

الرسملة وعلاقتها بحركة أسعار الأسهم  
بالتطبيق في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق  
بغداد للأوراق المالية للمدة (١٩٩٣-٢٠٠١)

رسالة تقدم بها  
عمر غازي عزيز العبادي

إلى  
مجلس كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة الموصل  
وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف  
الأستاذ المساعد الدكتور سرمد كوكب علي الجميل

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

الرَّحْمٰنُ عَلَّمَ الْقُرْآنَ خَلَقَ

الْإِنْسَانَ عَلَّمَهُ الْبَيَانَ



سورة الرحمن

الآيات ﴿٤-١﴾

## شكر و تقدير

إن الحمد لله نحمده ونستعينه ونستغفره ، ونعوذ بالله من شرور أنفسنا ومن سيئات أعمالنا ومن يهده الله فلا مضل له ، ومن يضلل فلا هادي له ، وأشهد أن لا إله إلا الله وأن محمداً عبده ورسوله .

انطلاقاً من حديث النبي محمد صلى الله عليه وسلم (من صنّع أليه معروف وقال لفاعله : جزاك الله خيراً ، فقد أبلغ في الثناء) ، فيطيب لي أن أتوجه بخالص شكري وتقديري للدكتور سرمد كوكب الجميل لمتابعته الحثيثة وما بذله من جهود كبيرة وتوجيهات قيمة أدت إلى إغناء هذه الدراسة فكان بحق أستاذاً كريماً ، فجزاه الله كل خير ، كما يسرني أن أتقدم بخالص شكري للأستاذ الدكتور أبي سعيد الديوجي عميد كلية الإدارة والاقتصاد لما أبداه من متابعة جديّة لدعم مسيرة العلم في الكلية .

كما أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذة الأفاضل الذين أشرفوا على تدريسي في السنة التحضيرية وأخص منهم بالذكر الدكتور طلال محمود كداوي والدكتور موفق السيدية والى كافة الأساتذة الافاضل في قسم العلوم المالية والمصرفية خصوصاً والكلية عموماً .

ويسرني أن أتوجه بالتقدير العالي والشكر الجزيل الى الاساتذة الذين ساهموا في تذليل الصعوبات المتعلقة بالجانب الميداني ، الأستاذ رائد عبد القادر الدباغ معاون العميد لكلية الإدارة والاقتصاد ، والدكتور هاشم محمد عبدالله العركوب والى الدكتور أبي محمد صبري الوتار والى الأستاذ رياض زين العابدين والى الدكتور احمد حسين الهيتي، والدكتور ظافر رمضان ، فجزاهم الله خيراً .

كما يسرني أن أتقدم بالشكر العالي إلى كافة منتسبي مكتبة كلية الإدارة والاقتصاد والعاملين في سوق بغداد للأوراق المالية ، لما أبدوه من مساعدات قيمة ، فأتمنى لهم الصحة والعافية . وأخيراً لا بد من تقديم كامل اعتزازي وتقديري إلى والدي ووالدتي وأخوتي الذين قدموا الجهد الكبير لغرض دعمهم المعنوي خلال مدة الدراسة ، ولا يفوتني في أن أتقدم بالشكر إلى أصدقائي وزملائي والى كل من ساهم بإخراج هذه الرسالة بالشكل اللائق والتميز .

الباحث

## المخلص

تناولت الدراسة الحالية تحليل العلاقة والأثر بين عملية الرسملة التي تجريها الشركات المساهمة وبين حركة أسعار الأسهم ، في إطار عينة من الشركات المساهمة العراقية ضمن القطاع الصناعي والمسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية .

لقد سعت الدراسة نحو إيجاد إجابات موضوعية لعدة تساؤلات عن طبيعة العلاقة بين عملية الرسملة وبين أسعار الأسهم في السوق المالية ، وعن العلاقة بين الرسملة وبين كل من ربحية السهم الواحد ونصيب السهم من مقسوم الأرباح وحجم التداول ، وما هو الأثر الذي تتركه الرسملة على أسعار الأسهم ، وفي هذا السياق هدفت الدراسة ألي تقديم إحاطة نظرية عن مفهوم رأس المال وأنواعه وأهميته بالنسبة للشركات المساهمة ، وتوضيح مفهوم الرسملة وآثاره في الشركات المساهمة ، فضلاً عن التعريف بحركة أسعار الأسهم ونظرياتها ، وأساليب التحليل التقني لسعر السهم في السوق المالية ، وأهم العوامل المؤثرة في حركة أسعار الاسهم سواء كانت داخلية خاصة بالشركة أو خارجية تتعلق بالمتغيرات الاقتصادية .

وبغية الكشف عن طبيعة العلاقة ، فقد اتجهت الدراسة نحو طرح مجموعة من الفرضيات تسعى الدراسة نحو التحقق من صحتها واختبارها ، وفي هذا السياق طرحت الدراسة أهم الفرضيات التي كانت على النحو الآتي :

١. أن لعملية الرسملة علاقة ارتباط إيجابية مع أسعار الأسهم في السوق المالية .
  ٢. أن لعملية الرسملة أثر معنوي على أسعار الأسهم في السوق المالية .
- ولغرض تطبيق هذه الدراسة واختبار فرضياتها فقد تم الحصول على البيانات من سوق بغداد للأوراق المالية ، وباستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للتحليل ، انتهت الدراسة ألي مجموعة من الاستنتاجات من أهمها وجود علاقة ارتباط معنوية بين الرسملة وبين أسعار الأسهم ، كما أن هنالك أثر معنوي للرسملة على أسعار الأسهم في السوق المالية .

## فهرست المحتويات

الصفحة	العنوان
أ	شكر وتقدير
ب	الملخص
ج	فهرست المحتويات
هـ	قائمة الجداول
و	قائمة الأشكال
و	قائمة الملاحق
٢-١	المقدمة
٣	الفصل الأول : الرسملة وحركة أسعار السهم
٤	المبحث الاول : مفهوم رأس المال ونظريات توزيع الارباح
٤	أولاً : مفهوم رأس المال ومضامينه
٦	ثانياً : أهمية رأس المال
٨	ثالثاً : نظريات توزيع الأرباح
١٣	المبحث الثاني : مفهوم الرسملة : أبعاده وآثاره
١٣	أولاً : مصطلح الرسملة
١٤	ثانياً : مفهوم الرسملة
١٥	ثالثاً : أبعاد مفهوم الرسملة
١٧	رابعاً: الرسملة : توزيع اسهم مجانية مقابل مقسوم الأرباح
٢٠	خامساً: مفهوم الرسملة عن طريق ضمّ الأرباح إلى رأس المال
٢٢	سادساً: آثار الرسملة على حملة الأسهم
٢٦	سابعاً: تأثير الرسملة على القيمة السوقية للسهم
٢٨	ثامناً: آثار الرسملة على الشركة
٣٠	المبحث الثالث : حركة أسعار الأسهم
٣٠	أولاً : مفهوم حركة أسعار الأسهم والنظريات الخاصة به

٣٣	ثانياً : مفهوم كفاءة سوق رأس المال وأشكالها
٣٤	ثالثاً : نماذج حركة الاسعار (التحليل التقني )
٣٩	رابعاً : العوامل المؤثرة على حركة أسعار الاسهم
٤١	الفصل الثاني : الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة
٤٢	المبحث الاول : الدراسات السابقة
٤٧	المبحث الثاني : منهجية الدراسة
٥٥	المبحث الثالث : وصف بيانات الدراسة
٦٥	الفصل الثالث : اختبار الفرضيات والاستنتاجات والتوصيات
٦٦	المبحث الاول : اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج
٦٦	أولاً : تحليل علاقات الارتباط بين رأس المال والمتغيرات
٧٠	ثانياً : تحليل علاقات التأثير بين المتغيرات
٧٩	المبحث الثاني : الاستنتاجات والتوصيات
٧٩	أولاً : الاستنتاجات
٨٢	ثانياً : التوصيات
٨٣	المصادر
٩١	الملاحق
A	ملخص الرسالة بالانكليزية

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٣٧	بيانات لسعر سهم خلال مدة شهر واحد	١
٥١	نسب القطاعات في سوق بغداد للاوراق المالية	٢
٥٣	بيانات تعريفية عن الشركات عينة الدراسة	٣
٥٦	المعدل السنوي لنمو رأس المال المدفوع لشركات عينة الدراسة للمدة (-2001 1993) %	٤
٥٨	المعدل السنوي لأسعار أسهم الشركات بالدينار العراقي للمدة (١٩٩٣-٢٠٠١)	٥
٦٠	ربحية السهم الواحد (E.P.S) للشركات عينة البحث للمدة (١٩٩٣-٢٠٠١)	٦
٦٢	نصيب السهم من توزيعات الارباح للشركات عينة البحث للمدة (١٩٩٣-٢٠٠١)	٧
٦٤	المعدل السنوي لحجم التداول لشركات العينة للمدة (2001-1993)	٨
٦٧	نتائج علاقات الارتباط البسيط بين متغيرات الدراسة لعينة الدراسة	٩
٧١	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٣	١٠
٧٢	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٤	١١
٧٢	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٥	١٢
٧٣	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٦	١٣
٧٣	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٧	١٤
٧٤	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٨	١٥
٧٤	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٩	١٦
٧٥	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ٢٠٠٠	١٧
٧٥	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ٢٠٠١	١٨
٧٧	تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم خلال مدة الدراسة	١٩

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
٣٢	يوضح مخرجات لعبة رمي القطعة المعدنية	١
٣٣	يوضح مخرجات لعبة رمي القطعة المعدنية لمدة ٦٠ شهراً	٢
٣٥	يوضح مفهوم نظرية دو في حركة الأسعار	٣
٣٨	يوضح خريطة النقطة والشكل	٤
٣٨	يوضح خريطة المستويات المساعدة والمقاومة	٥

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
٩١	رأس المال المدفوع لشركات العينة (ألف دينار) للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١	١
٩٢	صافي ربح السنة بعد الضريبة (ألف دينار) للشركات عينة البحث للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١	٢
٩٣	الأرباح الموزعة على المساهمين (ألف دينار) للشركات عينة البحث للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١	٣



## المقدمة

تصنف مصادر تمويل الشركات المساهمة إلى مصدرين رئيسيين هما التمويل بالملكية والمصدر الثاني التمويل بالاقتراض من الغير، وتختلف الشركات في سلوكها تبعاً لعوامل كثيرة ومتعددة لتحقيق التمويل المناسب لها بما يحقق لها أهدافها ويخفف عنها وطأة الأعباء المالية التي تفرضها القروض ، ولهذا تجتهد إدارات تلك الشركات بأن توفر الأموال من مصادر داخلية أي من داخل الشركة والاعتماد على المصادر الخارجية في التمويل بالقروض، وأن المدير المالي يلعب الدور الكبير في الوصول للقرار التمويلي المناسب للشركة، إن رأس المال يعتبر المحرك لعمليات الشركة الاستثمارية والتمويلية ، وهو العنصر الساند والداعم لكل قرارات الإدارة ، وهو عبارة عن مساهمة المساهمين كل بحسب عدد أسهمه ، ومجموع قيمة الأسهم الاسمية تمثل رأس المال المدفوع .

تتناول الدراسة موضوع الرسملة والتي يقصد بها التحويل لرأس المال بالزيادة ، مما يعني ضمناً زيادة عدد الأسهم وأيضاً زيادة رأس المال في الشركة ، وتتخذ عملية الرسملة أشكالاً متعددة منها إصدار أسهم جديدة أو ضم احتياطات معينة إلى رأس المال وتوزيع أسهم مجانية أو ما يطلق عليها أسهم المنحة ، وهنالك طريقة أخرى تتمثل في رسملة الديون المترتبة على الشركة ، وتعد طريقة توزيع الأسهم المجانية أو أسهم المنحة الأكثر شيوعاً والتي تمثل توزيعات لأسهم بدلاً من توزيعات الأرباح ويتحدد نصيب كل مساهم بحسب نسبة أسهمه في الشركة ، ولهذه الطريقة مزايا كثيرة للشركة وللإدارة وللمساهمين ، إضافة للسلبات التي تعاني منها .

