



اسم المقال: المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم دراسة في سوق العراق للأوراق المالية

اسم الكاتب: د.م. إيلاس خضرير فتوش

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3125>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/09 23:36 +03

الموسوعة السياسية 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 السياسية – Encyclopedia Political – يرجى التواصل على

info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام

<https://political-encyclopedia.org/terms-of-use>

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الراذدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



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

الدكتور إلياس خضرير فوش

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 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 ١٩٩٨ ولغاية ٢٠٠٠. وتطلب تحقيق هدف البحث اختيار عينة تكونت من ١٠ شركات تم اختيارها على وفق أسس معينة. وقد اعتمد البحث اختيار ثلاثة 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 إلى أساس منطقية ، أي أنها تخضع لتأثير متغيرات أخرى بعضها داخلية تتعلق بنشاط الشركات وبعضها خارجية تتبع من اتجاهات سيكولوجية تتعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم ، فضلاً عن وجود ممارسات أخرى تحدث داخل الأسواق العالمية.

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

تنقسم أسعار الأسهم بالنقلب 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 ولا سيما 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 مفصول 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 التنافيسي، 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 تتعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم. في مثل هذه الحالة يتعدد 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 مجموع الأرباح والأرباح المتوقعة ومعدلات النمو بتلك الأرباح ، أي أن القيمة الحقيقة متقلبة باستمرار ، تعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة من أجل تصحيح الأسعار نحو القيمة الحقيقة الجديدة . من هنا لابد من تحليل القيمة الحقيقة من قبل المستثمر لمعرفة فيما إذا كان سعر السهم مضخم 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 على تقلبات أسعار الأسهم ، وهي مجموع الأرباح النقدي ومجموع 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 قائماً حول بتحديد أيّ من المتغيرات أكثر تأثيراً في تحركات أسعار الأسهم، ولكن 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 تأثير كل منها في تقلبات أسعار الأسهم . ولعل ذلك يرجع إلى خصوصيات البيئات المالية وبروز متغيرات دون أخرى في التأثير في تقلبات أسعار الأسهم ووفقاً لكفاءة كل سوق من الأسواق.

عليه فإن الدراسات والبحوث التي أجرت تناولت عدد من المتغيرات التي يعتقد أنها أكثر تأثيراً في تقلبات أسعار الأسهم ، وخلصت إلى نتائج متباعدة في بيان مدى التأثير من عدمه.

ويحاول البحث الحالي الذهاب بالاتجاه نفسه الذي ذهب إليه البحوث والدراسات الأخرى، بالتركيز على عدد من المتغيرات الداخلية وإختبارها، إذ يرى البحث بأنها أكثر تأثيراً في تحركات أسعار الأسهم . ولاسيما بعد تفاقم تأثير العوامل الخارجية التي لا تستند إلى أساس منطقية يعتقد أنها أشد تأثيراً 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 ، فضلاً عن ذلك فإن التذبذبات في أسعار الأسهم تثيرهتمام جميع المستثمرين في السوق المالية ، وبالذات صغار المستثمرين الذين قد تلحق بهم خسائر غير محسوبة نتيجة التحركات غير المتوقعة في هذه الأسعار. وتردد تحرّكات أسعار الأسهم أهمية نتيجة الانفتاح والارتباط الكبير بين العديد من الأسواق المالية في العالم ، وذلك بفضل أنظمة الاتصالات الحديثة والتسييل الإلكتروني للأسوق.

ثالثاً - هدف البحث

يهدف البحث الوصول إلى ما يأتي:

١. اختبار مدى إمكانية انسجام بعض المعلميات النظرية للموضوع باتجاهاتها المختلفة مع ما يحدث في السوق المالية العراقية من تغيرات في أسعار الأسهم. الكشف عن الأثر الذي تتركه بعض المتغيرات الداخلية للشركات ومنها مقسوم الأرباح النقدي مقسوم الأرباح بشكل أسهم ، مكرر الربحية، والمتغيرات التي لا تستند إلى أساس حقيقة 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.

