

قياس وتحليل كلفة راس المال وعلاقتها بقيمة الشركة
 دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية
 د.شذى عبد الحسين جبر
 لميس محمد مطرود
 مدرس
 مدرس مساعد
 الكلية التقنية الادارية
 الكلية التقنية الادارية

المستخلص

يهدف البحث الحالي الى اختبار وتقييم العلاقة بين كلفة راس المال والقيمة السوقية المتمثلة بمجموع اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، واستخدام معدل العائد المطلوب للتعبير عن كلفة راس المال وتم احتسابه باستخدام نموذج كوردين . وشملت عينة البحث بمجموعة من شركات القطاع الصناعي والخدمي والزراعي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية والتي انطبقت عليها الشروط التي حددها البحث ، وقد استخدمت علاقات الارتباط والانحدار واختبار (t-test) لاختبار فرضياته .
 وتوصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات كان ابرزها ان قيمة الشركات العراقية تتأثر بكلفة راس مالها اكثر من غيرها من المتغيرات ، كما ان الاعتماد على حق الملكية في تركيبة راس المال يؤدي الى تحقيق نسب النمو اعلى للشركة في المستقبل .

Abstract

This recent research aims to test and evaluate the relation between the capital cost and the marketing value to the companies representing by their whole stocks in the Iraqi market for securities. The required rate of return has been used to show the capital cost and it has been calculating by using Gordon sample . The sample of the research has included a group of industrial , serving and agricultural companies , which are listed in the Iraqi market for securities which are come as the conditions of the research .

The correlations , regression and (T test) are used to test its assumption . This research has concluded to different results , the most important is ; the value of Iraqi companies influenced by

the capital cost more than the other variables , and the counting on equity of the capital structure leads to achieve the rates of the company growing and its future growth .

المقدمة

إن معرفة كلفة الأموال تعتبر عنصراً مهماً وأساسياً في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على التمويل وبالتالي إجراء المقارنة بين البدائل المتاحة للوصول إلى القرار المالي السليم والملائم ، ونظراً لعدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد كلفة الأموال فإن جميع المداخل المختصة بدراسة كلفة الأموال تعتمد التنبؤ في تقدير تلك الكلفة وتركز على مقدار العائد المتوقع ومحاوله أن يكون التمويل باتجاه المصدر الأقل كلفة والذي يحقق أعلى عائد أما بالنسبة لمصادر التمويل (حجم الأموال المتاحة) فإن حجمها يختلف باختلاف الكلفة فيزداد حجم الأموال المتاحة عندما ترتفع كلفتها ويقل حجمها بانخفاض كلفتها أي ازدياد الطلب على مصادر التمويل يؤدي إلى رفع كلفة الأموال المتاحة وانخفاض الطلب عليها يؤدي إلى انخفاض كلفتها وهكذا فإن كلفة الأموال تعتمد ميكانيكة العرض والطلب .

وان زيادة رأس مال الشركة بالتمويل عن طريق الملكية (الاسهم العادية) يعد سلاح ذو حدين يستوجب من القائمين على إدارة الشركات دراسة أي قرار يتعلق بالتمويل عن طريق الأسهم من عدمه ، كما إن الإدارة المالية الجيدة في اي شركة تلجأ دوماً إلى التمويل الخارجي بالاقتراض لتمويل أعمالها إذا كان عائد الاستثمار أعلى من كلفة التمويل .

ويرى الكثيرون أن قيمة الشركة التي تستطيع أن تقترض هي اكبر بكثير من تلك الشركة الممولة فقط من ملاكها، كما إن العديد من نماذج تقييم الشركات تعطي ثقلاً أكبر للشركة ذات التمويل المختلط عن الشركات ذات التمويل الذاتي ، ولاشك إن كلا النوعين من التمويل له تكلفته ، فإذا كانت كلفة التمويل عن طريق الاقتراض تتمثل في قيمة الفوائد الممنوحة على تلك القروض ، فان كلفة التمويل الداخلي تتمثل في العائد المطلوب من قبل المساهم والذي يجب أن يفوق العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه المساهم فيما لو استثمر أمواله في مجال آخر . وبما أن هدف تعظيم ثروة الملاك ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية هو الهدف المنشود في المدى الطويل من قبل الإدارة المالية داخل المنشأة ، والذي يعد محصلة لعائد ومخاطر الشركة ، والنتيجة من قرارات الاستثمار والتمويل والذي يعكس أيضاً العوامل الخارجية الأخرى للبيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ، وبالتالي يمكن أن تعبر أسعار الأسهم بشكل أعمق واشمل عن قيمة المنشأة وتكون أفضل من المؤشرات الأخرى والتي تعبر عن قيم محاسبية فقط كربحية السهم مثلاً والتي تتجاهل المخاطر والقيمة الزمنية للنقود ، وبالتالي يكون السعر السوقي والذي يمثل الأساس في احتساب العائد على السهم من المؤشرات المهمة من قبل المحللين الماليين في عمليات التحليل والتنبؤ المالي والتخطيط الاستراتيجي ، ويأتي هذا البحث لابرز اثر كلفة التمويل في القيمة السوقية للشركات العراقية

ولتحقيق ذلك فقد قسم البحث الى اربعة مباحث ، يمثل الاول منهجية البحث والمبحث الثاني تناول الجانب النظري للبحث ، اما المبحث الثالث فتناول التحليل العملي للبحث ، والمبحث الرابع والاخير فقد خصص للاستنتاجات والتوصيات التي توصل اليها البحث .

المبحث الاول : منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث

لما كانت كلفة رأس المال هي عامل أساسي ومحدد لقياس قيمة الشركة السوقية لذا أصبح من الضروري حساب كلفة كل مصدر من مصادر التمويل والمتمثلة في كلفة القروض طويلة الأجل وكلفة إصدار الأسهم العادية ، والتي تعد عامل جذب للمستثمرين عند استثمار أموالهم ، إذ تمثل أدنى معدل للعائد المتوقع الذي يبحث المستثمرين على استثمار أموالهم لتعويضهم عن المخاطرة التي يتحملونها وبالتالي معرفة تأثيرها على الشركات .

كما أن التحدي الأساسي للعديد من الشركات التي تعمل في بيئة ذات منافسة شديدة هو الحاجة إلى التوجه نحو السوق الأمر الذي يتطلب التركيز على خلق القيمة ومن ثم التركيز على مفهوم تعظيم ثروة المالكين كهدف أساسي وإستراتيجي، وقد أوضحت العديد من الدراسات الخاصة بهذا الموضوع أن الشركات التي تمت إعادة هيكلتها دون النظر إلى كلفة رأس المال لم تحقق لمالكيها أي قيمة مضافة أو أي تحسن على أداءها المالي، وعليه إذا رغبت الشركات في تعظيم ثروة مالكيها فيجب أن تأخذ بالحسبان كلفة التمويل لرأسمالها، ووفقاً لذلك فالبحث الحالي يحاول الاجابة عن التساؤل الآتي:

" هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كلفة رأس المال وقيمة الشركات العاملة في سوق العراق للاوراق المالية ؟ "

ثانياً : فرضيات البحث

الفرضية الاولى :- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كلفة رأس المال وقيمة الشركات العاملة في سوق العراق للاوراق المالية .

الفرضية الثانية :- يوجد اثر ذا دلالة إحصائية بين كلفة رأس المال وقيمة الشركات العاملة في سوق العراق للاوراق المالية .

ثالثاً : أهمية البحث :- تأتي أهمية البحث الحالي مما يأتي :

1. يعد موضوع تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة من أكثر الموضوعات التي شغلت الباحثين في مجال الإدارة المالية .
2. تعتمد قيمة أي شركة على قيمة التدفقات النقدية المتوقعة وعلى المعدل الذي تخصص به هذه التدفقات والذي يمثل كلفة رأس المال .
3. لايمكن اتخاذ أي قرار استثماري سليم من دون معرفة كلفة رأس المال والتي تمثل حلقة الوصل بين القرارات الاستثمارية بمختلف أنواعها .

4. تعتمد دراسة أي استثمار جديد أو التوسع في استثمار قائم على القرارات المتعلقة بمصادر الحصول على الأموال المطلوبة لتمويل هذه الاستثمارات وكذلك احتساب كلفة كل مصدر من هذه المصادر .
5. تعد عملية التمويل من أهم العمليات التي ينبغي التركيز عليها قبل اتخاذ أي قرار استثماري .

رابعاً : أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وتقييم العلاقة بين كلفة رأس المال والقيمة السوقية للشركة المتمثلة بمجموع أسعار أسهمها . وذلك لأن المحافظة على قيمة المنشأة ونموها يعد من الأهداف الرئيسية لأي منشأة ، لذلك فإنه يتوجب على الشركات احتساب كلفة رأس المال ومقارنتها بقيمة الشركة الإجمالية وذلك للتأكد من أنها تحافظ على قيمة الشركة التي يتحدد في ضوئها مصير المنشأة في المستقبل ، ومن هنا جاءت هذه البحث لتحقيق الأهداف الآتية :-

1. احتساب كلفة رأس المال أي كلفة مصادر تمويل الشركات العراقية مجال البحث .
2. اختبار وتقييم العلاقة بين كلفة رأس المال والقيمة السوقية للشركات العراقية مجال البحث .