ركزت الدراسة على طريقة رسملة مقسوم الأرباح الذي تعتمده الإدارات من خلال توزيع الأسهم المجانية بدلاً من توزيع مقسوم الأرباح نقداً ، ورغم أن هذا التوزيع يتخذ وزناً نسبياً بحسب عدد أسهم كل مساهم بحيث تكون النتيجة أن لا يتغير الوزن النسبي لملكية المساهم قياساً بعدد أسهم الشركة ، إلا أن لهذه الظاهرة آثاراً كبيرة على حملة الأسهم وعلى الشركة وعلى الإدارة ، وهنا تبدو العملية معقدة بعض الشيء ، وأبرز ما فيها هو عدم ثبات أسعار الأسهم في سوق التداول للأوراق المالية ذلك أن أسعار الأسهم تخضع لحركة السوق ارتفاعاً وانخفاضاً ، وبالتالي فالمساهم يستطيع بيع أسهمه المجانية في السوق وقد يحقق أرباحاً تفوق ما توزعه الشركة فيما إذا ارتفع السعر وقد يخسر المساهم كل أرباحه الممثلة بأسهم مجانية فيما إذا انخفض السعر .

وانطلاقاً مما سبق ، فقد اتجهت الدراسة نحو الكشف عن طبيعة العلاقة بين عملية الرسملة التي تقوم بها الشركات المساهمة وبين أسعار الأسهم في السوق المالية ، وتحديد الأثر

الناتج عن تلك العملية على حركة أسعار الأسهم في السوق المالية والتغيرات التي تطرأ على ربحية السهم الواحد ونصيب السهم من مقسوم الأرباح السنوي وحجم التداول في السوق. وتضمنت الدراسة ثلاثة فصول ، خصص الفصل الأول لعرض الجانب النظري للدراسة ، والذي بدوره يتضمن ثلاثة مباحث ، خصص المبحث الأول لعرض مفهوم رأس المال ومضامينه ونظريات توزيع الأرباح ، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض مفهوم وأهمية الرسملة وآثارها على كل من الشركة والمساهم ، في حين تناول المبحث الثالث ، حركة أسعار الأسهم والنظريات الخاصة بها ، أما الفصل الثاني فقد أفرد للدراسات السابقة ومنهجية الدراسة ووصف البيانات ، والذي تضمن ثلاثة مباحث ، خصص المبحث الأول للدراسات السابقة ، في حين تناول المبحث الثاني منهجية الدراسة ، أما المبحث الثالث تناول وصف بيانات الدراسة . أما الفصل الثالث فقد خصص لمناقشة النتائج والاستنتاجات والتوصيات ، والذي تضمن بدوره مبحثين ، تناول المبحث الأول اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج ، والمبحث الثاني تضمن الاستنتاجات والتوصيات الذي اختتمت به الدراسة .

### إقرار المشرف

أشهد بأن إعداد هذه الرسالة جرى تحت إشرافي في جامعة الموصل ، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية .

التوقيع :

المشرف : د. سرمد كوكب الجميل

أستاذ مساعد

التاريخ : / / ٢٠٠٣

### إقرار المقوم اللغوي

أشهد بأن هذه الرسالة الموسومة بـ " الرسملة وعلاقتها بحركة أسعار الأسهم بالتطبيق في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية" تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وتصحيح ما ورد فيها من أخطاء لغوية وتعبيرية وبذلك أصبحت الرسالة مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الأسلوب وصحة التعبير .

التوقيع :

الاسم : د. فاطمة عيسى جاسم

أستاذ مساعد

قسم اللغة العربية / كلية الآداب

التاريخ : / / ٢٠٠٣

### إقرار رئيس لجنة الدراسات العليا

بناءً على التوصيات التي تقدم بها المشرف والمقوم اللغوي أُرشح هذه الرسالة للمناقشة .

التوقيع :

الاسم : أ.م. د. طلال محمود كداوي

رئيس لجنة الدراسات العليا

التاريخ : / / ٢٠٠٣

### إقرار رئيس القسم

بناءً على التوصيات التي تقدم بها المشرف والمقوم اللغوي ورئيس لجنة الدراسات العليا أُرشح هذه الرسالة للمناقشة .

التوقيع :

الاسم : أ.م. د. سرمد كوكب الجميل

رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

التاريخ : / / ٢٠٠٣



## المبحث الثاني مفهوم الرّسمة : أبعاده وآثاره

### أولاً. مصطلح الرّسمة Capitalization

أشتق مصطلح الرّسمة من مصطلح رأس المال ، وهو المصطلح الأكثر شيوعاً في الأدبيات الاقتصادية والمالية والمحاسبية والقانونية وغيرها ، وقد ورد رأس المال في القرآن الكريم بصيغة الجمع في الآية رقم ٢٧٩ من سورة البقرة " وَارْتَبُوا لَكُمْ رُءُوسَ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُوا وَلَا تُظْلَمُوا " ورؤوس أموالكم جمع رأس المال ، وللوقوف على مفهوم الرّسمة لا بد من التعريف برأس المال ، إنه المخزون من السلع والممتلكات المستخدمة في العملية الإنتاجية ، ويميز الاقتصاديون بين رأس المال الثابت Fixed capital ويقصد به السلع والمعدات والمكانن والممتلكات من بنايات وغيرها ، وبين رأس المال المدور أو الجاري Circulating capital ويتألف من المخزون والنقد وغير ذلك ، ومصطلح رأس المال في الاقتصاد يعني وبشكل عام رأس المال العيني أو الحقيقي Real capital ويضم كل السلع المادية ، ويؤكد الاقتصاديون أن مصطلح رأس المال المتداول والشائع قد يعني معان مختلفة ، منها رأس المال النقدي وأيضاً قد يعني المخزون من النقد والمعبر عنه بالادخار ولكن لا بد من التمييز بين سمتين أساسيتين لرأس المال وهما ، أنه يخلق من ملكية مضحى بها ، وثانياً أن إنتاجية عناصر الإنتاج الأخرى الأرض والعمل لا بد من أن يكون لها مقابل للتضحية بهما وتتمثل بخلق رأس المال وخالصة القول أن رأس المال الجديد هو الذي يخلق فقط عندما تكون الإنتاجية هي على الأقل كافية لتعويض التضحية التي ضحى بها أولئك المضحون بها من أجل خلق رأس المال . (Bannock & Others, 1982, 63) .

وتناول المحاسبون رأس المال على أنه الثروة التي تسهم جنباً إلى جنب في خلق الثروة الإضافية ، (Castle & Owens 1981, 2) وعرف النظام المحاسبي الموحد رأس المال بأنه الأموال التي تمتلكها الوحدة لمزاولة نشاطها سواء كان مدفوع نقداً أم عينياً وأردف النظام قائلاً مع ضرورة بيان رأس المال المقرر للوحدة (رأس المال الاسمي) بصورة منفصلة لمعرفة رأس المال غير المسدد بعد وميز النظام أيضاً رأس المال المدفوع قائلاً إنه المستلم فعلاً من قبل الوحدة الاقتصادية (ديوان الرقابة المالية ، ١٩٨٥ ، ٧٨) وبهذا يكون رأس المال من المنظور المحاسبي قد استند على التعريف الاقتصادي أولاً والقانوني ثانياً .

أما تعريف رأس المال في الأدبيات المالية فقد استند على الأسس الاقتصادية والمحاسبية والقانونية ، ونظراً لما لرأس المال من أهمية كبيرة في حياة الوحدة الاقتصادية فقد أولت الأدبيات

المالية أهمية كبيرة لرأس المال وفي كل مراحل حياة منظمة الأعمال منذ بداية تأسيسها وحتى في نهايتها إن أفلست أو أغلقت أعمالها .

يعد مصطلح الرسمة Capitalization اشتقاقاً لغوياً من المصطلح رأس المال والفعل منه رَسَمْتُ ترجمة للمصطلح الوارد في اللغة الإنكليزية Capitalize بمعنى يحول إلى رأس المال بموجب ما جاء في قاموس المورد ، وقد ورد معنى المصطلح في القاموس الإنكليزي Oxford ما يفيد نفس المعنى وهو بالتحديد Convert Into Use As Capital (Hornby, 1982,85) ، وبالتالي فإن مصطلح رَسْمَة يمكن تصريفه إلى أفعاله واشتقاق العديد من المصطلحات التي تعني رأس المال وبمفهومه الأساس الاقتصادي ، فيقال الموازنة الرأسمالية ، والإنفاق الرأسمالي ، والموجودات الرأسمالية ، وهكذا تعني كل ما يخص الثروة والممتلكات ، ونخلص بالتالي بعد كل هذا من أن ما يرد في الأدبيات المالية والمحاسبية يستند إلى ما جاء في الفكر الاقتصادي أولاً وما شرعه القانون ثانياً ونخلص من كل هذا أيضاً ، إلى أن الرَسْمَة تعني التحويل من الأرباح لرأس المال الأساس في منظمة الأعمال وفق القوانين والتشريعات المعمول بها وسيناقش المفهوم بالمبحث الثاني بإسهاب .

### ثانياً . مفهوم الرَسْمَة

عند مباشرة الشركة نشاطها واستمرارها في العمل وتطور نشاطاتها تتعرض كأي وحدة اقتصادية للعديد من الأوضاع التي تؤثر بشكل مباشر على موجوداتها سلباً أو إيجاباً ، فقد تتعرض الشركة لخسائر مما يستلزم توفير مبالغ إضافية تمكنها من الاستمرار في ممارسة نشاطها أو قد ينمو نشاطها ويتطلب الأمر ضخ رأس مال إضافي لتطوير حجم هذا النشاط ، أو ربما قد يتقلص نشاطها ويصبح جزء من رأس المال فائضاً عن الحاجة الفعلية الأمر الذي يستلزم توجيهه إلى أوجه أخرى أكثر فائدة وفعالية للمساهمين ولمنظمة الأعمال وبالتالي فإن زيادة رأس المال ما هي إلا استثمار إضافي في منظمة الأعمال والتي ترغب بزيادة رأسمالها . (رضا ، ١٩٨٥ ، ٩٧) .

تبدأ منظمة الأعمال برأس مال بسيط على الأغلب ، ثم تأخذ أعمالها بالنمو والتوسع ، فتظهر الحاجة إلى زيادة رأسمالها لغرض مواجهة احتياجاتها من الموارد من جهة ، ولغرض تعزيز ثقة الدائنين فيها في حالة إصابتها بخسائر من جهة ثانية (طه ، ١٩٩٦ ، ٣٢٠) ، وأن زيادة رأس المال وكفايته يعزز الإنتاج والتوزيع ويكون له تأثير كبير على المركز المالي لمنظمة الأعمال ونموها ، والتخطيط لها بشكل جيد ، علماً أن إنجاز تشكيل رأس المال في بداية حياتها هو ليس المفتاح الأساس للنجاح ، فعدم كفاية رأس المال ربما يقلل من نجاحها وربما يؤدي إلى عدم قدرتها على المنافسة في ظل البيئة التنافسية التي تعمل فيها ، علماً أن أهداف زيادة رأس

المال يجب أن توضح على أسس وحقائق من شأنها أن تكون خلاصة لفكر وأهداف واتجاهات المساهمين في منظمة الأعمال سواء في الشكل أو المضمون . ( www.corporateve sourcesonline.com ) .

كذلك فإن تطور أعمال منظمة الأعمال وتوسع أنشطتها يتطلب الحصول على موارد إضافية لدعم تلك التوسعات لديها (كوماني، ١٩٨٦، ٧٧٩ ) ، فالزيادة في رأس المال توجه لغرض تقوية وتعزيز الإنتاج فيها بطريقة أكثر تطور وتقنية من خلال تعزيز موجوداتها ، ودعم وتسويق منتجاتها وحركتها ، وزيادة سعتها الإنتاجية (www.The Copenhagen stock Exchange) ، وأن احتياج المنظمة للأموال لغرض الحصول على المزيد من الموجودات واكتسابها كملكية ، أو ربما لغرض دفع وسداد الديون والالتزامات الأخرى ، يترتب على ذلك قيام منظمة الأعمال بملاحظة ميزانيتها مما يتطلب أن تقوم بدراسة تمهيدية لغرض القيام بعملية الرّسمة Capitalization ، وبالتالي تتزود باحتياجاتها من النقد لتحقيق أهدافها التي قامت من أجلها وتسعى إلى تحقيقها ( Heal Hcare . comwww.gecapital ) .

