

تأثير عائد المقسوم في اسعار الاسهم العادية

دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية

أ. د. محمد علي العامري
 أ. م. د. صبيحة قاسم هاشم
 م. م. ولاء اسماعيل عبد اللطيف النصار
 جامعة بغداد/ كلية الادارة والاقتصاد/ قسم ادارة الاعمال

المستخلص

يُعد عائد المقسوم من أهم المؤشرات المالية الذي حظي باهتمام مميز على الدوام، وذلك لدوره في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي، حيث يتحدد السعر في ضوء هذا المؤشر بالاستناد الى الأرباح المتحققة والسياسة المتبعة في توزيعها. لقد سعت هذه الدراسة لاختبار تأثير عائد المقسوم في القيمة السوقية للسهم العادي في سوق العراق للأوراق المالية إذ تكونت عينة الدراسة من (12) شركة مساهمة مختلطة وخاصة، منها (7) شركات مساهمة مختلطة و(5) شركات مساهمة خاصة، أما مدة الدراسات فقد سجلت الأعوام (1990-1999)، وقسمت هذه المدة الى مدتين فرعيتين امد كل منها (5) سنوات. وتبنت الدراسة فرضية رئيسية هي ان يؤثر عائد المقسوم تأثيراً ايجابياً في القيمة السوقية للسهم العادي، ويختلف هذا التأثير تبعاً لاختلاف ملكية الشركة. ولغرض تحليل واختبار العلاقة بين متغيرات البحث فضلاً عن اختبار الفرضية استخدمت الدراسة عدد من الأساليب المالية والإحصائية، وتوصلت إلى عدد من الاستنتاجات أهمها ضعف تأثير عائد المقسوم في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي وذلك لضالة مقسوم الارباح.

بحث مستل من اطروحة دكتوراه (اثر عائد المقسوم ونسبة التوزيع على اسعار الاسهم العادية
 "دراسة تطبيقية"

Abstract

The Dividend Yield and is considered as the two of the most important financial indexes that have always got a significant attention due to their important role in determining the market value of these two indexes, depending on the realized earnings as well as on the policy being followed in paying them out.

This study has aimed to test the effect of the Dividend Yield on the market value of the common stock in the Iraqi environment. The sample of the study consisted of (12) partnership and private companies, (7) of which are mixed partnership companies and (5) are private partnership companies. This study has covered the years 1995-2004 and that period was divided into two sub-periods, each of them is of (5) years interval.

The study has adopted one main hypotheses namely: Dividend Yield and Payout Ratio have positive effect on the market value of the common stock, and this effect different according to the different of the company's ownership.

Increase in the Price/ Earning Ratio.

For the purpose of analyzing and testing the relation between the variables of the research, beside testing the hypotheses mentioned above, this study has a number of financial and statistical methods, and then it reached to a number of conclusions, the most important of them are the weakness of Dividend Yield and Payout Ratio effect on determining the market value of stocks; that is because the dividend is low.

المقدمة

حظيت ظاهرة الاستثمار في الأسهم العادية بمساحة واسعة من الاهتمام في الفكر المالي، وأدبيات الإدارة المالية ونظراً للاشكاليات المتعددة في اطار هذه الظاهرة والمشاكل والصعوبات التي تصاحب عملية الاستثمار في هذا النوع من الأسهم إذ انه بالرغم من تحقيق هذا الاستثمار لعوائد مرتفعة في كثير من الأحيان الا أنه بالمقابل يتميز بدرجة عالية من المخاطر مقارنة ببقية الاستثمارات. عليه فإن تقدير عوائد الأسهم العادية يتصف بكثير من الصعوبات والتعقيدات نتيجة ارتفاع درجة التلاكد حول هذه العوائد، الأمر الذي يجعل اتخاذ القرار الخاص بالاستثمارات استناداً الى معلومات أو مؤشرات مؤكدة كأساس سليم أحد مؤشرات الإدارة المالية المهمة. وبالرجوع الى مثل هذه المؤشرات يجعل من القرار الاستثماري قراراً صائباً وأكثر عقلانية حيث يسترشد بالعديد من المؤشرات المالية واتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم العادية. وتتطلب هذه المؤشرات بدورها المزيد من البحث والتحليل، ومن المؤشرات المالية المهمة التي يؤخذ لها لهذا الغرض هو مؤشر عائد المقسوم (Dividend yield) الذي يعد من المؤشرات المالية التي لها اهتمام خاص على المستوى النظري والتطبيقي في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي. وتمثل انعكاساً لسياسة مقسوم الأرباح في الشركة، وأن الزيادة فيها تشير بداية لارتفاع مقدار التوزيعات النقدية التي يحصل عليها المساهمين. فضلاً عن ذلك أشارت العديد من أدبيات الفكر المالي أن تأثير عائد المقسوم كان ولا يزال نقطة خلاف بين المختصين في الفكر المالي حيث قدم العديد من الباحثين بخصوصه وجهات نظر معتمة نظرية وتطبيقية، ولا يوجد إجماع في الرأي عليه على الرغم من أن الباحثين يتفقون

على ان الموضوع مهم جداً. ويركز البحث الحالي في جانبه النظري على عدد من المتغيرات التي يعتقد انها تحتل أهمية كبيرة في تحديد أسعار الأسهم العادية وهو عائد المقسوم. ومن الجانب التحليلي يتم اختبار العلاقة بين هذه المتغيرات.

منهجية البحث

اولاً: المشكلة

يمكن التاثير بوجود المشكلة في جانبها النظري والتطبيقي. ففي المستوى النظري وبالرغم من أهمية عائد المقسوم كمؤشر لمعرفة قيمة السهم في السوق المالية الا أنه هناك عدد من القضايا النظرية التي كانت ولا تزال مثار للجدل والخلاف بين الباحثين في مجال الفكر المالي والتي تستلزم تسليط الضوء عليه وتحليله، فمن جهة تفترض وجهة نظر أن هذا المؤشر يشكل عاملاً رئيساً في تحديد اسعار الأسهم في السوق، وترى أخرى ان الأسهم ذات عائد المقسوم المرتفع ليست بالضرورة استثمارات أفضل من الأسهم ذات عائد المقسوم المنخفض. وبالنتيجة فإن العائد الكلي للسهم يتكون من مقسوم الأرباح وعوائد رأس المال ومن المفترض ان تقدم الشركات ذات عائد المقسوم المنخفض توقعات أكبر بشأن عوائد الرأس المال وتفترض وجهة نظر ثالثة أن المؤشر يفتقد لأي دور مهم في تحديد اسعار الأسهم وبالتالي في مجال استخدامه في قرار الاستثمار بالأسهم العادية. وبأختلاف وجهات النظر هذه يدلل على ان هذا الموضوع لا يزال مشكلة في الإدارة المالية. وأما على المستوى التطبيقي، فإن ما شهده الاقتصاد العراقي من أحداث مالية وتحولات هيكلية واضحة تمثلت في تأسيس الشركات المساهمة فضلاً عن تأسيس سوق العراق للأوراق المالية أدت الى نشوء وتداول عدد كبير من الأسهم المصدرة لمختلف الشركات وفي مختلف القطاعات. الأمر الذي جعل عملية المفاضلة بين هذه الأعداد الكبيرة من الأسهم تتطلب المزيد من هذه المؤشرات لتساعد في اتخاذ قرارات استثمارية تتعلق بشراء أو الاحتفاظ أو بيع السهم أكثر موضوعية نتيجة لإسنادها إلى أساس سليم.

ثانياً: الأهمية

- 1- تأتي أهمية البحث من كونه يتناول طروحات احدى ابرز الظواهر الرئيسية في مجال الإدارة المالية فيها من العمق المعرفي، مما يستحق المزيد من البحث، ويعود السبب في ذلك الى أن هناك المزيد من الجدل الفكري عن ثانيا موضوع هذه الظاهرة .
- 2- يركز البحث في تحليله لتأثير عائد المقسوم السوقي الذي يمثل المصدر الأساس لقيمة السهم في السوق، ومن ثم تحديد جدوى الاستثمار في أسهم شركة معينة دون غيرها.
- 3- تتميز أهمية الدراسة أيضاً في تقدير الأرباح المستقبلية للشركة، بمعنى تقدير النمو المستقبلي في الأرباح، فضلاً عن إعطاء صور واضحة عن السياسة التي تعتمدها الشركة في توزيع الأرباح والسياسة التمويلية من حيث مدى اعتمادها على المصادر الداخلية والخارجية لتمويل استثماراتها.
- 4- توجيه الاهتمام أكاديمياً بمدى إمكانية الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد الاستثمار الأفضل بالأسهم العادية.
- 5- تتجسد أهمية الدراسة أيضاً في دراسة أحد المؤشرات القيمة في سوق العراق للأوراق المالية والتوصل الى نتائج بخصوصه بشكل فاعل وكفوء لدعم القواعد والمعايير اللازمة لتوظيف الأموال في الأسهم العادية بهدف تحقيق استثمار أفضل.

ثالثاً: الأهداف

تهدف الدراسة الوصول الى مجموعة من الأهداف وهي:

- 1- الكشف عن إمكانية التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالاستناد الى أحد المؤشرات المهمة الا وهو عائد المقسوم.
- 2- تحليل تأثير مؤشر عائد المقسوم في بيئة الاستثمار العراقية المتمثلة بسوق العراق للأوراق المالية ومعرفة مدى إمكانية الاعتماد عليه في اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار في الأسهم المتداولة في تلك السوق.
- 3- تحديد سياسة استثمارية سليمة يتم بموجبها اختيار الأسهم في ضوء عائد المقسوم للاستثمارات الفردية. وعليه، أن السعر المدفوع يتحدد بالاستناد الى الأرباح التي تحققها الشركة والسياسة المتبعة في توزيع الأرباح.
- 4- بيان هل أن هذا المؤشر يمكن الاعتماد في تحديد الاستثمار الأفضل أم لا؟

رابعاً: الفرضيات

بالاستناد الى مشكلة البحث فقد خصصت فرضية البحث على النحو الآتي:
يؤثر عائد المقسوم تأثيراً ايجابياً في قيمة الأسهم العادية، ويختلف هذا التأثير تبعاً لاختلاف ملكية الشركة.

خامساً: المجال، البيانات، المدة

1- المجال

يتمثل مجال الدراسة بأسهم شركات القطاع الصناعي الخاص والمختلط والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمبرر لاختيار هذا المجال لكون القطاع الصناعي الخاص والمختلط من أنضج القطاعات الاقتصادية الى جانب عمقه الزمني. فضلاً عن معرفته من قبل أغلب المستثمرين. أما عينة الدراسة فتم دراسة شركات القطاع الصناعي الخاص والمختلط التي توفرت عنها البيانات والمبينة في الجدول (1)

جدول (1)

الشركات عينة الدراسة

ت	اسم الشركة	الاسم المختصر	خاصية الملكية
1.	الصناعات الخفيفة	الخفيفة	مساهمة مختلطة
2.	الصناعات الغذائية	الغذائية	مساهمة مختلطة
3.	بغداد للصناعات الكحولية	بغداد كحولية	مساهمة مختلطة
4.	الهلال الصناعية	الهلال الصناعية	مساهمة مختلطة
5.	الألبسة الجاهزة	الألبسة الجاهزة	مساهمة مختلطة
6.	بغداد للمشروبات الغازية	ببسي	مساهمة مختلطة
7.	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	الكيماوية والبلاستيكية	مساهمة مختلطة
8.	السجاد والمفروشات	السجاد	خاص
9.	البيرة الشرقية	الشرقية	خاص
10.	الغازية والمعدنية الشمالية	الغازية الشمالية	خاص
11.	العربية للمياه الغازية	العربية	خاص
12.	الخيطة الحديثة	الخيطة	خاص

شكلت عينة الدراسة ما نسبته (35%) من مجموع شركات القطاع الصناعي والتي بلغ عددها (34) شركة منها (20) شركة صناعية مختلطة و(14) شركة صناعية خاصة. وبلغت نسبة الشركات الصناعية المختلطة (35%) بواقع (7) شركات ونسبة الشركات الصناعية الخاصة (35.7%) بواقع (5) شركات.

2- البيانات

اعتمدت الدراسة على البيانات الخاصة والكشوفات المالية الخاصة لشركات العينة والمتمثلة بالميزانية العمومية وكشف الدخل. اضافة الى استخدام المتوسطات السنوية لأسعار تداول الأسهم والمنشورة في دراسة (الحسيني، 1994: 211)، فيما يخص المدة 1998-1991 ما عدا شركات بغداد للصناعات الكحولية والعربية للمياه الغازية وبغداد للسجاد. والمفروشات والبيرة الشرقية والغازية المعدنية الشمالية اذا أخذت متوسطات أسعار أسهمها من قسم الاستثمار في المصرف الصناعي، اضافة الى استخدام النشرات السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية ما عدا بالمتوسطات السنوية لأسعار تداول أسهم الشركات عينة البحث للمدة (1992-1999).

3- المدة

حددت مدة الدراسة بسلسلة زمنية تخطت مدة (10) سنوات امتدت بين (1990-1999) بعد أن استكملت بياناتها اللازمة للتحليل وقسمت الى مدتين أمد كل منها خمس سنوات شملت المدة الأولى السنوات (1990-1994) اما المدة الثانية فشملت السنوات (1999-1995) وبموجب هذا التقسيم تم اختبار فرضيات البحث لكل مدة وذلك للتمكن من مقارنة ومعرفة مدى التغيير في أثر عائد المقسوم في القيمة السوقية للأسهم العادية بين المدتين.

