

محددات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية

إعداد: م. سالم صلال راهي الحسناوي/ جامعة القادسية/ كلية الإدارة والاقتصاد

المقدمة:

تلعب أسواق رأس المال في مختلف البلدان الدور المهم في تجميع المدخرات المتوفرة لدى الأفراد والمؤسسات وحشدها؛ لتشكّل مصادر تمويل للشركات المساهمة في مختلف القطاعات والنشاطات الاقتصادية، وعلى الرغم ممّا شهدته سوق العراق للأوراق المالية منذ تأسيسه عام ١٩٩٢ من التطوّر الملموس من حيث زيادة عدد الشركات المساهمة فيه، وعدد الأسهم المتداولة، إلا أنّ عملية التداول الحالية تكتنفها العديد من العراقيل المتمثلة بتعقّد الإجراءات وبطئها فيما يتعلق بنقل وتسجيل ملكية الأسهم، وعدم إنشاء مؤسسات الوساطة المالية، وعدم توقّر المعلومات المالية والمحاسبية الكافية، فضلاً عن الأسباب الدينية التي لا تفرّ التعامل في أسهم الشركات التي تتعامل بالربا أو الأعمال التجارية المحرّمة كالمشروبات الروحية وغيرها، كذلك الارتفاع الحاد تارة، والتذبذب في أسعار أسهم معظم الشركات المساهمة تارة أخرى، الذي يعود إلى عدة عوامل أهمها الأداء المالي المتميّز لبعض الشركات المساهمة.

أهداف وأهمية الدراسة:

تهدف الدراسة الحالية إلى التعرف على العوامل التي تأخذ بعين الاعتبار عند تقييم الأسهم، وتحديد أهم المحددات والعوامل المؤثرة في تحديد عوائد أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية في قطاعات الصناعة، والزراعة، والخدمات، وكذلك تبيان مدى اختلاف هذه المحددات في القطاعات المذكورة. ويمكن تصنيف العوامل المؤثرة في تقويم الأسهم، ومن ثمّ تحديد عوائد أسهمها، والمتغيرات المتوقعة لهذه العوائد واتجاهاتها إلى عوامل خارجية، وأخرى داخلية، فالعوامل الخارجية بالنسبة للشركة تتمثل بـ:

الجوانب الاقتصادية والاجتماعية، وتضم الاستقرار السياسي، والسياسات النقدية والمالية، والاتفاقات الدولية والقوانين، زد على ذلك الثقافة والدين والعادات والتقاليد، أما العوامل الداخلية للشركة فتتصل بأدائها وتتمثل بـ:

الإيرادات المتوقعة، والأرباح الموزعة المستقبلية ومعدل النمو في الإيرادات، والأرباح الموزعة وقيمة أصول الشركة، وهذه العناصر تشمل ضمناً عدداً من العناصر الكميّة والوصفية، التي تدخل في تقييم الأسهم، ومن ثمّ في تحديد سعره في السوق، ومن هذه العناصر: معدل الربحية في السنوات السابقة والمتوقعة في المستقبل

ونموها واستقرارها، ومدى قدرة الإدارة وفعاليتها وتوقعات المتعاملين في السوق فيما يتعلق بالمبيعات، والتكاليف، والأرباح المستقبلية.

ومن المتوقع أن تكون لنتائج هذه الدراسة أهمية كبيرة للجهات والأطراف المعنية لسوق العراق، والأجهزة الحكومية، وإدارات شركات المساهمة والمستثمرين، والباحثين والمحللين الماليين في هذا المجال؛ إذ إن تطور سوق الأسهم وانتعاشه يمثل هدفاً من الأهداف التي تسعى الدولة إلى تحقيقها، وهذا لا يتأتى إلا من خلال الممارسة والإدارة الصحيحة لهذا النشاط، ومن ثم فإن أسعار الأسهم تعكس بدرجة كبيرة مدى سلامة الإدارة، والممارسات في سوق الأسهم، كما تعكس الأداء الكلي للشركة، حتى تغدو معياراً لنجاح أو فشل تلك الإدارة.

وكذلك أن تحديد العوامل المؤثرة على عائد السهم تجعل الشركة أكثر اهتماماً بهذه العوامل والعمل على تحسين الأداء فيها، فضلاً عن أنها مهمة للمستثمرين؛ لأنها تمثل مصدر معلومات ضروري يساعده كثيراً في اتخاذ القرار السليم.

فضلاً عما سلف فإن هذه الدراسة تفتح آفاق جديدة للبحث في هذا المجال، خصوصاً إذا ما علمنا أن المكتبة العربية في العراق تفتقر نسبياً لهكذا نوع من الدراسات.

فرضيات الدراسة:

تهدف الدراسة إلى الفرضيتين الرئيسيتين في أدناه:

(١) هناك أثر ذو دلالة إحصائية لكلّ محدد من محددات معدل العائد على الاستثمار قيد الدراسة في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية وكالاتي:

أ. هناك أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران السهم على معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.