ولغرض تحديد مفهوم الرّسمة وبشكل دقيق لا بد التعرض لزيادة رأس المال وضمن آليات وعمليات تحويل مستمرة بطرق وميكانيكيات متنوعة ، وتتنصب بدقة على التحويل من ما تحققه منظمة الأعمال من أرباح كأحد نتائج عملها واستمرارها وتطورها ، وبالتالي تبحث عن آليات التحويل القانونية والمتعارف عليها في بيئة الأعمال وبما يخدم منظمة الأعمال وينميها ويدعم مركزها المالي والأهم من كل ذلك ما يحققه السهم من أرباح نتيجة التغيير في سعره ، بعبارة مختصرة ، يعد مفهوم الرّسمة من المفاهيم الشائعة مهنيًا وأكاديميًا في عالم الأعمال ، ولكن قلة الكتابة فيه في اللغة العربية جعل هذا المفهوم غريباً أو ربما قليل الاستخدام في أدبيات الإدارة المالية في اللغة العربية إلا أن الفقرات اللاحقة ستؤطر المفهوم بأبعاده وآثاره .

### ثالثاً . أبعاد مفهوم الرّسمة

الحديث عن أبعاد المفهوم تتطلب استعراض طرق زيادة رأس المال في الشركات المساهمة حصراً بوصفها الصنف الأهم من منظمات الأعمال ، لما لها من أهمية كبيرة في الاقتصاديات المتقدمة بسبب حجمها وما تضمه من موجودات وطبيعتها المساهماتية التي تقوم عليها الاقتصاديات المتقدمة ( الجميل ، ٢٠٠١ ، ١٣ ) ( الجميل ، ١٩٩٧ ، ١٢١ ) ( Ross & Others 1992 , 9 ) ، ( Rees , 1990 , 16-22 ) وبالتالي لا بد من التعريف بطرق زيادة رأس المال للوقوف بدقة على المضامين الفعلية لمفهوم الرّسمة وتشخيصها .

تكون طرق زيادة رأس المال في معظم الشركات المساهمة متشابهة إلى حد ما ، فالشركة المساهمة تستطيع زيادة رأسمالها بإحدى الطرق التي تقرها الهيئة العامة للشركة بشرط أن تكون قانونية متعارف عليها مالياً ومحاسبياً ومنها :

١. طرح أسهم جديدة للاكتتاب من قبل المساهمين أو غيرهم :

ومن خلال هذه العملية تصدر الشركة أسهم جديدة لغرض الحصول على الأموال ، وتصدر هذه الأسهم للمساهمين الحاليين في الشركة Shareholders أي حملة أسهم الشركة ، أو للأشخاص الذين لا يحملون أسهماً لها ، والراغبين بالاستثمار في أسهمها ، وهنا على الشركة مراعاة الآتي:

آ. تكلفة الإصدار :

يكون لإصدار الأسهم كلفة ثابتة تتكبدها الشركة ، تتمثل في أجور المصارف والشركات التي تتولى عملية الترويج للإصدار والتعهد بشرائه فكلما كان الإصدار كبيراً من حيث الحجم كلما حصلت الشركة على الأموال لتغطية تكاليف ذلك الإصدار وسد احتياجاتهم من النقد المطلوب.

ب. التخفيف في السيطرة :

يكون هنالك دخول لمستثمرين آخرين ويقل نصيب المساهم الأقدم في حق التصويت مما يخفف من سيطرة حملة الأسهم (Melaney, 2000, 203) .

٢. تحويل (رسملة) الأرباح المحتجزة إلى راس المال :

تلجأ الشركة إلى زيادة رأسمالها عن طريق تحويل جزء أو كل من الأرباح المحتجزة المتراكمة لديها بدلاً من توزيعها على المساهمين وتوزيع أسهماً يطلق عليها الأسهم المجانية أو الأسهم لقاء مقسوم الأرباح Stock Dividend على المساهمين في الشركة كلاً بحسب نسبة ملكيته من الأسهم ، وبذلك لا يحصل توزيع للنقد أو أي من موجودات الشركة على حملة الأسهم ، بينما تحصل الشركة على دعم راس المال لغرض الحصول على تسهيلات جديدة New Facilities أو توسيع عملياتها التشغيلية الأخرى Expanding their Operation (Fess & Warren, 1984, 446).



### ٣. تحويل (رسملة) ديون الشركة

يتم تحويل جزء من الديون المترتبة على الشركة أو كلها بشرط موافقة أصحاب هذه الديون .

### ٤. إعادة تقدير الموجودات

ذلك أنه عند شراء الموجودات يتم تسجيلها حسب سعر التكلفة غير إن هذا السعر قابل للزيادة أو النقصان نتيجة الظروف الاقتصادية المختلفة ونتيجة لعوامل التضخم ، وفي هذه الحالة يجوز للشركة إعادة تقدير موجوداتها واعتبار الزيادة في قيمتها زيادة في رأسمالها شريطة إقرار ذلك من قبل الهيئة العامة للشركة (العكشة وآخرون ، ١٩٩٨ ، ٢٣٨) .

ويمكن في الشركات المساهمة العراقية زيادة رأس المال إذا كان مدفوعاً بكامله ، وتكون زيادة رأس المال في الشركات المساهمة والمحدودة بقرار معدل للعقد تتخذه الهيئة العامة بإصدار أسهم جديدة ، وتقدم الشركة إلى مسجل الشركات قراراً من الهيئة العامة بزيادة رأسمالها معززاً بدراسة اقتصادية بمسوغات الزيادة تلك و أوجه استخدامها وأية بيانات ضرورية أخرى ، ويتولى مسجل الشركات مفاتحة الجهة القطاعية المختصة لبيان رأيها بالموافقة أو الرفض ، وعلى تلك الجهة الإجابة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تسلمها كتاب المسجل ، (قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ ، المادة ٥٤) ، وتستخدم الشركة المساهمة والمحدودة العراقية آليات معينة لزيادة رأسمالها وتتمثل بالآتي :

- أ. إصدار أسهم جديدة ، تسدد أقيامها نقداً .
- ب. تحويل كل أو جزء من أموال الفائض المتراكم إلى أسهم توزع على المساهمين بنسبة كل منهم في رأس المال .
- ج. احتجاز جزء من الأرباح كاحتياطي لتوسيع وتطوير المشروع بدلاً من توزيعه أرباحاً ، بعد استثماره فعلاً في الغرض المحتجز من اجله وإضافة هذا الاحتياطي إلى رأس المال وإصدار أسهم جديدة بما يعادل هذا الاحتياطي ليوزع على المساهمين بنسبة كل منهم برأس المال (قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ٩٧ ، المادة ٥٥).

### رابعاً. الرسملة : توزيع أسهم مجانية مقابل مقسوم الأرباح Stock Dividends

تعدّ توزيعات الأسهم على شكل أسهم مجانية أو أسهم المنحة ، أحد أوجه توزيع الأرباح على المساهمين ، ويتم دفع توزيعات الأرباح على شكل أسهم مستتدة على أساس حصص إضافية من الأسهم بدلاً من التوزيعات النقدية للأرباح ، وهي ببساطة عبارة عن تحويل دفترتي من حساب الأرباح المحتجزة لحساب أسهم رأس المال (فردويستون وبرجهام ، ١٩٨٩ ، ٤١٠) ، وعلى مدار الفترات السابقة من الزمن ، نجحت العديد من الشركات في نشاطها والبعض الآخر

قد فشل بسبب عدم كفاية تخصيصات رأس المال السابقة والتي أدت إلى تكبد الشركات العديد من حالات العجز على مدار فترات زمنية متقاربة ، حالات العجز هذه خفضت بصورة كبيرة الأرباح المتحققة بالإضافة إلى حجم الأعمال مما أدى إلى لجوء تلك الشركات إلى التقليل من مدفوعاتها النقدية إلى حملة الأسهم ، والرجوع إلى أسلوب التمويل الداخلي Internal Financing ، وذلك بالحصول على الاحتياطات وتحويلها إلى رأس المال عن طريق توزيع أسهم المنحة أو المجانية (Kronke & Others, 1978, 405). وتبرز أهمية الرّسمة على أساس الطريقة السابقة بما يلي:

### ١. المحافظة على النقدية Conserves Cash

حيث إن توزيع الأرباح بصورة أسهم تسمح للشركة بإجراء توزيعات للأرباح دون استخدام النقدية ، وبالتالي توفير ما يتواجد لدى الشركة من موجودات سائلة لتمويل العمليات التشغيلية والتوسعات ، بالإضافة إلى عدم حاجة الشركة إلى الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية للحصول على ما يلزم لأغراض التوزيع النقدي (الشيخ علي ، ١٩٨٢ ، ٢٧٦) ، (Ross and Others , 1993, 552-574) و (Brealey & Myers, 1988, 358- 359) وبهذا ينظر إلى التوزيعات المجانية للأسهم على أنها طريقة تستطيع الشركات بواسطتها خداع Fooling حملة الأسهم ، فالشركة في حالة مصادفتها عقبات تمنع من توزيع أرباح نقدية على حملة الأسهم ، تعلن عن توزيعات للأسهم منحة أو مجاناً كبديل عن توزيعات الأرباح النقدية ، وبهذا الإعلان تتطوي الخطة التي قامت بها الشركة لتغطية عجزها المالي على الكثير من حملة الأسهم والذين يكونون متأثرين إلى حد بعيد بالترويج الصادر من الشركة ، خاصة وأن الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم من المحتمل أن يعطي إشارة جيدة في السوق المالي عن مستقبل الشركة وفرص نجاحها في عملها ، مما قد يؤدي إلى زيادة في قيمة الشركة Firm Value (Damodaran, 1997, 606) ، وفي كثير من الأحيان يتطلب الاندماج التغير في حساب راس المال لغرض الاندماج بين الشركات ، ولتحقيق هذا الهدف يتم الاعتماد على الرّسمة لزيادة راس المال والتي توفر على الشركة مصاريف وكلف كثيرة من ضمنها كلف تسجيل الأوراق المالية ، وما يصاحبها من كلف أخرى فيما لو اعتمدت الشركة إصدار أسهم جديدة لزيادة رأسمالها ، أما في حالة إصدار أسهم مجانية لزيادة رأسمالها فمن الممكن تحاشي هذه الكلف ، بالإضافة إلى تعزيز مكانة حملة الأسهم في الهيكل المالي للشركات التي تظهر بعد الاندماج (Kronke & Others, 1978, 408) .

ويقوم مدراء الشركات في الكثير من الحالات بمنع عملية السيطرة على شركاتهم Takeovers ، فيحاول المدراء زيادة حقوقهم في الشركة (أسهمهم) دون غيرهم من المساهمين ، وذلك من خلال الحصول على قروض لاستخدامها في زيادة حصتهم في راس

المال بوصفه استخداماً للرافعة المالية (Leveraged Cash out) ، وذلك عن طريق توزيع حصيلة هذه القروض إلى المساهمين ، فيما يحصل المدراء على نصيبهم بشكل أسهم في رأس المال ، وبهذا يجعل الشركة اقل عرضة للسيطرة من قبل الشركات المهيمنة (Hostile Take Over) (Klein, 1988, Abstract) .

## ٢ . دعم قدرة الشركة على تحقيق مزيد من الأرباح في المستقبل

تعد توزيعات الأسهم بدلاً من التوزيعات النقدية على حملة الأسهم مؤشراً على قدرة الشركة على تحقيق المزيد من الأرباح في المستقبل ، كما أنها تستخدم بديلاً عن التوزيعات النقدية إذا لم تحقق الشركة الأرباح الكافية للتوزيع ، أو إذا رغبت الشركة المساهمة بالاحتفاظ بالأرباح المتحققة لتمويل أعمالها بدلاً من توزيعها ، وأن استمرار الشركة في توزيعها المنتظم للنقدية سيزيد نصيب المساهم من التوزيعات السابقة وذلك بنصيب الأسهم الإضافي التي حصل عليها بصورة أسهم مجانية بدلاً من التوزيعات النقدية (الشيخ علي ، ١٩٨٢ ، ٢٧٧) ، وهناك العديد من وجهات النظر فيما إذا كانت توزيعات الأسهم شيء واعد وإيجابي (favorable) أو تكون عكس ذلك أي تكون شيئاً سلبياً وغير مرغوب فيه (unfavorable) ، فمع وجود تكلفة معاملات وعدم وجود تأثير على قيمة الشركة (firm value) ، فإن توزيعات الأسهم توصف بأنها إخفاق من قبل الشركة أو شيء فاشل (Lemons) ، بينما الإعلان عن توزيع الأسهم المرتبط بزيادة التوزيعات النقدية المستقبلية قد يفهم إيجابياً كفائض أرباح (melons) ، وفي دراسة أجريت على السوق اليابانية والشركات المدرجة فيه وجد إن رد فعل السوق كان إيجابياً (positively) عند إعلانها عن التوزيعات المجانية للأسهم والمرتبطة بتوزيع نقدي مستقبلي والتي سوف تزيد من حجم الأموال المستلمة من قبل المساهمين (Kato and Tsay, 2002, 21) .