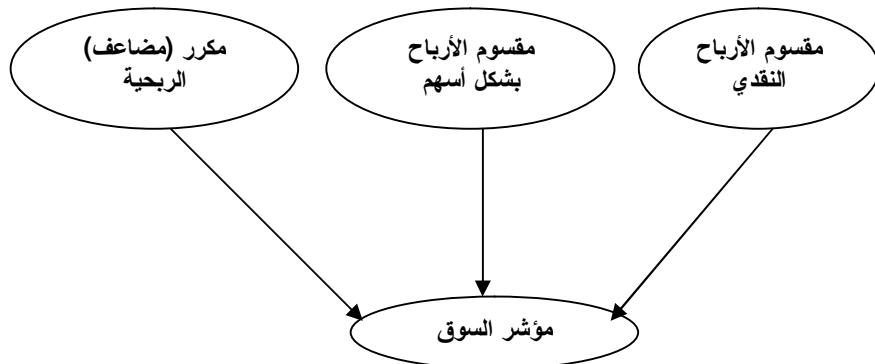
١. **المتغيرات المستقلة أو السببية** وتشمل كل من :مقسوم الأرباح النقدي ، مقسوم الأرباح بشكل أسهم، مكرر (مضاعف الأرباح) P/E RATIO .
٢. **المتغير المعتمد**: ويتمثل بمؤشر السوق المالي الذي يعد لكل الأسهم المسجلة في السوق كمحفظة سوق بديلة، إذ يستخدم مؤشر السوق بوصفه معياراً لتحركات أسعار الأسهم سواء بالارتفاع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

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

غير أنه تعذر استخدام هذه الطريقة لعدم إمكانية الحصول على البيانات الخاصة بكل صفة تداول وعدد الأسهم في كل صفة.
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 السوقى، أو حساب المعدل باستخدام المتوسط الهندسى (قاسم، ١٩٩٥، ١٦٠).

وقد تم استبعاد المؤثرات الخارجية من الاختبار لعدم قابليتها للقياس الكمى وعلى اعتبار أن ضعف القابلية التفسيرية لكل من مقسوم الأرباح النقدي ، ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ، ومضاعف الأرباح يعني بال مقابل 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 الآتية:

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.
- توجد علاقة تأثير معنوية موجبة بين مكرر (مضاعف) الأرباح P/E ومؤشر السوق المالي.

سادساً - عينة البحث ومدته

تعتبر عينة البحث من الشركات المساهمة الصناعية ، وذلك لأن القطاع الصناعي العراقي من القطاعات العريقة ، ويعطي عمقاً نوعياً لل الاقتصاد العراقي ، فضلاً ذلك فقد جاء اختيار العينة على أساس عدم الـ نقطاع 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 إنقطاعاً في رسمة الأرباح ، إذ سمح قانون الشركات برسمة الأرباح اعتباراً من ١٩٩٧ وفقاً للمادة (٥٥ / ثانياً) من قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ .
والجدول الآتي يوضح الشركات عينة البحث.

الجدول ١ الشركات عينة البحث

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

الجانب النظري

أولاً - مقسم الأرباح النقدي وتقلبات أسعار الأسهم

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

في خضم هذا الجدل فإن المشكلة لا تزال قائمة في إطارها الأكاديمي والتطبيقي، إذ يعتقد كثيرون جمهور المستثمرين بأهمية مقسم الأرباح النقدي ، وأن مقدار المقسم وتوقيته يعد أدلة تستخدم بها الشركات لإرسال معلومات إلى المستثمرين وحملة الأسهم بقدرتها على الحفاظ على استمرار المقسم وإمكانية زراعته في المستقبل (الحمدوني والأعرجي، ٢٠٠٦، ١) إلا أن سلوك البعض الآخر من المستثمرين وتقسيماتهم 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 مقسم الأرباح النقدي الذي يتحدد بالفرص الاستثمارية وتقضيات المستثمرين.

وفقاً لذلك فإن مسألة المبادلة بين الاحتجاز لأغراض التمويل الذاتي وتوزيع الأرباح مرتبطة أساساً بحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، من هنا

فإن طبيعة سياسة مقسم الأرباح تتحدد وفقاً 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.

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

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

وعلى خلاف ذلك يأتي مدخل Jordan الذي يؤكد على أن المستثمر يفضل عادة مقسم الأرباح الحالي لقليل عنصر عدم التأكيد ، لأن المقسم يمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر حتى لو واجهت الشركة صعوبات في التمويل أو التشغيل ، فضلاً عن أن القيمة الحالية للمقسم تعد بمثابة دخل للمستثمر بدون أن يؤثر ذلك في رأس المال الأصلي (Hampton, 1996, 513). كما أن المستثمر يكون مستعداً لدفع علاوة للسهم ذي المقسم المرتفع ، لأن القيمة الحالية للوحدة النقدية بوصفها مقسمًا أكبر من قيمة الوحدة النقدية المتوقعة بمكاسب رأسمالية وسبباً في ذلك يعود إلى أن عائد مقسم الأرباح النقدي أقل مخاطرة من معدل النمو الذي قد يتحقق في ظل الاحتجاز.