ب. هناك أثر ذو دلالة إحصائية لدخل السهم على معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.

ج. هناك أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على إجمالي الأصول على معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.

د. هناك أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على حق الملكية على معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.

هـ. هناك أثر ذو دلالة إحصائية للأصول الثابتة إلى حق الملكية على معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.

و. هناك أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.

(٢) هناك ارتباط بين المتغيرات المستقلة بعضها مع بعض.

منهجية الدراسة:

يتضمن هذا الجزء من الدراسة: مجتمع الدراسة والعينة، ومصادر المعلومات، وأسلوب التحليل.

مجتمع الدراسة والعينة:

يتكوّن مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، التي يبلغ عددها أكثر من (٩٦) شركة مساهمة، تغطي كلاً من القطاع الصناعي، والزراعي، والمصرفي، والخدمي، ومن هذه الشركات هناك حوالي (٦٠) شركة مساهمة تعدّ نشطة التداول مقارنة مع بقية الشركات الأخرى.

لقد تم اختيار عينة الدراسة من بين الـ (٦٠) شركة؛ لتشمل (٩) شركات من القطاع الصناعي، و (٦) شركات من القطاع الزراعي، و (٦) شركات من القطاع الخدمي، وهذه العينة تمثل حوالي (٦٢.٥%) من الشركات نشطة التداول، وحوالي (٢٢%) من إجمالي الشركات المساهمة.

ولعلّ من أهم الأسس التي اتبعت في اختيار الشركة المساهمة التي شملتها العينة: (Levant,1970:25-46;Al-Qudah,1996:145-165)

١- إنّ الشركات عيّنة البحث يتمّ تداول أسهمها فيه خلال مدة دراسة البحث الميداني ولم ينقطع التداول فيها لمدة اثني عشر شهراً متتالية.

٢- لم يتمّ إيقاف التداول في أسهم الشركات المختارة بقرار من مجلس إدارة السوق خلال مدة البحث.

٣- لم يتمّ تحويل نوعية ملكية الشركات أو دمجها خلال نافذة البحث. وقد تمّ استبعاد الشركات المساهمة في القطاع المصرفي؛ لاختلافه جذرياً عن باقي القطاعات من حيث:

طبيعة هيكل أصوله، وخصومه، وتأثير العائد على السهم فيه بمتغيرات السياسة النقدية في الداخل، وعلى تقلبات الأسعار في الأسواق المالية في الخارج؛ ولكلّ هذه الأسباب مجتمعة كان الأفضل استبعاد هذا القطاع؛ لتقليل عدد المتغيرات المستقلة في النموذج ضماناً لمعنوية المعاملات المقدّرة، وصحة الاستنتاجات المبنيّة عليها.

§ مصادر المعلومات:

إنّ البيانات والمعلومات التي استخدمت في هذه الدراسة اعتمدت على المصادر الثانوية، التي شملت النشرات والتقارير السنوية؛ إذ إنّ البيانات التي جمعت في سوق الأوراق المالية تدور حول أسعار الافتتاح والإقفال الشهرية للشركات المساهمة التي أخضعت للدراسة.

تغطي الدراسة المدة الزمنية من ٢٠٠٠/١/١ لغاية ٢٠٠١/١٢/٣١ ؛ وذلك لتوفر بيانات سنتي الدراسة، ولقد تمّ استعمال برنامج Minitab ؛ لمعالجة البيانات. ومن أجل تحديد أهم محددات عوائد أسهم الشركات المساهمة، فقد عمدت الدراسة إلى استعمال أنموذج الانحدار المتعدّد، ويشتمل الأنموذج على العوامل الداخلية والخاصة بالشركة وهي: معدل دوران السهم (share Turnover Ratio)، ودخل السهم (Earnings Per Share)، ومعدل العائد على إجمالي الأصول (return on total Assests)، ومعدل العائد على حقّ الملكية (Return on Equity)، والأصول الثابتة إلى حقّ الملكية (Fixed Assests /Equity)، ودرجة الرافعة المالية (Financial Leverage).

وتمثل تلك المحددات المتغيرات المستقلة للدراسة وكالاتي:

STt-i معدل دوران السهم: ويعني مدى إمكانية تداول السهم قياساً بالأسهم المصدرة، ويقاس بالآتي: (دليل المستثمر ٢٠٠١)

عدد الأسهم المتداولة العام

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة العام}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

عدد الأسهم المصدرة

EPSt-i دخل السهم في السنة الماضية: وهو عبارة عن صافي الدخل مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة.