## ٣ . التأثير في الجوانب النفسية للمستثمرين

إن وجود توقعات إيجابية تجاه الأسهم الموزعة مجاناً (المنحة) قد يحدث رد فعل إيجابي في الجوانب النفسية للمستثمرين وبالتالي في تقييمهم للأسهم ، فالاتجاه إلى إجراء توزيعات أسهم مجانية يشجع الاستثمار في أسهم الشركة التي تجري مثل هذا النوع من التوزيعات مما يكون له اثر إيجابي في القيمة السوقية للأسهم .

## ٤ . الإبقاء على نسبة ملكية المساهمين دون تغير

الواقع إن توزيعات الأسهم المجانية تختلف عن الطرق الأخرى في زيادة رأس المال من حيث الحفاظ على نسبة ملكية المساهمين الحاليين للأسهم في الشركة ، وذلك لان نسبة التوزيع تجري على أساس نسبة متساوية بين المساهمين (Megs & Meigs, 1984, 643).

#### ٥. إبقاء مستوى السعر ضمن حركة التداول

الشركات التي تحقق أرباحاً عالية وتحتجزها ، تكون أسهمها مرتفعة ، وغير مشجعة لبعض المستثمرين لشرائها (Larson & Miller, 1995, 499) ، لهذا فإن القيام بعملية توزيع الأسهم المجانية غالباً ما يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم ، وبالتالي زيادة الطلب عليه ، وقد لوحظ ذلك على الشركات التي تستخدم هذا النوع من الرّسمة ، ووجد أيضاً أنه بعد إصدار الأسهم وتوزيعها زادت بعدها حركة تداول أسهمها في السوق . (Mosbacher & Burkhardt, 1988, Abstract)

#### خامساً. مفهوم الرّسمة عن طريق ضم الأرباح إلى رأس المال

إن الرّسمة بصورة التوزيعات المجانية للأسهم (Stock Dividends) هي ليست توزيعات نقدية طبيعية أو بمعنى توزيعات أرباح نقدية لأنها لا تدفع كنفد بل كشهادات للأسهم، وتعرف بأنها عبارة عن زيادة في عدد الأسهم المقابلة لرأس مال الشركة والتي يمتلكها المساهمين نتيجة لتحويل الأرباح المحتجزة إلى رأس المال ، إن هذه التوزيعات الخاصة تزيد من عدد الأسهم المتداولة خارج الشركة (Out Standing Shares) في السوق المالية ( Ross & Others, 1992, 576).

وبهذا يمكن أن تشكل توزيعات الأرباح بصورة أسهم توزيعاً لعدد إضافي من أسهم الشركة على المساهمين ، كل حسب نسبة ملكيته للأسهم في الشركة ، ولا يترتب عن الإعلان وتوزيع الأسهم المجانية على المساهمين نقصاً في موجودات الشركة أو زيادة في مطلوباتها ، مما لا يؤثر على إجمالي حقوق المساهمين ، ولكن يترتب على إصدار الأسهم المجانية تحويلاً لجزء من الأرباح المحتجزة إلى رأس المال المدفوع ، ولذلك فإن الأثر الأساسي لإصدار وتوزيع الأسهم المجانية ينصب على تغيير مكونات حقوق المساهمين بدون تغيير في إجمالي قيمتها المحاسبية . (العظمة والعدلي ، ١٩٨٦ ، ٣٧٩)، وقد تلجأ الشركات إلى زيادة رأس مالها لأسباب كثيرة عن طريق رّسمة الاحتياطيّات في الشركات المساهمة ، فإذا كان لدى الشركة احتياطي فوق العادة في صورة ما فإنها توزع على المساهمين هذا الاحتياطي بصورة أسهم مجانية باعتبار أن قيمة هذه الأسهم تسد من الأرباح التي كان من حق المساهمين الحصول عليها ولكن حجزت كاحتياطي ، إن هذا الإجراء يعتبر زيادة في رأس المال للشركة وهي طريقة

## ===== الفصل الأول =====

اقل تكلفة وتعفي الشركة من المصروفات الضرورية التي يتطلبها إصدار الأسهم الجديدة وفي نفس الوقت الاحتفاظ بأصول الشركة النقدية بدلاً من توزيعها (حسين، ١٩٨٧، ٢٢٣).  
ولغرض فهم آلية توزيع الأسهم المجانية وتأثيرها على رأس المال وعائد السهم نورد المثال الآتي:

نفترض بأن شركة ما قبل الإعلان عن توزيع الأسهم المجانية ، كانت تمتلك صافي ثروة (حقوق المساهمين) كالتالي :

رأس المال (common stock) (١,٠٠٠,٠٠٠ سهم بقيمة اسمية ١٠ دينار)	١٠,٠٠٠,٠٠٠ دينار
علاوة إصدار الأسهم (capital in excess of par)	٥,٠٠٠,٠٠٠ دينار
الأرباح المحتجزة (Retained earning)	١٥,٠٠٠,٠٠٠ دينار
إجمالي حقوق المساهمين	٣٠,٠٠٠,٠٠٠ دينار

إذا كان هناك إعلان عن توزيع أسهم مجانية بنسبة ١٠% فإن مجموع الأسهم سوف يزداد بمقدار ١٠٠,٠٠٠ سهم وذلك عن طريق (١٠% مضرورية ١,٠٠٠,٠٠٠ سهم) . والتحويل بالحسابات سوف يتحقق بين الأرباح المحتجزة وبين حساب رأس المال .

وإذا كان السعر السوقي للسهم يبلغ ١٥ دينار للسهم ، وعدد الأسهم الموزعة ١٠٠,٠٠٠ سهم فإن إجمالي قيمة تلك الأسهم باستخدام السعر السوقي (الأسهم الإضافية) في تاريخ الإصدار ١٥٠٠,٠٠٠ (١٥ دينار × ١٠٠,٠٠٠ سهم = ١٥٠٠,٠٠٠ دينار) (إجمالي الزيادة) .

لذا تقوم الشركة باقتطاع ما يوازي إجمالي القيمة السوقية للأسهم الإضافية الصادرة في هذه الحالة من الأرباح المحتجزة ، ويتم زيادة رأس المال المدفوع بها ، (هذا ما يسمى بعملية الرّسمة) .

وحيث أن القيمة الاسمية للسهم العادي الواحد هي ١٠ دينار فإن إجمالي الزيادة في القيمة الاسمية لرأس مال الأسهم العادية هي (١٠٠,٠٠٠ سهم × ١٠ دينار = ١,٠٠٠,٠٠٠) ، وباقي الزيادة المحولة إلى رأس المال المدفوع وهي ٥٠٠,٠٠٠ دينار يتم زيادة حساب علاوة إصدار الأسهم بها (capital in excess of par) ، وبالتالي إجمالي حقوق المساهمين تصبح كالتالي :

رأس مال الأسهم (Common stock)	١١,٠٠٠,٠٠٠ دينار
-------------------------------	------------------

	(١,١٠٠,٠٠٠ سهم بقيمة اسمية ١٠ دينار)
٥,٥٠٠,٠٠٠ دينار	علاوة إصدار الأسهم ( capital excess of ) (par
١٣,٥٠٠,٠٠٠ دينار	الأرباح المحتجزة (Retained earnings)
٣٠,٠٠٠,٠٠٠ دينار	إجمالي حقوق المساهمين

ومن مقارنة حقوق المساهمين في المثال أعلاه قبل وبعد الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم يتضح ما يأتي :

١. لم يتغير إجمالي حقوق المساهمين نتيجة لإصدار الأسهم المجانية نظراً لعدم حصول الشركة على موجودات جديدة مقابل إصدار الأسهم الإضافية ، أو نقص في موجودات الشركة نتيجة لإجراء توزيع الأرباح هذا ، بالإضافة إلى عدم تغير في إجمالي المطلوبات الشركة.
٢. زادت عدد الأسهم الصادرة بنسبة توزيع الأسهم المجانية وفي هذه الحالة ارتفعت الأسهم الصادرة من ١٠٠٠,٠٠٠ سهم إلى ١,١٠٠,٠٠٠ سهم مع ثبات القيمة الاسمية للسهم الواحد.
٣. قامت الشركة بتحويل ما يعادل قيمة الأسهم الإضافية الصادرة كأسهم مجانية (مقيمة بالقيمة السوقية) من الأرباح المحتجزة إلى رأس المال المدفوع .
٤. نتيجة لانخفاض رقم الأرباح المحتجزة بمقدار (قيمة) الأسهم الإضافية الصادرة كأسهم مجانية ، فإن ذلك يعني إن جزءاً من الأرباح المحتجزة التي كانت متاحة للتوزيع على المساهمين قد تحولت إلى رأس المال المدفوع وبالتالي انخفضت مقدار الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين فيما بعد بنفس القيمة . (العظمة و العادلي ، ١٩٨٦ ، ٣٨٠ ) .

#### سادساً. آثار الرّسمة على حملة الأسهم

إن احتجاز الأموال عن طريق توزيعات الأسهم المجانية تؤدي إلى حصول الشركة على الأموال عن طريق التمويل الداخلي . لكن ما تأثير ذلك على ملكية أو ثروة المساهم في الشركة بعد التوزيع ؟

وخاصة إن عدد الأسهم لدى المساهم سوف يزداد وبالتالي تزداد ملكيته في الشركة ، إن نسبة ملكية المساهم في الشركة لم تتغير فكل شخص حصل على نفس كمية الأسهم الجديدة، وبالرجوع إلى مثالنا السابق الذي يوضح بيانات عن حقوق المساهمين قبل وبعد إصدار الأسهم

## ===== الفصل الأول =====

المجانبة نلاحظ وجود ١,٠٠٠,٠٠٠ سهم قبل الإعلان عن التوزيعات و ١,١٠٠,٠٠٠ سهم بعد الإعلان عن التوزيعات دعنا نفترض أن الشركة لديها صافي ربح بعد الضريبة (After Tax Earnings) ٦,٦٠٠,٠٠٠ دينار قبل الإعلان عن توزيع الأسهم المجانية، وبالتالي فإن نصيب السهم العادي من الأرباح (Earning Per Share) سوف يكون ٦,٦٠ دينار وبعد توزيع الأسهم المجانية يكون ٦ دينار :

$$\frac{\text{الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{نصيب السهم من الأرباح (earnings per share)}$$

قبل إصدار الأسهم المجانية

$$6,600,000 \text{ دينار} \\ \text{EPS} = \frac{6,600,000 \text{ دينار}}{1,000,000 \text{ سهم}} = 6,60 \text{ دينار}$$

بعد إصدار الأسهم المجانية :

$$6 \text{ دينار} \\ \text{EPS} = \frac{6,600,000 \text{ دينار}}{1,100,000 \text{ سهم}} = 6 \text{ دينار}$$

أي أن هنالك انحراف في EPS نسبة ١٠%

نصيب السهم من الأرباح قد انخفض بنسبة مساوية بالضبط لنسبة زيادة عدد الأسهم المصدرة (نسبة توزيع الأسهم ١٠% المفترضة) . ولتوضيح الأثر بصورة أكثر دقة ، افترض أن حامل السهم A يملك ١٠ أسهم قبل الإعلان عن التوزيعات للأسهم و ١١ سهم بعد الإعلان فماذا سوف يحل بمجموع نصيبه من الأرباح الموزعة على الأسهم العادية ، فإن نصيبه سوف يبقى ٦٦ دينار في الحالتين وكما يلي :

$$\text{نصيب المساهم من الأرباح} = \text{عدد الأسهم التي يحملها} \times \text{نصيب السهم من الأرباح}$$

قبل الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم

$$10 \text{ أسهم} \times 6,60 \text{ دينار} = 66 \text{ دينار}$$

بعد الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم

$$11 \text{ سهم} \times 6 \text{ دينار} = 66 \text{ دينار}$$

هذا يعني أن نصيب المساهم من إجمالي مقسوم الأرباح الموزع على الأسهم العادية يبقى ثابتاً (Block & Hirt, 1992, 531). ولكن نصيب السهم الواحد من الأرباح قد ينخفض في المستقبل وهذا ما تؤكدته دراسة أجريت على شركة (Pancho's Mexican Buffet Inc) من الشركات الكبرى في مجال حقلها الخدمي (مطاعم)، فالعوائد قد تضاعفت في الأربع سنوات الأخيرة قبل عام ١٩٨٨ ولكن الأرباح (للسهم) للسنة المالية ١٩٨٨ كان أعلى فقط بمقدار (5 Cents) عن السنوات السابقة والتي كان فيها نصيب السهم الواحد من الأرباح أعلى، على الرغم من مضاعفة العوائد الإجمالية للشركة، وعند تحليل الانخفاض في عائد السهم من الأرباح وجد إن الشركة قد أصدرت ١,٨ مليون سهم إضافي جديد وقد وزعت أسهم مجانية (Stock Dividends) ما يقارب ٣٩٠ ألف سهم، كعملية أو طريقة لدعم نمو الشركة من دون اللجوء إلى الاقتراض، هذا أدى إلى زيادة في عدد الأسهم وبالتالي انخفاض في نصيب السهم الواحد من الأرباح على الرغم من مضاعفة حجم العوائد على مدى أربعة سنوات متتالية (Cochran, 1988, Abstract).