خامساً : مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة (2000-2002) وذلك لتوفر بيانات مستمرة تخدم البحث خلال هذه الفترة فقط ، فضلا عن حالة الاستقرار التي كانت تسود السوق فيها . اما عينة البحث فشملت الشركات التي استوفت الشروط الآتية:-

1. الشركات التي كان تداول أسهمها مستمر خلال مدة البحث .
 2. الشركات التي وزعت فعلا مقسوم إرباح خلال مدة البحث .
 3. الشركات التي توفرت بياناتها المالية خلال مدة البحث .
- وفي ضوء الشروط أعلاه احتوت عينة البحث على 18 شركة توزعت على ثلاثة قطاعات وهي (9 شركات) مساهمة صناعية و(6 شركات) خدمية و(3 شركات) زراعية، وتم استبعاد الشركات التي لم تستوفي الشروط أعلاه. والجدول (1) يبين توزيع الشركات مجال البحث وفقا لقطاعاتها وحجم رأس مالها :

جدول رقم (1)

الشركات مجال البحث وفقا لقطاعاتها وحجم رأسمالها (بملايين الدينارين)

رأس المال	القطاع الصناعي	رأس المال	القطاع الخدمي	رأس المال	القطاع الزراعي
500	العراقية السجاد والمفروشات	90	مدينة العباب الكرخ	160	الحديثة للإنتاج الحيواني
60	الصناعات الكيماوية العصرية	2000	العراقية للنقل البري	360	العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية
6600	الهلال الصناعية	160	بغداد لنقل الركاب	350	بابل للإنتاج الحيواني والنباتي
11200	الصناعات الخفيفة	1500	العراقية لنقل المنتجات		

	التفطية		
900	البادية للنقل العام	7593	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
2250	فندق فلسطين	270	الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية
		9213	الإصباغ الحديثة
		5000	الوطنية لصناعة الدراجات
		1800	الخباطة الحديثة

سادساً : الأساليب الكمية في البحث

الأساليب المالية

أ. كلفة رأس المال

لما كانت الشركات العراقية لاتستخدم اي مصدر من مصادر التمويل غير الاسهم العادية في تمويل رأس مالها ، فان كلفة رأس المال تتمثل فقط في كلفة الاسهم العادية للشركات، والتي تحسب بموجب نموذج كوردن ووفق الصيغة (1) الآتية:-

$$r_s = K_s = \frac{D_1 V_1}{P - g} \dots\dots(1)$$

$K_s \cdot r_s$ = معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية
 g = معدل النمو الثابت لمقسوم الأرباح

$$K_s = \frac{D_1 V_1}{P_0} + g \dots\dots(2) \quad \therefore \text{كلفة الأسهم العادية تساوي المعادلة (2) الآتية}$$

P_0 = قيمة السهم العادي

$D_1 V_1$ = مقسوم الأرباح المتوقع للسهم العادي في نهاية السنة |

ب. معدل النمو

$$g = RoE * RR \dots\dots(3)$$

يحسب وفق المعادلة (3) الآتية :

RoE = معدل العائد على حق الملكية

RR = نسبة الاحتجاز

ج. معدل العائد على حق الملكية

$$RoE = \frac{N_I}{W_I} \dots\dots(4) \text{ الآتية: (4) المعادلة}$$

N_I = صافي الربح

W_I = حق الملكية

الأساليب الإحصائية

- أ. تحليل الارتباط :- سوف يستخدم معامل الارتباط بيرسون لاختبار قوة العلاقة واتجاهها بين المتغيرات، وذلك عند مستوى دلالة (0.05) أي بدرجة ثقة (95%) حيث يعتبر الارتباط ذو دلالة إحصائية عندما يكون مستوى الدلالة أقل من (0.05) .
- ب. تحليل الانحدار البسيط :- سوف يستخدم تحليل الانحدار الخطي لاختبار اثر العلاقة بين متغيري البحث (كلفة رأس المال وقيمة الشركة) . وقد تمت معالجة البيانات احصائيا لاستخراج النتائج باستخدام البرنامج الاحصائي الجاهز (SPSS) .

المبحث الثاني : الجانب النظري1. كلفة رأس المال Capital Cost

إن كلفة رأس المال هي الحد الأدنى من معدل العائد المعدل بالمخاطرة الذي يجب أن يحققه المشروع لكي يتم قبوله من قبل حملة الأسهم (Emery, et:al, 2004:169) ، ووفقاً لذلك فإنه لا يمكن اتخاذ أي قرار استثمار من دون معرفة كلفة رأس المال .

وتعد كلفة رأس المال احد المفاهيم المالية المهمة فهي تمثل عامل الربط الأساسي بين قرارات الاستثمار طويل الأجل وتعظيم القيمة السوقية للمالكين . إنها تمثل (الرقم السحري) Magic Number الذي يمكن استخدامها لتقرير فيما اذا كانت الاستثمارات المقترضة للشركة ستؤدي الى زيادة او تخفيض سعر السهم لها (Gitman,2000:448) .

ان كلفة رأس المال هي ادنى معدل للعائد المتوقع الذي يكون ضرورياً لحث المستثمر على الاستثمار لتعويضه عن المخاطرة التي يتحملها (Jones, 1996-479) وكذلك يشار اليها على أنها معدل العائد المطلوب من مجهزي رأس المال لجذب اموالهم الى الشركة ، او معدل الخصم الذي تخصص عنده التدفقات النقدي المتوقعة (Samules, et:al, 1995:507) ، كما يمثل معدل العائد الذي يطلبه المستثمر للتعويض عن مستوى المخاطرة⁽³⁾ المصاحبة لاستثمار معين (McMenamin, 1999:212) ، ومن ذلك فان المشاريع التي تحقق معدل عائد أعلى على كافة راسمالها تؤدي الى زيادة قيمة شركاتها ، وبالعكس ، وذلك بثبات عامل المخاطرة .

وتتعلق كلفة رأس المال بكلفة الاموال التي تحصل عليها الشركة عن طريق الاقتراض او اصدار الاسهم او احتجاز الارباح التي تستخدمها لتمويل استثماراتها . ومن مصلحة الشركة ان تكون كلفة راسمالها منخفضة لان ذلك يتيح لها عدداً اكبر من فرص الاستثمار المربحة ويجعلها تنمو بمعدلات اسرع .

ومن الضروري الإشارة الى ان هذه الكلفة تختلف بحسب مصدر التمويل . أي ان معدل العائد المطلوب يختلف من مصدر التمويل الى اخر بحسب مخاطرة الاوراق المالية الناتجة عن ذلك

³ يقصد بالمخاطرة هنا ، هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع ، لذلك يتركز اهتمام المالبين على هذه المخاطرة لان المخاطرة الانظامية يمكن تفاديها بتنويع الاستثمارات ، وكلما ازدادت المخاطر النظامية يزداد معها معدل العائد المطلوب على الاموال المستثمرة (العامري، 1995:15)

المصدر، وتبعاً للعلاقة المعروفة القائلة بان العائد المطلوب على الاستثمار يتناسب طردياً مع مخاطرته .
وهذه الفقرة ستبحث طرق قياس كلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال ، ومن ثم حساب المعدل الموزون لكلفة رأس المال .

أولاً: كلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل The Financing Cost of Long-Term Debt

ان كلفة الدين على الشركة هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (المقرضين) للقبول باقراض الشركة ، كما تمثل كلفة الحصول على الاموال من خلال الاقتراض طويل الاجل اليوم وبعد الضريبة (Gitman,2000:454) ، وتعد المديونية مصدر تمويل خارجي ذو كلفة رخيصة ، ويؤدي الى تدنية كلفة رأس المال من خلال الرفع المالي⁽⁴⁾، وبالتالي زيادة الدخل المتاح لحملة الاسهم (Archer,et:al, 1983:189) و ان اغلب المنشآت تحصل على قروضها طويلة الاجل من خلال بيع السندات وعملية التصفية Net Proceeds الناتجة عن بيع السندات او اية ورقة مالية هي الاموال التي تستلم فعلاً من عملية البيع ، اذ ان تكاليف الاصدار Flotation Costs (وهي التكاليف الكلية لاصدار وبيع الورقة المالية) تقلل من القيمة الصافية لعملية بيع السندات، وهذه التكاليف ترافق كل الاوراق المالية (السندات، الاسهم الممتازة، الاسهم العادية)، وهي تتكون من جزئين هما (Gitman,2000:484):-

(أ) تكاليف الاكتتاب Underwriting Costs

وهي التعويضات Compensation التي يحصل عليها مصرف الاستثمار لبيع الورقة المالية.

(ب) تكاليف ادارية Administrative Costs

هي تكاليف الاصدار مثل المصاريف القانونية المحاسبية، الطباعة وغيرها من المصاريف الاخرى .

كما تتحمل الشركة من استخدامها للمديونية كلفة ثابتة بشكل فائدة ، تعد من وجهة نظر الضريبة مصروفًا تنزل من الارباح الخاضعة للضريبة ، مما يؤدي الى وفر ضريبي يعادل مقدار الفائدة مضروباً بنسبة الضريبة (القرشي ، 2006:27) . و هذا الوفر يخفض كلفة التمويل المقترض (كلفة المديونية) ، وهذه الكلفة هي بمثابة معدل الفائدة لهذه القروض وتحسب على وفق الصيغة (5) الآتية (Damodaran, 1999:241):-

$$K_D = R_B(1 - T_C) \dots\dots (5)$$

اذ إن :-

$$K_D = \text{كلفة الدين بعد الضريبة (كلفة الفائدة)}$$

⁽⁴⁾ ان استخدام الدين في هيكل رأس المال يؤدي الى تخفيض كلفة رأس المال و ذلك لان الفائدة على الدين تستقطع من الدخل قبل فرض الضريبة عليه كذلك فهو يحقق وفورات ضريبية تتاح لحملة الاسهم او للاحتجاز في حالة وجود فرص للنمو .

$R_B =$ كلفة الدين قبل الضريبة (معدل الفائدة الاسمية)

$T_C =$ معدل الضريبة على دخل الشركة

وان الكلفة الحقيقية للمديونية تحسب على وفق الصيغة (6) الاتية (Neveu, 1983:335):

$$K_d = K_m(1-T)W_d \quad \dots\dots\dots (6)$$

اذ ان :-

$$r_B = K_m$$

$W_d =$ وزن المديونية في الهيكل المالي (الاهمية النسبية) و الذي يتمثل بالمعادلة (7) الاتية

(Ross, et:al, 2002:321)

$$W_d = \frac{B}{S + B} \quad \dots\dots\dots (7)$$

اذ ان :-

$B =$ مقدار الدين في هيكل راس المال .

