد ولية في جميع الشركات، وفي ذلك إشارة إلى ضعف العلاقة التفسيرية لمقسوم الأرباح بشكل أسهم على مستوى كل شركة ومؤشر السوق .

من جهة أخرى وعند اختبار المتغيرات نفسها على مستوى العينة ككل تظهر نتائج موضحة في الجدول ٩.

الجدول ٩

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسوم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق على مستوى العينة ككل

معامل الارتباط r	t	الحد الثابت α	معامل الانحدار β	معامل التحديد R^2	F	المعنوية sig
0.129	5.935	43.736	2.524	0.017	0.134	0.723

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يبدو من استقراء الجدول ضعف معامل الارتباط بين المتغيرين، إذ بلغ 129. أما معامل التحديد فقد فسر ضعف العلاقة بين المتغيرين إذ بلغ 017.، بمعنى آخر هو معنوي بشكل ضعيف جداً عند مستوى ثقة 0.95 .

وقد كانت t المحسوبة أعلى من الجدولية بشكل كبير ، مما يشير إلى ضعف معنوية العلاقة على مستوى العينة بمعنى آخر أن مقسوم الأرباح بشكل أسهم لا يفسر التقلبات، عليه ترفض الفرضية الثانية .

ثالثاً - نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مكرر (مضاعف) الربحية P/E Ratio ومؤشر السوق

الجدول ١٠
نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مكرر الربحية ومؤشر السوق

الشركات	معامل الارتباط r	t	الحد الثابت α	معامل الانحدار β	معامل التحديد R2	F	المعنوية sig
السجاد	0.121	1.221	40.993	0.369	0.015	0.015	0.923
الخياطة	0.593	3.338	37.917	0.298	0.351	0.541	0.596
غازية شمالية	0.957	12.742	58.34	-0.289	0.916	10.94	0.187
الهلال	0.995	9.366	21.808	1.653	0.991	109.5	0.061
الخفيفة	0.492	1.992	62.299	-1.908	0.242	0.32	0.672
الكيماوية	0.992	17.438	82.172	-2.662	0.985	64.71	0.079
الالكترونية	0.114	2.258	42.984	9.457	0.013	0.013	0.927
الأصباغ	0.273	1.301	37.158	0.715	0.074	0.08	0.824
الدراجات	0.873	-0.861	-41.876	6.005	0.762	3.206	0.324
البيرة الشرقية	0.977	-0.676	-7.864	2.697	0.955	21.02	0.137

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يظهر الجدول ١٠أن هناك اختلافاً بين نموذج مكرر الأرباح والإ نموذجين السابقين فيما يتعلق بعدد الشركات التي لها معاملات ارتباط عالية جدا وهي :

الكيماوية 992.، الهلال 995.، البيرة الشرقية 977.، الغازية شمالية 953.، الدراجات 873.، أما بقية الشركات فقد تراوحت معاملات الارتباط بين المتوسطة والضعيفة وهي على التوالي : الخياطة 593.، الخفيفة 492.، الأصباغ 273.، الالكترونية 114.، السجاد 121. وجاءت معاملات الأنحدار معنوية إذ تميزت بعضها بمعاملات تحديد قوية وهي على التوالي ، الهلال، الكيماوية، البيرة الشرقية، الغازية شمالية ، الدراجات (991.، 985.، 955.، 916.، 762.)، وتميزت بقية الشركات بضعف معاملات التحديد، ويشير اختبار t إلى أن المحسوبة أعلى من الجدولية في الشركات (الخياطة، غازية شمالية ، الهلال، الخفيفة، الكيماوية، الالكترونية). أما في بقية الشركات فقد كانت قيمة t عكس ذلك . أي أن مكرر الربحية فيها يفسر تقلبات أسعار الأسهم .

ويشير الجدول ١١إلى تفسير ما ذهبنا إليه بوجود تحسن طفيف في تأثير مكرر الربحية في أسعار الأسهم عند تفسير الجدول ١٠.

الجدول ١١

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مكرر الربحية ومؤشر السوق على مستوى العينة ككل

معامل الارتباط r	t	الحد الثابت α	معامل الانحدار β	معامل التحديد R^2	F	المعنوية sig
0.594	2.327	25.221	1.071	0.353	4.371	0.07

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يوضح الجدول ١١ إرتفاع معامل الارتباط على مستوى العينة ككل وكذلك ارتفاع معامل التحديد مقارنة بالإ نموذجين السابقين. كما أن قيم t المحسوبة تشير إلى التحسن أيضاً على الرغم من كونها أعلى من الجد ولية، إلا أنه يبقى القول أن تقلبات أسعار الأسهم لا يفسرها مكرر الأرباح على مستوى العينة ككل عليه ترفض الفرضية الثالثة.