وفي الحالات المتطرفة (Strong Case) يمكن أن لا يكون لتوزيع الأسهم المجانية تأثير على ثروة المساهمين أو حتى على الشركة ككل، والسبب في ذلك كون العملية مجرد معاملات ورقية (Paper Transactions) تؤدي ببساطة إلى تغيير في عدد الأسهم المتداولة خارج الشركة (Ross & Others, 1996, 395) ونتيجة لزيادة عدد الأسهم المتداولة خارج الشركة بعد الإعلان عن توزيع الأسهم المجانية سوف يترتب على ذلك انخفاض في القيمة الدفترية للسهم العادي الواحد والتي يمكن إيجادها بواسطة قسمة قيمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية المتداولة عن طريق المعادلة الآتية (Gibson, 1992, 384):

$$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية المتداولة}} = \text{القيمة الدفترية للسهم العادي}$$

وبالرجوع إلى مثالنا السابق فإن القيمة الدفترية للسهم قبل التوزيع ستكون:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{٣٠,٠٠٠,٠٠٠ \text{ دينار}}{٣٠ \text{ دينار للسهم}} = ١,٠٠٠,٠٠٠ \text{ دينار}$$

وبعد الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم:

$$\frac{٣٠,٠٠٠,٠٠٠ \text{ دينار}}{١,١٠٠,٠٠٠ \text{ سهم}}$$



القيمة الدفترية للسهم = ٢٧,٣ دينار أسهم

وبافتراض أن المستثمر يملك ١٠ أسهم فإن إجمالي القيمة الدفترية لمجموع أسهمه قبل التوزيع تساوي ١٠ أسهم  $\times$  ٣٠ دينار (قيمة دفترية) = ٣٠٠ دينار .  
وبعد الإعلان عن التوزيعات بنسبة ١٠% لكل مساهم فإن القيمة الدفترية لمجموع أسهمه ستكون ١١ سهم  $\times$  ٢٧,٣ = ٣٠٠ دينار .

هذا يعني إن لكل مساهم أو لجميع المساهمين ككل فإن الأثر الناتج من زيادة عدد الأسهم الصادرة يكون في تغير مكونات إجمالي حقوق المساهمين من دون تغير هذا الإجمالي ككل . ولكن انخفاض في القيمة الدفترية للسهم الواحد .

إلا أن توزيعات الأسهم المجانية تكون عامل جذب أو استقطاب لكثير من المستثمرين أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل في السوق المالية ، فمخطط إعادة استثمار مقسوم الأرباح (Dividend Reinvestment Plans) هي خطط استثمارية تعرض من قبل الشركة إلى حملة الأسهم لغرض شرح وتبرير عملية توزيع الأسهم المجانية على المساهمين الذين يحصلون على أسهم إضافية من قبل الشركة التي يحملون أسهمها ، وهذه العملية تعود على المستثمرين بعدة منافع منها تقليل تكلفة المعاملات بصورة كبيرة ، ومنح خصم على أسعار الأسهم الموزعة بما يسمح بيعها من قبل المستثمر بسعر أعلى في السوق ، وإمكانية شراء أسهم بصورة كسرية (Fractional Shares) (Conrad, 1987, Abstract) .

وعلى الرغم من أن عملية الرّسّمة تتضمن قطع لتوزيعات الأرباح على حملة الأسهم إلا إن المساهم يجد المنفعة الحالية الفورية (Immediate Benefits) للأسهم المجانية أكثر جاذبية من العائد العالي المتوقع الحصول عليه من الفرص الاستثمارية المقترحة (Ghosh, 1989, Abstract)، بالإضافة إلى هذا فإن توزيعات الأسهم المجانية لا تعتبر كدخل أو ذات منفعة لثروة الملاك تجعلهم أكثر غنى من قبل ، فمن المحتمل أن يصاحب توزيعات الأسهم المجانية كلف تدفع لجهات معينة لتسهيل هذه المهمة ، وإن بيع الأسهم الإضافية يعتبر بالنسبة لحامل الأسهم كتخفيض من ملكيته في الشركة ( Crawford & Turner, 1985, Abstract) .

### ثامناً. تأثير الرّسمة على القيمة السوقية للسهم

على الرغم من أن توزيع الأسهم المجانية لا يغير من نسبة ملكية المساهم في الشركة أو إجمالي القيمة الدفترية للأسهم التي يمتلكها في الشركة كما سبق القول ، فيعتبر توزيع الأسهم المجانية توزيعاً للأرباح قد ينتج عنه أثراً مشابهاً من وجهة نظر المساهم لتوزيع أرباح نقدية ، نظراً لأن المساهم يستطيع أن يبيع تلك الأسهم الإضافية التي حصل عليها ويقوم ببيعها ويحصل مقابل هذه العملية على النقد ، هذا يحصل عندما نفترض ثبات سعر السهم في السوق قبل وبعد إصدار الأسهم المجانية ولكن بالطبع لا بد وان نأخذ اثر زيادة عدد الأسهم المتداولة نتيجة لإصدار أسهم مجانية على تقييم السوق المالية للسهم الواحد ، فمن المفروض إن إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة المتداولة (مع ثبات العوامل الأخرى) لن تتغير قبل أو بعد إصدار أسهم مجانية و نظراً لأن حقوق الملكية في الشركة أصبحت موزعة على عدد كبير من الأسهم وبالتالي من المتوقع من السوق المالية أن توازن أو تعدل القيمة الاسمية للسهم بالانخفاض بما يعادل الزيادة في عدد الأسهم المتداولة أو أية نسبة أخرى (العظمة و العادلي ، ١٩٨٦ ، (٣٨٣).

وفي دراسة أجريت في السويد لسوق Stockholm Stock Exchange للأوراق المالية أتضح تأثير الإعلان عن الأسهم المجانية على أسعار أسهم الشركة ، فمن خلال اخذ عينة من الشركات المسجلة في السوق المذكورة للفترة من ١٩٧٧ إلى ١٩٨٥ ، قد أتضح وجود تغيرات واضحة في أسعار الأسهم (Significantly Different Price Reaction) للشركات التي قامت بعملية الرّسمة ، وهذا يعزز القول بأن الإعلان عن الأسهم المجانية وتوزيعها يصاحب معه تغيرات في حركة الأسعار (positive price reactions) وأن الأسعار تطيع وتستجيب لهذه التوزيعات (Liljeblom, 1989, Abstract) .

وبما إن توزيعات الأرباح النقدية تعتبر عائداً بالنسبة لحامل السهم فان التذبذبات في هذه العوائد ستؤدي إلى تذبذبات في أسعار الأسهم ولا سيما انخفاض عائد السهم الواحد بعد الإعلان عن التوزيعات المجانية للأسهم مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم الشركة ككل في السوق المالية (Dubofsky & French, 1988, Abstract).

فتوزيعات الأسهم المجانية تعتبر بصورة عامة ظاهرة تخفيض (decreasing phenomenon) في الأسعار والمفتاح الرئيسي للتوزيعات هو مقسوم الأرباح المنخفض (Low cash dividend Yields) في المستقبل بسبب زيادة الأسهم وان فكرة كون الأسهم الموزعة تعتبر بديلاً عن التوزيعات النقدية للأرباح ستكون فكرة مؤقتة (temporarily) في المستقبل القريب (Lakonishok & Lev, 1987, Abstract) .

إن إجراء توزيعات في صورة أسهم مجانية بدلاً من إجرائها في شكل نقدي لا يؤثر على القوة الإيرادية للشركة ، غير إن هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال والنتيجة هي انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية (هندي ، ١٩٩٨ ، ٣٤٥) .

فقيمة الأسهم السوقية تتجه إلى الانخفاض (Diluted) إذا كان هناك زيادة في عدد الأسهم من دون أن يقابل أو يوازي هذه الزيادة في عدد الأسهم زيادة في الموجودات أو في القوة الإيرادية (www. NumeraiRe. Com) .

ومن نتائج إحدى البحوث الواقعية التطبيقية عن تأثيرات توزيعات الأرباح في شكل أسهم يمكن استخدامها كأساس للملاحظات في تأثيرها على السعر ، فعندما كانت توزيعات الأرباح في شكل أسهم مرتبطة بزيادة توزيعات الأرباح النقدية ، فإن قيمة أسهم الشركة ارتفعت بنسبة ٨% بعد ستة شهور من تاريخ سقوط حق المشتري في توزيعات الأرباح ، وعندما لم تكن توزيعات الأرباح في شكل أسهم مرتبطة بزيادة توزيعات الأرباح النقدية ، فإن قيمة الأسهم انخفضت بنسبة ١٢% خلال الشهور الستة التالية لتوزيعات الأرباح في شكل أسهم ، فتوزيعات الأرباح في شكل أسهم لا تتعدى أن تكون مجرد قطع من الورق ، ولهذا المساهمين يدركونها على أنها لا تمثل دخلاً حقيقياً ، لكن عندما يرتبط توزيع الأسهم المجانية بأرباح عالية مستقبلية فإن المستثمرين يرفعون قيمة أسهم الشركة ، ولكن عندما لا ترتبط الأسهم المجانية بتوزيعات أرباح نقدية مستقبلية عالية فإن تخفيض الأرباح والتوزيعات على السهم تسبب انخفاض أسعار أسهم الشركة (ويستون وبرجهم ، ١٩٨٩ ، ٤١١) .

وبالإمكان أن تكون توزيعات الأسهم المجانية ذات قيمة للمستثمر وثروته إذا استمرت الشركة بتوزيع الأرباح النقدية على حملة الأسهم كما كانت قبل توزيع الأسهم المجانية ، ولغرض فهم هذه الآلية ندرج المثال الآتي :

لنفرض إن لمستثمر ما ١٠٠ سهم من أسهم شركة معينة تدفع مقسوم أرباح للسهم مقداره ١ دينار للسهم ، وإن الشركة أعلنت عن توزيع أسهم مجانية بنسبة ١٠% لكل مساهم ، وفي نفس الوقت أعلنت بان مقسوم الأرباح النقدي لكل سهم سيبقى لن يتغير ، فالمستثمر بعد الإعلان سيكون لديه ١١٠ سهم ، ومجموع مقسوم الأرباح النقدي الذي حصل عليه هو ١١٠ دينار بدلاً من ١٠٠ دينار (قبل الإعلان) ، وفي هذه الحالة توزيعات الأسهم المجانية أدت إلى زيادة العائد النقدي للمستثمرين ، فهذه الزيادة النقدية ذات تأثير إيجابي على ثروة المساهمين والتي تعتمد (الزيادة النقدية) على العلاقة بين مقسوم الأرباح الجاري ونسبة احتجاز الأرباح في هذه الحالة تعتبر توزيعات الأسهم المجانية عبارة عن طريقة تستخدم من قبل الشركة لزيادة المقسوم النقدي للمساهمين (Van Horne, 1982, 442) .