$S =$ مقدار الملكية في هيكل راس المال ، $S + B =$ مقدار هيكل راس المال .

ثانياً :- كلفة التمويل بالاسهم العادية Financing Cost of Common Stock

ان كلفة التمويل بالاسهم العادية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الاسواق المالية للاقبال على الاستثمار في هذه الاسهم (الميداني ، 644:2004) ، وتقوم الشركة باصدار الاسهم العادية الجديدة عند عدم كفاية مصادر التمويل الاخرى في تغطية احتياجاتها من الاموال ، وعليه ينبغي على الشركة اصدار الاسهم العادية لتجنب خسارة الفرص الاستثمارية ذات القيمة (فتاح 55:2005) ، اذ ان كلفة اصدار الاسهم العادية اعلى من كلفة اصدار الدين والاسهم الممتازة وهي تتضمن مخاطر اكبر (Pinches, 1993:373).

ان كلفة الاسهم العادية هي المعدل الذي يخصم به المستثمرون مقسوم الأرباح المتوقع من الشركة لتحديد قيمة اسهمهم ، وتعكس كلفة اصدار الاسهم العادية كلفة فرصة (Opportunity Cost) ، أي ما كان يمكن ان يكسبه صافي السهم الجديد فيما لو استثمر امواله في مجال اخر بدل اسهم الشركة (Madura, 2000, 471) ، وهناك عدة نماذج لحساب كلفة الاسهم العادية .

1. نموذج خصم مقسوم الأرباح (نموذج جوردون) (5) Gordon Model

قدم هذا النموذج من قبل (Gordon & Shapiro) 1956 وهو من ابسط النماذج واكثرها شيوعاً ، ويستند على ان قيمة السهم تساوي القيمة الحالية لكل المقسوم المستقبلي (بافتراض نموها بمعدل ثابت) خلال فترة زمنية محددة (Gitman, 2000:460) ، وتكون مخصوصة بالفرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل نمو مقسوم الأرباح الدوري (Gup, 1983:140) ،

⁵ (ويطلق على هذا النموذج ايضاً (نموذج النمو الثابت لمقسوم الأرباح).

وان المعادلة الرياضية لهذا النموذج تكون على وفق الصيغة (8) الآتية) Ross, (et:al,2002:309 :-

$$P_o = \frac{DIV_1}{r_s - g} \quad \dots \dots \dots (8)$$

اذ إن :-

P_o = قيمة السهم العادي

DIV_1 = مقسوم الارباح المتوقع للسهم العادي في نهاية السنة (1)

r_s = معدل العائد المطلوب على الاسهم العادية

g = معدل النمو الثابت المقسوم الارباح

وباعادة صياغة(8) لايجاد K_s ينتج كلفة الاسهم العادية الصيغة(9)

(Ross, et:al,2002:309)

$$r_s = K_s = \frac{DIV_1}{P_o} + g \quad \dots \dots \dots (9)$$

وتشير المعادلة (9) ان كلفة الاسهم العادية يمكن ايجادها من خلال قسمة مقسوم الارباح المتوقع في نهاية السنة (1) على سعر السهم الجاري واطافة الناتج الى معدل النمو المتوقع في مقسوم الارباح المدفوع من الدخل ما بعد الضريبة ، وقد قام نموذج Gordon على الافتراضات الآتية (التميمي ، 1998: 34) :-
 أ. تجنب المستثمر للمخاطرة .

ب. عدم التأكد بان المقسوم المتوقع يزداد باطالة زمن توقيت تلك التوزيعات .

ج. استبعاد التمويل الاضافي بالاسهم .

د. التمويل بالمديونية لاية زيادة في الارباح المحتجزة .

اما المآخذ على النموذج فانه لايهتم بمخاطر الشركة ، كمت انه يستخدم سعر السهم في السوق ليعكس تفضيلات العائد - المخاطرة للمستثمرين في السوق . وان استخدام هذا النموذج عادة ما يكون مفضلاً لان البيانات المطلوبة تكون متاحة بشكل افضل ، كما يمكن تعديله بسهولة لتحديد كلفة الاسهم العادية الجديدة .

2. نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM)

ان نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية يوضح العلاقة بين معدل العائد المطلوب (كلفة الاسهم الاعتيادية) والمخاطرة غير القابلة للتنوع للشركة والمقاسة بمعامل بيتا B ، و الصيغة العامة لهذه المعادلة على وفق المعادلة (10) (Sharp & Alexander, 1990:124) :-

$$\bar{R}R = K_s = R_f + (\bar{R}_m - R_f)B \quad \dots \dots \dots (10)$$

اذ إن :-

$$\bar{R} , K_s = \text{معدل العائد المطلوب (كلفة الاسهم العادية)}$$

$$R_f = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}$$

$$R_m - R_f = \text{علاوة المخاطرة السوقية}$$

$$B = \text{بيتا الشركة}$$

$$R_m = \text{معدل العائد على محفظة السوق}$$

وفي ضوء هذا النموذج فإن المستثمر يفضل استثمار أمواله في موجود مالي (سهم) بنفس معدل المخاطرة الشركة ، ويرغب المستثمر في هذه الحالة في اختيار البديل العائد المتوقع العالي ، بمعنى اخر ان الاستثمار في السهم ينفذ فقط في حالة كون العائد المتوقع منه اكبر من معدل عائد السهم ذو المخاطرة المماثلة (Rao, 1992:336) .

ويعمل نموذج (CAPM) في ظل عدة افتراضات هي (Jarrow, 1998:194-195) :-

- أ. إن المستثمر يجري تقييمه للمحافظ البديلة على اساس العائد والمخاطرة .
 - ب. إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة من تقدير معدل العائد الخالي من المخاطرة بشكل افضل .
 - ج. إن المستثمر يسعى لتعظيم العائد ، فلو اتاحت له فرصة للمفاضلة بين استثمارين متماثلين في المخاطرة ، فإنه سيختار الاستثمار الذي يولد عائد اكبر .
 - د. إن المستثمر بطبيعته يكره المخاطرة (يتجنب المخاطرة) .
 - هـ. إن المستثمر يمكنه شراء أي كمية من الأوراق المالية حتى لو كان حجمها صغيراً .
 - و. إن المستثمر يمكنه الاقتراض والاقتراض بمعدل يساوي معدل العائد المالي من المخاطرة ، وإن هذا المعدل متماثل لجميع المستثمرين .
 - ز. لا توجد ضرائب على الأرباح أو كلفة للمعاملات .
 - ح. إن المعلومات تصل للمستثمرين بسرعة ودون كلفة .
 - ط. إن للمستثمرين توقعات متماثلة او متجانسة عن العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية والتغاير للأوراق المالية المتداولة .
- إن فروض النموذج غير واقعية ، إذ انها تعكس السوق التام ، وتستهدف التحكم في متغيرات قد تؤثر على ما يرمي إليه النموذج ، وهو الوقوف على طبيعة العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة ، دون تأثير جانبي لمتغيرات أخرى مثل كلفة المعاملات ، والضرائب ، فاستبعاد تأثير تلك المتغيرات من شأنه ان يعطي صورة واضحة للعلاقة بين المتغيرين (Haugen, 1986: 161).
- وعلى الرغم من عدم منطوقية الافتراضات التي يعمل في ظلها نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) ، الا انه يقدم تعريف واضح للمخاطرة النظامية ويمكن تطبيقه على أي سهم (الشكرجي ، 1999: 62) .

وتتجسد أهمية نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في كونه يمثل العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب أو التوقع وبين المخاطرة النظامية (مقاسة بمعامل بيتا (Beta)) ، اذ ان المخاطرة التي تتعرض لها الورقة المالية المطروحة ينبغي ان تقاس مخاطرتها بتغير عائداتها مع عائد محفظة السوق . وذلك على اساس ان عائد محفظة السوق يتعرض فقط للمخاطرة المنتظمة (التي لا يمكن تجنبها بالتنوع) ، لذلك تكون العلاقة بين عائد الاستثمار بالسهم والمخاطرة التي ينطوي عليها هذا العائد هي علاقة خطية ويطلق عليها خط سوق الورقة المالية (Security Market Line (SML) (Levy & Sarnat, 1990:291) ، الذي يبين ان معامل بيتا السوق يساوي الواحد الصحيح ، فاذا كان معامل بيتا للورقة المالية اكبر من الواحد الصحيح ، فإن هذا يعني ان المخاطرة التي يتعرض لها عائد الورقة المالية تفوق المخاطرة التي يتعرض لها عائد محفظة السوق، والعكس صحيح، وان العائد المتوقع للورقة المالية اكبر من العائد المتوقع لمحفظة السوق. وفي حالة كون معامل بيتا للورقة المالية اقل من الواحد الصحيح فان معدل العائد المتوقع للورقة المالية لا بد ان يكون اقل من معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق. اما اذا كان معامل بيتا يساوي صفر فان معدل العائد المتوقع سوف يعادل تماماً معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) أما اذا كان معامل بيتا سالب فان العائد المتوقع من الاستثمار في السهم سيكون اقل من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

ويحسب معامل بيتا على وفق الصيغة (11) الاتية (Bodie, et.al, 1999:252)

$$B_j = \frac{Cov CR_j R_m}{\delta^2 M} \dots\dots\dots(11)$$

اذ ان :-

$$B_j = \text{معامل بيتا السهم}$$

$$Cov(R_j, R_m) = \text{التباين المشترك بين عائد السهم } R_j \text{ وعائد السوق } \bar{R}_m$$

$$\delta^2 M = \text{التباين لعوائد محفظة السوق}$$

ثالثاً :- كلفة الأرباح المحتجزة Cost of Retained Earnings

هي معدل العائد المطلوب من قبل المساهم العادي ويعود السبب وراء حساب كلفة الأرباح المحتجزة الى ضرورة اخذ (كلفة الفرصة) بنظر الاعتبار . فهي تعكس كلفة فرضية أي ، ما كان يمكن حاملي الاسهم الحاليين كنسبة فيما لو استلموا الأرباح بشكل مقسوم وقاموا باستثمار الاموال بانفسهم (Madura,2000:471) .