سادساً: مؤشرات وأساليب التحليل

أ- المؤشرات المالية:

استخدمت بعض المؤشرات المالية تم عرض بعض موضوعاتها وان عرضها بشكل موجز يسهل العودة إليها كدليل لاستعراض الإطار التطبيقي للدراسة وهي:

1- عائد المقسوم: تم حساب عائد المقسوم لكل شركة من شركات العينة وكما في المعادلة الآتية: (Lewis and Perdrill, 2000:426)

مقسوم أرباح السهم

$$\text{عائد المقسوم} = \frac{\text{مقسوم أرباح السهم}}{\text{متوسط سعر السهم في السوق}}$$

2- مقسوم أرباح السهم

وحسب مقسوم أرباح السهم الواحد بقسمة الدخل القابل للتوزيع على عدد الأسهم المصدره على وفق الصيغة الآتية: (Atrill and Mdancay, 1997: 161)

مقسوم النقد المدفوع لمساهمين

$$\text{مقسوم أرباح السهم} = \frac{\text{مقسوم النقد المدفوع لمساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية المصدره}}$$

3- نسبة الاحتجاز

حسبت على وفق المعادلة الآتية: (Brealey and Myers, 1996: 73)

نسبة الاحتجاز = 1 - نسبة التوزيع

4- ربحية السهم

تم احتساب ربحية السهم الواحد على أساس الأرباح الكلية بقسمة صافي الدخل المتحقق من النشاط الأساس وغير الأساس للشركة على عدد الأسهم. (Fisher and Jordan, 1996: 289)

الدخل الصافي

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{عدد الأسهم العادية المصدرة}}$$

ب- المؤشرات الإحصائية:-

أعتمد على معامل الارتباط البسيط وتحليل المسار لبيان مدى العلاقة السببية لغرض اختبار الفرضية الأساسية الأولى للبحث وبيان مدى تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد.

الجانب النظري

أولاً: عائد* المقسوم وتقلبات أسعار الأسهم

حظي عائد المقسوم باهتمام كبير في فكر الإدارة المالية كونها تمثل أحد المؤشرات المهمة في مجال الاستثمار بالأسهم العادية فقد تناولها العديد من الباحثين والمنظرين في بحوثهم النظرية والتطبيقية الا أن اختلاف النتائج التي توصلوا إليها أدى الى تعدد وجهات النظر بشأنها الأمر الذي جعلها من المواضيع التي كانت ولا زالت الأكثر جدلاً في الفكر المالي منهم Modigliani & Miller وضمن افتراضات السوق الكفوء انه في حالة تقييم الأسهم العادية فالأمر Peterson 1924:472 , لا يتحدد بتوزيع او عدم توزيع مقسوم الأرباح (وأكدوا أن الأرباح تعد هي المصدر الأساس في تقييم السهم العادي وليس مقسوم الأرباح لأن مضامين قرار مقسوم الأرباح غير مهمة للمساهمين باعتبارها لا تؤثر على ثروتهم.

اذ أن الشركة التي لا تدفع مقسوم الأرباح تعيد استثمار ارباحها في مشاريع تعود بالنفع على الشركة والمساهمين معاً Sharpe and Alexander, 1990:497، ووفقاً لذلك فإن قرار توزيع الأرباح ليس له تأثير على قيمة المنشأة فقيمة المنشأة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار أي قدرة الموجودات على توليد الأرباح وليس بكيفية التصرف في هذه الأرباح بين توزيعها أو احتجازها وقد احتوت طروحات (Modigliani & Miller) الافتراضات الآتية.

1- أن أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة أو تتوفر المعلومات للمستثمرين الى جانب عدم وجود مشتري وبياع أو (مصدر) للأوراق المالية يمكنه التأثير على أسعار الأسهم كما لا يوجد كلفة للمعاملات أو الضرائب وفرصة الوصول الى المعلومات ذات كلف صفرية متاحة لجميع المشاركين في السوق.

(*) يعرف عائد المقسوم Divedidend Yeild بأنه العلاقة بين التدفق النقدي للسهم ومقسوم الربح النقدي وسعره في السوق ويتم احتساب على وفق الصيغة الرياضية الآتية: (Oldcoran and Parker, 1996:16)

مقسوم أرباح السهم =

2- تعمل المنشأة في ظل التأكد التام **Perfect Certainty**، فالاستثمارات وكذلك الأرباح المستقبلية معروفة وبذلك فإن اسهم المنشأة سيتم بالامانة والضمان ويمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية كما في الأوراق المالية ذات الدخل المناسب ولهذا تستند فكرة **Modigliani & Miller** على أن معرفة قيمة الأسهم المتمثلة بقيمة الاسهم العادية في سوق المال مضافاً إليها قيمة توزيعات الأرباح، فإذا ما حققت المنشأة أرباحاً وقررت توزيع جزء منها فالقيمة السوقية للسهم تنخفض بعد الاعلان عن توزيعات الأرباح بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم، أما في حالة عدم التوزيع فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع بمقدار الأرباح التي تم احتجازها في خصم هذا الجدل فإن المشكلة لا تزال قائمة في إطارها الأكاديمي والتطبيقي. إذ تعتمد جانب كبير من جمهور المستثمرين بأهمية مقسوم الأرباح وان مقدار المقسوم وتوقيتاته تعد أداة تستخدمها الشركات لارسال معلومات الى المستثمرين وحملة الأسهم بقدرتها على الحفاظ على استقرار المقسوم وإمكانية زيادته في المستقبل (الحمدي و الاعرجي، 2006: 1) الا ان سلوك البعض الآخر من المستثمرين وتفضيلاتهم وطبيعة الاسواق المبحوثة قد يشير الى خلاف ذلك. طرح (Williamson, 1971) بأنه لا فرق بين الدخل من مقسوم الأرباح او من عوائد رأس المال (Peterson, 1974:74) إذ ان احتجاز الأرباح واعادة استثمارها في الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة يعني انها لن توزع مقسوم أرباح أو ستوزع جزءاً قليلاً من الأرباح وبذلك فإن عائد المقسوم سينخفض الا أن هذا الانخفاض سيعوض من خلال النمو في قيمة السهم مما يؤدي الى زيادة معدل العائد الرأسمالي والعكس صحيح بمعنى ان الانخفاض في عائد المقسوم سيعوض بالزيادة في معدل عائد رأس المال والانخفاض في معدل عائد رأس مال سيعوض الانخفاض في عائد المقسوم وعليه فلا ينبغي التمييز بين عائد المقسوم وعائد رأس مال عند اتخاذ قرار الاستثمار.

يشير (Petty, 1982:484) الى أن جانب كبير من تقلبات أسعار الأسهم يأتي من خلال التغيير المستمر في مقسوم الأرباح النقدي الذي يتحدد بالفرص الاستثمارية ومعدلات ألعائد وفقاً لذلك فإن مسألة المبادلة بين الاحتجاز لأغراض التمويل الذاتي وتوزيع الأرباح يرتبط بحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات ومعدلات الفائدة لتلك الفرص الاستثمارية لذلك أن طبيعة سياسة مقسوم الأرباح يتحدد، وفقاً بما يأتي: (Van Horn, 1986:324)

- 1- حاجة الشركة للاستثمار هي التي تحدد طبيعة الاتفاق الاستثماري.
- 2- التمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجزة.
- 3- اصدار أسهم اضافية لتغطية العجز .
- 4- توزيع الفضة من الأرباح على المساهمين .

أن مصدر التأثير في اسعار الأسهم هو معدل العائد الداخل على الأموال المعاد استثمارها. لذلك أن المستثمر يكون مستعداً لدفع علاوة للسهم بشرط ان تكون مساوية للمعدلات المطلوبة لفرص بديلة او مماثلة لدرجة المخاطرة، وعليه أن التغيرات الاقتصادية والمالية تغير مقسوم مستوى الأرباح، وهي العامل القوي والمؤثر على اسعار الاسهم، وهذا يتوافق مع ما جاء به (Modigliani & Miller) بتأثر محتوى المعلومات بمقسوم الأرباح أي بمعنى آخر أن مستويات الأرباح ومدى استقرارها هو المؤثر الحاكم على أسعار الأسهم وليس مقسوم الأرباح النقدي بحد ذاته. وعلى خلافه أكد مدخل (Jordon). أن مقسوم الأرباح النقدي المتوقع يقيم بقيمة أكبر من عائد رأس المال لأن عانده يكون أقل مخاطرة (اكثر تأكيد) من عائد رأس المال الذي قد ينشأ عن استثمار الأرباح المحتجزة من فرص النمو. (Weston et al, 1996)، وبمعنى آخر أن المستثمر يفضل عادة الأرباح لتقليل عنصر الأتأكد ذلك كون المقسوم يمثل الصفة الحالية للتدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر حتى لو واجهت الشركة صعوبات في التمويل أو التشغيل فضلاً عن ذلك فإن القيمة الحالية للمقسوم تعد بمثابة دخل للمستثمر بدون أن يؤثر ذلك على رأسماله الأصلي.

(Hampton,1996:513) بما ان المستثمر يكون مستعداً لدفع علاوة السهم ذو المقسوم المرتفع لأن القيمة الحالية للوحدة النقدية كمقسوم أكبر من قيمة الوحدة النقدية المتوقعة بمكاسب رأسمالية والسبب في ذلك يعود الى أن عائد المقسوم النقدي أقل مخاطرة من معدل النمو الذي قد يتحقق في ظل الاحتجاز. لذا أن مستوى العائد المطلوب سيكون مرتفعاً نتيجة عائد المقسوم الأكبر (Van, Horn,1986:426).

ووفقاً لذلك أن الجدل حول عائد المقسوم لم يحسم لحد الآن بسبب اختلاف الآراء بشأن استخدامه في مجال الاستثمار في الأسهم العادية إذ ترى فئة أنه يمثل محدداً أساسياً لأسعار الأسهم بالمقارنة مع عائد رأس المال ونرى فئة أخرى أنه ليس هناك فرق بين الدخل من مقسوم الأرباح أو من العائد الرأسمالي من جهة ترى فئة أخرى بأن عائد المقسوم ليس له دور مهم في تحديد قيمة السهم.

ثانياً: العوامل المؤثرة في عائد المقسوم

تتعدد العوامل التي تؤثر في عائد المقسوم بتعدد العوامل المؤثرة في مقسوم الأرباح، إلا أن تناول هذه المحددات سيقصر في هذه الفقرة من البحث وفي الجانب التطبيقي منه على المحددات المشتقة من متغيرات النماذج الرياضية التي تدخل في حساب هذا المؤشر وعليه فإن محدّدات عائد المقسوم تتمثل بالآتي:

1- ربحية السهم الواحد* (Earning Per share EPS)

تحظى ربحية السهم الواحد باهتمام واسع من التقارير السنوية المصدرة من قبل الشركات فقد أكدت معظم المعايير المحاسبية الصادرة عن الجمعيات المهنية العالمية على ضرورة الإفصاح عنها في جلب القوائم المنشورة (Smith & Skousen, 1994:829) كونها من المؤشرات المهمة والمستخدمة من قبل الكثير من المحللين الماليين كمقياس اساس لادانهم (Atrill,2000:72) كما أنها تعد دليلاً لمقسوم الأرباح المتوقع باعتبارها تمثل ما يكسبه المستثمر في السهم العادي خلال مدة معينة (المشهداني، 1995: 21)، وتسعى إدارة الشركة الى زيادتها بهدف زيادة مقسوم الأرباح المتوقع بالإضافة لدورها المهم في تحديد سعر السهم باعتبارها تعكس ما يصيب السهم الواحد من الأرباح والتي تدعم سعره في السوق (Francens, 1991:503).
تعد ربحية السهم أحد العوامل الحاسمة لمدخل التحليل الاساس في تقييم الأسهم العادية (Fabozzi,1999: 199) ومن العوامل الاساسية لقرارات الاستثمار سواء من وجهة نظر الإدارة أو المستثمرين (Petty, et al, 1982:591) وبهذا فإن ربحية السهم تعد محدداً مهما لاسعار الأسهم أو أن تحركات هذه الاسعار تكون متزامنة مع التغيرات في الارباح (and Gruber, 1981:426&Elton).

ولذلك فالمهتمون بالاستثمار في الأسهم العادية لشركة ما عليهم ان يقدروا ربحية السهم المتوقعة الخاصة بالشركة وبصورة عامة كلما كانت ربحية السهم اعلى كلما كانت الأسهم العادية أكثر جذبا لفرص استثمارية. (Gitman,1981:439).

وهناك فرق كبير بين ما يربحه السهم وبين ما تربيحه الشركة ككل، فالأرباح الصافية للشركة هي أرقام مطلقة لا تهتم المستثمرين كثيرا الا اذا حددت اعداد الأسهم التي سوف تشارك بهذه الأرباح (جابر، 1982:181) بذلك ومع ثبات العوامل الأخرى فكلما انخفض عدد الأسهم المصدرة ارتفعت

(*) تعرف ربحية السهم الواحد بأنها العلاقة بين الدخل الصافي وعدد الأسهم المصدرة وبحسب وفق

المعادلة الآتية: (Lwis and Pendrill, 1985: 308)

صافي الدخل

= ربحية السهم الواحد

عدد الأسهم المصدرة

ربحية السهم. أن ربحية السهم يعني ربحية الشركة على أساس السهم الواحد فقط لا تعكس مقدار ما يدفع على شكل مقسوم أرباح ومقدار ما يتم احتجازه والاحتفاظ به لتمويل النمو. ولكنها تمكن من مقارنة الأرباح المتحققة من امتلاك سهم واحد في إحدى الشركات مع تلك الأرباح المتحققة منهم امتلاك سهم عادي واحد في شركة أخرى كما أنها تقارن مع متوسط الصناعة إذ تعد من المؤشرات المهمة والشائعة الاستخدام باعتبارها مؤشر يقيس ربحية استثمارات الأسهم (Pandey,1995:130) (وتكمن صعوبة* حساب ربحية السهم الواحد في تحديد عدد الأسهم في التداول لاحتمال تغيرها أثناء الفترة نتيجة إصدار أسهم جديدة أو نتيجة إعادة شراء الأسهم أو توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية أو عملية تجزئة الأسهم. (Francis,1991:503)

أن أرباح الشركات لا تكون بالضرورة قابلة للمقارنة بعضها مع البعض الآخر وذلك بسبب الاختلاف من الطرائق المحاسبية المستخدمة في حساب هذه الأرباح فضلاً عن التفاوت في نسب الضرائب والفوائد التي تتحملها الشركات (Lewis and Pendrill,1985:302) الأمر الذي يجعل ربحية السهم الواحد تعني أشياء مختلفة لمختلف الشركات كما أن الاختلاف في هيكل رأس المال بين الشركات يمكن أن يجعل أية مقارنة لهذـه بدون جدوى. (Atrill and Melaney,1997:165).