## تاسعاً . آثار الرّسمة على الشركة

تحتاج الشركة للموجودات المتداولة والثابتة لغرض تحقيق المبيعات ، فإذا ظهرت تنبؤات بزيادة المبيعات للسنوات القادمة ، فإن على إدارة الشركة توسيع موجوداتها المتنوعة بما يتناسب والزيادة المتوقعة في المبيعات ، فالموجودات المتداولة لا بد أن تزداد كنتيجة لزيادة المبيعات المستقبلية ، لكن على الموجودات الثابتة أن تزداد هي الأخرى وتستطيع الشركة مواجهة بعض تلك المتطلبات المالية من خلال الأرباح المحتجزة أو ما يسمى بالتمويل الذاتي للشركة بصورة عامة ، ولا سيما إن تعظيم الموجودات بالإضافة إلى تعظيم فرص النمو يعتبران من الدعامات الأساسية التي تعتمد عليها قيمة الشركة (Shin & Stulz, 2000,1) . وزيادة راس المال للشركة لغرض القيام بالمشاريع التي تعود بالربح على المساهمين وعلى الشركة يعتبر مؤشراً جيداً عن مستقبل الشركة وعن خططها الاستثمارية ، فتعتمد الشركة على مصادر الأموال الداخلية والتي تعتبر أقل تكلفة من غيرها واستعمال ذلك المال في أوجه الاستثمار المربحة وبالتالي زيادة العوائد المتأتية من عملياتها التشغيلية مما يترك الأثر على حجم التوزيعات النقدية المستقبلية على المساهمين في ضوء ثبات سياسة توزيع الأرباح (Kato & Tsay, 2002, 8) ، فالدراسات الميدانية تؤكد على فكرة أن توزيعات الأسهم المجانية والإعلان عنها هي رسالة إلى المساهمين عن مستقبل الشركة . (Doran & Tmann, 1988 , Abstract)

وفي عينة من الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية وجد أن الإعلان عن توزيعات الأسهم المجانية ذات رد فعل إيجابي على أسعار بعض الشركات في هذه العينة، وقد تم انساب هذا رد الفعل الإيجابي على خطط الشركة المستقبلية الاستثمارية التي تريد الرّسمة من أجل الخطط وبالتالي زيادة العوائد والأرباح المستقبلية (Bahagat & Others, 1986, Abstract) .

بالإضافة إلى ما تقدم فالشركات التي يكون سعر سهمها عالي تقوم بعملية الرّسمة وذلك لإبقاء أسهمها ضمن حركة التداول يمكن معه لصغار المستثمرين باقتنائهم (Elgers,1985,Abstract) وبالتالي زيادة قاعدة المستثمرين في أسهم الشركة نتيجة لسهولة السهم ، وتحقيق طلب إضافي على أسهم الشركة في السوق المالية ينتج عنه زيادة في قيمة الشركة إذا ما ارتفع سعر سهمها نتيجة زيادة عدد المستثمرين (Amihud & Others,1999, Abstract) لكن انخفاض سعر السهم يؤثر على الشركة من عدة نواحي أولهما في حالة انخفاض سعر السهم يعتبر استقرار مستقبلي لأرباح الشركة مما يزيد من ضغط حملة الأسهم على الإدارة لغرض تخفيض التكاليف من خلال تسريح عدد من العمال وتقليص الاستثمارات التي تقوم بها الشركة ، ثانيهما في بعض الأحيان تمنح الشركة الأطراف المتعاملة معها خيار

(options) لشراء أسهمها وذلك عوضاً عن بعض الأعمال المقدمة للشركة مثل منح مكافآت للعمال على شكل خيارات بدلاً من النقد ، وفي حالة انخفاض أسعار الأسهم الشركة سوف تكون هذه الخيارات غير مغرية بالنسبة لأطراف التعامل مع الشركة واحتمال الامتناع عن الحصول عليها والمطالبة بالنقد بدلاً من الأسهم .

وثالثهما العوامل التي تعمل على انخفاض أسعار الأسهم نوعياً تحت المستثمرين بالمطالبة بعلاوة مخاطرة عالية (higher risk premiums) بالشكل الذي يرفع معه كلفة التمويل الاستثماري في الشركة ، والتي تأخذ شكل مطالبة أصحاب السندات بمعدل عائد (فائدة) عالي مقارنة بالسندات الحكومية (treasury yields) . وان التذبذبات في أسعار الأسهم ولاسيما كثرة انخفاضها تولد نوع من عدم الثقة ، متعلق بأسعار الأسهم المنخفضة مما يؤدي إلى ترويع (spook) المستثمر والتردد من اقتناء تلك الأسهم وبالتالي تقليل درجة الإتاحة (availability) لمصادر التمويل بالأسهم (Duca, 2001, p1) .

بالإضافة إلى ما تقدم ، يمكن أن تعفى الأحتياطات المحتجزة من أرباح المشروع والمخصصة لتطويره أو توسيعه من ضريبة الدخل بما لا يتجاوز نسبة (٢٥%) من مجموع أرباحه السنوية (العلي ، ٢٠٠٢ ، ٣٥٤) فالشركة عن طريق رسملة جزء من الأرباح المحتجزة يجعلها غير قابلة للتوزيع عن طريق تحويلها إلى راس مال دائم وبالتالي يقل الضغط على إدارة الشركة في إجراء توزيع أرباح نقدية مستقبلاً ، وفي الأسواق المالية التي لا تتميز بالكفاءة (Inefficient Markets) والتي قد تتصف بعدم انعكاس المعلومات المتاحة بالسرعة والدقة الكافية ، فقد لا ينخفض السعر السوقي للسهم بعد توزيع الأسهم المجانية ، وبالتالي قد تتوافر فرصة لزيادة إجمالي القيمة السوقية للشركة بعد التوزيع عمّا كانت عليه قبل ذلك (العظمة والعالدي ، ١٩٨٦ ، ٣٨٥) .

## المقدمة

تصنف مصادر تمويل الشركات المساهمة إلى مصدرين رئيسيين هما التمويل بالملكية والمصدر الثاني التمويل بالاقتراض من الغير، وتختلف الشركات في سلوكها تبعاً لعوامل كثيرة ومتعددة لتحقيق التمويل المناسب لها بما يحقق لها أهدافها ويخفف عنها وطأة الأعباء المالية التي تفرضها القروض ، ولهذا تجتهد إدارات تلك الشركات بأن توفر الأموال من مصادر داخلية أي من داخل الشركة والاعتماد على المصادر الخارجية في التمويل بالقروض، وأن المدير المالي يلعب الدور الكبير في الوصول للقرار التمويلي المناسب للشركة، إن رأس المال يعتبر المحرك لعمليات الشركة الاستثمارية والتمويلية ، وهو العنصر الساند والداعم لكل قرارات الإدارة ، وهو عبارة عن مساهمة المساهمين كل بحسب عدد أسهمه ، ومجموع قيمة الأسهم الاسمية تمثل رأس المال المدفوع .

تتناول الدراسة موضوع الرسملة والتي يقصد بها التحويل لرأس المال بالزيادة ، مما يعني ضمناً زيادة عدد الأسهم وأيضاً زيادة رأس المال في الشركة ، وتتخذ عملية الرسملة أشكالاً متعددة منها إصدار أسهم جديدة أو ضم احتياطات معينة إلى رأس المال و توزيع أسهم مجانية أو ما يطلق عليها أسهم المنحة ، وهنا أيضاً طريقة أخرى عن طريق رسملة الديون المترتبة التي على الشركة ، وتعد طريقة توزيع الأسهم المجانية أو أسهم المنحة الأكثر شيوعاً والتي تمثل توزيعات لأسهم بدلاً من توزيعات الأرباح ويتحدد نصيب كل مساهم بحسب نسبة أسهمه في الشركة ، ولهذه الطريقة مزايا كثيرة للشركة وللإدارة وللمساهمين ، إضافة للسلبات التي تعاني منها .

ركزت الدراسة على طريقة رسملة مقسوم الأرباح الذي تعتمده الإدارات من خلال توزيع الأسهم المجانية بدلاً من توزيع مقسوم الأرباح نقداً ، ورغم أن هذا التوزيع يتخذ وزناً نسبياً بحسب عدد أسهم كل مساهم بحيث تكون النتيجة أن لا يتغير الوزن النسبي لملكية المساهم قياساً بعدد أسهم الشركة ، إلا أن لهذه الظاهرة آثاراً كبيرة على حملة الأسهم وعلى الشركة وعلى الإدارة ، وهنا تبدو العملية معقدة بعض الشيء ، وأبرز ما فيها هو عدم ثبات أسعار الأسهم في سوق التداول للأوراق المالية ذلك أن أسعار الأسهم تخضع لحركة السوق ارتفاعاً وانخفاضاً ، وبالتالي فالمساهم يستطيع بيع أسهمه المجانية في السوق وقد يحقق أرباحاً تفوق ما توزعه الشركة فيما إذا ارتفع السعر وقد يخسر المساهم كل أرباحه الممثلة بأسهم مجانية فيما إذا انخفض السعر .

وانطلاقاً مما سبق ، فقد اتجهت الدراسة نحو الكشف عن طبيعة العلاقة بين عملية الرسملة التي تقوم بها الشركات المساهمة وبين أسعار الأسهم في السوق المالية ، وتحديد الأثر الناتج عن تلك العملية على حركة أسعار الأسهم في السوق المالية والتغيرات التي تطرأ على ربحية السهم الواحد ونصيب السهم من مقسوم الأرباح السنوي وحجم التداول في السوق .

وتضمنت الدراسة ثلاثة فصول ، خصص الفصل الأول لعرض الجانب النظري للدراسة ، والذي بدوره تضمن ثلاثة مباحث ، خصص المبحث الاول لعرض ما يتعلق بمفهوم وأهمية الرسملة وآثارها على كل من الشركة والمساهم ، في حين تناول المبحث الثاني مفهوم رأس المال ومضامينه ونظريات توزيع الارباح ، ويعرض المبحث الثالث حركة اسعار الأسهم والنظريات الخاصة بها ، أما الفصل الثاني فقد أفرد للدراسات السابقة ومنهجية الدراسة ووصف البيانات ، والذي تضمن ثلاثة مباحث ن خصص المبحث الاول للدراسات السابقة ، في حين تناول المبحث الثاني منهجية الدراسة ، أما المبحث الثالث تناول وصف بيانات الدراسة .

أما الفصل الثالث فقد خصص لمناقشة النتائج والاستنتاجات والتوصيات ، والذي تضمن بدوره مبحثين ، تناول المبحث الاول اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج ، والمبحث الثاني تضمن الاستنتاجات والتوصيات الذي اختتمت به الدراسة .

## *Abstract*

---

The study deals with the analysis of relation and the effect between Capitalization process of the Cooperative Firms and Stock Price Movement, In the Framework of a sample of Iraqi Cooperative Firms with in the Industrial Sector that registered at Baghdad Stock Exchanges (B.S.E).

The study directed towards finding solutions for many questions to the nature of Capitalization and the Prices of Stock market , and the Earning Per share , Dividend Per Share and Trade Volume , the influence of Capitalization on Stock Price .

Aimed in such context, The study giving a theoretical background on the concept, importance and mapping of Capitalization among Cooperative Firms as well as identifying the movements of stock prices, the methods of technical analysis for each stock in the financial markets, and the most pivoted factors the prices stock movement, almost related to the firm and external in terms of economic variations.

In order to attain the nature of the relationships, the study targeted towards a set of hypotheses investigate:

1. The Capitalization has a significant positive relationship with stock prices in the financial markets
2. The Capitalization has a significant influence on stock prices in the financial markets

In order to apply this study and investigates hypotheses, data were collected from Baghdad financial market. The study concluded by using the suitable statistical analysis-a group of conclusions, that there is a relationship between capitalization and stock prices. So, there is an a significant influence on stock prices in the financial markets.



## تمهيد

تعدّ الإدارة المالية أحد أهم الوظائف التي تمارسها منشآت الأعمال جنباً إلى جنب مع وظائف الإنتاج والتسويق وإدارة الموارد البشرية ، وهي تمثل أهمية مضافة كونها تتعامل بموارد المنشأة والتي تعد أساساً لوجودها واستمرارها وبقائها وخاصة ما يتعلق بالموارد المالية بالتحديد ، إذ لا يمكن أن تستمر المنشأة من دون الحصول على موارد مالية لعملية تمويل استثماراتها التي تحقق الإرباح .