وان دفع مقسوم الأرباح من ارباح الشركة سيؤدي الى تخفيض قيمة الأرباح المحتجزة واذا احتاجت الشركة التمويل بالاسهم العادية بكمية معينة فانها تستطيع اصدار اسهم عادية اضافية بالكمية المطلوبة ، وان احتجاز الأرباح سيزيد من حق الملكية بنفس الكمية فيما لو قامت الشركة ببيع اسهم عادية اضافية . وهكذا فان كلفة الأرباح المحتجزة هي مساوية لكلفة اصدار الاسهم العادية الجديدة كما في المعادلة (12) الاتية (Gitman,2000:462)

$$K_r = K_s \dots\dots\dots (12)$$

اذ ان

K_r = كلفة الارباح المحتجزة .

K_s = كلفة الاسهم العادية الجديدة .

هذا من الناحية النظرية ، اما من الناحية العملية ، فان كلفة الارباح المحتجزة قد تكون اقل من كلفة اصدار الملكية اذا كانت الارباح الموزعة على المساهمين خاضعة لضريبة دخل الافراد ، واذا كانت اعادة استثمار هذه الارباح من قبل المساهمين تتطلب دفع عمولة للوساطة . وبالتحديد ان احتجاز الارباح اوفر على الشركة من توزيعها على المساهمين بشكل ارباح موزعة تخضع لضريبة دخل الافراد ، ثم اصدار اسهم عادية للمساهمين لاسترداد الارباح الموزعة . والتوفير هنا يساوي الارباح الموزعة مضروبة بنسبة ضريبة دخل الفرد المناسبة . كذلك ان احتجاز الارباح يوفر على الشركة عمولات الوساطة التي يجب ان يدفعها المساهمون فيما لو اردوا اعادة استثمار الارباح الموزعة عليهم اذا لم يكونوا بحاجة لانفاقها على الاستهلاك الجاري . هذا يعني ان كلفة الارباح المحتجزة اقل من الكلفة الاساسية للتمويل بالملكية ، وذلك على وفق المعادلة (13) الاتية (الميداني ، 2004:647-648)

$$K_r = K_s(1-T)(1-B)$$

K_r = كلفة الارباح المحتجزة

K_s = الكلفة الاساسية للتمويل بالملكية

T = متوسط معدل ضريبة دخل المساهمين

B = معدل عمولة الوساطة

رابعاً :- كلفة الاسهم الممتازة (6) Cost of Preferred Stock

ان كلفة التمويل بالاسهم الممتازة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الاسواق المالية للاستثمار في هذه الاسهم . وبما ان الاسهم الممتازة في معظمها هي اوراق مالية دائمية Perpetual ليس لها تاريخ استحقاق وتوزع ارباحاً ثابتة ، فان العائد المطلوب على الاستثمار في هذه الاسهم يساوي مقسوم الارباح السنوي ، مقسوماً على سعر السهم في السوق وذلك على وفق المعادلة (14) الاتية (الميداني ، 2004:641-642) :-

$$K_p = \frac{D_p}{P_m} \dots\dots\dots (14)$$

(6) الاسهم الممتازة هي شكل من اشكال التمويل الخارجي طويل الأجل ، اذ تمثل ملكية لها قيمة اسمية ودفترية و سوقية كما للأسهم العادية (Rosefsky,1999:434) و هي نوع من الأسهم ذات طبيعة هيمنة Hybrid تجمع بين صفات المقترض و التمويل الممتلك . اذ انها تعتبر مزيجاً من الاقتراض و حقوق الملكية ، فالسهم الممتاز يشبه أدوات المديونية لان نصيبه من الأرباح محدد بنسبة من قيمته الاسمية فضلاً عن انه في حالة التصفية يحق لحامله المطالبة بنصيبه من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية . (Lerson,et:al,1993:66)

اذ ان :-

$$K_p = \text{كافة الاسهم الممتازة}$$

$$D_p = \text{مقسوم الارباح السنوي}$$

$$P_m = \text{سعر السهم في السوق}$$

إن المعادلة أعلاه تفترض عدم وجود أية نفقات أو تكاليف إصدار لبيع الأسهم ، وإن نفقات الإصدار التي تدفعها الشركات لبنوك الاستثمار لضمان وتسويق إصداراتها من الأسهم والسندات ترفع كلفة التمويل ، لذلك فإن كلفة الاسهم الممتازة تحسب وفق المعادلة (15) الاتية (Levy & Sarnat, 1988:387)

$$K_p = \frac{D}{P(1-F_c)} \dots\dots\dots (15)$$

اذ إن

$$K_p = \text{كافة الاسهم الممتازة}$$

$$D = \text{مقسوم الارباح الدوري}$$

$$P(1-F_c) = \text{صافي سعر الإصدار بعد خصم تكاليف الإصدار Flotation Cost}$$

خامساً :- المعدل الموزون لكافة رأس المال Weighted Average Capital Cost

يمكن تحديد الكلفة الكلية لرأس المال بعد حساب الكلفة الخاصة بكل مصدر من مصادر رأس المال ، فالمعدل الموزون لكافة رأس المال (WACC) أو (K_a) يعكس الكلفة المستقبلية المتوقعة في المدى الطويل ويمكن تحديدها أو حسابها من خلال تحديد وزن كل مصدر من مصادر التمويل وفقاً لنسبته في هيكل رأس المال الشركة ، ويحسب هذا المعدل من خلال ضرب كافة كل مصدر من مصادر التمويل في نسبته في هيكل رأس المال وجمع القيم الموزونة وذلك على وفق المعادلة (16) الاتية (Gitman, 2000:464)

$$K_a = (W_1 * K_d) + (W_p * K_p) + (W_s * K_s) \dots\dots\dots (16)$$

اذ ان

$$K_a = \text{المعدل الموزون لكافة رأس المال}$$

$$W_L = \text{الوزن النسبي للقروض طويلة الاجل في هيكل رأس المال}$$

$$K_j = \text{كافة القروض طويلة الاجل}$$

$$W_p = \text{الوزن النسبي للاسهم الممتازة في هيكل رأس المال}$$

$$K_p = \text{كافة الاسهم الممتازة}$$

$$W_s = \text{الوزن النسبي للاسهم العادية في هيكل رأس المال}$$

$$K_s = \text{كافة الاسهم العادية}$$

$$1 = W_s + W_p + W_L$$

- ويجب مراعاة الجوانب الآتية في المعادلة
1. ان مجموع الأوزان يجب ان يساوي (1) ، أي يجب ان يتم شمول جميع مكونات رأس المال .
 2. ان وزن حق الملكية الاعتيادية (الأسهم العادية) W_s ، يتم ضربه اما بكلفة الإرباح المحتجزة، او بكلفة الأسهم العادية الجديدة تبعاً لنوع التمويل الذي تستخدمه الشركة . ويمكن كتابة معادلة المعدل الموزون لكلفة رأس المال بصيغة أخرى كما في المعادلة (17) (Damodaram,1999:258)

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E+P_s} + K_d \frac{D}{D+E+P_s} + K_{ps} \frac{P_s}{D+E+P_s} \dots\dots\dots (17)$$

K_e = كلفة الاسهم العادية

K_d = كلفة التمويل المقترض طويل الأجل

K_{ps} = كلفة الأسهم الممتازة

$E/(D+E+P_s)$ = وزن التمويل بالأسهم العادية

$D/(D+E+P_s)$ = وزن التمويل المقترض

$P_s/(D+E+P_s)$ = وزن الأسهم الممتازة

ان كلفة رأس المال بهذه الطريقة يفترض ان الشركة ستمول استثماراتها الجديدة بحسب مزيج اقل التمويل ، فتحافظ على مستوى المخاطرة المالية دون تغيير ، هذا يعني ان التكاليف الضمنية لمصادر التمويل المختلفة قد تم إدخالها بشكل محدد في حساب المعدل الموزون لكلفة رأس المال ، وان الشركة ستحول استثماراتها بمزيج من مصادر التمويل ، فلا تعتمد على مصدر تمويل واحد كالاقتراض مثلاً لكونه ارخص مصادر التمويل ، فلا تعتمد على مصدر تمويل واحد كالاقتراض مثلاً لكونه ارخص مصادر التمويل ، وبالتالي فإنها ستتجنب ما يمكن ان يترتب على التمويل بالاقتراض فقط من زيادة المخاطرة المالية وارتفاع تكاليف التمويل مستقبلاً .

المبحث الثالث : الجانب العملي**اولا : تحليل المتغيرات الحاكمة لمتغيرات البحث****1. تحليل معدل العائد على حق الملكية**

يبين الجدول رقم (2) نتائج تحليل معدل العائد على والذي يحسب من خلال قسمة صافي الدخل على حق الملكية للشركات عينة البحث .