من هنا سيكون معدل العائد المطلوب مرتفعاً نسبياً عائد المقسم الأكبر (Van Horn, 1986, 426)، استناداً إلى ذلك فإن قرارات الاستثمار ليس لها تأثير، وهي تخص الشركة فقط وأن سعر السهم يكون مساوياً للقيمة الحالية المخصومة لمقسم الأرباح المتوقع في المستقبل.

ثانياً - مقسم الأرباح بشكل أسهم وتقلبات أسعار الأسهم

غالباً ما تقوم الشركات بإجراء توزيعات لجزء من أرباحها السنوية أو المتراكمة بشكل أسهم وعلى أساس حصة إضافية من الأسهم بدلاً من التوزيعات النقدية، وهذه العملية ببساطة عبارة عن تحويل دفترى من حساب الأرباح المحتجزة لحساب رأس المال.

وعلى الرغم من أن القيمة الدفترية لا تتغير في مثل هذا النوع من التوزيع ، إلا أنها نفسياً ترضي المساهمين الذين سيحصلون على السهم بسعره الدفترى ويباعونه بسعر سوقى أعلى لكن ما يحدث عملياً في أسواق الأوراق المالية هو أنه عقب توزيع الأرباح بشكل أسهم تهبط أسعار الأسهم في السوق ، لأن المعروض منها قد ازداد بشكل كبير ، مما يرتب إجراء التعديل السعري. ويفضل جمهور من المستثمرين في حالة ارتفاع الأسعار إسلام مقسم الأرباح بشكل أسهم بدلاً من المقسم التقديري للأرباح لتتحقق العائد المتحقق في الحالة الأولى مقارنة بالثانية.

ويخلط البعض (Weston and Brigham, 1981, 410) بين توزيع الأرباح

بشكل أسهم وتجزئة الأسهم Stock Dividends and Stock Splits

فبالنسبة لتجزئة الأسهم ليس هناك تغيير في حسابات رأس المال ، ولا يطرأ أي تغيير على حقوق المساهمين وأن ما يتم فعلاً هو تقسيم حقوق المساهمين على عدد أكبر من الأسهم ، ومن ثفإن كل سهم جديد تصبح قيمته أقل . فإذا كانت التجزئة هيل المساهمين يستبدلون كل سهم لديهم بسهمين جديدين ، وفي هذه الحالة فإن القيمة الدفترية سوف تتحفظ إلى النصف وكذلك القيمة الاسمية.

ويرى البعض (www.albayan.co.ae/albayan/2003/03/28/egt/35.htm) أن هذا الإجراء يعد خطأ واضحاً ترتكبه الشركات، لأنه لا ينتج عنه أي تغيير في 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 قادرة على التوسيع الذاتي بعد الزيادة فهي بكل تأكيد كانت قادرة على الشيء نفسه قبل الزيادة. والحقيقة أن السبب الوحيد لهذه العملية هو تشجيع حركة التداول وجعلها في متداول معظم المتداولين ذلك أن زيادة رأس المال ، ومن ثم زيادة عدد الأسهم ينتج عنه انتهاب في سعر السهم بنسبة الزيادة في عدد الأسهم نفسها، فضلاً عن ذلك فإن زيادة عدد الأسهم ينتج عنها انخفاض ربحية السهم الواحد والقيمة الدفترية وجميع مؤشرات الأسهم بنسبة الزيادة في عدد الأسهم نفسها، وهذا ما يجعل السهم في متداول جميع المتعاملين في السوق ويكون التداول عليه نشطاً . ومن حيث تأثير زيادة عدد الأسهم في سعر السهم فالمفروض أن لا يزيد السعر ولا ينقص بسبب توقيع زيادة رأس المال لوحده ، وإنما بسبب الأرباح المتحققـة وإمكانية زيادتها في المستقبل والتي تعد المحرك الرئيس لسعر السهم . ولكن رد الفعل في السوق على هذه العملية ينبع من كون المتعاملين ينقسمون إلى ثلاثة أقسام :

(www.albayn.co.ae/albayan/2003/03/28/egt/35.htm)

أ. متداولون بسطاء يعتقدون أنهم سيحصلون على أسهم إضافية بقيمة السهم نفسها قبل زيارة رأس المال ، ولذلك يندفعون للشراء في أسهلهش ركة التي يتوقع أن ترفع رأسمالها.