ولغرض زيادة قابلية المقارنة بين الشركات على أساس ربحية السهم والأرباح لكل سهم يجب أن يحسب على أساس مماثل بالنسبة لكل شركة يتم مقارنتها على هذا الأساس (Lewis and Pendrill,1985:308) وبما أن حساب ذلك من الأمور التي يصعب تحقيقها سواء في مجال الفوائد والضرائب التي تتحملها والمشاريع التي تستثمر فيها أموالها... الخ. ولإجراء مقارنة ذات معنى للأرباح بين الشركات يتم حساب نسبة سعر السهم إلى ربحية أو ما يسمى بمضاعف الربحية*.

وتعد P/E مؤشراً مهماً من قبل المحللين الماليين في تقييم مدى علاقة الاسعار السوقية لأسهم الشركات ومن ثم استقراء الاتجاهات المستقبلية لهذه الاسعار (مطر، 1997: 85) وبصورة عامة يمكن القول بثبات العوامل الأخرى، أن الشركات التي يتوقع لها نمواً في المستقبل عليها أن تخفض من مقدار المقسوم المدفوع للمساهمين وبذلك سيكون لديها عائد مقسوم منخفض وهذا يجعل نسبة P/E في هذه الشركات مرتفعة لأن النسبة الأكبر من الدخل الصافي سيتم احتجازها في حين أن الشركات التي لا تتوقع لها نمواً في المستقبل عليها أن تزيد من مقدار المقسوم المدفوع وبذلك سيكون لديها عائد مقسوم مرتفع. وعليه فإن نسبة P/E يكون عادة أدنى في الشركات التي لا تتوقع لها نمواً في المستقبل لأن النسبية المنوية المرتفعة من الأرباح تستخدم لدفع المقسوم بدلاً من احتجازها مما يجعل نسبة P/E تتقلب من وقت لآخر ولذلك بأنها تعكس كلا من توجهات الشركات وأسواق الأسهم عموماً (Stein,1988: 178) (Brigham Gapenski, 1988: 780)

(*) يتم استخدام المعدل الموزون (Weight Average) لإيجاد العدد المماثل للمتغير الكلي في عدد الأسهم في التداول.

(*) تعرف مضاعف الربحية بأنه العلاقة بين ربحية السهم مع سعره في السوق ويتم احتسابه وفق المعادلة التالية:

السعر السوقي الحالي للسهم

= مضاعف الربحية

ربحية السهم الدفترية الحالية

2- مقسوم أرباح السهم Dividend Per Share DPS

يعد مقسوم الأرباح أهم القضايا التي ظلت تشغل الفكر المالي بشأن المفاضلة بين الأرباح أو مقسوم الأرباح كمصدر أساس لتحديد قيمة السهم العادي، إذ لا يزال من الموضوعات الأكثر جدلاً بسبب اختلاف نتائج اختبار أثره في القيم السوقية للأسهم فقد أثبتت تأثير ولا تأثير سياسة المقسوم في سعر السهم إذ توصلت إلى وجود عدة أسباب تدعو إلى دفع مقسوم الأرباح وأخرى لعدم دفع أي مقسوم وبالنتيجة فإن سياسة المقسوم يعد موضوعاً مثيراً للجدل حول أهمية الأرباح لكونها المصدر الأساس للتدفقات النقدية لدفع مقسوم الأرباح من جهة ومن جهة أخرى يمثل المقسوم ما يحصل عليه حملة الأسهم فعلاً من أرباح الشركة ولم توضح نتائج الدراسات السابقة ارجحية أحد هذين المتغيرين على الآخر في قيمة السهم العادي وقد حسم Modigliani & Miller هذا الجدل في عام 1961 في دراستهما التي قدماها والتي أكدت في ظل افتراضات معينة أن الأرباح المصدر الأساس والمحدد لقيمة الشركة وليس بكيفية توزيع الأرباح بين المقسوم الحالي واحتجاز الأرباح (AL) (Mwala and Elkouri, 1998: 429) كما اوضحت العديد من الدراسات من الأرباح محدد هام لاسعار السهم في سوق الأوراق المالية (Chiang, 1997) وزملانه ان التغييرات في الأرباح ومستوياتها تمثل القدرة على تفسير عوائد الأسهم. (Chiang et al, 1997: 17) وسواء تم القبول بمدخل مقسوم الأرباح ام لا الا أنه في مجال الممارسة او التطبيق يمكن اعتبار مقسوم الأرباح مهمة بالنسبة لمدرء الشركات والمستثمرين ويبدو ان هناك ثلاث أسباب محتملة لتفسير أهمية مقسوم الأرباح وهي كما يلي:

1- تفضيلات الزبون

هناك مجموعة من المستثمرين ممن لديهم تفضيلات مختلفة في كيفية الحصول على التدفقات النقدية من الشركة فبعضهم قد يفضل الاستثمار في أسهم الشركات التي تدفق مقسوم الأرباح منتظم وبعضهم قد يفضل أسهم الشركات التي لا تدفع مقسوم أرباح بمفهوم آخر ان المستثمر قد يفضل لأي سبب كان نوعاً معين من سياسة المقسوم (Harvey, 1995: 5) ويلعب الموقف الضريبي للمستثمر دوراً كبيراً في تحديد تفضيلاته من خلال توجيه استثمارية في اسهم شركة معينة إذ يفضل المستثمرون الذين هم من الشرائح الضريبية التي يخضع لضرائب عالية الاستثمار في أسهم الشركات التي تعتمد نسبة مرتفعة من الأرباح المحتجزة إذ تعيد استثمارها بالشكل الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد الرأسمالي والذي تكون نسبة الضريبة عليه أدنى من نسبة الضريبة على مقسوم الأرباح (Hermanson et al, 1983: 740) وعليه فإن ضرائب الدخل الشخصي تعد من المحددات المهمة في المفاضلة ما بين توزيع أو احتجاز الأرباح إذ يكون اعلى في حالة توزيع المقسوم بهدف توجيه وتشجيع رأس المال نحو المشاريع الجديدة والتي تهتم عادة بزيادة العائد الرأسمالي أكثر من عائد المقسوم اضافة لهدف دفع الشركات لاعادة استثمار نسبة مرتفعة من أرباحها مما يجعل مساهميتها يخضعون لضرائب أعلى (Weston et al, 1996: 60).

2- المحتوى المعلوماتي لمقسوم الأرباح

أن المحتوى المعلوماتي لمقسوم الأرباح أهمية خاصة وذلك لكون المعلومات المطلوبة تخص الأفق المستقبلية لآية شركة غير متاحة بسهولة او بدون كلفة ومن مثل هذه الحالة يمكن أن يكون مقسوم الأرباح مصدراً للمعلومات ضمن إطار السوق المالية إذ انها تمثل الإشارة عن توقعات الإدارة فيما يتعلق بالأرباح المتوقعة وسياسة الشركة المستقبلية في توزيعها وبهذا أن التغييرات في سياسة مقسوم الأرباح قد تؤثر في توقعات المستثمرين فيما يخص المستوى المتوقع من الأرباح المستقبلية للشركة وتبعاً لذلك يتأثر سعر السهم في السوق (Levy and Sarnat, 1990: 524).

3- تخفيض كلف الوكالة

أصبحت نظرية وكالة الشركات نظرية مهمة على نحو متزايد في فكر الإدارة المالية وفقاً لهذه النظرية فإن أي مشروع هوائتلاف من مختلف المجاميع ذات المصالح المتباينة.

(أي المدراء والمساهمون والمقرضون) والتي تسعى فيه كل مجموعة لتحقيق مصالحها، عليه أن كل مجموعة من هذا الائتلاف قد تتصرف بشكل معين يؤدي الى خلق كلف معينة يتحملها مجموعة، وبالتالي تحاول الأخيرة تقييد نشاط المجموعة الأولى عن طريق ايجاد صيغ تعاقدية بحيث يتم تخفيض هذه الكلف الأمر الذي يؤثر في سياسة مقسوم الأرباح (Atrill,2000:317).

3- الأرباح المحتجزة Retained Earnings

تشير الأرباح المحتجزة الى ذلك الجزء من صافي الدخل الذي يحتجز لإعادة استثماره من قبل السوق، أي انها الأرباح المتبقية بعد دفع مقسوم الأرباح للمساهمين (Watson et al,1996:577) (Ross et al,1996:37)، وتعرف النسبة المئوية للأرباح المحتجزة بأسم نسبة الاحتجاز (Retention Ratio) والتي تعتبر من المحددات المهمة لعائد المقسوم وتحسب وفقا لما يلي: (Jones,2000:39)

نسبة الاحتجاز = 1 - نسبة التوزيع

وتفضل الشركات الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل لعدة أسباب وكما يلي:

أ- تعد مصدرا جاهزا للنقد وذات كلفة صفرية .
ب- سهولة اتخاذ القرار بشأنها نسبياً كونه قرار داخلي تحدده الإدارة مقارنة بقرار الحصول على التحويل من الخارج.

ومما يعزز من أهميتها كمصدر للتحويل القيود القانونية المفروضة على الشركات إذ ان هذا القيود تحد من قيام الشركة بالتوسع في توزيع الأرباح وتلزمها بالاحتفاظ بالاحتياطات التي تكون نسبة مئوية من الأرباح المتحققة (العمار، 1997: 217) وفي ظل عملية تمويل اية شركة يتم تقييم فرص الاستثمار المتاحة اعتمادا على قدرتها في تحقيق تدفق نقدي للشركة والتدفق النقدي الحر هو التدفق النقدي الذي يزيد عما هو مطلوب للمحافظة على الاستثمار وتحقيق ونمو السوق. (Smith and smith,2000:1).

وعليه اذا ما اتاحت أمام الشركة مثل هذه الفرص الاستثمارية المرعبة فأنها ستسعى للبحث عن إمكانية تمويل هذه الفرص بأكبر قدر ممكن من الأرباح المحتجزة الأمر الذي سيجعل عائد المقسوم للأرباح منخفضة جدا عليه فأن التمويل والأرباح المحتجزة سيعتمد على عدة عوامل وهي:

(Watson and Head,1998:175)

❖ موقف المستثمرين ازاء أي انخفاض في مقسوم الأرباح.

❖ مدى توفير مصادر التمويل الخارجية وكلفتها.

❖ مقدار الأموال المطلوبة كأرباح قابلة للتوزيع.

ولا بد من الإشارة هنا أن انخفاض نسبة التوزيع من خلال احتجاز الأرباح وعدم توزيعها على المساهمين يعني ان إدارة الشركة قد قررت حجب فرصة استثمار هذه الأموال من قبل المساهمين في مجالات استثمارية أخرى خارج الشركة (الشمخي، الجزراوي، 1998:384)

وعليه لا بد أن تحقق من اعادة استثمارها لهذه الأرباح معدل عائد (ROE) مساوي أو أكبر من معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين وبهذا فأن كلفة الأرباح المحتجزة تكون مساوية الى أو أكبر من معدل العائد المطلوب (Nated,2000:96) (Archer et al, 1983: 459).

اما اذا لم تقم الشركة باحتجاز الأرباح فهذا يعني انها ستقوم بزيادة نسبة توزيعها للأرباح إذ أن الشركة ستتخلى عن اعادة استثمار الأرباح في الفرص الاستثمارية المتاحة وتترك للمساهم الخيار في استثمار مقسوم الأرباح في فرص أفضل بمعدل عائد مساو أو أكبر من معدل العائد المطلوب.

سعر السهم Stock Price

ان سعر السهم أو القيمة السوقية للسهم هي القيمة التي تم التعامل بها في سوق الأوراق المالية (خان، وغرابته، 1997:195) والتي تتمثل بالسعر الذي يحدده الباعة والمشترون عند

المتاجرة بالأسهم (Ross et al, 1996:38) وبذلك فهي تعكس ما يمكن ان يدفعه المستثمر فعلياً مقابل الحصول على السهم العادي في سوق الأوراق المالية.

ونظراً لتعدد وتغير العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي فإن هذه القيمة لا تتسم بالثبات. بمعنى انها تتقلب تبعاً لتغير تلك العوامل ومنها توقعات المستثمرين لربحية الشركة في المستقبل.

ولمقدار الأرباح المتوقع توزيعها ولمخاطرة الأسهم وللظروف الاقتصادية والسياسية المتوقعة (توفيق، والحنوي، 1980: 618) وعادة ما يداخل هذه التوقعات عنصر الإشاعات وعدم اعتمادها على التحليل السليم (رمضان، 1998: 128) بالإضافة الى عوامل أخرى كحجم الطلب والعرض على الأسهم والظروف العامة السائدة في السوق (خان وغرابية، 1995: 197) وبالتالي قد تكون القيمة السوقية للسهم أعلى أو معادلة أو أقل من قيمته الاسمية أو الدفترية أو الحقيقية.