جدول (2)**معدل العائد على حق الملكية للشركات، مجال البحث للفترة 2000-2002**

المتوسط	2002	2001	2000	السنوات	صناعي
%54	%45	%59	%58		1 العراقية للسجاد و المفروشات
%47	%43	%42	%57		2 الصناعات الكيماوية العصرية
%69	%75	%70	%63		3 الهلال الصناعية
%64	%59	%68	%64		4 الصناعات الخفيفة
%59	%54	%67	%57		5 الوطنية للصناعات الكيماوية و البلاستيكية
%17	%22	%23	%5		6 الفلوجة لانتاج المواد الانشائية
%46	%49	%46	%44		7 الصباغ الحديثة
%58	%61	%55	%58		8 الوطنية لصناعة الدرجات
%33	%56	%14	%29		9 الخياطة الحديثة
%50	%52	%49	%48		المتوسط
المتوسط	2002	2001	2000	السنوات	خدمي
%38	%29	%38	%47		1 مدينة العاب الكرخ السياحية
%49	%21	%58	%69		2 العراقية للنقل البري
%30	%52	%33	%4		3 بغداد لنقل الركاب
%31	%39	%25	%29		4 العراقية لنقل المنتوجات النفطية
%61	%70	%61	%52		5 البادية للنقل العام
%52	%44	%67	%45		6 فندق فلسطين
%44	%43	%47	%41		المتوسط
المتوسط	2002	2001	2000	السنوات	زراعي
%7	%5	%7	%10		1 الحديثة للانتاج الحيواني
%39	%8	%48	%61		2 العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية
%41	%49	%46	%27		3 بابل لانتاج الحيواني و النباتي
%29	%21	%34	%33		المتوسط

ومن الجدول (2) يتضح ان متوسط معدل العائد على حق الملكية في القطاع الصناعي كان الاعلى بين القطاعات الثلاثة وبلغ (%50) من ثم المتوسط في القطاع الخدمي وبلغ (%44) ومن ثم المتوسط في القطاع الزراعي حيث بلغ (%29) فقط. وهذا يشير الى ان الاستثمار في حق الملكية في القطاع الصناعي هو افضل من القطاعين الخدمي والزراعي اذ ان الاستثمار فيه يحقق عائد افضل من القطاعات الاخرى .

ومن تحليل شركات القطاع الصناعي يلاحظ ان شركة الهلال الصناعية حققت اعلى متوسط لمعدل العائد على حق الملكية ضمن شركات القطاع الصناعي وبلغ (%69) وترواح العائد

فيها خلال مدة البحث بين ادنى عائد عام 2000 وبلغ (63%) واعلى عائد له عام 2002 وبلغ (75%) ، في حين جاءت شركة الصناعات الخفيفة بالمرتبة الثانية من حيث ارتفاع معدل العائد على حق الملكية في القطاع الصناعي وبلغ (64%) تلتها الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية وبلغ (59%) ، اما ادنى معدل عائد على حق الملكية فقد تحقق في شركة الفلوجة لانتاج المواد الانشائية وبلغ (17%) فقط وهو ادنى معدل عائد بين الشركات لجميع القطاعات مجال البحث وقد تراوح المعدل في الشركة بين ادنى قيمة له عام 2000 وبلغت (5%) فقط واعلى عائد عام 2001 وبلغ (23%) فقط .

اما في القطاع الخدمي فقط بلغ اعلى معدل عائد على حق الملكية في شركة البادية للنقل للعام وبلغ (61%) مقارنة بمتوسط القطاع البالغ (44%) ، في حين جاء فندق فلسطين بالمرتبة الثانية من حيث ارتفاع معدل العائد على حق الملكية في القطاع الخدمي وبلغ (52%) اما ادنى عائد على حق الملكية فقد تحقق في شركة بغداد لنقل الركاب وبلغ (30%).

ومن تحليل معدل العائد على حق الملكية في القطاع الزراعي يلاحظ انه حقق ادنى متوسط بين القطاعات وبلغ (29%) وقد حققت شركة بابل للانتاج الحيواني اعلى معدل عائد بين الشركات في القطاع وبلغ (41%) فيما تحقق ادنى متوسط لمعدل العائد في الشركة الحديثة للانتاج الحيواني وبلغ (7%) فقط و هو ادنى متوسط لمعدلات العائد بين الشركات في جميع القطاعات مجال البحث .

2. تحليل معدل النمو

يحسب معدل النمو من حاصل ضرب معدل العائد على حق الملكية في نسبة الاحتجاز ، والجدول رقم (3) يعرض نتائج حساب معدلات النمو للقطاعات والشركات مجال البحث ، ومنه يلاحظ ان القطاع الخدمي حصل على اعلى معدل نمو بين القطاعات وبلغ (16%) وتلاه القطاع الصناعي بمعدل (12%) ومن ثم القطاع الصناعي بمعدل (11%) ويلاحظ من تحليل معدل النمو في القطاع الخدمي ان مدينة العباب الكرخ السياحة حصلت على اعلى معدل نمو بين شركات القطاع و حققت (25%) مقارنة بمتوسط القطاع البالغ (16%) جاء بعدها فندق فلسطين بمعدل نمو عالي قدره (24%) قياساً بالمتوسط ، ثم شركة بغداد لنقل الركاب والشركة العراقية للنقل البري بمعدل (15% و 14%) لكل منهما على التوالي . فيما حققت شركتي العراقية لنقل المنتوجات النفطية و البادية للنقل العام ادنى معدل للنمو بين شركات القطاع بلغ (10%) فقط .

اما شركات القطاع الصناعي فقد حققت الشركة الوطنية لصناعة الدرجات اعلى معدل نمو بين شركات القطاع بمعدل (26%) وهو مرتفع قياساً بمتوسط القطاع البالغ (12%) فقط . وكان معدل النمو مرتفع قياساً بالمتوسط العام للقطاع في ثلاث شركات اضافة الى شركة الدرجات وهي شركات العراقية للسجاد والمفروشات والصناعات الخفيفة والوطنية للصناعات الكيماوية وبلغ المعدل في كل منها (16% ، 19% ، 14%) على التوالي ، فيما انخفض المعدل عن متوسط العام للقطاع في خمسة شركات وهي (الصناعات البلاستيكية ، الهلال الصناعية ، الفلوجة لانتاج المواد الانشائية ، الاصبغ الحديثة ، الخياطة الحديثة) وبلغ المتوسط

في كل منها (7% ، 8% ، 3% ، 7% ، 11%) على التوالي ويلاحظ ان ادنى معدل للنمو تحقق في شركة الفلوجة لانتاج المواد الانشائية وبلغ (3%) فقط وهو ادنى معدل للنمو بين جميع الشركات في القطاع .

جدول (3)
معدل النمو للشركات مجال البحث للفترة 2002-2000

المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	صناعي
%16	%23	%4	%20	العراقية للسجاد و المفروشات	1
%7	0	0	%22	الصناعات الكيماوية العصرية	2
%8	0	%12	%13	الهلال الصناعية	3
%19	0	%29	%29	الصناعات الخفيفة	4
%14	0	%15	%28	الوطنية للصناعات الكيماوية و البلاستيكية	5
%3	%7	%2	0	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	6
%7	0	%7	%14	الصباغ الحديثة	7
%26	0	%32	%45	الوطنية لصناعة الدراجات	8
%11	%17	0	%16	الخيطة الحديثة	9
%12	%5	%11	%21	المتوسط	
المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	خدمي
%25	%17	%29	%29	مدينة العاب الكرخ السياحية	1
%14	0	%19	%22	العراقية للنقل البري	2
%15	%0.31	%15	0	بغداد لنقل الركاب	3
%10	%20	%3	%6	العراقية لنقل المتنوجات النفطية	4
%10	0	%20	%11	البادية للنقل العام	5
%24	0	%41	%32	فندق فلسطين	6
%16	%11	%21	%17	المتوسط	
المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	زراعي
%1	%4	%0.4	0	الحديثة للانتاج الحيواني	1
%19	%6	%11	%41	العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	2
%12	%25	%11	0	بابل للانتاج الحيواني و النباتي	3
%11	%12	%7	%14	المتوسط	

ومن تحليل شركات القطاع الزراعي يلاحظ ان الشركة العراقية لانتاج وتسويق المنتجات الزراعية حققت اعلى معدل نمو بين شركات القطاع وبلغ (19%) مقارنة بالمتوسط العام للقطاع البالغ (11%) تلتها بابل للانتاج الحيواني والنباتي بمعدل (12%) اما ادنى معدل للنمو بين شركات القطاع فتحققت في الشركة الحديثة للانتاج الحيواني وبلغ المعدل فيها (1%) وهي ادنى معدل للنمو بين جميع القطاعات المبحوثة .

3. تحليل عائد المقسوم
يمثل عائد المقسوم نسبة مايمثله مقسوم الارباح للسهم الى سعر السهم ويعرض الجدول (4) نتائج تحليل عائد المقسوم للشركات مجال البحث .

جدول (4)

عائد المقسوم للشركات مجال البحث للفترة 2002-2000

المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	صناعي
%9	%7	%12	%9		1 العراقية للسجاد و المفروشات
%2	%3	%3	%1		2.الصناعات الكيماوية العصرية
%9	%11	%12	%5		3 الهلال الصناعية
%10	%13	%13	%5		4 الصناعات الخفيفة
%6	%1	%14	%4		5 الوطنية للصناعات الكيماوية و البلاستيكية
%12	%16	%13	%7		6 الفلوجة لانتاج المواد الانشائية
%11	%15	%14	%5		7 الصباغ الحديثة
%7	%11	%8	%1		8 الوطنية لصناعة الدراجات
%14	%14	%23	%4		9 الخياطة الحديثة
%9	%10	%11	%5		المتوسط
المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	خدمي
%2	%1	%3	%1		1 مدينة العباب الكرخ السياحية
%17	%12	%22	%16		2 العراقية للنقل البري
%8	%7	%10	%7		3 بغداد لنقل الركاب
%11	%14	%12	%8		4 العراقية لنقل المنتجات النفطية
%15	%19	%14	%13		5 البادية للنقل العام
%4	%3	%6	%2		6 فندق فاطسين
%10	%10	%11	%9		المتوسط
المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	زراعي
%8	%8	%4	%11		1 الحديثة للانتاج الحيواني
%6	%4	%11	%4		2 العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية
%9	%6	%13	%8		3 بابل للانتاج الحيواني و النباتي
%8	%6	%9	%8		المتوسط

ويلاحظ من (4) الجدول ان متوسطات عائد المقسوم للقطاعات الثلاثة كانت متقاربة وبلغت (9%) للقطاع الصناعي و(10%) لقطاع الخدمات و(8%) لقطاع الزراعي ان متوسط عائد المقسوم لقطاع الخدمات فان الافضل ومن تحليل القطاع الصناعي يلاحظ ان اعلى عائد تحقق في شركة الخياطة المدينة وبلغ (14%) وهو اعلى من المعدل العام للقطاع البالغ (9%) ويلاحظ ان هناك تذبذب واضح في عائد المقسوم لهذه الشركة ففي عام 2000 كان العائد

منخفضاً وبلغ (4%) فقط في ارتفع عام 2001 الى (23%) ومن ثم انخفض عام 2002 الى (14%).