ب. مضاربون يستغلون أخبار زيادة رأس المال لرفع السعر وجنى الأرباح.

جـ. مستثمرون متخصصون يعلمون أن عملية الزيادة ليس لها تأثير فعلي على وضع الشركته ولكنهم يركبون الموجة ويبينون الـ سهم حين ظهور الإعلان عن تجزئة الأسهم أو قبل موعد التوزيع الفعلي والاستفادة من فرق السعر.

ويحسب السعر الجديد للسهم بعد عملية التوزيع وفقاً للمعادلة الآتية:

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

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 تأجج البحث بهذا الصدد إلى أن تأثر الأسعار الناتجة عن توزيعات الأرباح بشكل أسهم يمكن استخدامها أساساً لللاحظات 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 تتضخم 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 أنه من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية ، لأنها يعكس حالة القناؤل والتشاؤم بشأن أسعار الأسهم (Spreacher, 1979, 29) ويقاس بقسمة سعر إغفال السهم في نهاية الفترة على ربحية السهم الواحد للفترة نفسها.

كما يعد 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 الإيجابية فت تكون بين ربحية السهم

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

من هذا المنطق فإن الآفاق المستقبلية للتغيير في مجموع الأرباح النقدي لابد أن تعكس الارتباط الايجابي بين النمو ومؤشر P/E. وبالتالي فإن ارتفاع مؤشر EPS تشير إلى حالة التناقض من قبل المستثمر ونقاشه بأدائه . وبالعكس في حالة انخفاض المؤشر فإن ذلك يشير إلى تشاوم المستثمر وإضعاف النقاشه 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 ارتباطه 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 الأثنى 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.

وعلماً فإن إيجاد النسبة الطبيعية لـ P/E يتم من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مكرر ربحية السهم ومكرر ربحية أحد مؤشرات الأسهم ، وبتقدير أبعاد تلك العلاقة يمكن تقدير قيمة مكرر ربحية السهم في المستقبل ، ويأتي ذلك عن طريق الحصول على معلومات لمكرر ربحية مؤشر السوق في المستقبل . عندها 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 إلى آخر نظراً لارتباطها بسعر إغلاق السهم ، وكما ذكرنا فإن من المتوقع أن تكون العلاقة إيجابية 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 المحفضة للأسهم تحقق عوائد أعلى من الأسهم التي لها P/E مرتفعة (et. al., 1987, 46) (Jahnke,

رابعاً - المؤشرات الخارجية وعلاقتها بتحركات أسعار الأسهم
 هناك العديد من الأفعال التي تحدث داخل السوق المالية تعد من أشد أنواع الجرائم ذكاءً وفهم للمتغيرات الاقتصادية وتتأثراً بالemarkets والخسائر الرأسمالية ، ولاسيما عندما يرتكبها بعض رجال الأعمال الذين يملكون سطوة وثروات تمكّنهم من إتمام هذا الدور ، وبمساعدة ما يسمون بصناعي السوق الفدريين.

وأقرب مثال على ذلك ما قام به الملياردير جورج سورس في إنهايار دول التمور الآسيوية، إذ إن إنهايار أسواق تلك الدول أسمى بدرجة كبيرة في إنهايار العملات الوطنية ومن ثم تعرضها لإنهايار اقتصادي (www.islamonline.net/Arabic/sitem_ap.htm)

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

وتتنوع الممارسات الفانقة التي تحدث في الأسواق المالية ومنها:

١. فتح حسابات متعددة للتداول

وهي إحدى الطرق التي يلجأ إليها صانعو السوق لا خفي لتحقيق مكاسب كبيرة على حساب المستثمرين الصغار وإضفاء شرعية على الفعل الفانق للتداول ، فضلا عن عملية جني الأرباح . ويمكن هذا الأسلوب من التحكم في العرض داخل سوق المال ، كما يؤدي إلى استمرار ل欺مان الطلب حسب رؤية صانع السوق ، وبعد هذا الأسلوب من أساليب لاحتكار التي تعمل ضد مصلحة المستثمر الصغير في السلاسل يقوم صانع السوق الخفي بعمل موجات صعود وهبوط على السهم . www.islamonline.net/Arabic/privacy.shtml