أن الشركة متى ما أصدرت أسهمها الاسمية من المحتمل جداً أن تختلف عن القيمة السوقية لأن الأخيرة تتوقف أساساً على ما سيحدث في المستقبل في حسن أن القيمة الاسمية بناءً على الوقائع الماضية (العمار، 1997:207) فإذا ارتفعت القيمة السوقية عن الاسمية فإن المساهمين سيحققون إرباحاً رأسمالية إذا باعوا أسهمهم، أما إذا انخفضت هذه القيمة الاسمية فسيحققون خسارة لأنهم لا يستردون ما دفعوه كسعر للسهم (خان وغرابية، 1995: 197)، وقد تتقلب القيمة السوقية للسهم حول قيمته الحقيقية (Francis, 1991: 213) نتيجة للمضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعدم توافر معلومات كافية عن أداء الشركة وتحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين (الميداني، 1989: 665)، وتتساوى القيمتان في حالة توازن سوق الأوراق المالية (Weston, et al, 1996:312).

وفي بعض الأحيان تستخدم القيمة السوقية العادلة (Fair Market Value) لوصف أسعار الأسهم السوقية، على اعتبار أنها المبلغ الذي يتم به تداول السهم العادي بين المشتري الراغب والبائع الراغب، وكلاهما لديه معرفة أو دراية بالحقائق ذات الصلة، وبذلك فإن السعر السوقي يعكس التوقعات حول القيمة الحقيقية لموجودات الشركة، وفي السوق الكفوءة تستجيب أسعار الأسهم بسرعة وبطريقة غير متحيزة للمعلومات الجديدة المتاحة بشكل عام، وتعكس الأسعار السوقية جميع الحقائق ذات الصلة بشأن الشركة، وهذا يعني أنها تعكس القيمة الحقيقية لموجودات الشركة الأساسية (Ross, et al., 1996:38).

كما وان القيمة السوقية للسهم تتقلب حول قيمته الدفترية أيضاً وذلك بحسب مدى ربحية الشركة (الميداني، 1989: 664). وتتساوى القيمتان فقط في اليوم الذي تصدر فيه الشركة أسهمها، بعد ذلك وضمن أية مدة زمنية قد لا يتحقق ذلك (Francis, 1991:51).

الدراسات السابقة:

أصبحت الدراسات السابقة ضرورة لا مناص منها في البحث العلمي لتناولها وإثباتها الكثير من الحقائق المعرفية التي تسهم في تدعيم وإرساء الجانب النظري والتطبيقي ولهذا خصص هذا المبحث لمراجعة الدراسات والبحوث ذات الصلة بالموضوع والقريبة منه متضمنة مجموعة من الدراسات العربية والأجنبية وبحسب انجازها الذي كما يظهرها الجدول (2).

ت	اسم الباحث	السنة	متغيرات الدراسة	نتائج الدراسة
1.	Friend and Puckett	1964	مقسوم الأرباح والأرباح المحتجزة وأسعار الأسهم	عدم وجود علاقة بين مقسوم الربح وسعر السهم
2.	Litzenberger and Ramas Wamy	1982	مقسوم الأرباح وأسعار الأسهم العادية	وجود علاقة طردية بين أسعار الأسهم والعوائد الدورية من خلال المقسوم
3.	Baker et al,	1985	المحددات الأساسية لمقسوم	وجود أربعة محددات أساسية

ت	اسم الباحث	السنة	متغيرات الدراسة	نتائج الدراسة
			الأرباح	لسياسة مقسوم الأرباح وهي الأرباح المتوقعة نمط المقسوم أسعار الأسهم
.4	Bron ,et al	1988	أثر ارتفاع مقسوم الأرباح في سياسة المقسوم	وجود علاقة طردية بين الأرباح ومقسوم الأرباح من جهة والأداء المستقبلي للشركة
.5	Brush and Spare	1990	العلاقة بين مقسوم الأرباح وعنوان الأسهم	يعد التغير في عائد المقسوم مؤشر هام في قياس أداء المحفظة
.6	الحسيني	1994	سياسة مقسوم الأرباح والقيمة السوقية للسهم	وجود علاقة معنوية بين سياسة مقسوم الأرباح والقيمة السوقية للسهم
.7	عبد الله	1995	العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأسهم في سوق المال السعودي	وجود ثلاثة عوامل أساسية مؤثرة في أسعار الأسهم هي ربحية السهم الواحد العائد على يمكن ومؤشر سوق المال السعودي
.8	التميمي	1998	اثر سياسة مقسوم الأرباح من كلفة التمويل وأسعار الأسهم	عدم وجود علاقة بين مقسوم الأرباح وكلفة التمويل يقيم الأسهم العادية
.9	Saxena	1999	العوامل المحددة لنسبة توزيع مقسوم الأرباح	ان المحددات لسياسة مقسوم الأرباح في الشركات النظامية تختلف عنها في الشركات غير النظامية
.10	التميمي	2000	مدى استجابة أسعار الأسهم مقسوم الأرباح	عدم قدرة مقسوم الأرباح في تفسير متطلبات أسعار الأسهم
.11	الزبيدي	2002	استخدام بعض مؤشرات السوق في الاستثمار بالأسهم العادية	وجود علاقة بين سعر السهم وكل من ربحية وقيمه الدفترية

الجانب التحليلي

أولاً:- تحليل محددات عائد المقسوم

1- تحليل ربحية السهم

يعرض الجدول (3) نتائج تحليل ربحية السهم، من خلال تناول صافي الدخل المتحقق وعدد الاسهم لكل شركات العينة المبحوثة، ليعكس صورة واضحة عن اسباب التغيرات في ربحية السهم خلال مدتي البحث ولكل من الشركات المختلطة والخاصة.

أشرت نتائج التحليل للشركات المختلطة تفاوت ربحية السهم المحسوبة لعموم شركات (أسهم) العينة خلال مدة التحليل، فقد كانت منخفضة لعموم الاسهم خلال المدة الاولى، إذ تراوحت العينة بين (0.26- 1.24) دينار، بينما ارتفعت كثيرا خلال المدة الثانية، إذ تراوحت بين (2.45 - 4.51) دينار. أما في الشركات الخاصة فقد اظهرت النتائج تفاوتاً اكبر لربحية السهم إذ تراوحت بين (1.06 - 8.83) دينار خلال المدة الاولى وبين (1.92 - 111.5) دينار خلال المدة الثانية ويتضح من الجدول (3) ان معظم الشركات الصناعية المختلطة والخاصة تميل خلال المدة الاولى الى المحافظة على رأسمالها (عدد الاسهم) دون زيادة، إذ انه كان ثابتاً لسنتين أو أكثر، مما يجعل صافي الدخل محدداً اساسياً لربحية السهم خلال هذه المدة، وهذا يعني ان الزيادة في صافي الدخل

تؤدي الى زيادة ربحية السهم، وهذا ما حصل بالفعل في جميع الشركات المختلطة وفي معظم الشركات الخاصة. أما خلال المدة الثانية فتبين ان كلاً من صافي الدخل وعدد الاسهم لهما دور في التأثير على ربحية السهم بسبب قيام معظم الشركات المختلطة والخاصة بزيادة رأسمالها زيادة سنوية مستمرة، فضلاً عن زيادة صافي الدخل المتحقق بنسبة اكبر من الزيادة في عدد الاسهم باستثناء شركة الخياطة الحديثة، اذ انخفض ادائها في سنتي 2003 و 2004، مما ادى الى انخفاض صافي الدخل وتزامن مع هذا الانخفاض زيادة في رأسمالها مما ادى الى انخفاض ربحية السهم في هاتين السنتين.

أما شركة السجاد والمفروشات، فقد كانت ربحية السهم فيها منخفضة جداً بالمقارنة مع شركات العينة الخاصة، وذلك بسبب زيادة رأسمالها مقارنة بالشركات الخاصة بنسب تفوق الزيادة في صافي الدخل المتحقق.

وهذا يفسر ارتفاع ربحية السهم لعموم اسهم العينة المختلطة خلال المدة الثانية بالمقارنة مع المدة الاولى. بالرغم من قيام شركات العينة بزيادة رأسمالها زيادة مستمرة خلال المدة وبنسب متزايدة. كذلك الحال مع الشركات الصناعية الخاصة ماعدا الشركة العربية للمياه الغازية، اذ تميزت عن بقية شركات العينة بالمحافظة على رأسمال ثابت دون زيادة لسنوات متعددة ، فقد كان رأسمالها ثابت بين 1995-1999 وكذلك بين 2000-2004 .

وبالرغم ارتفاع صافي الدخل المتحقق بنسب متزايدة في الشركات المختلطة مقارنة بالشركات الخاصة، الا ان ربحية السهم في الشركات المختلطة اقل منها في الشركات الخاصة خلال مدتي البحث وذلك نتيجة لارتفاع رأسمال الشركات المختلطة بالمقارنة مع الخاصة، مما ادى الى انخفاض ربحية السهم فيها .

وبصورة عامه فقد اظهرت نتائج التحليل بأن ربحية السهم للشركات المختلطة والخاصة خلال المدة الثانية كانت مرتفعة بالمقارنة مع المدة الاولى، بسبب زيادة صافي الدخل بنسب اكبر من الزيادة في عدد الاسهم خلال تلك المدة مقارنة بالاولى التي كانت عدد الاسهم فيها ثابتة لسنتين فاكثر. وان ازداد فبنسبة اقل من زيادته سنوياً خلال المدة الثانية. كذلك فان ربحية السهم في الشركات المختلطة كانت ادنى منها في الشركات الخاصة خلال المديتين، وذلك بسبب ارتفاع رأسمال الشركات المختلطة مع الخاصة وللمديتين ايضاً .

جدول -3-

نتائج تحليل ربحية السهم الواحد (دينار)

المتغيرات	المدة الاولى					المدة الثانية					المتغيرات	الشركات المختلطة	
	1990	1991	1992	1993	1994	المتوسط	1995	1996	1997	1998			1999
NI*	4,524	3,583	11,180	19,737	44,698		118,924	170,918	336,955	949,389	2,555,237		الشركات المختلطة
N**	27,000	27,000	27,000	27,000	40,500		81,000	121,500	200,000	300,000	500,000		الصناعات الخفيفة
EPS	0,168	0,133	0,414	0,731	1,104	0,51	1,468	1,407	1,685	3,165	5,11	2,57	الصناعات الخفيفة
NI	11,027	3,882	8,325	29,537	46,043		140,865	136,362	603,901	821,336	858,745		الصناعات الغذائية
N	9,750	9,750	13,000	13,000	26,000		52,000	52,000	91,000	182,000	364,000		الصناعات الغذائية
EPS	1,131	0,398	0,640	2,272	1,177	1,24	2,709	2,622	6,636	4,513	2,359	3,77	الصناعات الغذائية
NI	5,622	4,202	22,544	15,318	36,538		211,926	157,259	410,689	685,332	433,621		بغداد للصناعات الكحولية
N	18,000	18,000	18,000	25,200	50,400		75,600	113,400	113,400	170,100	340,200		بغداد للصناعات الكحولية
EPS	0,312	0,233	1,252	0,608	0,725	0,63	2,803	1,387	3,622	4,029	1,275	2,62	بغداد للصناعات الكحولية
NI	5,041	2,957	11,345	14,914	75,456		344,276	179,750	438,593	932,850	1,095,422		الهلال الصناعية
N	19,000	19,000	19,000	23,000	46,500		93,000	93,000	186,000	279,000	500,000		الهلال الصناعية
EPS	0,265	0,156	0,597	0,648	1,623	0,66	3,702	1,933	2,358	3,344	2,191	2,71	الهلال الصناعية
NI	1,236	1,868	3,312	6,013	11,501		84,473	120,175	126,607	150,415	88,752		الالبسة الجاهزة
N	3,510	3,510	3,510	5,265	10,530		21,060	42,120	42,120	84,240	143,208		الالبسة الجاهزة
EPS	0,352	0,532	0,944	1,142	1,092	0,81	4,011	2,823	3	1,786	0,62	2,45	الالبسة الجاهزة
NI	6,269	18,482	20,304	8,861	44,507		124,827	975,255	816,141	1,541,353	4,571,244		بغداد للمشروبات الغازية
N	70,000	70,000	70,000	70,000	87,500		129,500	129,500	194,250	388,500	777,000		بغداد للمشروبات الغازية
EPS	0,09	0,264	0,290	0,127	0,509	0,26	0,964	7,531	4,201	3,967	5,883	4,51	بغداد للمشروبات الغازية
NI	9,421	5,067	9,650	21,103	49,170		221,215	121,820	565,697	1,094,154	2,394,712		الصناعات الكيميائية والبلاستيكية
N	24,000	24,000	24,000	30,000	45,000		67,000	67,000	135,000	270,000	540,000		الصناعات الكيميائية والبلاستيكية
EPS	0,39	0,211	0,402	0,703	1,09	0,56	4,92	1,81	4,19	4,052	4,44	3,88	الصناعات الكيميائية والبلاستيكية
EPS					0,67							3,22	المتوسط العام