اما ادنى عائد قياساً بالمتوسط فتحقق في شركة الصناعات الكيماوية وبلغ (2%) فقط. ويلاحظ ان العائد كان منخفضاً للسنوات الثلاثة الخاضعة بالتحليل فبلغ (1% ، 3% ، 3%) للسنوات (2000 ، 2001 ، 2002) على التوالي وحقت شركات الخفيفة والفلوجة والاصباغ الحديثة متوسط لعائد المقسوم اعلى من المتوسط العام وبلغ في كل منها (10%، 12%، 11%) على التوالي .

اما في شركات العراقية للسجاد و المفروشات والهلال الصناعية فتحققت متوسطات عائد مقسوم مساوي للمتوسط العام وبلغت في كل منها (9%) . فيما حققت الوطنية للصناعات الكيماوية والوطنية لصناعة الدراجات متوسط عائد مقسوم ادنى من المتوسط العام وبلغت لكل منها (6% ، 7%) على التوالي .

ومن تحليل عائد المقسوم لشركات القطاع الخدمي فيلاحظ ان الشركة العراقية للنقل البري حققت اعلى متوسط لعائد المقسوم قياساً بالمتوسط العام وبلغ (17%) وهو اعلى متوسط بين جميع الشركات في جميع القطاعات المبحوثة تلتها شركة البادية للنقل العام وبلغ متوسطها (15%) والشركة العراقية لنقل المنتجات النفطية بمتوسط بلغ (11%) .

اما في شركات مدينة العباب الكرخ و بغداد لنقل الركاب و فندق فلسطين فتحققت متوسطات عائد منخفضة قياساً بالمتوسط العام البالغ (10%) وبلغت في كل منها (2%، 8%، 4%) على التوالي.

ومن شركات القطاع الزراعي فيلاحظ ان متوسطاتها كانت قريبة من المتوسط العام للقطاع البالغ (8%) ففي شركة بابل للانتاج الحيواني والنباتي كان متوسط عائد المقسوم فيها اعلى من المتوسط العام وبلغ (9%) تلتها الشركة الحديثة للانتاج الحيواني بمتوسط مساوي للمتوسط العام وبلغ (8%) فيما حققت الشركة العراقية لانتاج وتسويق المنتجات الزراعية ادنى متوسط العائد المقسوم بين شركات القطاع وبلغ (6%) .

ثانياً: تحليل كلفة رأس المال (معدل العائد المطلوب)

يمثل معدل العائد المطلوب ادنى معدل عائد يعرض المستثمر على استثمار امواله في الشركة والجدول (5) يبين معدل العائد المطلوب لقطاعات السوق المبحوثة وكذلك الانحراف المعياري له . ويبين الجدول ان المتوسطات العامة لمعدل العائد المطلوب للقطاعات بلغت (21%، 25%، 20%) على التوالي لكل من القطاع الصناعي والخدمي والزراعي على التوالي ويلاحظ ان اعلى معدل مطلوب كان في القطاع الخدمي وهذا يعكس مخاطرة اكبر عند الاستثمار في هذا القطاع من القطاعات الاخرى .

جدول (5)
كلفة رأس المال للشركات مجال البحث للفترة 2000-2002

الانحراف المعياري	المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	
					صناعي	الشركية
0.078	%25	%30	%16	%29	1	العراقية للسجاد والمفروشات
0.115	%10	%3	%3	%23	2	الصناعات الكيماوية العصرية
0.065	%18	%11	%24	%18	3	الهلال الصناعية
0.150	%30	%13	%42	%34	4	الصناعات الخفيفة
0.147	%20	%1	%29	%32	5	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
0.08	%15	%23	%15	%7	6	الفوجة لانتاج المواد الانشائية
0.031	%18	%15	%21	%19	7	الصباغ الحديثة
0.187	%32	%11	%40	%46	8	الوطنية لصناعة الدراجات
0.057	%25	%31	%23	%20	9	الخيطة الحديثة
0.05	%21	%15	%24	%25	المتوسط	
الانحراف المعياري	المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	
					خدمي	الشركية
0.076	%25	%18	%32	%30	1	مدينة العباب الكرخ السياحية
0.159	%30	%12	%41	%38	2	العراقية للنقل البري
0.171	%18	%38	%10	%7	3	بغداد لنقل الركاب
0.113	%21	%34	%15	%14	4	العراقية لنقل المنتجات النفطية
0.076	%26	%19	%34	%24	5	البادية للنقل العام
0.226	%28	%3	%47	%34	6	فندق فلسطين
0.046	%25	%21	%30	%25	7	المتوسط
الانحراف المعياري	المتوسط	2002	2001	2000	الشركة	
					زراعي	الشركية
0.044	%9	%12	%4	%11	1	الحديثة للانتاج الحيواني
0.139	%29	%20	%22	%45	2	العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية
0.118	%21	%31	%24	%8	3	بابل للانتاج الحيواني و النباتي
0.026	%20	%21	%17	%21	المتوسط	

ومن تحليل معدل العائد المطلوب في شركات القطاع الصناعي يلاحظ ان المتوسط العام للقطاع بلغ (21%) و كان معدل العائد مرتفعاً جداً قياساً بالمتوسط العام في الشركة الوطنية لصناعة الدراجات و يعكس مخاطرة الاستثمار في هذه الشركة وقد كان المعدل مرتفعاً جداً للشركة عام 2000 وبلغ (46%) و من ثم انخفض عام 2001 وبلغ (40%) وانخفض بشكل كبير عام 2002 و بلغ (11%) فقط أي ان ارتفاع المتوسط كان بسبب ارتفاع المعدل

لعامي 2000 و2001 ، وهذا ما يعكسه ارتفاع الانحراف المعياري لها والبالغ (0.187) وهو اعلى انحراف معياري ويعكس التذبذب الواضح في معدل العائد المطلوب تلتها شركة الصناعات الخفيفة بمتوسط معدل عائد مطلوب بلغ (30%) وبلغ المعدل للشركة (34%) عام 2000 وارتفع الى (42%) عام 2001 ثم انخفض الى (13%) فقط عام 2002 وقد عكس الانحراف المعياري هذا التذبذب في المعدل اذ بلغ (0.150) . كما يلاحظ ان متوسط المعدل كان مرتفعاً ايضاً عن المتوسط العام في شركتي العراقية للسجاد والمفروشات والخياطة الحديثة بمتوسط بلغ (25%) لكل منها ، فيما تفاوت الانحراف المعياري لها اذ بلغ في العراقية للسجاد (78%) ، وفي الخياطة الحديثة (57%) ، فيما حققت شركات الصناعات الكيماوية والهلال الصناعية والوطنية للصناعات الكيماوية والفلوجة لانتاج المواد الانشائية والاصباغ الحديثة متوسط معدل عائد مطلوب ادنى من المتوسط العام وبلغ في كل منها (10% ، 18% ، 20% ، 15% ، 18%) على التوالي ، فيما بلغ الانحراف المعياري لمعدل العائد المطلوب لهذه الشركات (0.115 ، 0.065 ، 0.147 ، 0.08 ، 0.031) على التوالي .

اما في القطاع الخدمي فارتفع معدل العائد المطلوب عن متوسط العام في اربع شركات من مجموع ستة شركات وتمثل (75%) من شركات القطاع وهي كل من مدينة العباب الكرخ والعراقية للنقل البري والبادية للنقل العام وفندق فلطسين وبلغ في كل منها (25% ، 30% ، 26% ، 28%) على التوالي ، اما الانحراف المعياري لهذه الشركات فكان متفاوتاً فكان ومرتفعاً في شركتي النقل البري وفندق فلطسين وبلغ (0.159 ، 0.226) على التوالي، فيما كان منخفضاً في مدينة العباب الكرخ والبادية للنقل العام وبلغ (0.076) لكل منها، ويعود سبب ارتفاع الانحراف المعياري الى تذبذب معدل العائد المطلوب للشركات خلال مدة البحث فيما يشير انخفاض الانحراف المعياري الى انخفاض التذبذب للمعدل خلال مدة البحث .

وقد انخفض معدل العائد المطلوب عن متوسط في شركات بغداد لنقل الركاب والعراقية لنقل المنتوجات النفطية وبلغ المتوسط في كل منها (18% ، 21%) على التوالي وكان الانحراف المعياري لهما مرتفعاً ايضاً ليعكس تذبذب المعدل في الشركتين خلال مدة البحث وبلغ في كل منهما (0.171 ، 0.113) على التوالي .