٢. أسلوب الصدمات السعرية

وهو يشبه الأسلوب السابق إلى حد ما ، ولكن من جانب عدد من الأفراد متتفقين إتفقاً معن 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 إنتكار بعض المضاربين الذين يستغلون ثغرات القانون ، هذا التلاعب يمس بالدرجة الأولى العرض والطلب ويجعل منها 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 لباقي المتعاملين في السوق بأن هذا السهم مرشح للصعود في حالة شراء كميات كبيرة منه. وبالتالي يحدث نوع من الصدمة السعرية حول السهم تدفع بقيمة 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 الواقع 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 للموجودات، كانت في سوق أسهم أو سلع أو عقارات . وقد حدثت مثل هذه المضاربات الوهمية بوجود أوامر بيع للموجودات في أسواق دول النمور الآسيوية، مما سبب نهيار تلك الأسواق الناشئة ، فضلاً عن ذلك فإن عدوى الأسواق تstem في إنتقال الانهيارات المالية من سوق إلى 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 حقيقة كما لا توجد موجودات حقيقة يمكن تسليها في حالة الضرورة ، وهذا أيضاً يؤدي إلى انهيار 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 الفنوات الفضائية والموقع الإلكتروني ، ويقوم بعض الأفراد بشكل غير معن عندها تبدأ الجلسة بالاتفاق على محاولة تثبيت سعر رخيص للسهم بعيداً عن السعر الفعلي حتى 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 خوفاً من انخفاض قيمة السهم.

والشيء نفسه يحدث في نهاية الجلسة ، إذ يقوم صانعو السوق الخفي بمحاولات تثبيت سعر رخيص لبداية الجلسة القادمة حتى يقع في شراكهم صغار المستثمرين ومحدودي المعلومات، إذ يشاهدون سعر الإغلاق على أغلب الفضائيات والمواقع فيقومون بـ البيع لتخفيض الأسعار

[http://www.arabiyat.com/forums/forum....php?forumid=27.](http://www.arabiyat.com/forums/forum....php?forumid=27)

٥. تسريب المعلومات الخاطئة والشائعة

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

وصانعو السوق الخفي يعدون قواعد اللعبة هنا بسيطة ما دامت أجهزة الرقابة بعيدة ويد القانون قاصرة . ويكتفي فقط بخبر غير صحيح يتم تسريبه بطريقة أو بأخرى إلى الصحافة فترتفع أسعار سهم معين وبعدها تبدأ عملية البيع من جانب المستفيدين كما قد يحدث تسريب شائعة أخرى تهوي بسعر السهم بشكل متعد عندما يقبل المستفيدين على الشراء.

وفي الحالتين يحقق صاحب الشائعة المكاسب من وراء الزبائن الذين يصدقون ما يسمعون أو يقررون، فضلاً عن إخفاء المعلومات يعد تلاعباً قدراً ، إذ

ترتفع بعض الأسهم دون مبرر ، ثم يكتشف بعد مدة وجود صفة 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 بصغر 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 ودون موافقتهم لغرض مكاسب الشركة ، أو بيع جميع الأسهم المملوكة للزبون للهرب بعد تصفيه الشركة والضحية دائماً صغار المستثمرين www.islamonline.net/Arabic/privacs.

ومن ناحية أخرى فقد يتم الأضرار بصغر المستثمرين عندما تقوم الحكومات من خلال بعض أدوات التحكم في السوق ، مثل سعر الفائدة وعمليات السوق المفتوحة التي يتدخل فيها البنكentral المركزي مشترياً وبائعاً 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 تتحقق ما تريده.

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

ومع ذلك من الضروري أن يعتمد المستثمرون منهاجاً أكثر تشديداً يقوم على أساس مدرسة مبنية على البحوث وليس مدفوعة بحركة السوق فقط . ولقد بدأت أسواق المال بالانفتاح أكثر فأكثر يوماً بعد يوم وبإيقاع متزايد بالنمو ومثل هذا النمو يولـد فرصـاً عظـيمـة بالنسبة للمـسـتمـرـين وـشـرـكـاتـ تـداـولـ

الأسماء لكنه أيضا لا يخلو من الصعوبات والتحديات . كما أن هذه الأسواق تتحفظ بحركة التداول التي غالباً 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 القلب.