NI: الف دينار

N: ألف سهم

تابع جدول -3-

المدة الثانية						المدة الأولى						المتغيرات	
المتوسط	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990		
	81,787	178,264	313,378	303,314	264,739		85,734	20,802	9,454	1,542	4,073	NI	الخباطة الحديثة
	225,000	150,000	121,500	81,000	54,000		27,000	13,500	9,000	9,000	9,000	N	
2,26	0,363	1,188	2,579	3,745	4,903	1,28	3,175	1,541	1,05	0,171	0,453	EPS	
	285,825	292,353	277,416	250,670	367,934		118,29	24,356	9,285	5,673	3,153	NI	السجاد والمفروشات
	250,000	200,000	158,000	118,000	118,000		59,000	14,750	9,450	7,000	5,000	N	
1,92	1,143	1,462	1,756	2,124	3,118	1,22	2,005	1,651	983٠	81٠	631٠	EPS	
	210,667	142,584	66,502	88,153	153,176		55,936	12,138	9,289	174و2	1,634	NI	البيرة الشرقية
	120,000	80,000	40,000	40,000	20,000		20,000	10,000	5,000	3,500	3,500	N	
3,01	1,756	1,782	1,663	2,204	7,659	1,39	2,797	1,214	1,858	0,621	0,467	EPS	
	696,520	701,590	455,666	138,546	65,367		24,735	9,264	5,066	6,966	1,743	NI	الغازية والمعدنية الشمالية
	135,000	67,500	45,000	30,000	30,000		15,000	7,500	7,500	5,000	5,000	N	
6,5	5,159	10,394	10,126	4,618	2,179	1,06	1,649	1,235	675٠	1,393	0,349	EPS	
	505,829	361,779	184,287	59,380	113,084		32,862	2,908	5,324	2,619	434	NI	العربية للمياه الغازية
	2,500	2,500	2,500	2,500	1,000		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	N	
111,5	202,33	144,7	73,7	23,8	113,084	8,83	32,862	2,908	5,324	2,62	0,434	EPS	
25,09						2,756							المتوسط العام

2: تحليل مقسوم ارباح السهم

يعرض الجدول (4) نتائج تحليل مقسوم ارباح السهم، ولكونه يمثل حصة السهم الواحد من الارباح الموزعة كمقسوم نقدي، سيتضمن الجدول ايضاً مبلغ المقسوم النقدي وعدد الاسهم لكل شركات العينة المبحوثة، ليعكس صورة واضحة عن التغيرات في مقسوم ارباح السهم خلال مدتي البحث ولكل من الشركات المختلطة والخاصة.

اظهرت نتائج التحليل للشركات المختلطة تفاوت مقسوم ارباح السهم لعموم اسهم العينة خلال مدة التحليل، فقد كان منخفضاً لعموم الاسهم خلال المدة الاولى، اذ تراوح بين (0,2- 0,5) دينار بينما ارتفع خلال المدة الثانية اذ تراوح بين (0,9 - 1,48) دينار.

أما في الشركات الخاصة فقد اظهرت نتائج التحليل تفاوتاً اكبر قياساً بالمختلطة، فقد كان مقسوم ارباح السهم منخفضاً لعموم اسهم العينة خلال المدة الاولى، اذ تراوح بين (0,36 - 0,59) دينار، وارتفع كثيراً خلال المدة الثانية اذ تراوح بين (0,85 - 14,4) دينار .

ويتضح من الجدول (4) بأن حصة السهم من مقسوم الارباح في الشركات المختلطة ادنى منها في الخاصة وخلال مدتي البحث بالرغم من ارتفاع مقدار المقسوم المدفوع في المختلطة مقارنة بالشركات الخاصة، وذلك نتيجة ارتفاع راسمال الشركات المختلطة عنه في الخاصة.

ولان معظم الشركات المختلطة والخاصة كما اظهرت نتائج التحليل تميل خلال المدة الاولى للمحافظة على راسمالها دون زيادة لسنتين او اكثر. فأن الزيادة في مقدار المقسوم المدفوع سيؤدي الى زيادة مقسوم ارباح السهم خلال هذه المدة، ماعدا شركتي الوطنية للصناعات الغذائية (م*) والعربية للمياه الغازية (خ*)، اذ انه بالرغم من زيادة المقسوم المدفوع وبقاء راسمالها ثابت وحتى عند زيادته او انخفاضه، فان مقسوم ارباح السهم يبقى ثابتاً، مما يدل على ان سياسة مقسوم الارباح للشركتين ثابتة، بغض النظر عن مقدار الارباح المتحققة.

كذلك يتضح من التحليل انخفاض مقسوم ارباح السهم في شركة بغداد للمشروبات الغازية (م) خلال هذه المدة بالرغم من ارتفاع المقسوم المدفوع خلال المدة نفسها وذلك بسبب ارتفاع راسمالها مقارنة بالشركات المختلطة عينة البحث خلال هذه المدة .

أما نتائج التحليل خلال المدة الثانية، فقد اظهرت زيادة مقسوم ارباح السهم مقارنة بالمدة الاولى، اذ ان جميع الشركات المختلطة والخاصة قامت بزيادة راسمالها زيادة سنوية مستمرة رافق ذلك زيادة في المقسوم المدفوع، الامر الذي جعل من المقسوم المدفوع ورأسمال الشركة محددتين مهمين لمقدار مقسوم ارباح السهم خلال هذه المدة .

- (م) تعني مختلطة.
- (خ) خاصة.

وبالرغم من زيادة راسمال شركات العينة خلال هذه المدة الا ان نتائج التحليل تظهر زيادة مقسوم ارباح السهم عن المدة الاولى، وذلك بسبب زيادة المقسوم المدفوع بنسبة اكبر من الزيادة في راسمال الشركة لعموم شركات العينة .

الا ان هذا الامر لا ينطبق على شركة الخياطة الحديثة (خ) لسنتي 2003 و 2004، اذ انخفض المقسوم المدفوع فيها بسبب انخفاض صافي الدخل المتحقق والذي ادى الى انخفاض ربحية السهم، رافق ذلك نسبة توزيع بلغت (42% و 61%) للسنتين.

وحتى عندما بلغت نسبة التوزيع (61%) فان انخفاض الارباح المتحققة ادى الى انخفاض في مقسوم ارباح السهم بالاضافة الى الزيادة في راسمالها مما ادى الى انخفاض مقسو ارباح السهم للسنتين المذكورتين .

وكذلك الحال مع الشركة الغازية والمعدنية الشمالية (خ)، اذ انخفض المقسوم المدفوع في سنة 2004 بسبب انخفاض ادائها الذي ادى الى الانخفاض في صافي الدخل. المتحقق لهذه السنة والذي ادى الى انخفاض ربحية الاسهم بالاضافة الى ارتفاع راسمال الشركة، الامر الذي نتج عنه انخفاض مقسوم ارباح السهم في هذه السنة.

وبصورة عامة يستدل من التحليل بأن مقسوم ارباح السهم يتزامن مع حصته من الارباح المتحققة وعند مراجعة الجدول (4) الخاص بربحية السهم يتبين بان الزيادة في مقسوم ارباح السهم للشركات الخاصة مقارنة بالمختلطة تزامنت مع الزيادة في ربحية السهم، كذلك فان زيادة مقسوم ارباح السهم خلال المدة الثانية عنه خلال المدة الاولى قد تزامنت مع الزيادة المماثلة لربحية السهم، وهذه نتيجة طبيعية لان مقسوم ارباح السهم هو جزء من ربحية السهم، الامر الذي سيؤدي الى ارتفاع نسبة التوزيع، اذ يظهر من نتائج التحليل تغيير المقسوم النقدي نتيجة للتغيير في كل من الارباح المتحققة والسياسات المتبعة في توزيعها، مما ادى الى عدم استقرار مقسوم ارباح السهم خلال مدتي البحث فيما عدا الشركات التي تعتمد سياسة مقسوم الارباح الثابت لمد معينة.

وأستناداً الى التوافق في مقسوم ارباح السهم وربحيته، فان ارتفاع مقسوم ارباح السهم خلال المدة الثانية يعكس ارتفاع ربحية السهم للشركات خلال هذه المدة بالرغم من زيادة راسمالها قياساً بالمدة الاولى وذلك بسبب ارتفاع صافي الدخل فيها، وانعكس هذا الارتفاع في الارباح على المقسوم المدفوع ومن ثم على مقسوم ارباح السهم.

بعد تحليل كل من ربحية ومقسوم ارباح السهم يمكن القول بأن تفاوت مقسوم ارباح السهم بين ارتفاع وانخفاض ضنيلين لعموم اسهم العينة سيجعل انخفاض ربحية السهم في المختلطة قياساً بالخاصة يؤدي الى ان تكون نسبة عائد المقسوم تتأثر بسعر السهم اكثر من تأثيرها بمقسوم ارباح السهم لانه منخفض ولا يواكب الارتفاع في اسعار السهم.

ويوضح الشكل (1) مقارنة بيانية بين ربحية ومقسوم ارباح السهم لكل مدة، اذ يتضح منه مواكبة الارتفاع في مقسوم ارباح السهم للارتفاع في ربحيته لمعظم شركات العينة. كما يعطي صورة واضحة عن مدى التغيير الحاصل في كل من ربحية السهم مقسوم ارباحه لكل شركة بين المدتين ..

جدول رقم (4)
نتائج تحليل مقسوم ارباح السهم (دينار)

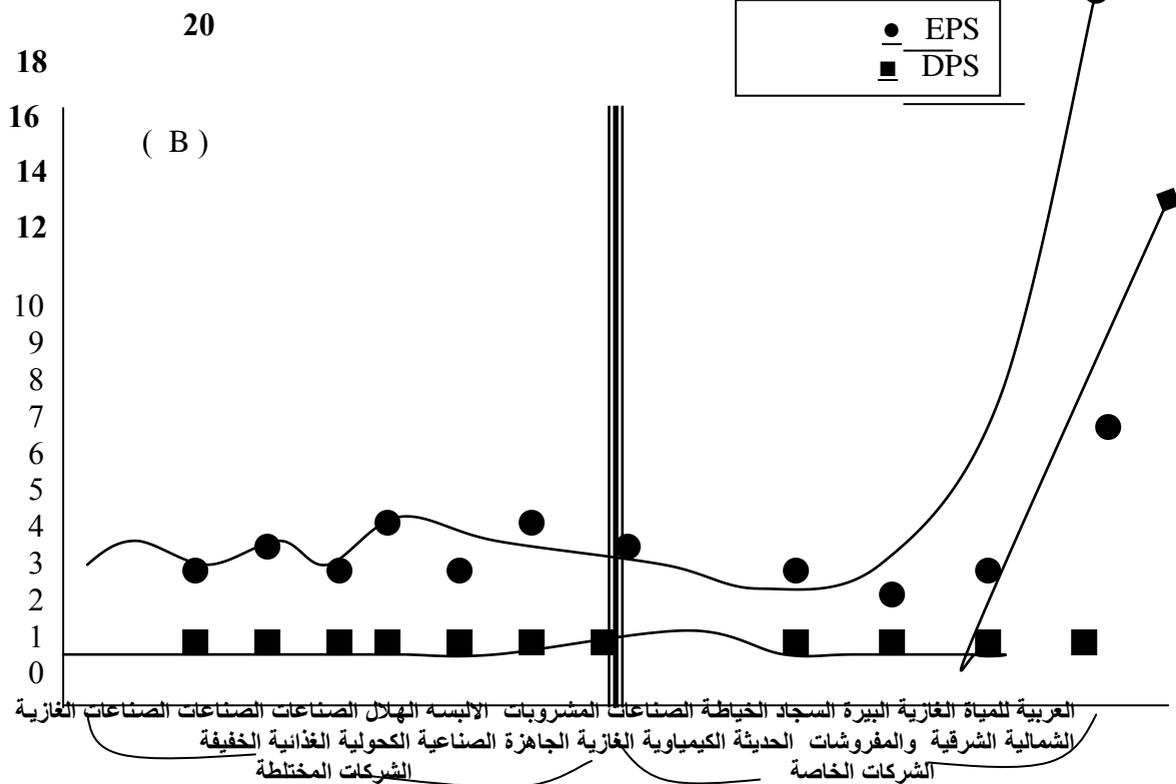
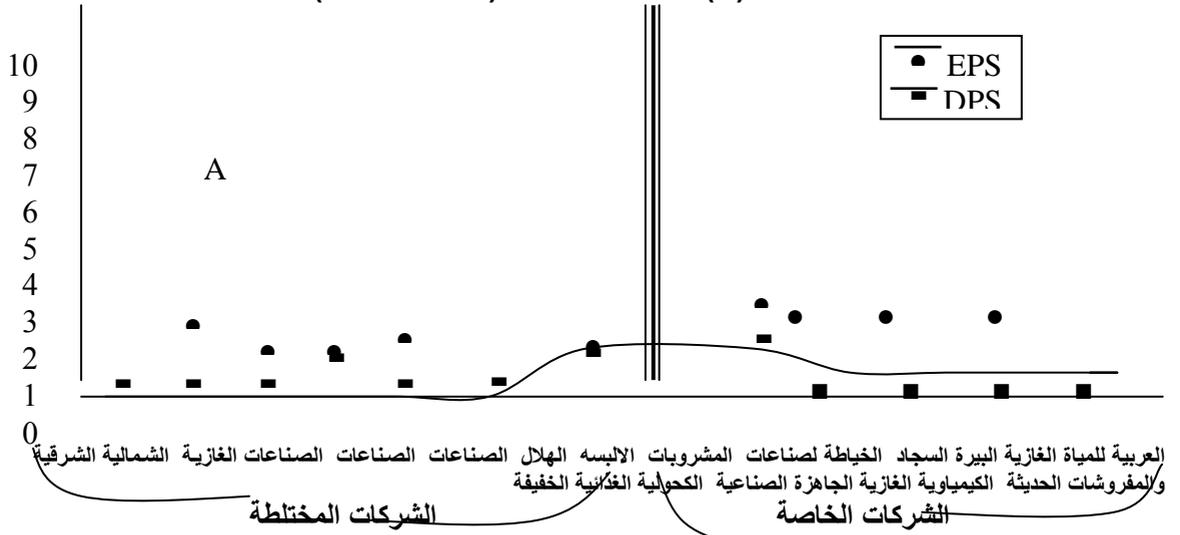
المتوسط	المدة الثانية					المتوسط	المدة الاولى					المتغيرات	الشركات المختلطة
	1999	1998	1997	1996	1995		1994	1993	1992	1991	1990		
	1000000	300000	150000	77000	81000		20250	13500	2700	2700	2700	D*	الصناعات الخفيفة
	500,000	300,000	200,000	121,500	81,000		40,500	27,000	27,000	27,000	27,000	N**	
1,08	2,00	1,00	0,75	0,63	1,00	0,29	0,50	0,50	0,25	0,10	0,10	DPS	
		364000	182000	52000	13000		13000	5200	3900	2925	2925	D	الصناعات الغذائية
	364,000	182,000	91,000	52,000	52,000		26,000	13,000	13,000	9,750	9,750	N	
1,25	1,00	2,0	2,0	1,00	0,25	0,36	0,50	0,40	0,30	0,30	0,30	DPS	
	170100	170100	170100	113400	37800		10080	7560	5400	3600	3600	D	بغداد للصناعات الكحولية
	340,200	170,100	113,400	113,400	75,600		50,400	25,200	18,000	18,000	18,000	N	
0,9	0,50	1,0	1,5	1,0	0,50	0,24	0,20	0,30	0,30	0,20	0,20	DPS	
	500000	348750	279000	158100	139500		55515	9200	10777	2850	3800	D	الهلال الصناعية
	500,000	279,000	186,000	93,000	93,000		46,500	23,000	19,000	19,000	19,000	N	
1,39	1,0	1,25	1,5	1,7	1,50	0,50	1,194	0,40	0,567	0,15	0,20	DPS	
	28641	85968	63180	42120	31590		4212	2106	877	702	527	D	الالبسة الجاهزة
	143,208	84,240	42,120	42,120	21,060		10,530	5,265	3,510	3,510	3,510	N	
1,04	0,20	1,021	1,5	1,0	1,5	0,28	0,40	0,40	0,25	0,20	0,15	DPS	
	1,165,500	388500	388500	259000	116550		35000	7000	14000	14000	5600	D	بغداد للمشروبات الغازية
	777,000	388,500	194,250	129,500	129,500		87,000	70,000	70,000	70,000	70,000	N	
1,48	1,5	1,0	2,0	2,0	0,90	0,20	0,40	0,10	0,20	0,20	0,08	DPS	
	864000	270000	1355000	67500	22500		43363	9000	4800	4800	3600	D	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية
	540,000	270,000	135,000	67,000	45,000		45,000	30,000	24,000	24,000	24,000	N	
1,02	1,6	1,0	1,0	1,0	0,50	0,36	0,96	0,30	0,20	0,20	0,15	DPS	
1,17						0,32						DPS	المتوسط العام