وفي القطاع الزراعي بلغ المتوسط العام للقطاع (20%) وكان معدل العائد المطلوب مرتفعاً عن المتوسط في الشركة العراقية لانتاج وتسويق المنتجات النفطية وبلغ (29%) وكذلك ارتفع الانحراف المعياري له وبلغ (0.139) ليعكس التذبذب الكبير في معدل العائد المطلوب للشركة خلال مدة البحث ، تلتها شركة بابل للانتاج الحيواني وبلغ المعدل فيها (21%) وكذلك ارتفع الانحراف المعياري ايضاً وبلغ (0.118) ليعكس تذبذب المعدل خلال مدة البحث فيلاحظ ان المعدل كان منخفضاً جداً عام 2000 وبلغ (8%) فقط ثم ارتفع الى (24%) عام 2001 وفي عام 2002 ارتفع الى (31%) . فيما كان معدل العائد المطلوب ادنى من متوسط العام في الشركة الحديثة للانتاج الحيواني وبلغ (9%) فقط فيما انخفض الانحراف المعياري

له وبلغ (0.044) وهو يشير الى انخفاض تذبذب المعدل للشركة خلال مدة البحث فتراوح بين (4%) عام 2001 و(12%) عام 2002 .

ثالثاً: اختبار فرضيات البحث

يعنى البحث الحالي بالعلاقة بين المتغيرات (كافة راس المال وقيمة الشركة) فان اول خطوة يجب القيام بهما هي التحقق من وجود علاقة بين المتغيرين و ذلك من خلال تحليل الارتباط correlation ومن ثم التعبير عن هذه العلاقة من خلال تحليل الانحدار ، لذا تم استخدام اختبار بيرسون للارتباط Pearson correlation الذي يعطي فكرة عن اتجاه العلاقة ويعكس قوة هذه العلاقة ومدى التغير والتأثير الذي يطرأ على المتغير التابع عند زيادة او نقص المتغير المستقل بمقدار معين .

يعرض الجدول رقم (6) نتائج التحليل الاحصائي للارتباط وتحليل الانحدار لمتغيرات البحث (قيمة الشركة وكلفة راس المال) للشركات مجال البحث .

جدول (6)

نتائج التحليل الاحصائي لمتغيرات البحث للشركات خلال مدة البحث

T	R ²	B	Co	الشركة
1.335	10.2	0.372	0.216	العراقية للسجاد
5.288	72.4	(0.633)-	(0.773)-	الصناعات الكيماوية
4.952	32.3	(0.366)-	(0.484)-	الهلال الصناعية
12.433	74.3	(0.793)-	(0.821)-	الصناعات الخفيفة
14.33	53.6	(0.584)-	(0.632)-	الوطنية للصناعات الكيماوية و البلاستيكية
8.901	61.6	(0.613)-	(0.654)-	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية
7.488	51.8	(0.423)-	(0.599)-	الصباغ الحديثة
5.938	66.4	(0.648)-	(0.714)-	الوطنية لصناعة الدراجات
3.642	35.3	0.533	0.681	الخيطة الحديثة
8.741	52.3	0.511	0.431	مدينة العاب الكرخ
9.801	63.4	(0.518)-	(0.684)-	العراقية للنقل البري
7.701	48.6	(0.403)-	(0.523)-	بغداد لنقل الركاب
5.933	49.3	(0.436)-	(0.543)-	العراقية لنقل المنتجات النفطية
2.988	53.8	(0.539)-	(0.611)-	البادية للنقل العام
14.017	88.3	(0.688)-	(0.747)-	فندق فلطسين
1.487	33.6	(0.291)-	(0.374)-	الحديثة للانتاج الحيواني
9.107	86.4	(0.641)-	(0.733)-	العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية
5.831	63.3	(0.421)-	(0.504)-	بابل للانتاج الحيواني و النباتي

ويلاحظ من الجدول (6) ان كلفة رأس المال ترتبط بعلاقة عكسية وقوية في معظم الشركات في جميع القطاعات وذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) وبشكل عام يمكن القول ان هيكل رأس المال يرتبط بشكل سلبي مع قيمة الشركة وهذا يعني ان زيادة احدهما مرتبط بانخفاض الاخر وهذا يثبت تحقق الفرضية الاولى للبحث التي تنص على (توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كلفة رأس المال وقيمة الشركات العاملة في سوق العراق للاوراق المالية).

فمن النتائج الاحصائية للقطاع الصناعي يلاحظ ان اقوى علاقة ارتباط عكسية بين المتغيرين كانت في شركة الصناعات الخفيفة وبلغت (-0.821) وكان اثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة لها عكسياً ومرتفعاً وبلغ (-0.793) وهذا يشير الى ان زيادة بنسبة (1%) في كلفة رأس المال يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة بنسبة (79.3%) وبالعكس ، وكذلك ارتفعت القوة التفسيرية لنموذج الانحدار للشركة فبلغ معامل التحديد (74.3) وهذا يعني ان التغير في قيمة الشركة يعود سببه الى التغير في كلفة رأس المال . وكان ادنى ارتباط سالب في القطاع الصناعي في شركة الهلال الصناعية وبلغ معامل الارتباط فيها (-0.484) ، وكان اثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة عكسياً ولكنه منخفض فقد بلغ (-0.366) فيما لم يفسر معمل التحديد سوى (32.3%) من التغيرات في قيمة الشركة التي تعود اسبابها الى التغير في كلفة رأس المال و في نفس القطاع كانت العلاقة بين المتغيرين طردية في شركتي العراقية للسجاد والخياطة الحديثة وبلغ معامل الارتباط في كل منها (0.216 ، 0.681) على التوالي ، فيما كان اثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة للشركتين موجباً وبلغ معامل الانحدار لكل منها (0.3728 ، 0.533) على التوالي أي ان زيادة مقدارها (1%) في كلفة رأس المال تؤدي الى زيادة مقدارها (37.2% ، 53.3%) لكل منهما على التوالي فيما لم يفسر معمل التحديد

(R^2) سوى (10.2 ، 35.3) على التوالي من التغير في قيمة الشركة للشركتين التي تعود اسبابه الى التغير في كلفة رأس المال . اما في القطاع الخدمي فظهرت اقوى علاقة عكسية بين كلفة رأس المال و قيمة الشركة في فندق فلسطين وبلغ معامل الارتباط (-0.747) اما معامل الانحدار الذي يقيس شدة العلاقة بين المتغيرين فظهر سالباً قوياً وبلغ (-0.688) أي ان زيادة كلفة رأس المال بمقدار (1%) للفندق تؤدي الى انخفاض قيمته بمقدار (68.6%) و ان معظم التغير في قيمة الشركة تعود اسبابه الى التغير في كلفة رأس المال وهذا ماظهره معامل التحديد (R^2) الذي بلغ (88.3) . اما ادنى معمل ارتباط عكسي للقطاع الخدمي فظهر في شركة بغداد لنقل الركاب وبلغ المعسل (-0.523) ، فيما بلغ معامل الانحدار فيها (-0.403) وهو يشير الى ضعف العلاقة السالبة للمتغيرين في الشركة ولم يفسر معامل التحديد سوى (48.6) من التغيرات في قيمة الشركة التي تعود اسبابها الى التغير في كلفة رأس المال وهذا يعني ان (51.4%) من التغيرات في قيمة الشركة لا تعود اسبابه الى التغير في كلفة رأس المال وكانت العلاقة طردية بين المتغيرين في مدينة العاب الكرخ وبلغ معامل الارتباط (0.431) وكذلك ظهر اثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة موجباً وبلغ معامل الانحدار (0.511) كما بلغت القوة التفسيرية للنموذج (52.3) كما اظهرها معامل التحديد .

وفي القطاع الزراعي كانت العلاقة بين كلفة رأس المال وقيمة الشركة عكسية في جميع الشركات القطاع وكانت اقوى علاقة عكسية بين المتغيرين في الشركة العراقية لانتاج وتسويق المنتجات الزراعية وبلغ معامل الارتباط (-0.733) وظهر معامل الانحدار سالباً وقوياً وبلغ (0.641) وكذلك فسر معامل التحديد (86.4) في التغير في قيمة الشركة التي تعود اسبابها الى كلفة رأس المال . كما ظهرت اضعف علاقة عكسية بين المتغيرين في القطاع في الشركة الحديثة للانتاج الحيواني وبلغ معامل الارتباط (-0.374) واطهر معامل الانحدار ضعف العلاقة السالبة بين المتغيرين اذ بلغ (-0.291) وكذلك انخفاض القوة التفسيرية للنموذج في الشركة اذا بلغ معامل التحديد (33.6) فقط وهذا يعني ان (33.6%) من التغيرات في قيمة الشركة تعود اسبابها الى كلفة رأس المال . ويلاحظ من التحليل ان العلاقة بين المتغيرين كانت معنوية وذات دلالة احصائية بمستوى (0.05) اذ ظهر المحسوبة لها اعلى من الجدولية في اغلب الشركات وهذه النتيجة تدعم وتثبت صحة وتحقق الفرضية الثانية التي تنص على (توجد اثر ذا دلالة احصائية بين كلفة رأس المال وقيمة الشركات العاملة في سوق العراق للاوراق المالية) .

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

- 1 - ان الاعتماد على حق الملكية في تركيبة هيكل رأس المال يؤدي الى تخفيض نسب النمو للشركة وافاق توسعها المستقبلي .
- 2 - ان الاعتماد على حق الملكية في تركيبة هيكل رأس المال دون الاخذ بنظر الاعتبار المكونات الاخرى مثل الدين يؤدي الى زيادة كلفة رأس المال وبالتالي تخفيض قيمة الشركة .
- 3 - ان الاعتماد على صافي الربح لقياس العوائد لا يظهر الموقف الحقيقي لمركز الشركة النقدي وذلك لكون صافي الربح تمثل قيمة محاسبية في سجلات الشركة وليس رقماً حقيقياً يعبر عن موقف الشركة المالي بصورة واقعية وبالتالي يؤثر في احتساب كلفة رأس المال .
- 4 - وجود علاقة عكسية بين كلفة رأس المال وقيمة الشركة ، وهي علاقة معنوية وذات دلالة احصائية وهذا يعني ان قيمة الشركات العراقية تتأثر بكلفة رأس مالها اكثر من غيرها من المتغيرات .