الجانب التحليلي وصف متغيرات البحث

يشكل مقسم الأرباح النقي ومقسم 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)

متوسطات أسعار الإغلاق الشهرية (المبالغ بالدنانير)											الجدول ٢
السجاد	الخياطة	غازية شمالية	الهلال	الخفيفة	الكيماوية	الإلكترونية	الأصياغ	الدراجات	الدراجات	البيزة الشرقية	السنوات
18.33	19.35	60.3	25.1	22.24	45.82	50	37.37	33.45	34.46	1998	
19.46	23.15	104.1	46.06	37.81	65.41	65.27	59	56.38	43.7	1999	
13.38	14.17	84.34	39.5	44.43	57.69	49.81	57.73	76.3	45.84	2000	
16.95	18.89	82.92	36.89	34.83	56.31	55.03	51.37	55.38	41.33	المتوسط	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية للشركات

يتبيّن من الجدول 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، الإلكترونية 55.03، الأصياغ الحديثة 51.37، البيزة 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 - مقسم الأرباح النقدي

يوضح الجدول ١ لاتي مقسم الأرباح النقدي الموزع من قبل الشركات عينة البحث خلال فترة البحث وقد تم استخراج متعدد مقسم الأرباح النقدي لكل شركة.

الجدول ٣ مقسم الأرباح النقدي للشركات عينة البحث

المبالغ بآلاف الدنانير

السنوات	البيرة الشرقية	الدراجات	الأصياغ	الإلكترونية	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 مقسم إرباح نقدية كان في شركة الأصياغ الحديثة 1.398 مليون دينار ، وأدنى متوسط في شركة الخياطة الحديثة 115 ألف دينار ، وتنابت متوسطات بقية الشركات وفقا لأعلى متوسط : الخفيفة 900 ألف دينار ، الكيماوية 878 ألف دينار ، الهلال الصناعية 683 ألف دينار ، الإلكترونية 467 ألف دينار ، السجاد والمفروشات 216.7 ألف دينار ، غازية شمالية 184.6 ألف دينار ، الدراجات والأثابيب 165 ألف دينار وأخيراً البيرة الشرقية 154.2 ألف دينار.

ويلاحظ أيضا التصاعد في المقسم النقيدي في جميع الشركات خلال فترة البحث وبنسب متفاوتة.

ثالثاً - مقسم الأرباح بشكل أسهم

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

والجدول يليوضح مقسم 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 بـملايين الدينار)

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

المصدر: إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية للشركات

يشير الجدول ٤ الى أعلى وأدنى متوسط رسمة حصلت في شركة الأصياغ الحديثة 3325 مليون دينار والبيرة الشرقية 56.7 مليون دينار ، وجاءت متوسطات الرسمة للشركات الأخرى عينة البحث تتالتاً كما يأتي:

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

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

P/E Ratio (مضاعف الربحية)

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 إنتمد البحث في احتساب متوسطات مضاعف الربحية لكل شركة على مضاعف الربحية السنوي المنصور من قبل الشركات عينة البحث. والجدول ٥ وضح ذلك.

الجدول ٥

مكرر (مضاعف) الربحية للشركات عينة البحث

السنوات	البيئة الشرقية	الدراجات	الأصياغ	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 ٢٤.٤، وجاءت متوسطات بقية الشركات متفاوتة بشكل كبير ، إذ إن التذبذب بين المضاعف لكل سنة كان واضحًا بين شركة وأخرى ومتذبذباً من سنة إلى أخرى لكل شركة من شركات العينة . وكانت المتوسطات كما يأتي: الخياطة الحديثة ٢٣.٨ مرة، الإلكترونية ٢١.٣ مرة، البيرة الشرقية ٢٠ مرة، الدراجات والأثابيب ١٤.٥ مرة، الهلال الصناعية ١٤ مرة، الكيماوية ١٤ مرة، الأصياغ الحديثة ١١ مرة، السجاد والمفروشات ١٠.٨ مرة، الخفيفة ٩ مرات.