(D*) الف دينار
(N**) الف سهم

تابع جدول (4)

المتغيرات	المدة الثانية						المدة الاولى						الشركات الخاصة
	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990		
D	49950	75000	121500	162000	81000		40500	13500	1800	1350	900	الخاصة	
N	225,000	150,000	121,500	81,000	54,000		27,000	13,500	9,000	9,000	9,000	الخطاطة الحديثة	
DPS	1,04	0,222	0,5	1,0	2,0	0,59	1,5	1,0	0,20	0,15	0,10	السجاد	
D	250000	150000	158000	88500	88500		29500	5900	3780	2100	1500	والمفروشات	
N	250,000	200,000	158,000	118,000	118,000		59,000	14,750	9,450	7,000	5,000		
DPS	0,85	1,0	0,75	1,0	0,75	0,38	0,50	0,40	0,40	0,30	0,30	البيرة الشرقية	
D	120000	80000	40000	40000	20000		10000	4000	2000	875	875	البيرة الشرقية	
N	120,000	80,000	40,000	40,000	20,000		20,000	10,000	5,000	3,500	3,500		
DPS	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,36	0,50	0,40	0,40	0,25	0,25	الغازية	
D	135000	186750	1350000	60000	30000		7500	3000	2250	2000	12250	والمعدنية الشمالية	
N	135,000	67,500	45,000	30,000	30,000		15,000	7,500	7,500	5,000	5,000		
DPS	1,0	1,0	2,5	3,0	2,0	0,37	0,50	0,40	0,30	0,40	0,25	العربية للمياه	
D	50000	25000	12500	74153	7450		500	500	500	500	350	الغازية	
N	2,500	2,500	2,500	2,500	1,000		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000		
DPS	14,4	20,0	10,0	5,0	29,7	0,47	0,5	0,5	0,5	0,5	0,35	المتوسط العام	
DPS	3,8					0,43							

شكل (1) : مقارنه بيانية بين EPS و DPS
 (A) خلال المدة الاولى (1995 - 1999)
 (B) خلال المدة الثانية (2000-2004)



ثالثاً تحليل نسبة أحتجاز الأرباح

لقد أشرت نتائج تحليل نسبة الاحتجاز الموضحة في الجدول (5) تفاوت النسبة لعموم أسهم الشركات المختلطة خلال مدتي البحث فقد كانت منخفضة خلال المدة الأولى مقارنة بالمدة الثانية، إذ تراوحت بين (20%- 64%) بينما ارتفعت خلال المدة الثانية ولكن بتفاوت أقل، إذ تراوحت بين (45%- 74%) .

كذلك أشرت النتائج تفاوتاً أقل لنسبة الاحتجاز في الشركات الخاصة، فقد كانت النسبة مرتفعة خلال المدة الأولى إذ تراوحت بين (52%-74%) بينما أنخفضت خلال المدة الثانية لتصبح قريبة من نسبة الاحتجاز في الشركات المختلطة خلال المدة نفسها إذ تراوحت بين (49%- 69%) . وعند مقارنة نتائج التحليل بين الشركات المختلطة والخاصة خلال مدتي البحث يظهر ان الشركات الخاصة قد أحتجزت نسبة أعلى من الأرباح خلال المدة الأولى وعند مراجعة الجدول (3) الخاص بربحية السهم يتبين أن صافي الدخل فيها أكبر منه في المختلطة خلال هذه المدة وتوافق مع ذلك زيادة الأرباح المحتجزة أي انخفاض مقدار مقسوم الأرباح المدفوع (جدول 4) مما أدى الى ارتفاع نسبة احتجاز في هذه الشركات وهذا يعني بالمقابل انخفاض نسبة توزيع الأرباح في هذه الشركات مقارنة بالمختلطة نتيجة لارتفاع كل من ربحية السهم ومقسوم أرباحه خلال هذه المدة. وحتى عندما أنخفضت نسبة الاحتجاز خلال المدة الثانية بسبب انخفاض الأرباح المحتجزة أي زيادة مقدار المقسوم المدفوع . فإن معظم الشركات الخاصة أحتجزت أكثر من 50% من الأرباح، على العكس من ذلك فإن الشركات المختلطة أحتجزت النسبة الأقل من أرباحها خلال المدة الأولى، إذ أهتمت بتوزيع نسب مرتفعة من أرباحها فظلاً عن انخفاض صافي الدخل لعموم هذه الشركات مقارنة بالمدة الثانية مما جعل نسبة الاحتجاز فيها منخفضة، وبالمقابل فإن ذلك سيؤدي الى ارتفاع نسبة التوزيع.

أما خلال المدة الثانية فإنه بالرغم من ارتفاع صافي الدخل المتحقق لشركات العينة المختلطة والخاصة، إلا أن نسبة احتجاز الأرباح كانت مرتفعة خلالها وذلك بسبب الزيادة بالأرباح المحتجزة التي رافقت الزيادة في صافي الدخل ولكن بنسبة أكبر، مما جعل نسبة الاحتجاز مرتفعة خلال هذه المدة، الأمر الذي سيؤدي الى انخفاض نسبة التوزيع، ويشير ذلك الى توجه معظم الشركات للسعي الى تعظيم قيمة أسهمها من خلال زيادة نسبة احتجازها للأرباح وهذا يعني بالمقابل ازدهار فرص النمو في هذه المدة بالمقارنة مع المدة الأولى مما دفع هذه الشركات الى إعادة استثمار أرباحها في الفرص الاستثمارية المتاحة، وبالشكل الذي يؤدي زيادة أرباحها، الأمر الذي يعود على أسعار أسهمها بالارتفاع .

يتبين مما تقدم بأن نسبة الاحتجاز في الشركات الصناعية الخاصة كانت أعلى منها في الشركات الصناعية المختلطة خلال المدة الأولى، وتساوت النسبتان خلال المدة الثانية، إلا أنها ارتفعت في الشركات المختلطة مقارنة بالمدة الأولى، وأنخفضت في الشركات الخاصة. يستدل من نتائج تحليل كل من ربحية السهم ومقسوم أرباحه فظلاً عن نسبة الاحتجاز، أن انخفاضهم في الشركات المختلطة خلال المدة الأولى مقارنة بالثانية سيجعل نسبة التوزيع مرتفعة فيها خلال هذه المدة، كما أن ارتفاع كل من ربحية ومقسوم ارباح السهم وانخفاض نسبة الاحتجاز في الشركات الخاصة خلال المدة الثانية مقارنة بالأولى سيؤدي الى ارتفاع نسبة التوزيع فيها خلال هذه المدة فظلاً عن ارتفاعها في الخاصة خلال المدة الثانية مقارنة بالأولى. كما يستدل أن عائد المقسوم سيكون منخفضاً لمعظم شركات العينة بسبب الانخفاض في مقسوم أرباح السهم خلال مدتي البحث مقارنة بالارتفاع في اسعار الاسهم.

جدول -5-
نتائج تحليل نسبة الاحتجاز (%)

المدة الثانية						المدة الاولى						الشركات المختلطة
المتوسط	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990	
54	61	68	55	55	32	38	55	32	40	25	40	الصناعات الخفيفة
67	58	56	70	62	91	61	72	82	53	25	73	الصناعات الغذائية
61	61	75	59	28	82	50	72	51	76	14	36	بغداد للصناعات الكحولية
45	54	63	36	12	59	20	26	38	5	4	25	الهلال الصناعية
58	68	43	50	65	63	64	63	65	74	62	57	الالبسة الجاهزة
56	74	75	52	73	7	22	21	21	31	24	11	بغداد للمشروبات الغازية
70	64	75	76	45	90	37	12	57	50	5	62	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية
59						42						المتوسط العام
الشركات الخاصة												
55	39	58	61	47	69	52	53	35	81	12	78	الخيطة الحديثة
49	13	49	43	65	76	65	75	76	59	63	52	السجاد والمفروشات
54	43	44	40	55	87	67	82	67	78	60	46	البيرة الشرقية
68	81	76	70	57	54	59	70	68	56	71	28	الغازية والمعدنية الشمالية
69	90	93	93	-25	93	74	98	83	91	81	19	العربية للمياه الغازية
59						63						المتوسط

ثانياً:- تحليل علاقة عائد المقسوم مع سعر السهم

يعرض الجدول (6) القيمة السوقية للسهم خلال مدتي البحث، ولذلك فقد تم حساب عائد المقسوم للاسهم عينة البحث خلال عشر سنوات وهي مدة البحث، كما تم أستخراج متوسط للمؤشر عائد المقسوم لكل شركة من الشركات للمدتين الفرعيتين وهو مايسمى بالاتجاه العام الـ (Trend) لغرض التعرف على مدى اختلاف متوسط كل مؤشر بمرور الوقت .
كذلك الامر بالنسبة لأسعار الاسهم الخاصة بهذه الشركات، إذ تم حسابها خلال مدة البحث فضلاً عن حساب متوسط لها خلال مدتي البحث الفرعية، لمعرفة مدى تأثير كل عائد مقسوم في اسعار الاسهم ومدى مواكبة الارتفاع في هذه الاسعار، وهل يمكن الاعتماد عليه كمؤشر يساعد في المفاضلة بين الاسهم العادية. إذ يعرض الجدول (6) نتائج حساب عائد المقسوم، وقد أظهرت نتائج التحليل للشركات الصناعية المختلطة انخفاض نسبة عائد المقسوم لعموم اسهم العينة، فقد كانت منخفضة خلال مدتي البحث واذ تراوحت بين (3% - 6%) و(2% - 5%) لكل مدة .
أما اسعار الاسهم فقد كانت منخفضة لعموم اسهم العينة خلال المدة الاولى اذ تراوحت بين (8- 18) ديناراً، أما خلال المدة الثانية فقد ارتفعت هذه الاسعار كثيراًمقارنة بالمدة الاولى، اذ تراوحت بين (20 - 45) ديناراً .

كذلك اظهرت نتائج التحليل للشركات الصناعية الخاصة انخفاض نسبة عائد المقسوم لعموم اسهم العينة خلال المدة الاولى مقارنة بالمختلطة، اذ تراوحت بين (4% - 8%)، اما المدة الثانية فقد اظهرت نسبة عائد المقسوم فيها تفاوتاً أكبر لسعر السهم، فقد تراوحت بين (3% - 11%).

بينما كان هناك تفاوتاً أكبر لسعر السهم، فقد تراوحت بين (11 - 42) ديناراً وارتفع ارتفاعاً كثيراً لعموم الاسهم خلال المدة الثانية (24-201) ديناراً .