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً - الاستنتاجات

١. هناك خلاف حولمدى تأثير مقسوم ا لأرباح النقدي فيتقلبات أسعار الأسهم ، فمدخل (Modigliani and Miller) يرى أن محتوى المعلومات لمقسوم الأرباح هوالمؤثر الحاسم بتقلبات أسعار الأسهم . في حين أن مدخل (Jordan) يؤكد على القيمة الحالية لمقسوم الأرباح النقدي ، أي القيمة الحالية للتدفقات النقدية التيحصل المستثمر هي المؤثرة بتقلبات أسعار الأسهم ، ذلك لأن القيمة الحالية للمقسوم تعد بمثابة دخل للمستثمر من دون أن يؤثر ذلك في رأسماله الأصلي.

٢. ضعف قدرة مقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر الربحية على مستوى العينة ككل في تفسير ظاهرة تقلبات أ سعار الأسهم، وقد كان واضحا من خلال إختبار t إذ كانت t المحسوبة أعلى من الجدولية في النماذج الثلاثة وبقيم (2.327, 5.935, 4.06) على التوالي. وقد يكون سبب ذلك ضعف كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، كما تم إثباته في دراسة (الحسناوي، ١٩٩٧).

٣. وفقاً للاستنتاج الثاني فإن مصدر التأثير في تقلبات أسعار الأسهم يرجع إلى متغيرات أخرى بعضها داخلية نابعة من واقع الشركات وأخرى خارجية تتعلق بالممارسات والمضاربات غير الأصولية التي تحدث في السوق .

ثانياً - التوصيات

تحلسين كفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال وضع قواعـد ومعـايير للإفصاح المالي لكي يتمكن المستثمرون والمتعاملون من الوصول إلى البيانات والمعلومات عن الشركات بسهولة، مما قد يقلل من حجـم الممارسـات غيـر الأصولية، فضلاً عن ضرورة فرض القيود على الاستئثار بالمعلومات من قبل قلة من المتعاملين الذين يقصدون تحقيق عوائد غير عادية. كما يمكن الاستعانة بخدمات الخبراء الماليين والفنيين في دراسة حالات السوق وتزويد المستثمرين والمتعاملين بأساليب الاستثمار الحديثة ، مما يقود إلى دقـة توقيـت قـراراتهم الاستثمارية.

٢. إجراء المزيد من الدراسات والبحوث في بيئات أخرى لاختبار أثـر متغيـرات مختلفة على تقلبات أسعار الأسهم.

المراجع

أولاً - المراجع باللغة العربية

١. أسعد حميد العلي، بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية،رسالة ماجستير غيـر منـشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ١٩٩٧.

٢. إلياس خضير الحمدوني، وعدنان سالم الأعرجي، اختبارالعلاقة بين ا لأرباح وعوائد الأسهم، مجلة جامعة تكريت، العدد ٢، ٢٠٠٦.

٣منى محمد قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط ١، القـاهرة، الـدار المـصرية اللبنانية، ١٩٩٥.

ثانياً - المراجع باللغة الإنكليزية

1. Branch, Ben, Investment, Principles and practices 2nd ed., long man publishing, snc,U.S.A, 1989.
2. William, Edward E,Investment analysis ,10th. Ed., prentice-Hall,Inc., U.S.A., 1974.
3. Amling , Frederick,1974, Investment an Introduction to analysis and Management , 3rd. Ed., U.S.A.
4. Francis , Jack,Investment analysis and Management ,Grow-Hill,Inc.,U.S.A,1991.
5. Jahnke,gregg, Klaffk, Stephen J. And Harry R.,Price Earning Ratios and security performance,Journal of portfolio Management,vol. 4, No.1, 1987.
6. Francis, Jack, Investment, Analysis and Management, McGraw-Hill, Inc., U.S.A, 1982.
7. Hampton John, J., Financial Decision Making , 4th,.ed., prentice-Hall of India, 1996.
8. Petty, J, William, Keown, Arthur J., and Scott J.,Basic Financial Management,2nd .ed ., Prentice –Hall. Inc., printed in U.S.A, 1982.
9. Van Horn, James c., Fundamental of financial management,6th .ed., prentice-Hall ,Inc., U.S.A, 1986.
10. Weston,J. Fred and Brigham ,F.Eugene,Managerial Finance , Seventh edition,1981 .
11. www.albayan.co.ae/albayan/2003/03/28/egt/35.htm.
12. Francis ,Jack Clark, Management of Investment, Japan: McGraw-Hill, Inc, 1983.
13. Spreacher,c. Ronald,Essential of Investment , Honghton Mifflin Company,U.S.A,1979.
14. www.islamonline.net/arabic/sitemap.htm.
15. www.exchangenewyork.com/.
16. www.thegulfbiz.com/vb/showwth.
17. wwwarabiyat.com/forums/foru…php? .
18. www.gulfbase.com/home ar.asp.