تحليل نتائج اختبار 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 ارتفاعاً وانخفاضاً من خلال مؤشر السوق ، ويتم تفسير ذلك عن طريق معامل التحديد R^2 والجدول الآتي يوضح ذلك:

الجدول ٦

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسم الأرباح النقدي ومؤشر السوق

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

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يشير الجدول ٦ إلى أن جميع الشركات في العينة لها معاملات ارتباط تراوحت بين المتوسطة والجيدة جداً بين المتغيرات المبحوثة ما عدا شركة الغازية شماليّة فقد كان معامل الارتباط ضعيفاً إذ بلغ 0.30 .

وكذلك جاء اختبار علاقات الانحدار متبايناً بين الشركات ومعنويّاً ، إذ بلغ أعلى معامل تحديد 0.959 لكل من شركتي السجاد والخياطة . في حين كان أدنى معامل تحديد في الغازية شماليّة إذ بلغ 0.001 وجاءت بقية الشركات متباينة من حيث قوّة علاقات الانحدار . ويُشير اختبار t أن المحسوبة في جميع الشركات كانت أعلى من الجدولية بقيمة 1.812 ، ما عدا شركات (السجاد، الغازية شماليّة ، الأصياغ الحديثة) فإن t المحسوبة كانت أدنى من الجدولية .

نستنتج من ذلك أن تقلبات أسعار الأسهم لسبع شركات لا يفسرها مقسم الأرباح النقدي ، أي إن 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 مقسم الأرباح النقدي فيها يفسر تقلبات أسعار الأسهم . أما على مستوى العينة ككل فيوضّحها الجدول ٧ .

الجدول ٧

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسم الأرباح النقدي ومؤشر السوق على مستوى العينة ككل

المعنوية sig	F	معامل التحديد ² R^2	معامل الانحدار β	الحد الثابت a	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 مقسم الأرباح النقدي ومؤشر السوق للعينة ككل إذ بلغ 0.103، وما يعزز تقدير 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 مقسم الأرباح النقدي على تفسير ظاهرة تقلبات أسعار الأسهم ، عليه نؤكد رفض فرضية البحث الأولى.

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

الجدول ٨

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مقسم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق

المعنوية sig	F	معامل التحديد ² R^2	معامل الانحدار β	الحد الثابت a	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	الخيفية
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	الإلكترونية
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 مقسم الأرباح بشكل أسهم ومؤشر السوق لكل شركة ، إذ بلغ أقوى معامل إرتباط في شركة الهلال

الصناعية 982، بعدها الغازية شماليّة 957، الخياطة 780، الخفيفه 747، الدرجات 678، الالكترونيه 623، الكيماويه 512.

في حين تميزت بقية الشركات بضعف معاملات الارتباط ، السجاد 364، الأصياغ 314، والبيرة الشرقيه 314. وعزز ذلك ما وصلت اليه معاملات الانحدار إذ بلغ أعلى معامل تحديد في شركة الهلال 982. والغازية شماليّة 957، وأدنىها في شركة الأصياغ والبيرة الشرقيه 109. لكل منها ، وترواحت معاملات تحديد بقية الشركات بين ذلك .

وقد كانت جميع معاملات الانحدار معنوية بصورة متباعدة بين الشركات بمستوى ثقة 0.95، ويؤكِد اختبار t أن المحسوبة كانت أعلى من الجدولية في جميع الشركات، وفي ذلك إشارة إلى ضعف العلاقة الذ فسييرية لمقسوم الأرباح بشكل أسهم على مستوى كل شركة ومؤشر السوق .

من جهة أخرى و عند 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 a	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

يبعدو من استقراء الجدول يُضعف معامل الارتباط بين المتغيرين، إذ بلغ معامل التحديد 0.017، مما يشير إلى ضعف العلاقة بين المتغيرين إذ بلغ معنى آخر هو معنوي بشكل ضعيف جداً عند مستوى ثقة 0.95 .

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

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

الجدول ١٠

نتائج تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين مكرر الربحية ومؤشر السوق

الشركات	معامل الارتباط r	t	الثابت a	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 شماليّة	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
الإلكترونية	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 بالاستاد إلى مخرجات الحاسوب