أن وظيفة التمويل هي أحد مجالات المعرفة المتكونة من مجموعة من العمليات والأسس النظرية والعلمية المتعلقة بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وتمويل العمليات الاستثمارية في منشآت الأعمال، فالهيكل التمويلي للمنشآت يبنى على مصدرين من التمويل التمويل طويل الأجل والتمويل القصير الأجل، ويندرج رأس المال تحت مصدر التمويل طويل الأجل والذي يعتبر ذي أهمية في منشآت الأعمال في بداية وأثناء حياتها.

أن أي قرار تتخذه المنشأة من الممكن أن يكون له تأثيرات تنتج عن ذلك القرار، ولاسيما إذا ما علمنا أن مكونات الاقتصاد تكون مترابطة وتتأثر فيما بينها، وخاصة الأطراف المحيطة بالمنشأة أو المتعاملة معها، فقرار التمويل هو أحد القرارات التي تؤثر في عدة أطراف منها المتعاملين والمساهمين والدائنين وحتى الحكومة ، فسيتناول الفصل الأول ثلاثة مباحث :

**المبحث الأول : مفهوم رأس المال ونظريات توزيع الأرباح .**

**المبحث الثاني : مفهوم الرسملة : أبعاده وآثاره .**

**المبحث الثالث: حركة أسعار الأسهم .**

## المبحث الأول مفهوم رأس المال ونظريات توزيع الأرباح

### أولاً. مفهوم رأس المال ومضامينه

لابد من توضيح بعض المفاهيم المرتبطة بالهيكل المالي للشركة ككل والذي يعتبر رأس المال هو أحد مكوناتها ، فهيكّل رأس المال الذي يعبر عن الجزء الطويل الأجل من التمويل المقترض والممتلك .

في حين إن الهيكل المالي يعبر عن أسلوب تمويل الموجودات في الشركة وإنه يشمل كافة المطلوبات وحقوق الملكية (Mathur, 1979, 230). إن تحديد الهيكل المالي في الشركات المساهمة يعتمد بشكل رئيسي على كلفته وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للشركة بأدنى كلفة ممكنة ويستند القرار الاستثماري إلى تلك التكلفة، والتي تؤثر في نوع وحجم الهيكل المالي (الحمودني ، ١٩٩٩ ، ٢٨ ) .

ويعرف رأس المال بأنه مجموع الأموال التي تحصل عليها الشركة من أصحاب المشروع (المساهمين) عند بدء تأسيسه أو تكوينه وأية إضافات أو تخفيضات قد تطرأ عليه في سنوات لاحقة (الحسيني و الدوري ، ٢٠٠٠ ، ١٤٣) . حيث أن أهم عنصر في إعطاء الشركة إمكانية التحرك في مجال العمل الاقتصادي هو توافر رأس المال، والذي يهتم المستثمرون أيضاً من خلال علاقتهم بالشركة عن طريق الأسهم وأرباحها ، فالمشروعات الضخمة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة ، فالشركات تلجأ إلى طرح اسهم للحصول على هذه الأموال واستثمارها وتوزيع الأرباح على المساهمين ، كما أن ضآلة قيمة السهم هي التي تجعل من صغار المدخرين يقبلون على شراء الأسهم لتشغيل أموالهم (ننيس ، ٢٠٠٢ ، ١٩) . ويخصص رأس المال في الشركة المساهمة لممارسة نشاطها (قانون الشركات العراقي ، م ٢٧ ، لسنة ٩٧) واكتساب التجهيزات اللازمة لغرض الإنتاج وتحسين العمل مما يؤدي إلى تطوير المنتج كما ونوعاً ( Gray and Johnston, 1977, 251) .

ويعرف الاقتصادي (فشر) رأس المال من وجهة نظر اقتصادية بأنه رصيد من الثروة متواجد في لحظة معينة لاستخدامه كمصدر لمنافع دورية في المستقبل ، ويتمثل رأس المال في الأصول الإنتاجية المتاحة للفرد أو لأي وحدة اقتصادية سواء كانت هذه الأصول ملموسة أو غير ملموسة .

أي أن رأس المال في المفهوم الاقتصادي يتماثل إلى حد ما مع المفهوم المحاسبي للموجودات (الشيرازي ، ١٩٩٠ ، ٤٤١) .

يقسم البعض الجهات المختلفة في تعريف رأس المال إلى الآتي :

١. **من الناحية القانونية** : إن رأس مال الشركة يمثل ذلك الجزء من حقوق المساهمين الذي يجب الإبقاء عليه لحماية مصالح الدائنين ، وعموماً فإن رأس المال القانوني يتمثل في القيمة الاسمية لرأس المال المصدر (الأسهم التي أصدرتها الشركة بنوعها الممتازة والعادية) والذي لا يوزع على حملة الأسهم إلا في حالة تصفية الشركة ( , Smith & Others, 1989 ) (569)

٢. **من الناحية الإدارية** : يشير رأس المال إلى إجمالي موجودات الشركة سواء كان تمويلها من المساهمين أو من المقرضين (الدائنين) .

٣. **من الناحية المحاسبية** : يتمثل رأس المال في إجمالي حقوق المساهمين والتي لا تقتصر على رأس المال القانوني ، ولكن لا تضم مصادر الأموال الأخرى من الغير (المقترضة) (العظمة والعادلي ، ١٩٨٦ ، ٢٩٨) . وهذا يعني أن رأس المال في هذه الحالة هو :  
أ. رأس المال (اسهم عادية وممتازة) .

ب. الأرباح المحتجزة .

ج. الاحتياطيات (مطر وآخرون ، ١٩٩٦ ، ٣٥٧) .

د. المخصصات (الواعظ و عمران ، ١٩٩٢ ، ٢٥١)

وبالمقارنة نجد أن المفهوم الإداري لرأس المال يتماثل إلى حد ما مع المفهوم الاقتصادي الذي يمثل رأس المال بصافي الثروة (Saunders, 1997, p. 394) .  
كما أن هنالك مصدرين لرأس المال :

**الأول: رأس المال المدفوع**: وهو عبارة عن إجمالي المبالغ التي قدمها المساهمون مقابل الأسهم التي أصدرتها الشركة .

**الثاني: رأس المال المكتسب**: وهو عبارة عن الزيادة التي طرأت على حقوق المساهمين نتيجة لتحقيق الأرباح واحتجازها (كيسو و ويجانت ، ١٩٩٩ ، ٧١٦) .

ويمكن أن يكون رأس المال في الشركات كأحد الأشكال الآتية:

١. **رأس المال المصرح به أو الاسمي Authorized Capital Stock**

ويمثل رأس المال الذي توافق الدولة على تحديده للشركة ، ويمثل الحد الأقصى لما يصل إليه رأس المال في المستقبل فإن أرادت الشركة تجاوزه فإن عليها الحصول على الموافقة اللازمة لزيادته (Weygandt & Others, 1996, 575) .

٢. **رأس المال المصدر Issued Capital**

هو ذلك الجزء من رأس المال المصرح به الذي تقوم الشركة بإصداره فعلاً في سوق المال ، وقد يكون مساوياً لرأس المال المصرح به إذا تم إصدار الأخير بالكامل (الشماع ، ١٩٩٢ ، ٥٨٠) .

### ٣. رأس المال المتداول (Out Standing Capital Stock)

ويمثل الأسهم المصرح بها والتي قامت الشركة بإصدارها وفي حوزة المساهمين (أي أصدرت للمساهمين ومتاحة للتداول بين المساهمين) (Libby & Others, 1996, 540).

### ٤. أسهم الخزنة Treasury Stocks

وهي عبارة عن أسهم الشركة التي قامت بشرائها من المساهمين وتحتفظ بها ، وتدخل من ضمن رأس المال المصدر ولكن تستبعد من عدد الأسهم المتداولة ( Shim & Siegel, 1986, 362).

### ٥. رأس المال المكتتب فيه Subscriptions to Capital Stock

ويمثل أسهم رأس المال المصرح بها ولم تصدر بعد ، ولكن تم الاكتتاب فيها من جانب المكتتبين ليسدد قيمتها (سعر إصدارها) على أقساط ولم يتم تحصيل كامل القيمة من المكتتبين ، وتصدر الشركة تلك الأسهم عندما يكتمل تحصيل ثمنها (العظمة والعدالي ، ١٩٨٦ ، ٣١٤).

وفي القانون العراقي يحدد رأس المال للشركة المساهمة بالدينار العراقي (قانون الشركات العراقي رقم ٢١، لسنة ٩٧ ، م٢٦).

كما يشترط أن لا يقل عن (٥٠٠٠٠٠) خمسين ألف دينار ، وعلى المسجل بناء على توصية الجهة القطاعية المختصة الطلب إلى المؤسسين أو الشركة زيادة رأسمالها بما يكفي لتحقيق أهدافها ، ولوزير التجارة تعديل الحد الأدنى وفق متطلبات التطور الاقتصادي (قانون الشركات العراقي رقم ٢١ ، لسنة ٩٧ ، م ١٢٨) ، وأن لا تزيد نسبة المطلوبات إلى مجموع رأس مال الشركة وحقوق الملكية الأخرى على (٣٠٠%) (قانون الشركات العراقي رقم ٢١، لسنة ٩٧ ، م٢٨).

### ثانياً . أهمية رأس المال

إن لرأس المال أهمية في الشركة المساهمة ، فالشركة لكي تستطيع مزاولتها نشاطها الاقتصادي بحاجة يكون لديها رأس مال يوفر السيولة الكافية لتغطية نفقاتها ويكون ضمان لدائنها ، وليس العبرة بتسجيل رأس مال الشركة ، وإنما العبرة بتكوينه فعلاً لأنه المصدر والمورد الذي يغذي أكبر موجودات الشركة ، وبتيح لها الفرصة والقدرة على التطور والتقدم (كوماني والرفيعي ، ٢٠٠٠ ، ٢٩٠).

وفي أي شركة سواء كان المالكين الدولة أو الأفراد أو المشاركة بينهم ، ينبغي تهيئة رأس المال اللازم للبدء بتنفيذ الأغراض التي من أجلها أنشئت ، ويستعمل في شراء الموجودات الثابتة التي تستعمل في الإنتاج وتخصيص ما يكفي كرأس مال للتشغيل ، وينبغي أن يكون رأس

المال كافيًا لتحقيق غرض الشركة في الوقت الحاضر وأيضاً يكون كافيًا لتحقيق غرضها خلال فترة معقولة في المستقبل (روفائيل ، ٨٣ ، ١٦) .

وعلى الشركة تجنب الإفراط في رأس المال وتجنب عدم تخصيصه للأغراض التنموية، وهذا يؤدي إلى عدم استلام حملة الأسهم العائد الذي يستحقونه على أموالهم المستثمرة، بالإضافة إلى عدم استفادة الشركة من الوفورات الضريبية المناسبة (Optimal Level of Tax Breaks) فيما لو أدخلت القروض في هيكلها المالي بدلاً من تلك الزيادة المفرطة في التمويل بالأسهم التي لا تتمتع عوائدها بالأعفاء الضريبي (Caraypnnopoulos & Kelly, 2000, 3).

وتبرز أهمية رأس المال في أية شركة أعمال من خلال مجموعة الوظائف التي يؤديها على صعيد كافة أنواع الشركات وهي :

١. يستخدم رأس المال للحصول على الموجودات الثابتة لتمكين الأعمال من البدء في عملياتها التشغيلية

حيث يستخدم لشراء أو إيجار المباني ، ولتعيين موظفين وللحصول على التسهيلات الأخرى الضرورية للبدء في النشاط ، وفي مرحلة متقدمة من عمر الشركة يساهم رأس المال على تطوير الخطط التشغيلية المربحة ، ومتطلبات التوسع والإضافات عادة ما تمول بواسطة رأس المال ، لأن هذه المتطلبات والإضافات (الموجودات الثابتة) تضاف بصورة ثابتة للشركة وعملياتها ، ودفعها وتمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل سوف يكون قرار غير حكيم (Mills & Gardner, 1993, 424) .

٢. رأس المال لتعزيز الثقة

إن ضمان الودائع هو أمر مهم وأساسي لمن يودع في المؤسسات المالية والمصارف ، فأصحاب الودائع والدائنون يحتاجون إلى إثباتات لتعزيز الثقة في أمواله المقدمة لهذه المصارف ، والذي يزيد هذه الثقة هو رأس المال الذي يحمي أموالهم نتيجة للظروف التي قد تطرأ على استخدام هذه الأموال ويكون ضمان للدائنين (السيسي ، ١٩٩٧ ، ٥٩) ، وعلى هذا الأساس يعتبر التمويل بحقوق الملكية ذات تكلفة عالية في الهيكل المالي، حيث يطلب المساهمين عائداً مرتفعاً متناسباً مع المخاطر التي يتعرضون لها(www.Capital.com. Cfm).