وعند ملاحظة عائد المقسوم في الشركات الصناعية المختلطة خلال المدة الاولى يتبين بأنه منخفض لعموم الاسهم اذ بلغ اعلى عائد للمقسوم (12%) في الشركة الوطنية للصناعات الغذائية سنة 1995، وذلك بسبب انخفاض سعر السهم في هذه السنة بالمقارنة مع السنوات اللاحقة فقد بلغ (2.508) ديناراً، أما ادنى عائد للمقسوم كان (1%) في عدد من شركات العينة في سنة 1999 بسبب الارتفاع العام في الاسعار لعموم اسهم العينة، الذي تزامن مع انخفاض مقسوم الارباح (جدول 4) مما ادى الى انخفاض عائد المقسوم .

أما في المدة الثانية فقد بلغ اعلى عائد للمقسوم (10%) في شركة بغداد للصناعات الكحولية لسنتي (1995 - 2002)، اذ كان مقسوم ارباح السهم في عام 1995 منخفضاً بالمقارنة مع مقداره في السنوات اللاحقة ، فضلاً عن انخفاض سعر السهم في هذه السنة مما ادى الى ارتفاع عائد المقسوم.

أما في سنة 2002 فقد كان مقسوم ارباح السهم مرتفعاً بالمقارنة مع مقدارة في السنوات السابقة واللاحقة خلال المدة، اما ادنى عائد للمقسوم فقد بلغ (0,34) في شركة انتاج الالبسة الجاهزة لعام 2004 ، وذلك بسبب الانخفاض في مقسوم ارباح السهم، الامر الذي جعل نسبة التوزيع فيها منخفضة، اذ بلغت (32 %) فضلاً عن ارتفاع سعر السهم مما جعل عائد المقسوم منخفضاً.

كذلك الامر في الشركات الصناعية الخاصة، فقد كان عائد المقسوم منخفضاً لعموم اسهم العينة، اذ بلغ اعلى عائد مقسوم خلال المدة الاولى (12%) في شركة البيرة الشرقية سنة 1995 و 1997 بسبب الارتفاع في مقسوم لرباح السهم الذي تزامن مع انخفاض سعر السهم ومما جعل عائد المقسوم مرتفعاً .

أما ادنى عائد مقسوم فقد كان في العربية للمياه الغازية اذ بلغ (0,30) سنة 1999 وذلك بسبب ثبات مقسوم ارباح السهم نتيجة اعتمادها سياسة توزيع مقسوم ارباح ثابت، مما ادى الى تأثره بارتفاع الحاصل في اسعار الاسهم للسنة نفسها، اذ ازداد السعر من (7.5) ديناراً في عام 1998 الى (184.11) ديناراً مما جعل عائد المقسوم منخفض جداً .

اما خلال المدة الثانية فقد بلغ اعلى عائد مقسوم (37%) في الشركة العربية للمياه الغازية سنة 2001 ، بسبب ارتفاع مقسوم ارباح السهم نتيجة ارتفاع ربحية السهم فيما وترافق مع هذا الارتفاع زيادة نسبة توزيع الارباح (125 %) بمعنى ان مقسوم ارباح السهم سيكون اكبر الارباح المتحققة، اذ بلغ (29,7) دينار وهو اعلى مقسوم ارباح للسهم بين شركات العينة.

وترافق مع هذا الارتفاع انخفاض اسعار اسهمها مما ادى الى ارتفاع عائد المقسوم. أما ادنى عائد مقسوم فقد كان (1%) لعدد من شركات العينة وفي سنوات مختلفة . يستدل من التحليل تفاوت عائد المقسوم خلال مدتي البحث للشركات المختلطة تفاوتاً ضئيلاً، اذ بلغ الفرق بين اعلى عائد مقسوم في المدة الاولى، واعلى عائد مقسوم في المدة الثانية (2%). أما الفرق بين العائد الادنى للمدتين فقد كان (0,66) والسبب في ذلك انخفاض حصة السهم من مقسوم الارباح لعموم الاسهم و الامر الذي جعل عائد المقسوم منخفضاً خلال المدتين. كذلك الامر مع الشركات الخاصة، اذ كان تفاوتاً ضئيلاً ايضاً ، فقد بلغ الفرق بين عاندي المقسوم الادنى لمدتي البحث الفرعية (0,7) بينما كان الفرق كبيراً بين عاندي المقسوم الاعلى لمدتي البحث، اذ بلغ (25%) وذلك بسبب مقسوم الارباح المرتفع للشركة العربية فقط، وليس بسبب ارتفاع عائد المقسوم لعموم اسهم العينة .

اما عند مقارنة متوسطات النسبة لكل من الشركات الصناعية المختلطة والخاصة خلال مدتي البحث يتبين ان عائد المقسوم في الشركات المختلطة اقل منه في الخاصة بفرق ضئيل (1%)، كما يظهر انه في المدة الاولى للمختلطة والخاصة كان اكبر منه في المدة الثانية وبنفس الفرق (1%) وذلك نتيجة الانخفاض في مقسوم ارباح السهم، مما يجعل سعر السهم هو المحدد الاساس لهذه النسبة، ونتيجة للارتفاع في سعر السهم المتزامن مع مقسوم ارباح السهم المنخفض سيكون عائد المقسوم منخفضاً .

وبصورة عامة يظهر من نتائج التحليل في الجدول (6) ان نسبة عائد المقسوم تراوحت بين ارتفاع وانخفاض خلال المدتين مما يجعلها مرة تكون مرتفعة مع ارتفاع سعر السهم واخرى منخفضة، ونفس الشيء يحدث في حالة انخفاض سعر السهم، الا انه حتى عندما ترتفع فانها ترتفع بنسبة ضئيلة لعموم اسهم العينة، الامر الذي يجعلها تترافق الارتفاع في سعر السهم مره ، وتخالفه مرة اخرى، ولكن بنسب اقل بكثير من ارتفاع الاسعار.

كما تشير النتائج على ان سعر السهم لا يواكب حصته من مقسوم الارباح، ففي الوقت الذي كان فيه مقسوم ارباح السهم منخفضاً خلال المدتين، تظهر النتائج ارتفاع سعر السهم في المدة الثانية قياساً بالاولى. وحتى ان كان يرتفع في سنة عن سابقتها فان هذا الارتفاع ضئيل جداً قياساً بالارتفاع في اسعار اسهم العينة وعليه فان مقسوم ارباح السهم لا يواكب الارتفاع الحاصل في اسعار الاسهم مما يجعل عائد المقسوم منخفضاً جداً ولا يؤثر في سعر السهم، ليس مؤشر غير مهم، وانما بسبب انخفاض مقسوم ارباح السهم وعدم مواكبته للارتفاع في اسعار الاسهم، الامر الذي جعل عائد المقسوم مؤشراً لا يمكن الاستناد اليه في المفاضلة بين الاسهم العادية ..

المدة الثانية						المدة الاولى						المتغيرات	الشركات المختلطة
المتوسط	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990		
4	5	4	4	4	3	3	1	6	4	3	3	DY	الصناعات الخفيفة
27	41,55	24,15	17,606	17,606	34,405	15	52,459	9,11	6,0	3,55	3,005	P	
4	1	4	7	5	1	6	1	4	4	10	12	DY	الصناعات الغذائية
42	71,4	49,5	28,15	21,792	37,459	15	54,519	9,93 5	7,32	2,89	2,508	P	
5	1	5	10	8	3	6	1	3	6	8	10	DY	بغداد للصناعات الكحولية
20	34,85	21,25	15,1	12,48	17,796	10	31,561	10,51	4,855	2,56	2,091	P	
5	2	5	9	8	3	6	2	5	10	4	8	DY	الهلال الصناعية
31	45,9	25,75	16,55	20,749	47,862	14	49,362	8,027	5,707	3,93	2,373	P	
3	0,34	2	5	4	3	6	1	5	6	11	7	DY	الالبسة الجاهزة
45	59,3	49,15	32,1	28,652	53,25	18	73,066	7,429	4,329	1,85	2,311	P	
4	2	1	6	7	3	4	2	2	5	7	3	DY	بغداد للمشروبات الغازية
45	67,25	70,5	31,2	27,79	27,771	8	23,092	6,475	3,923	3,072	2,42	P	
2	3	2	3	3	1	4	2	3	4	7	5	DY	الصناعات الكيماوية والپلاستيكية
44	64,2	47	30,6	29,528	49,498	15	52,021	11,13 3	5,6	2,9	2,838	P	
4						5						DY	المتوسط العام
36						14	81					P	

تابع جدول (6)
نتائج تحليل عائد المقسوم (%) وسعر السهم (دينار)

المدّة الثانيّة						المدّة الاولى						المتغيرات	الشركات المختلطة
المتوسط	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990		
5	1	2	6	11	4	5	4	11	4	4	4	DY	الخطاطة الحديثة
24	24,1	21,35	17,05	18,925	38,353	11	34,743	9,34	4,739	3,388	2,44	P	
4	5	4	6	5	1	4	1	2	5	5	8	DY	السجاد والمفروشات
26	20,35	19,65	16,85	14,82	56,163	20	65,459	17,147	7,872	5,58	3,56	P	
3	2	3	3	4	2	8	2	6	12	9	12	DY	البيره الشرقية
35	40,9	32,250	29,660	26,855	42,706	12	45,766	6,735	3,29	2,675	2,078	P	
4	1	4	8	7	2	6	1	5	5	9	8	DY	الغازية والمعدنية الشمالية
54	90,95	68,75	38,45	27,026	46,852	12	35,19	8,46	6,635	4,431	3,0	P	
11	7	4	4	37	3	6	0,30	7	7	7	7	DY	العربية للمياه الغازية
201	302,85	228,8	142,6	79,48	253,204	42	184,11	7,5	7,63	6,87	5,0	P	
5						6						DY	المتوسط العام
68						19						P	

ثالثاً :- اختبار أثر عائد المقسوم في سعر السهم .

صيغت فرضية عائد المقسوم ارتكازاً على المضمون النظري للبحث من ان لهذا المؤشر تأثير مباشراً وغير مباشراً على سعر السهم. ومن اجل الوقوف على ذلك تحت الاستعانة بأسلوب تحليل المسار عن طريق تجزئة التأثير الكلي بين المتغير المستقل (عائد المقسوم) والمتغير المعتمد سعر السهم. الى تأثير مباشر وآخر غير مباشر عبر متغير وسيط أذ يتضح من الجدول (7) نتائج اختبار التأثير المباشر وغير المباشر في ضوء ما سجل في قراءات المؤشرات احصائية دالة على هذا التأثير أذ بلغ مقدار التأثير المباشر لعائد المقسوم (0.217) خلال المدة (1995-1999) للشركات المختلطة. وهو أعلى من تأثيره غير المباشر عبر نسبة التوزيع (- 0.069) مما يدل على ان التغيير في عائد المقسوم بمقدار وحدة واحدة تعود الى تغير مباشر في سعر السهم بمقدار (0.217) والى تغير غير مباشر عبر نسبة التوزيع بمقدار (- 0.069) وعليه فإن التأثير الكلي لعائد المقسوم في سعر السهم سيكون بمقدار (0.148) وهو تأثير موجب غير مهم وهذا أنه عكس صعف تأثير عائد المقسوم في سعر السهم للشركات المختلطة خلال الفترة الاولى للسنوات 1995- 1999 ام نتائج اختبار التأثير المباشر وغير المباشر لعائد المقسوم لشركات القطاع المختلط للفترة (2000- 2004) فقد أظهر عائد المقسوم أثراً مباشراً في سعر السهم مسجلاً قراءة لمعامل المسار المباشر بينهما قدرها (0.152) مقترناً بأثر آخر غير مباشر عبر نسبة التوزيع بمقدار (- 0.073) مسجلاً بذلك تأثير كلي في سعر السهم بمقدار (0.079) وهو أثر ضعيف جداً ناجم عن انخفاض مقسوم أرباح السهم مقارنة بسعره . مؤشراً بذلك ضعف دور عائد المقسوم في تحديد القيمة السوقية للسهم خلال المدة أيضاً ومؤكد بذلك ما دلت عليه نتائج المؤشرات الاحصائية اذا أظهرت ان عائد المقسوم خلال هذه المدة يفسر ما نسبته (2%) من المتغيرات في أسعار الاسهم . أما مدى أثر عائد المقسوم في سعر السهم للشركات الخاصة للفترة (1995-1999) فقد أظهرت نتائج التحليل وكما هو واضح في الجدول (6) ان عائد المقسوم أثراً متاثراً في سعر السهم بمقدار (- 0.112) وهو أثر غير مهم فضلاً عن الأثر غير المباشر ليظهر بذلك تأثير كلياً في سعر السهم بمقدار (0.013) مؤشراً بذلك عدم إمكانية الاعتماد عليه كمؤشر مهم في المفاضلة بين الأسهم. أم نتائج اختبار التأثير المباشر وغير المباشر لعائد المقسوم فإن سعر السهم لشركات القطاع الخاص للفترة الثانية (2000- 2004) فقد بلغ مقدار التأثير الكلي لعائد المقسوم (0.467) وهو أكبر من أثره خلال المدة الاولى والذي نتج عن أثره المباشرة والذي بلغ (- 0.103) مؤشراً بذلك عدم إمكانية الاعتماد عليه في تحديد سعر السهم وهذا ما تؤكد سبة تفسيره للتغير في سعر السهم أذ بلغت (1%) يتضح من نتائج الاختبار ضعف دور العائد المقسوم في تفسير التغيرات في أسعار اسهم الشركات المختلطة والخاصة خلال مدة البحث وهذه نتيجة طبيعية بسبب ارتفاع معدلات النمو في اسعار الأسهم وهذه يعكس ضعف دور عائد المقسوم كمؤشر مهم في تحديد أسعار أسهم الشركا ت عينة الدراسة للمدة المذكورة .