إنّ هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة، ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة، ويقاس بالآتي: (الشماع، ١٩٩٢: ١٠٧)

الدخل الصافي

$$\text{الأرباح للسهم (العادي) الواحد} = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{عدد الأسهم (العادية)}}$$

عدد الأسهم (العادية)

RA1-t العائد على إجمالي الأصول: ويقاس معدل العائد الذي تحقّقه الشركة على جميع الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، وتقاس هذه النسبة أيضاً مدى ربحية الشركة كلها، فالعلاقة هنا تكون بين الأرباح التي تحقّقها الشركة وبين جميع الموارد المالية المستخدمة فيها بغض النظر عن كونها أموالاً مقترضة أو أموالاً مملوكة دائمة أو مؤقتة، ويقاس بالآتي: (توفيق، ١٩٨٣: ١٣٧).

الدخل الصافي

العائد على إجمالي الأصول =

إجمالي الأصول

REt-i العائد على حق الملكية: ويقاس هذا المتغير النسبة التي يحصل عليها المساهمون مقابل رأس المال المستثمر في الشركة؛ ولذا فإن ارتفاع معدل العائد على حقوق المساهمين هو دليل لأداء الإدارة الكفوءة، ويمكن أن يكون ارتفاعه دليلاً للمخاطرة العالية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية، في حين يشير انخفاضه إلى تمويل متحفظ بالقروض، ويحسب هذا المعدل بقسمة صافي الدخل على حقوق المساهمين التي تشمل: (رأس المال المدفوع، وعلاوات الإصدار، والأرباح المحتجزة)، وكالاتي: (العامري، ١٩٩٢: ١٤٢)

الدخل الصافي

العائد على حق الملكية =

حق الملكية

FA/Et-i الأصول الثابتة إلى حق الملكية: وتظهر هذه النسبة إلى أي مدى تستثمر أموال الملاك في الأصول ذات معدل الدوران المنخفض نسبياً، ويساعد هذا المقياس الإدارة على تحديد نوع التمويل الذي تستخدمه في المستقبل. (توفيق، ١٩٨٣: ١٣٣) وتعني الموجودات الثابتة، فضلاً عن المشروعات تحت التنفيذ، والاستثمارات المالية الطويلة الأجل، قياساً بحقوق المساهمين المتمثلة برأس المال والأرباح المحتجزة.

ارتفاع نسبة الأصول الثابتة قياساً بحقوق المساهمين يؤدي إلى زيادة الثقة للمستثمرين؛ لحصولهم على الضمانات الكافية بالتزام الشركة بالوفاء بالتزاماتها اتجاههم، ويمكن احتساب هذه النسبة كالاتي: (دليل المستثمر، ٢٠٠١).

الأصول الثابتة

الأصول الثابتة إلى حق الملكية =

حق الملكية

FLt-i الرافعة المالية: وترتبط بنسبة النفقات الثابتة والمتغيرة في الشركة (خاصة النفقات المالية)، وتدرس العلاقة بين التغيرات النسبية لمردودية الشركة الصافية مع تغيرات المردودية الاقتصادية، وهي تسعى لدراسة إمكانية الاستفادة من الاستدانة في تحقيق مردودية مالية عالية. (درغام، ٢٠٠١: ٢٣٨).

وتمثل نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات في السنة الماضية، وهي مقياس لدرجة الرافعة المالية للشركة المساهمة، وتعكس مدى استخدام الشركة المساهمة للديون في تمويل استثماراتها.

محور العلوم المالية والمصرفية ——— محددات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات
المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية

إنّ الاستخدام الزائد للدين في التمويل من شأنه أن يزيد من المخاطرة المالية للشركة، ومن ثمّ يؤثر سلباً على عائد السهم، ومن ناحية عامة فإنّ الدائنين يفضلون نسبة دين منخفضة حتى تتوقّر بعض الحماية لهم، كما أنّ النسبة العالية للدين تجعل من الصعب على الشركة الاستدانة إلاّ بشروط قد تكون قاسية، وتقاس بالآتي:
(الشماع، ١٩٩٢: ١١٠).

مجموع المديونية

الرافعة المالية =

مجموع الموجودات

ويمكن التعبير عن العلاقة القائمة بين عائد السهم وهذه العوامل بالمعادلة الآتية:

$$R_j = a_i + b_1 ST_i + b_2 EPST_i + b_3 RA_i + b_4 RE_i + b_5 FA/E_i + b_6 FL_i$$

حيث:

a_i = قيمة رقمية ثابتة، ويمثّل الجزء من العائد الذي يتحقّق بغضّ النظر عن العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار في السهم والمتغيرات المستقلة.

$b_1, b_2, \dots, b_6$ = قيمة معامل الارتباط بين المتغير المستقل، والمتغير التابع.

R_j = معدل العائد على الاستثمار في السهم، ويمثّل المتغير التابع.

ويتكوّن عائد السهم العادي من العائد الرأسمالي الناجم عن زيادة قيمة الأسهم في السوق عند نهاية المدة عمّا كانت عليه قيمتها في بداية المدة مضافاً إليها العائد الإيرادي الذي يمثّل مقسوم الأرباح الموزّع خلال السنة المالية (الهامشي، ١٩٩٨: ١٤).