يظهر الجدول ٠ أن هناك اختلافاً بين نلوج مكرر الأرباح والإ نموذجين السابقين فيما يتعلق بعدد الشركات التي لها معاملات ارتباط عالية جداً وهي : الكيماوية ٩٩٢، الهلال ٩٩٥، البيرة الشرقية ٩٧٧، الغازية شماليّة ٩٥٣، الدراجات ٨٧٣، أما بقية الشركات فقد تراوحت معاملات الارتباط بين المتوسطة والضعيفة وهي على التوالي : الخياطة ٥٩٣، الخفيفة ٤٩٢، الأصباغ ٢٧٣، الإلكترونية ١١٤، السجاد ١٢١. وجاءت معاملات الانحدار معنوية إذ تميزت بعضها بمعاملات تحديد قوية وهي على التوالي ، الهلال، الكيماوية، البيرة الشرقية، الغازية شماليّة ، الدراجات (٩٩١، ٩٨٥، ٩٩١، ٩٥٥، ٩١٦، ٠.٧٦٢)، وتميزت بقية الشركات بضعف معاملات التحديد، ويشير اختبار t إلى أن المحسوبة أعلى من الجدولية في الشركات (الخياطة، غازية شماليّة ، الهلال، الخفيفة، الكيماوية، الإلكترونية). أما في بقية الشركات فقد كانت قيمة t عكس ذلك . أي أن مكرر الربحية فيها يفسر تقلبات أسعار الأسهم .

ويشير الجدول ١١ إلى تفسير ما ذهبنا إليه بوجود تحسن طفيف في تأثير مكرر الربحية في أسعار الأسهم عند تفسير الجدول ٠.

الجدول ١١

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

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

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

يوضح الجدول ١١ ارتفاع معامل الارتباط على مستوى العينة ككل وكذلك ارتفاع معامل التحديد مقارنة بـ نموذجين السابقين. كما أن قيمة t المحسوبة تشير إلى التحسن أيضاً على الرغم من كونها أعلى من الجدولية، 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 حول مدى تأثير مقسوم الأرباح النقيدي في تقلبات أسعار الأسهم ، فمدخل (Modigliani and Miller) يرى أن محتوى المعلومات لمقسوم الأرباح هو مؤثر الحاسم بتقلبات أسعار الأسهم . في حين أن مدخل (Jordan) يؤكّد على القيمة الحالية لمقسوم الأرباح النقيدي ، أي القيمة الحالية للتدفقات النقدية التيحصل المستثمر هي المؤثرة بتقلبات أسعار الأسهم ، ذلك لأن القيمة الحالية لمقسوم تعد بمثابة دخل للمستثمر من دون أن يؤثر ذلك في رأسمه الأصلي.

٢. ضعف قدرة مقسوم الأرباح النقيدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر الربحية على مستوى العينة ككل في تفسير ظاهرة تقلبات أسعار الأسهم ، وقد كان واضحاً من خلال اختبار t إذ كانت t المحسوبة أعلى من الجدولية في النماذج الثلاثة وبقيم (4.06, 5.935, 2.327) 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

تحسين كفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال وضع قواعد ومعايير للإفصاح المالي لكي يتمكن المستثمرون والمعاملون من الوصول إلى البيانات والمعلومات عن الشركات بسهولة، مما قد يقلل من حجم الممارسات غير الأصولية، فضلاً عن ضرورة فرض القيود على الاستثمار بالمعلومات من قبل قلة من المعاملين الذين يقصدون تحقيق عوائد غير عادلة. كما يمكن الاستعانة بخدمات الخبراء الماليين والفنين في دراسة حالات السوق وتزويد المستثمرين والمعاملين بأساليب الاستثمار الحديثة ، مما يقود إلى دقة توقيت قراراتهم الاستثمارية.

٢. إجراء المزيد من الدراسات والبحوث في بيئة أخرى لاختبار أثر متغيرات مختلفة على تقلبات أسعار الأسهم.

المراجع

أولاً - المراجع باللغة العربية

١. أسعد حميد العلي، بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ١٩٩٧.
٢. إلياس خضرير الحمدوني، وعدنان سالم الأعرجي، اختبار العلاقة بين الربح وعوائد الأسهم، مجلة جامعة تكريت، العدد ٢، ٢٠٠٦.
٣. مني محمد قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط ١، القاهرة، الدار المصرية اللبنانية، ١٩٩٥.

ثانياً - المراجع باللغة الإنجليزية

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 , Houghton Mifflin Company,U.S.A,1979.
14. www.islamonline.net/arabic/sitemap.htm.
15. www.exchangetnewyork.com/.
16. www.thegulfbiz.com/vb/showwth.
17. wwwarabiyat.com/forums/foru...php? .
18. www.gulfbase.com/home ar.asp.