الاستنتاجات

1. انخفاض ربحية السهم الواحد للشركات عينة الدراسة، ويعزى هذا بالدرجة الاساس للتزايد المستمر في راسمال معظم هذه الشركات. وهذا يعني اعتمادها على التمويل الممتلك في تمويل استثماراتها، الا ان ربحية السهم للشركات الخاصة تزيد عن ربحية للشركات المختلطة، فضلاً عن زيادتها خلال المدة الثانية لعموم العينة مقارنةً بالمدة الاولى .
2. انخفاض مقسوم ارباح السهم جراء انخفاض ربحيته وزيادته في الشركات الخاصة خلال مدتي البحث مقارنةً بالشركات المختلطة، فضلاً عن زيادته خلال المدة الثانية لعموم العينة، وهذا يعني ان الزيادة في ربحية السهم يصاحبها زيادة في حصته من مقسوم الارباح.
3. ضعف مساهمة عائد المقسوم ونسبة التوزيع في تفسير التغيرات في القيم السوقية للأسهم في بيئة الدراسة، فقد اشرت نتائج الاختبار ضعف دوره في تحديد القيم السوقية للأسهم لعموم شركات العينة- ليس لأن عائد المقسوم مؤشر غير مهم- وإنما بسبب ضآلة مقسوم الارباح، إذ بلغ التأثير الكلي لعائد المقسوم في سعر السهم للشركات المختلطة (0,148) (0,079) للمدتين.
- أما الشركات الخاصة فقد بلغ (0,013 و 0,467) للمدتين ايضاً ، ويؤكد ذلك تفسير عائد المقسوم لـ (5%) فقط من التغيير في اسعار اسهم الشركات المختلطة خلال المدة الاولى و (2%) في المدة الثانية، فضلاً عن تفسير نسبة (1%) من هذا التغيير في الشركات الخاصة للمدتين
4. ضعف تأثير مقسوم ارباح السهم في سعره بسبب انخفاضه مقارنةً بالارتفاع في اسعر الاسهم، فقد اظهر أثر غير مهم مقارنةً بربحية السهم، فضلاً عن كونه يفسر ما نسبته (1%) من التغيرات في اسعار اسهم الشركات الخاصة لمدتي البحث، و (7%) من هذه التغيرات في الشركات المختلطة خلال المدة الاولى و (0,7%) خلال المدة الثانية.
5. على الرغم من ان هذا البحث قد تبنى وجهة نظر مؤيدي مدخل علاقة مقسوم الارباح بالقيم السوقية للأسهم، الا ان نتائج التحليل بشكل عام كانت مغايرة لطروحات هذا المدخل، بمعنى ان معطيات او واقع بيئة الدراسة في ضوء تحليل نتائج هذا البحث لا تميل الى هذا المدخل. وهذا يعني ان خصائص بيئة الدراسة تميل لطروحات "ميلر وموديكلياني" التي تشير الى ان ربحية السهم الواحد- وليس مقسوم الارباح - هي العامل الحاسم او الأكثر اهمية في تفسير سلوك القيمة السوقية للسهم العادي.
6. يؤثر المقسوم النقدي في مقسوم ارباح السهم تأثيراً مهماً مقارنةً بعدد الاسهم فضلاً عن زيادة تأثيره في مقسوم ارباح اسهم شركات العينة خلال المدة الثانية مقارنةً بالمدة الاولى. فقد بلغ الاثر الكلي للمقسوم النقدي في مقسوم ارباح لسهم الشركات المختلطة (0,820 و 0,916) لمدتي البحث و (0,862 و 0,922) في مقسوم ارباح اسهم الشركات الخاصة. وهذه نتيجة طبيعية بسبب زيادة المقسوم خلال هذه المدة، الامر الذي يوشح ان الزيادة في مقسوم الارباح ستعكس ايجابياً في عائد المقسوم ونسبة التوزيع بالشكل الذي يعزز دورهما في تحديد الاستثمار الافضل من خلال امكانية الاستناد اليهما عند اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار.
7. تعد نسبة الاحتجاز المؤثر الاهم في اسعار الشركات الخاصة مقارنةً بالشركات المختلطة ، مما يشير الى امكانية ان يعول عليها عند اتخاذ قرار الاستثمار في اسهم هذه الشركات، فقد بلغ تأثيرها الكلي (0,659 و 0,799) للمدتين، فضلاً عن ارتفاع نسبة تفسيرها للتغيرات في اسعار الاسهم، إذ بلغت (46% و 75%) لهذه الشركات وللمدتين.

التوصيات

1. الاهتمام بمؤشر عائد المقسوم بالشكل الذي يدعم دوره في بيئة الدراسة، وذلك من خلال الارتقاء بمقدار المقسوم المدفوع بالشكل الذي يزيد من مساهمته في معدل العائد الكلي، بحيث

- يصبح مقداره مواكباً للأرتفاع الحاصل في اسعار الاسهم، الامر الذي يبقيهما مؤشرين راندين يعول عليهما لأغراض الاستثمار في الاسهم العادية بناءً على الارباح المتحققة والسياسة المتبعة في توزيعها.
2. يفضل الاعتماد على نسبة الاحتجاز بدلاً من نسبة التوزيع كمؤشر يعول عليه في تحديد القيمة السوقية لاسهم الشركات الخاصة فقط، وذلك لان نتائج الاختبار اظهرت الاثر المهم لنسبة الاحتجاز في اسعار اسهم هذه الشركات مقارنةً بشركات المختلطة.
3. يفضل الاعتماد على الارباح المحتجزة كمصدر للتمويل بعد اجراء المقارنه بين معدل العائد المتحقق من اعادة الاستثمار ومعدل العائد المطلوب، وذلك لتحديد الفرص الاستثمارية التي تعزز قيمة الشركة- اي التي يحقق الاستثمار فيها معدل عائد اكبر من معدل العائد المطلوب $(RR < ROE)$ ومن ثم الاستثمار فيها .
- 4- تجنب التوسع في اصدار الاسهم الجديدة كمصدر للتمويل لأن ذلك يؤدي الى انخفاض ربحيتها ومقسوم أرباحها مما يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية لهذه الاسهم الامر الذي يعني انخفاض عوائد مالكيها. ولكن أغلب الشركات العينية تعتمد على تحويل الممتلك فعليها أنه تزيد من أرباحها بنسبة موازية للزيادة في عدد الأسهم .
- 5- أدراك أهمية الدراسات الاكاديمية والتطبيقية التي أسهمت بالمؤشرات التي تخدم قرار الاستثمار بالأسهم العادية من خلال تحديد جدول الاستثمار في أسهم منشأة معينة بالمقارنة مع الاستثمار في أسهم منشأة أخرى وبشكل خاص كتلك التي يكون فيها سوق العراق للأوراق المالية والشركات ميداناً لأختبار فرضياتها لما لهذه الدراسات من آثار إيجابية لكل منهما وبشكل خاص في مجال سياسة توزيع وأحتجاز الارباح فضلاً عن ما توفره هذه الدراسات من مؤشرات علمية سليمة تخدم كل منهما .
- 6- اجراء المزيد من الدراسات والبحوث في بيانات أخرى لأختبار أثر متغيرات مختلفة على تقلبات أسعار الاسهم .

ثبت المراجع

أولاً :- المراجع العربية

أ- الوثائق والنشرات الرسمية

- 1- سوق بغداد للأوراق المالية. النشرات السنوية والاسعار الأسهم للمدة (1992- 1999)
- 2- كشف الميزانية العمومية والارباح والخسائر. عينة البحث للمدة (1990- 1999)
- 3 - وزارة العدل/ قانون الشركات رقم (36) لسنة 1983 وتعديلاته ط 3 ، بغداد، مطبعة الجاحظ 1997

ب- الدوريات

- 4- التميمي، أستاذة أسعار الاسهم السوقية لمقسوم الارباح ومدى انعكاس ذلك لكفاءة سوق الاوراق

- 5 - عبد الله، عبد القادر، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك المجلد 11، العدد (1)، 1995 (155،135)

ج- الرسائل والاطاريح الجامعية:-

- 6- التميمي، أرشد فؤاد مجيد، تحليل أثر سياسة مقسوم الارباح في تلبية التمويل وأسعار الاسهم، أطروحة دكتوراه في إدارة الاعمال غير منشورة مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية 1998 .

- 7- الحسين، فلاح حسن عداي، سياسة توزيع الارباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم، أطروحة دكتوراه في إدارة الاعمال مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية 1994 .
- 8- الشكرجي، أعتصام جابر عبدالرضا. اختبار نماذج تقديم الاسهم العادية لتشكيل المحافظ الاستثمارية، رسالة ماجستير في إدارة الاعمال مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد 1999.

د- الكتب:-

- 9- العمار، رضوان وليد، أساسيات في الادارة المالية، ط عمان، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، 1997 .
- 10- توفيق، جليل أحمد والحناوي، محمد صالح ، الادارة المالية أساسيات وتطبيقات، الاسكندرية، دار الجامعة ائلمصرية، 1980 .
- 11- جابر، محمد صالح، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية، بغداد، دار الرشيد للنشر، 19982 .
- 12- حان، محمد يونس وغرايبة، هشام صالح، الادارة المالية، ط2، عمان، مركز الكتب الاردن، 1995.
- 13- مطر، محمد، التحليل المالي، الاساليب والادوات والاستخدامات العملية، ط1 ، عمان، الشركات الجديدة للطباعة والتجليد 1997 .

ثانياً المراجع الاجنبية :-
أ- الدوريات :

- 14- Baker, H.K.,Farrelly, Gail E., and Edelman, Richard B., "Asurvey of Management view on Dividend Policy", Financial Management Vol.14,No.3,1985:43-51.
- 15-Bron, Jeffery A., Moser , James T ., and Officer, Dennis T., "Changes in dividend Policy and Subsequent Earnings", The Journal of portfolio Management , Vol. 10,no.4,(Summer 1988):56-62.
- 16-Brush.Jhon.S.and Spare,Anthong change inDividend Yield and Portfolioc Volatility. The Journal of Portfolio Management.Vol.16.No3,Spring.1990 27-32
- 17- Friend, Irwin, and Puckett, Marshall, "Dividends and Stock Prices", The American Economic Review, Vol. Llv,No.5,(September 1964): 656-682 .
- 18- Litzenberger, Robert H., and Ramaswamy, Krishna, "The Effects Of Dividends on Common Stock Prices", The Journal of Finance, Vol. xxxvll, no.2, (May 1982):429-443.

ب- الكتب :-

- 19- Archer, Stephen H., Choate, G. Marc, and Racette, George, "Financial Management", 2nd ed., N.y.: John Wiley & Sons, Inc., 1983..
- 20- Atrill, Peter, "Financial Management For Non- Specialists", 2nd .ed., England: Prentice Hall, Inc., 2000.
- 21- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J., "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis",N.Y:John Wiley &Sons,Inc.,1981.
- 22- Francis,Jack Clark,"Investments: Analysis and Management", 5th .ed.,N.Y.:McGraw-Hill,Inc.,1991.
- 23- Gitman, Lawrence J., "Personal Finance", 2nd .ed., N.Y.:Yhe Dryden Press,1981.
- 24- Hampton, John J., "Financial Decision Making: Concepts, Problems, and Cases", 4th .ed., New Delhi, Prentice Hall, Inc., 1996.
- 25- Hermanson, Roger H., Edwards , James D.,and Salmonson, R.F.,"Accounting Principles", Plano, Texas:Business Publications, Inc., 1993.
- 26- Levy, Haim, and Sarnat, Marshall, "Principles of Financial Management", 10th .ed., U.S.A.:Prentice Hall,Inc.1988.
- 27- -----, -----, and -----, -----, "Capital Investment and Financial Decisions",4th .ed., N.Y.:Prentice Hall, 1990.
- 28- Lewis, R., and Pendrill, D., "Advanced Financial Accounting", 6th .ed., London: Prentice Hall Inc., 2000
- 29- Natale, Robert S., "Fast Stocks, Fast Money", N.Y.:McGraw-Hill Co.,200.

- 30- Oldcorn, R., and Parker, D., "The Strategic Investment Decision", 1st .ed., London: Pitman Publishing, Inc., 1996.
- 31- Peterson, Donald M., "Financial Ratios and Ind Investment Results", London: D.C.Heath and Company, 1974.
- 32- Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jaffe, J., "Corporate Finance", 4th .ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill Co., Inc., 1996.
- 33- Sharpe, William F., and Alexander, G. I. "Investment", 4th .ed., New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1990.
- 34- Smith, Richard L., and Smith, Jannet K., "Entrepreneurial Finance", N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 2000 .
- 35- Stein, Lawrence M., "Value Investing: New Strategies for Stock Market Success", N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1988.
- 36- Van Horne, James C., "Financial Management and Policy", 11th .ed., New Jersey: Prentice Hall, Inc., 1998.
- 37- Watson, D., and Head, A., "Corporate Finance: Principles & Practice", 1st .ed., London: Financial Times Professional Limited, 1998.

ج- شبكة المعلومات الدولية (الانترنت):

- 38- Gasper, Juli Ann, "Dividend Policy" 1998, (1-17). [WTNNT/Profiles/Pxs 5944/Desktop/Dividends.htm](http://www.WTNNT/Profiles/Pxs 5944/Desktop/Dividends.htm).
- 39- Harvey, Campbell R., "Capital Structure and Payout Policies", 1995, (1-13). <http://www.Duke.Edu/~charvey/Classes/ba350/Capstruc/Capstruc.htm>.
- 40- Saxena, Atul K., "Determinants of Dividend Payout policy", 1999, (1-16). <http://www.Westga.Edu/~bquest/1999/payout.htm>.