يقيس معدل العائد على الاستثمار في السهم معدل الدخل الذي يحققه المستثمر من توظيف أمواله في سهم عادي لمدة سنة واحدة، ويتكوّن هذا الدخل من جزأين

هما: عائد المقسوم Dividend Yield، ومعدل العائد أو الخسارة الرأسمالية Ratio Capital Gain(or loss)، وكما هو مبين في المعادلة الآتية: (العامري، ٢٠٠١: ١٤٩)

$$R_j = \frac{D_o}{P_o} + \frac{P_1 - P_o}{P_o}$$

حيث أنّ:

R_j = معدل العائد المتحقّق من الاستثمار في السهم (j).

D_o = المقسوم النقدي للسهم خلال المدة.

P_1 = سعر بيع السهم نهاية المدة.

P_o = سعر شراء السهم بداية المدة.

ويمثل الجزء الأول من المعادلة عائد المقسوم، وهو عبارة عن الأرباح الموزعة للسهم مقسمة على سعر الشراء، ويمثل الجزء الثاني من المعادلة معدل العائد أو الخسارة الرأسمالية، وهو عبارة عن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء للسهم مقسماً على سعر الشراء.

فإذا كان سعر البيع اكبر من سعر الشراء يتحقق عائد (ربح) رأسمالي؛ وإذا كان سعر البيع أقل من سعر الشراء، فتحقق خسارة رأسمالية، وبجمع العائدين يتم الحصول على عائد الاستثمار في السهم.

وتم احتساب عائد السهم الفعلي في الدراسة لكل شركة بالآتي:
(يوسف، ١٩٩٢: ١-٣٥؛ الخلايلة، ١٩٩٧: ١٤٢-١٥١؛ الفضل، ١٩٩٨: ٢٥٩-٢٨٠)

سعر البيع - سعر الشراء + المقسوم النقدي

معدل العائد على الاستثمار للسهم =

سعر الشراء

حيث تم احتساب متوسط العائد الشهري لكل شركة وجمعه لكل الأشهر مقسوماً على عدد الأشهر؛ للحصول على معدل العائد على الاستثمار في السهم للشركات كافة.

والجدول رقم (١) يوضح متوسط معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة لعام ٢٠٠٠ و ٢٠٠١ .

جدول رقم (١)

متوسط معدل العائد على الاستثمار في السهم للشركات المساهمة (دينار/شهر)

ت	الشركات	متوسط العائد لعام ٢٠٠٠	متوسط العائد لعام ٢٠٠١
١	الخطاطة الحديثة	0.04	-0.022
٢	السجاد والمفروشات	0.027	-0.004
٣	الغازية الشمالية	0.050	0.015
٤	العراقية للدائن	0.032	-0.019
٥	بغداد الغازية	0.081	0.004
٦	الهلال الصناعية	0.078	-0.003

محور العلوم المالية والمصرفية — محددات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات
المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية

٧	الكندي للقاحات	0.029	0.14
٨	فلوجة الإنشائية	0.011	0.042
٩	الصناعات الغذائية	0.089	-0.001
١٠	بابل للإنتاج الحيواني	-0.058	0.052
١١	الثرثار	-0.013	0.076
١٢	حديثة للإنتاج الحيواني	0.027	0.054
١٣	العراقية للبذور	0.004	-0.064
١٤	تسويق اللحوم	0.062	0.051
١٥	المنتجات الزراعية	0.034	0.047
١٦	ألعاب الرصافة	0.116	0.054
١٧	البلاد التجارية	-0.002	0.010
١٨	فندق السدير	0.165	0.041
١٩	الاستثمارات السياحية	0.109	0.039
٢٠	البادية للنقل العام	0.070	0.050
٢١	المنتجات النفطية	0.055	-0.018
المتوسط العام		0.0479	0.0259

ويوضح الجدول رقم (٢) نتائج متوسط معدل المتغيرات المستقلة لسنة ٢٠٠٠-
٢٠٠١ والمستخرجة وفق المعادلات الأنفة الذكر:

جدول (٢) نتائج المتغيرات المستقلة (المبالغ بالدينار العراقي)

ت	الشركة	معدل دوران السهم		دخل السهم		العائد على الأصول		العائد على حق الملكية		الأصول الثابتة إلى حق الملكية		الرافعة المالية	
		٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠
١	الخيطة	12.7	10.5	0.375	0.900	8.8	24.5	10.4	29.2	7.7	7.7	3.6	6.6