ثانياً : التوصيات

- 1 -حث الباحثين على عمل دراسات مشابهة باستخدام متغيرات أخرى لقياس المتغيرات الأساسية للبحث وذلك من اجل التحقق من نتائج البحث .
- 2 -عمل دراسات ميدانية مثل توزيع استبانات على مدراء الشركات للتأكد من القرارات المتخذة بخصوص رأس المال تتوافق مع الاطار النظري للبحث وهو زيادة قيمة المنشأة.

- 3- ينبغي على الشركات العراقية عند اتخاذ قرار تركيبية هيكل رأس المال الاخذ بعين الاعتبار وجود الدين و ليس الاعتماد على حق الملكية فقط وذلك لان وجود الدين في هيكل رأس المال يؤدي الى تخفيض كلفة رأس المال مما يؤدي الى زيادة قيمة .
- 4- ينبغي على الشركات العراقية تبني او وضع سياسات مناسبة لرفع قيمة شركاتهم و ليس ربطها بكلفة رأس المال فقط .
- 5- ينبغي الاخذ بنظر الاعتبار العوائد طويلة الاجل غير المحاسبية لزيادة قيمة الشركة في المستقبل .

المصادر

أولاً: المصادر العربية

أ. الكتب

1. الميداني ، محمد امين عزت "الادارة التمويلية في الشركات" ، ط4 ، مكتبة العبيكات، الرياض - العليا ، 2004 . 12
2. الشماع ، خليل محمد حسن ، "الادارة المالية" ط4 بغداد ، مطبعة الخلود ، 1992 .
- ب. الاطاريح والرسائل الجامعية
3. التميمي ، ارشد فؤاد مجيد "اثر تغير سياسة مقسوم الارباح في كلفة تمويل وقيمة المنشأة" ، اطروحة دكتوراه فلسفة في ادارة الاعمال ، غير منشورة مقدمة الى كلية الادارة و الاقتصاد الجامعة المستنصرية ، 1998 .
4. الشكرجي ، اعتصام جابر ، "اختبار نماذج تقويم الاسهم العادية لتشكيل المحافظ الاستثمارية" ، رسالة ماجستير في ادارة الاعمال ، غير منشورة ، مقدمة الى كلية الادارة و الاقتصاد / جامعة بغداد ، 1999 .
5. العامري ، محمد علي ابراهيم ، "اثر الهيكل المالي في المخاطرة و العائد باطار نظرية المحفظة" دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية العراقية" ، اطروحة دكتوراه فلسفة في ادارة الاعمال ، غير منشورة مقدمة الى كلية الادارة و الاقتصاد ، جامعة بغداد، 1995 .
6. فتاح ، امال غالب عبد المجيد ، "تحديد قيمة المنشأة بادخال نظريتي التبادل و الالتقاط دراسة تطبيقية" اطروحة دكتوراه فلسفة في ادارة الاعمال ، غير منشورة مقدمة الى كلية الادارة و الاقتصاد المستنصرية ، 2005 .
7. القرشي ، فتحية مزهر عبد الرضا ، "اشكال التمويل طويل الاجل وكفاءة السوق المالية :- دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية" رسالة ماجستير في ادارة الاعمال، غير منشورة ، مقدمة الى كلية الادارة و الاقتصاد / جامعة بغداد ، 2006 .

ثانياً : المصادر الاجنبية

- Archer , Stephen H., Choate G. Marc , & Rosette , Gorge , .8
"Financial Management " , 2nd ed ., N.Y. : John Willey &
Sons, Inc ., 1983.
- Bodie , Zvi , Kane , Alex & Marcus ,Alan J., **"Investments"** , .9
4th .ed ., Irwin/McGraw-Hill, 1999.
- Domodaran , A swath, **"Applied Corporate Finance A user** .10
manual", John Wiley & Sons , Inc., U.SA, 1999:
- Emery , Douglas R., Fnnerty , John D. & Stowe , John .D , .11
"Corporate Financial Management" 2nd ed. Pearson
Education Inc , New Jersey , 2004.
- Gitman , Lawrence J., **"Principles of Management Finance"** .12
9th ed., N.Y. : Addison Wesley Publishing Co., 2000 .
- Gup , Benton E., **" Principles of Financial Management"** , .13
NY. John Wiley and sons, Inc., 1983.
- Hangan , M.L., **"Money Banking International Trade Public** .14
Finance" , 4th .ed ., Delhi , India , 1986.
- Jarrow, Greg A, **"Financial Management"** , 6th , ed . N.Y., .15
1998.
- Jones , Charles P. **"Investment Analysis & Management "** .16
5th ed., John Wiley & Sons., Inc ., 1996 .
- Lerson , Michael J., & Fraser , Donald R. **"Financial** .17
Management" ,6th ed ., Mc Graw . Hill, U.S.A., 1993.
- Levy, Hain & Sarnat . Marshall, **" Principles of Financial** .18
Management " 10th ed., U.S.A., Prentice Hall, Inc ., 1988 .
- Madura , Jeff , **"International Financial Management"** , 6th .19
ed ., South . Western College Publishing, 2000.
- Mcmenamin, Jim, **"Financial Management: An** .20
Introduction", 1st ed., London: Rutledge, 1999 .
- Neveu , Raymand P., **"Fundamentals of Managerial** .21
Finance" , by South Western Publishing Co. U.S.A. , 1983.
- Pinches, George E. **"Essentials of Financial Management"**, .22
4th . ed., N.Y. Harper Collins publishers, 1992.

- Rao , Ramesh K.S., "**Financial Management : Concepts & Applications** " 2nd ed. Singapore : Macmillan Publishing Co. 1992. .23
- Rsfesky , Robert S. "**Personal Finance**" , 7th ed., N.Y. : John Wiley & Sons , Inc., 1999. .24
- Ross, S.A. , Westerfield , R.W. & Jaffe , A., B.D., "**Corporate Finance**" , 6th ed., 2002 .25
- Samuels J.M., Wilkes, F.m. & Bray Shaw R.E., "**Management of Company Finance**" 6th ed., London , An International Thomson Publishing Lo., 1995. .26
- Sharpe , William F. , & Alexander , Gordon J. , "**Investment**" 4th . ed., N.J., Prentice Hell Inc. , 1990 . .27

الملاحق :

ملحق (1)

اسعار الاسهم وعدادها وقيمة الشركات للقطاع الزراعي للفترة (2002-2000)

اسماء الشركات الزراعية	2002			2001			2000					
	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم			
الحدائق الزراعية الخيرية	361333	106666	3.133	304000	160000	1.900	320000	80000	4.000	280000	80000	3.500
الحدائق الزراعية الخيرية والتعاونية	120200	160000	7.733	1260000	160000	7.000	1208000	180000	6.700	1140000	120000	9.500
مركز الحدائق الزراعية الخيرية والتعاونية	3329833	3.3333	7.633	2887300	350000	8.250	2100000	280000	7.500	2002000	280000	7.150

ملحق (2)
اسعار الاسهم وعددها وقيمة الشركات للقطاع الصناعي للفترة (2002-2000)

شركة	2002			2001			2000			شركة والتاريخ			
	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم				
1	2,929,166	333,333	9,116	2,775,000	315,000	7,400	3,075,000	375,000	8,200	2,937,500	250,000	11,750	الغرافية للمجك والكترونك
2	5,275,200	20,000	311,465	3,455,000	24,000	144,460	5,760,000	24,000	240,000	6,600,000	12,000	550,000	مصانع الكيماوية المصرية
3	30,284,333	115,000	19,415	20,625,000	150,000	13,750	15,025,000	115,000	13,000	25,200,000	800,000	31,500	البريق الصناعية
4	23,033,333	116,666	21,700	23,700,000	150,000	15,800	17,800,000	120,000	14,900	27,520,000	800,000	34,400	مصانع القوية
5	29,675,000	133,333	22,703	23,175,000	150,000	15,450	20,850,000	150,000	13,900	39,000,000	160,000	39,000	الزراعة للمعدات الكيماوية والايدوية
6	985,360	130,666	5,416	870,000	20,000	4,350	793,150	17,100	4,650	1,239,750	17,100	7,250	مطبعة ابيح ورد الاشغال
7	32,272,500	156,000	22,666	27,202,500	175,000	15,500	24,570,000	175,000	14,000	45,045,000	117,000	38,500	اصباغ الحديثة
8	18,430,000	68,400	37,4	17,898,000	114,000	15,700	16,120,000	68,800	26,500	21,280,000	30,400	70,000	الزراعة لصناعة فراشات
9	2,306,666	366,666	6,600	2,192,000	450,000	5,100	1,505,000	350,000	4,300	3,120,000	300,000	10,400	الخطوط الجوية

ملحق (3)
اسعار الاسهم وعددها وقيمة الشركات للقطاع الخدمي للفترة (2002-2000)

شركة	2002			2001			2000			شركة والتاريخ			
	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم	قيمة الشركة	عدد الاسهم	سعر السهم				
1	620,560	50,000	17,550	369,000	60,000	6,150	585,000	45,000	13,000	1,507,500	45,000	33,500	مجموعة ألعاب الكرخ السياحية
2	3,765,666	500,000	7,533	4,050,000	500,000	8,100	3,600,000	500,000	7,200	3,650,000	500,000	7,300	الغرافية للفن البري
3	264,000	80,000	3,300	332,000	80,000	4,150	240,000	80,000	3,000	320,000	80,000	2,750	بغداد للفن الركاب
4	2,000,000	500,000	4,000	1,725,000	500,000	3,450	1,825,000	500,000	3,650	2,450,000	500,000	4,900	الغرافية للفن المتفوقات التعبئة
5	2,040,000	300,000	6,800	1,980,000	300,000	6,600	2,100,000	300,000	7,000	2,040,000	300,000	6,800	الجبهة للفن العام
6	4,046,000	80,000	50,400	6,046,000	90,000	67,200	3,150,000	90,000	35,000	2,940,000	60,000	49,000	لدى للطين