												الحديثة	
38.2	41.9	13.8	17.8	58.5	51.4	36.1	29.9	1.525	1.150	11.8	15.8	السجاد والمفروشات	٢
12	19.3	71.6	76.6	13.4	32.1	11.8	25.9	1.375	5.200	14.5	17.5	الغازية الشمالية	٣
14	15.2	21.5	34.5	26.2	0.5	22.5	0.4	0.550	0.025	24.9	51.9	العراقية للدائن	٤
34	34.2	21.8	21	61.6	88.8	40.4	57.9	3.025	5.900	8.5	4.8	بغداد الغازية	٥
36.9	38.5	26.4	7.9	63.2	71.9	39.9	44.2	1.900	2.200	5.5	4.1	الهلال الصناعية	٦
16	19.2	11.5	15.3	45.9	54	38.5	43.6	2.700	2.500	13	11.4	الكندي للقاحات	٧
28.4	22.5	23.2	16.1	5.3	28.6	3.7	21.6	0.125	0.925	8.3	11.9	فلوجة الإنشائية	٨
13.1	39.5	51.5	47.8	10.6	50.8	9.7	30.7	0.550	2.400	4.2	2.9	الصناعات الغذائية	٩
22.4	23.7	64.8	60.7	26.7	38.3	18.7	25.3	0.550	0.950	7.1	13.4	بابل للإنتاج الحيواني	١٠
13.9	32.1	39.2	95.1	18	5	15.3	3.1	0.300	0.075	15.3	39.4	الثرثار	١١
15.2	0	117.7	117.9	9.5	17.9	5.8	11.4	0.225	0.350	15.5	28.9	حديثة للإنتاج الحيواني	١٢
65.6	4.3	21.8	20	0.5	25.1	0.9	7.6	0.025	1.050	8.8	36.2	العراقية للبذور	١٣
44.8	30.8	94.2	85.6	60.7	57.4	32.2	37.6	2.100	1.900	9.5	6.8	تسويق اللحوم	١٤
8.9	17.4	70.1	34.6	26.8	38	18.1	22.5	1.225	1.550	19.5	29.1	المنتجات الزراعية	١٥
17.5	7.7	101.5	51.4	31.3	39.3	32.1	27.2	1.150	2.200	40	63.1	العاب الرصافة	١٦
2.4	2.4	1	1.3	7.8	16	7.3	14.3	0.100	0.200	3.6	39	البلاد التجارية	١٧
20	30.9	13.3	15.8	42.7	57.1	33.8	39.5	2.425	2.700	4.6	9.8	فندق السدير	١٨
19.7	19.3	52.6	50.8	30	40.1	24.1	32.4	0.900	1.900	0.8	2.6	الاستثمارات السياحية	١٩
62.8	65.7	51.2	90.7	52.4	91	16.5	21.5	1.175	1.700	6.3	13.7	البادية للنقل	٢٠
54.1	48.8	48.5	41.8	29	25.8	13.3	13.2	0.525	0.550	10.1	12	المنتوجات النفطية	٢١
26.019	24.148	41.662	43.352	30.924	39.976	21.2	24.695	1.112	1.705	11.538	18.66	المتوسط العام	

تحليل نتائج الدراسة :

سوف يتم تحليل النتائج ومناقشتها؛ وذلك لتبيان أهم العوامل التي تتحكم في تحديد العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة، ولمعرفة مدى التشابه والاختلاف في تلك العوامل.
ويوضح الجدول رقم(٣) نتائج معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة لسنة ٢٠٠٠-٢٠٠١.

جدول رقم(٣) نتائج الانحدار للمتغيرات المستقلة
سنة ٢٠٠٠ سنة ٢٠٠١

محور العلوم المالية والمصرفية ——— محددات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات
المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية

المتغير المستقل	معامل الانحدار	اختبار T	معامل الانحدار	اختبار T
معدل دوران السهم	-0.06872	0.92***	-	-0.60
دخل السهم	-0.0743	-0.08	-0.04163	-0.57
العائد على الأصول	0.1397	0.92***	0.004465	0.47
العائد على حق الملكية	0.03609	-0.43	-0.0029	-0.53
الأصول الثابتة إلى حق الملكية	0.08112	2.72*	0.004386	3.78*
الرافعة المالية	-0.0069	-0.08	0.003036	1.24**

معنوي عند 1% ** معنوي 15%

***معنوي عند 25%

R=79%

R=66%

* المحسوبة (3.51)

المحسوبة (1.81)

F=(6.21) الجدولية

F=(6.21) الجدولية

D.W=2.7

D.W=1.67

R2=62%

R2=44%

يوضح الجدول رقم (٣) أنّ قيمة معامل الانحدار لمعدل دوران السهم لسنة ٢٠٠٠ (-0.06872)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في معدل دوران السهم سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (-0.06872)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (0.92) وبمستوى معنوية (25%) بانعدام الأثر ذي الدلالة الإحصائية لمعدل دوران السهم على معدل العائد على الاستثمار في السهم.

أما قيمة معامل الانحدار لمعدل دوران السهم لسنة ٢٠٠١ (-0.002897)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في معدل دوران السهم سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (-0.002897) وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (-0.60) إلى خلاف ما ذهب إليه الباحث في الفرضية بأنّ لمعدل دوران السهم أثراً ذا دلالة إحصائية على معدل العائد على الاستثمار في السهم، كما يوضح الجدول رقم (٣) أنّ قيمة معامل الانحدار لدخل السهم

لسنة ٢٠٠٠ (-0.0743)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في دخل السهم سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (-0.0743)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (-0.08) بانعدام الأثر ذي الدلالة الإحصائية لدخل السهم على معدل العائد على الاستثمار في السهم.

أما قيمة معامل الانحدار لدخل السهم لسنة ٢٠٠١ (-0.04163)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في دخل السهم سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (-0.04163)، وتشير قيمة (t) المحسوبة (-0.57) إلى بطلان الفرضية القائلة بأنّ هناك أثراً ذا دلالة إحصائية لدخل السهم على معدل العائد على الاستثمار في السهم، كما يوضح الجدول رقم (٣) أنّ قيمة معامل الانحدار لمعدل العائد على إجمالي الأصول لسنة ٢٠٠٠ (0.1397)، وهو الأكبر بين المتغيرات، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في معدل العائد على إجمالي الأصول سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (0.1397)، وتشير قيمة (t) المحسوبة (0.092) وبمستوى معنوية (25%) إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمعدل العائد على إجمالي الأصول على معدل العائد على الاستثمار في السهم.

أما قيمة معامل الانحدار لمعدل العائد على إجمالي الأصول لسنة ٢٠٠١ (0.004465)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار في معدل العائد على إجمالي الأصول سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (0.004465)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (0.47) إلى رفض الفرضية القائلة: بأنّ لمعدل العائد على إجمالي الأصول أثراً ذا دلالة إحصائية على معدل العائد على الاستثمار في السهم، كما يوضح الجدول رقم (٣) بأنّ قيمة معامل الانحدار للعائد على حقّ الملكية لسنة ٢٠٠٠ (-0.03609)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في معدل العائد على حقّ الملكية سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (-0.03609)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (-0.43) بعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمعدل العائد على حقّ الملكية على معدل العائد على الاستثمار في السهم.

أما قيمة معامل الانحدار للعائد على حقّ الملكية لسنة ٢٠٠١ (-0.0029)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في معدل العائد على حقّ الملكية سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (-0.0029)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (-0.53) إلى خلاف ما ذهب إليه الباحث بأنّ للعائد على حقّ الملكية أثراً ذا دلالة إحصائية على معدل العائد على الاستثمار في

السهم، كما أنّ قيمة معامل الانحدار للأصول الثابتة إلى حقّ الملكية لسنة ٢٠٠٠ (0.08112)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في الأصول الثابتة إلى حقّ الملكية سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (0.08112)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (2.72) وبمستوى معنوية (1%) إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للأصول الثابتة إلى حقّ الملكية على العائد على الاستثمار في السهم.

أمّا قيمة معامل الانحدار للأصول الثابتة إلى حقّ الملكية لسنة ٢٠٠١ (0.004386)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في الأصول الثابتة إلى حقّ الملكية سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (0.004386)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (3.78) وبمستوى معنوية (1%) إلى صحة ما ذهب اليه الباحث في الفرضية بأنّ للأصول الثابتة إلى حقّ الملكية أثراً ذا دلالة إحصائية على معدل العائد على الاستثمار في السهم، ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى رغبة المستثمرين في استثمار أموالهم في الأصول ذات معدل الدوران المنخفض نسبياً، فضلاً عن سلوك المستثمر العراقي المتأثر بدرجة كبيرة بالظروف التضخمية التي يمرّ بها الاقتصاد العراقي حيث يلجأ الأفراد إلى الاستثمار في الشركات ذات النشاطات الضخمة، التي لديها استثمارات ثابتة؛ لاعتقاده أنّ الاستثمار في مثل هذه الشركات يمكن أن يضمن له المحافظة على القوة الشرائية الاستثمارية، ممّا يعني أنّ محدد عائد السهم في الشركات المساهمة في سوق العراق يتمثّل بالاستثمارات الكبيرة أكثر من أرباحها، ويوضّح الجدول رقم (٣) أنّ قيمة معامل الانحدار للرافعة المالية لسنة ٢٠٠٠ (-0.0069)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في الرافعة المالية سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار بنسبة (-0.0069)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار لهذا المتغير (-0.08) بانعدام الأثر ذي الدلالة الإحصائية للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار في السهم.

أمّا قيمة معامل الانحدار للرافعة المالية لسنة ٢٠٠١ (0.003036)، وهذا يعني أنّ التغير بمقدار دينار واحد في الرافعة المالية سوف يؤدي إلى تغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم بنسبة (0.003036)، وتشير قيمة (t) المحسوبة لقيمة معامل الانحدار (1.24) إلى انعدام الأثر ذي الدلالة الإحصائية للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار في السهم، وممّا يؤكد هذه النتائج اختبار F عدم قبولها الإحصائي لسنة ٢٠٠٠ حيث كانت الجدولية (6.21) أكثر من المحسوبة (1.81)، كما أنّ قيمة معامل التحديد R² (44%)، وهذا يدلّ على أنّ المتغيرات المستقلة بأجمعها يمكن أن

تفسّر ما يعادل (44%) من التغير في معدل العائد على الاستثمار في السهم، أي أنّ للمتغيرات المستقلة تأثيراً ضعيفاً على المتغير التابع.

ويرى الباحث أنّ السبب وراء ذلك؛ عدم اطمئنان المستثمر العراقي بفعل الظرف الاقتصادي والسياسي إلى الاستثمار في السوق، كما توضّح قيمة ديربن واتسن D.W اقل من 2 وهي (1.67) وهذا يعني وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة في الأنموذج، ومن ثمّ لا يمكننا الاستناد على العلاقة الموضّحة في الأنموذج لأغراض التنبؤ المستقبلي، كما أنّ قيمة الارتباط R (66%)، أي أنّ هناك ارتباط بين المتغير التابع من جهة، والمتغيرات المستقلة من جهة أخرى، كما أنّ اختبار F للأنموذج لسنة ٢٠٠١ يؤكد عدم قبولها الإحصائي؛ إذ كانت المحسوبة (3.57) بمستوى معنوية (1%) اقل من الجدولية (6.21)، وهذا يشير إلى انعدام الثقة والمأمونية التي يمكن إعطاؤها للأنموذج ككل، كما أنّ قيمة معامل التحديد R² (62%)، وهذا يدلّ على أنّ المتغيرات المستقلة بأجمعها يمكن أن تفسّر ما يعادل (62%) من التغيرات في معدل العائد على الاستثمار في السهم، أي أنّ المتغيرات المستقلة لهذه السنة تأثيرها اكبر مقارنة بالنسبة السابقة على التغيرات التي تحدث للمتغير التابع.

أمّا قيمة D.W فهي أكثر من 2 وتساوي (2.7)، ويعطي ذلك دلالة على انعدام الارتباط الذاتي أو الزمني بين المتغيرات المستقلة في الأنموذج، ومن ثمّ ووفقاً لهذه القيمة يمكن الاستناد عليه لأغراض التنبؤ المستقبلي، كما أنّ قيمة الارتباط R (79%)، وهذا يؤكد على الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ولإبعاد هذا التفاوت وإزالة الشكّ حول ضعف الأنموذج لأغراض التنبؤ المستقبلي، الذي يرجع سببه إلى وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة بعضها بعضاً، يمكننا دراسة هذه العلاقة عن طريق مصفوفة الارتباط والمبينة أدناه في جدول رقم (٤)، و(٥).

جدول رقم (٤)

مصفوفة الارتباط للأنموذج لسنة ٢٠٠٠

(٦) الرافعة المالية	(٥) الأصول الثابتة إلى حق الملكية	(٤) العائد على حق الملكية	(٣) العائد على إجمالي الأصول	(٢) دخل السهم	(١) معدل دوران السهم	
					1	(١) معدل دوران السهم
				1	0.67231	(٢) دخل السهم
			1	0.6327	0.7178	(٣) العائد على إجمالي الأصول

محور العلوم المالية والمصرفية ——— محددات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات
المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية

(٤)العائد على حق الملكية	-0.6778	-0.7378	0.5532	1		
(٥)الأصول الثابتة إلى حق الملكية	-0.5347	-0.3211	0.3721	0.7671	1	
(٦)الرافعة المالية	0.4381	0.2831	0.2932	0.4571	0.5532	1

ويشير الجدول رقم(٤) إلى علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتداخلة بعضها بعضاً من خلال ارتباط المتغير(١)من جهة، والمتغير(٢)و(٣) من جهة أخرى، وارتباط المتغير (٢)من جهة، والمتغير (٣)من جهة أخرى، وارتباط المتغير(٣)من جهة، والمتغير(٤)من جهة أخرى، وارتباط المتغير(٤)و(٥)و(٦)و(٧)، وهذا يدل على ضعف الأنموذج لأغرض التنبؤ المستقبلي.

جدول رقم(٥)

مصفوفة الارتباط للنموذج لسنة ٢٠٠١

(١)معدل دوران السهم	(٢)دخل السهم	(٣)العائد على إجمالي الأصول	(٤)العائد على حق الملكية	(٥)الأصول الثابتة إلى حق الملكية	(٦)الرافعة المالية
(١)معدل دوران السهم	1				
(٢)دخل السهم	0.6103	1			
(٣)العائد على إجمالي الأصول	0.7234	0.7627	1		
(٤)العائد على حق الملكية	-0.5213	-0.632	-0.5973	1	
(٥)الأصول	0.6927	0.5932	0.6977	0.7127	1

الثابتة إلى حق الملكية					
(٦) الرافعة المالية	0.3213	0.4727	0.4521	0.4882	0.394
	1				

ويشير الجدول رقم (٥) إلى علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة من خلال ارتباط المتغير (١) من جهة، والمتغير (٢)، و (٣)، و (٥) من جهة أخرى، وارتباط المتغير (٢) من جهة، والمتغير (٣) و (٥) من جهة أخرى، وكذلك ارتباط المتغير (٣) و (٥)، وارتباط المتغير (٤) و (٥)، وكل ذلك يؤكد الفرضية القائلة: بوجود علاقة ارتباط بين المتغيرات المستقلة في الدراسة.

وقد ذكر (Gujarti, 1988: 299) أنّ درجة الارتباط بين أي عاملين مستقلين في تحديد الانحدار بمستوى (0.08%) أو أقل قد لا تكون حرجة أو مؤذية بالنسبة لتحديد الأهمية الإحصائية لتلك العوامل، أو لكفاءة استخدامها في الأنموذج، فالتطابق بين العوامل المستقلة موجود لا محالة، ولكن المهم أن لا تكون درجته مرتفعة جداً ينجم عنه تقليل للأهمية الإحصائية لتلك العوامل، وهذا ما لمسناه في مصفوفة الارتباط بارتفاع مستوى الارتباط بين العوامل المستقلة.

الاستنتاجات:

١- على الرغم من تعدد العوامل الكمية التي أخذت بعين الاعتبار في إعداد الأنموذج، ومحاولة إمكانية استخدامه لأغراض التنبؤ المستقبلي لاتجاهات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، إلا أنّ هذه المحاولة لم يكتب لها النجاح؛ وقد يرجع السبب في ذلك إلى أنّه قد تكون هناك عوامل كمية أخرى لها تأثير على معدلات العائد على الاستثمار في الأسهم لم تؤخذ بعين الاعتبار، أو هناك عوامل غير كمية أخرى هي التي تسببت في الوصول إلى هذه النتائج السلبية.

٢- نجح الأنموذج بتحديد محدد واحد فقط له تأثير كبير على معدل العائد على الاستثمار في الأسهم يتمثل في: الأصول الثابتة إلى حق الملكية.

٣- أثبتت النتائج بوجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المستقلة تداخلت بعضها مع بعض.

التوصيات:

١- تكرار إجراء مثل هذه الدراسة على شركات أخرى للتأكد من النتائج التي تمّ التوصل إليها.

محور العلوم المالية والمصرفية — محددات معدل العائد على الاستثمار في أسهم الشركات
المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية

- ٢- نشر كافة البيانات عن الشركات المساهمة العراقية وحركة التداول للأسهم المصدرة بصورة منتظمة ودورية، وإنشاء مراكز المعلومات، وتطوير الخدمات المالية لزيادة الوعي الاستثمار لدى المستثمر العراقي.
- ٣- زيادة الكفاءة الإدارية؛ وذلك بكفاية إدارة الاستثمارات والقروض من الغير وتشغيلها مما يساعد على رفع إنتاجيتها، ومن ثم زيادة أرباحها لجعل هذه الشركات ذات كفاءة اقتصادية قوية.
- ٤- للظرف غير الطبيعي الذي يمرّ به الاقتصاد العراقي، وكذلك تدني السوق مقارنة بالأسواق المالية المتطورة؛ لذا ينبغي التعامل بحذر مع نتائج هذه الدراسة.

المصادر:

- ١- النشرات والتقارير المالية للشركات عينة الدراسة.
 - ٢- توفيق، جميل احمد والحناوي، محمد صالح، "الإدارة المالية"، دار الجامعات المصرية، ١٩٨٣.
 - ٣- الخلايلة، محمود عبد الحليم وغدير استنبولي، "أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم، دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الأردنية"، مجلة دراسات، العدد ١، ١٩٩٧.
 - ٤- درغام، دريد، "أساسيات الإدارة المالية الحديثة"، الجزء الثاني، دار الرضا للنشر، ٢٠٠٠.
 - ٥- الشماع، خليل محمد حسن، "الإدارة المالية"، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، الطبعة الرابعة، ١٩٩٢.
 - ٦- العامري، محمد علي إبراهيم، "الإدارة المالية"، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، ٢٠٠١.
 - ٧- الفضل، مؤيد محمد علي، "أثر الإعلان على الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم، دراسة ميدانية في العراق"، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، العدد ٩، ٢٠٠٠.
 - ٨- الهاشمي، مصطفى منير إسماعيل، "أثر التضخم في التمويل والاستثمار وتحديد قيمة المنشأة"، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، ١٩٩٨.
 - ٩- يوسف، محمد محمود، "العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، جامعة القاهرة، العدد ٤١، ١٩٩٢.
- ١٠-Al-Qudah, Kamel, et al, "Preliminary Evidence on the Association Between Abnormal Return and Change in Capital

Expenditure for U.S.A. and U.K. Companies”Al-Manara,vol 1, 1996.

١١-Gujarati, Damodar N.,”Basic Econometrics”,second Edition, Mc Graw-Hill, New york, 1988.

١٢-Levant,J and dpd .Zarowin”The Incremental Information content of cash-FlowComponents”,Journal of accounting and Economics, 13, 1970.