ومن هنا تتضح أهمية رأس المال في امتصاص واستيعاب الخسائر الناجمة من عدم القدرة على الدفع ، وتمكين الوحدات الاقتصادية من الاستمرار في عملها وتأدية نشاطها على اكمل وجه بالإضافة إلى ضمان وحماية الدائنين من أحداث الإفلاس والتصفية ( Saunders, 1997, 391) .

٣. رأس المال للنمو

رأس المال هو أحد البدائل المهمة أو أشكال مصادر الأموال ، فإذا أصدرت الشركات أسهم أو احتجزت الأرباح من فترات سابقة فإنها تستطيع أن تحصل على موجودات جديدة مطورة ، ويكون باستطاعتها ملاحقة الفرص الاستثمارية بدون تأخير ناتج عن تأخير في الحصول على القروض والتي قد تكون شروطها غير مناسبة بالنسبة للشركات أو تأخير ناتج عن بطء في نمو الودائع بالنسبة للمصارف . (Mills & Gardner, 1993, 27)

### ثالثاً . نظريات توزيع الأرباح

بعض الاحتياجات التمويلية يتم تغطيتها من زيادة حقوق المساهمين Common Equity ، إما عن طريق إصدار اسهم جديدة stocks issue أو عن طريق احتجاز الأرباح Retention of Earning ، سياسة مقسوم الأرباح ذات صلة باحتجاز الأرباح في الشركة لغرض العمليات التمويلية فتحدد نسب احتجاز الأموال ونسب توزيعها (Archer & Others, 1979, 399).

ومن هنا تظهر سياسة توزيع الأرباح نظراً لأنها السياسة التي تحدد مصير الأرباح التي تحققها الشركة فتحدد مقدار التوزيعات على الملاك ومن ثمّ تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل الشركة (الحناوي وآخرون ، ٢٠٠١ ، ٣٥٣) .

#### ١. نظرية الفائض

إذا قامت الشركة بتوزيع جميع الأرباح سوف تحتاج بعد فترة إلى بيع اسهم جديدة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية وسوف يكون هذا الإصدار الجديد مكلفاً وقد يتأخر فترة معينة، فالشركة تعمل جهدها في التقليل من اللجوء إلى الإصدار الجديد ولا سيما إنها تريد الحفاظ على هيكلها المالي الحالي ، فالنتيجة تكون أن تستخدم الشركة التمويل الداخلي عن طريق حجز الأرباح في مقابلة احتياجاتها المالية والمتبقي بعد احتجاز الأرباح يمكن توزيعه بصورة نقدية على الملاك ، وبهذا تقابل الشركة مطالبها التمويلية وتحافظ على هيكلها المالي (Ross, 1992, p. 567) .

#### ٢. نظرية مدكلياني وميلر (M & M)

تقوم هذه النظرية على أساس عدم ملائمة التوزيعات النقدية على المساهمين (Dividend Irrelevance Theory) ، وفي ظل الفروض التي تؤكد عليها هذه النظرية وهي عدم وجود ضرائب ولا توجد تكاليف معاملات وأن الأرباح معروفة مقدماً . فثروة الملاك تشكل في قيمة الأسهم العادية ، وإذا ما قررت الشركة توزيع جزء من الأرباح فإن القيمة السوقية للسهم سوف تتخفض بنفس قيمة التوزيعات ، أما إذا قررت الشركة احتجاز جزء من الأرباح فسوف تزيد من القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها (هندي ، ١٩٩٨ ، ٣٢٠) .

وبهذا فإن أسعار الأسهم تتحدد بواسطة سياسة التوزيعات ، بل أن أسعار الأسهم تتحدد بواسطة قدرة موجودات الشركة على توليد الأرباح وعلى سياستها الاستثمارية لتحقيق الأرباح المستقبلية وفرص النمو التي تزيد الأرباح المستقبلية (Levy & Sarant, 1990, 521) .

### ٣. نظرية جوردون Myron Gordon

حسب وجهة نظر جوردون فإن قيمة الأسهم تتحدد بواسطة قيمة الخصم للعوائد المتوقعة على شكل توزيعات ، فسر السهم يتحدد بواسطة المعادلة الآتية :

$$P_0 = \frac{D_1}{Ke-g}$$

حيث أن :

$P_0$  = سعر السهم في الوقت صفر .

$D_1$  = توزيعات الأرباح في الفترة ١ .

$Ke$  = معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين .

$g$  = معدل نمو التوزيعات .

هذه الطريقة أو النظرية تقوم على أساس أن المستثمرين يفضلون استلام التوزيعات النقدية الآن عوضاً عن استلامها في المستقبل ، بمعنى آخر أن المستثمر يتجنب الخطر وإن معدل العائد المطلوب يعكس درجة عدم التأكد بشأن التوزيعات المستقبلية ، هنالك عدم تأكد قليل بشأن التوزيعات للشركة والتي كانت على مدار فترة زمنية تساوي مثلاً \$٤ للسهم الواحد ولا يتوقع أن تتغير في المستقبل ، في هذه الحالة للمستثمرين يكون معدل العائد المطلوب تقريباً منخفض ، لنفرض ١١% ، فيكون السعر للسهم :

$$P_0 = \frac{\$4}{0.11-0} = \$36.36$$

وفي المقابل هناك شركات تكون في طور النمو ولا تدفع التوزيعات بل تقوم باحتجازها بالكامل (Gup, 1983, 325) ، إن احتجاز الأرباح بالكامل لإعادة استثمارها في أعمال تخص حملة الأسهم فان ذلك يعني إنهم في وضع عدم تأكد من حصولهم على الأرباح في المستقبل ، وبالتالي يطلبون معدل خصم عالٍ (عائد) (Block & Hirt, 1992, 524) . بالإضافة إلى عدم التأكد بشأن بقاء الشركة من عدمها ، لذلك المستثمرين في مثل هذه الشركات يتوقعون معدلاً عالياً من العائد لغرض تعويضهم عن تحمل المخاطر .

وتتابعاً مع المثال أعلاه أن محلي الأسهم يؤكدون بأن الشركات الجديدة من المتوقع أن تدفع ولمدة خمسة سنوات مقسوم أرباح قدرة \$1 من الآن ، وان التوزيعات من الممكن أن تنمو بمعدل ٥% كل سنة وإذا المستثمرين يطلبون عائد قدره ١٨% فان سعر السهم في الخمس سنوات يكون :

$$P_5 = \frac{D_5(1+g)}{K_e - g}$$

$$= \frac{1(1+0.05)}{0.18 - 0.05} = \$ 8.08$$

وهذا المثال يبين وجهة نظر جوردن (Gup, 1983, 326) ، فالمستثمرون يعتبرون الأرباح الرأسمالية التي سوف يحققونها من احتجاز الأرباح هي أكثر خطورة من المدفوعات النقدية الجارية (الحالية) (Shim & Siegel, 1986, 327) .

#### ٤. نظرية والتر Walter's Formula

توضح هذه النظرية بان سياسة مقسوم الأرباح كقرار تمويلي تتحدد بواسطة الفرص المربحة المتاحة أمام الشركة ، ولاختبار هذه النظرية نفترض المثال التالي والذي يعتبر تطبيقاً لنظرية والتر (Horne, 1982, 424) :

$$P = \frac{D + \{(r / K_e)(E - D)\}}{K_e}$$

حيث أن :

=P = سعر السهم الواحد في السوق .

=D = مقسوم الأرباح للسهم الواحد .

=E = ربح السهم الواحد .

=r = العائد على الاستثمار .

= K<sub>e</sub> = العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

ولنفرض أن (r) مقدارها ١٢% وان (K<sub>e</sub>) هو ١٠% ، وان (E) مقدارها \$٤ ، وان

(D) تساوي \$٢ ، فسعر السهم يساوي الآتي :

$$\frac{2 + \{(0.12 / 0.10)(4 - 2)\}}{0.10}$$



$$P = \quad = \$44$$

فإذا كان معدل العائد على الاستثمار ( $r$ ) أكبر من معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ( $Ke$ ) ، فإن سياسة مقسوم الأرباح والتي تعظم سعر السهم هي عدم دفع مقسوم أرباح ، فعندما لا توجد توزيعات أرباح يكون سعر السهم والمحدد أعلاه وكما يأتي :

$$P = \frac{0 + \{(0.12 / 0.10)(4-0)\}}{0.10} = \$48$$

وفي المقابل إذا كان معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين فإن سياسة مقسوم الأرباح والتي تعظم سعر السهم هو توزيع كل الأرباح بصورة نقدية ، وكما يأتي :

$$P = \frac{4 + \{(0.08 / 0.10)(4-4)\}}{0.10} = \$40$$

وحسب نظرية والتر فإن سياسة مقسوم الأرباح المثلى هي الآتي لا تدفع توزيعات إذا كان باستطاعة الشركة أن تحقق معدل عائد على استثماراتها ( $r$ ) أكبر من معدل العائد المطلوب من المستثمرين ( $Ke$ ) .

وبالمثل ، إذا كانت الشركة تحقق معدل عائد على استثماراتها ( $r$ ) أقل من معدل العائد المطلوب للمستثمرين ( $Ke$ ) فيجب عليها توزيع كل الأرباح ، فالنظرية تعامل توزيعات الأرباح كقائض لأنها تتحدد بواسطة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة (Gup, 1983, 324) . إن فكر (التر) يقوم على العلاقة بين الزمن وعدم التأكد ، فنسبة المردود المتوقع ترتفع إذا انخفض مقسوم الأرباح وذلك لأن الأخير يؤلف مجرى نقدي أكثر تأكيدا من نسبة النمو المستقبلي في حالة احتجاز الأرباح (الشماخ ، ١٩٩٢ ، ٥١٥) .

هنالك بعض العوامل التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح ومن أهمها :

#### ١. حالة السيولة للشركة

إن الأرباح التي احتجزتها الشركة من سنوات سابقة ، تستثمر في موجودات الشركة ولا يحتفظ بها بشكل نقدي ، وهكذا قد لا تستطيع الشركة توزيع أرباح نقدية بسبب حالة السيولة لديها ، وفي الشركات النامية تحتاج دائماً إلى الأموال ، مما يقلل من التوزيعات على المساهمين (ويستون و برجهام ، ١٩٨٩ ، ٣٧٩) .

#### ٢. التعامل مع الأسواق المالية

إن الشركات الكبيرة التي تحقق استقرار في أرباحها يكون من السهل عليها التعامل مع أسواق رأس المال ، أما الشركات الجديدة والصغيرة تكون مخاطرها أكثر بالنسبة للمستثمرين المحتملين ، وقدرتها على الحصول على أموال خارجية محدودة فلذلك تقوم باحتجاز أرباحها للتمويل (Block & Hirt, 1992, 528) .

#### ٣. الفرص الاستثمارية

تعتبر الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة من أهم محددات سياسة التوزيع ، فالشركة التي لديها فرصة استثمارية تحقق بها درجة من النمو ، فمن الأفضل لها احتجاز الأرباح والاستفادة من التمويل الداخلي الذي يعتبر أقل كلفة من إصدار الأسهم الجديدة (Mathur, 1979, 300).

#### ٤. درجة الرفع المالي

الشركة التي تكون لديها نسبة الديون إلى حقوق الملكية debt-to-equity عالية ، فمن المحتمل بصورة كبيرة أن تقوم باحتجاز الأرباح ، ولذلك سوف تحتاج الأموال لمقابلة المدفوعات للمساهمين بالإضافة إلى أصحاب الديون (Shim, 1986, 326) .

#### ٥. تأثير الضريبة

فالضريبة على المساهمين تعتبر ذات محدد آخر من المحددات على سياسة التوزيع ، فالمساهمون الذين ينتمون إلى شريحة ضريبية معينة على دخلهم قد تكون عالية ، فيفضلون الحصول على أرباحهم بصورة أرباح رأسمالية عوضاً عن التوزيع النقدي لها ، لأن الضريبة على الأرباح الرأسمالية تؤجل إلى بيع السهم فعلاً في السوق وتحقيق الربح مما يجعل أثر الضريبة أقل على المساهمين (Ross & Others, 1992, 559) .

## المبحث الثالث حركة أسعار الأسهم

### أولاً. مفهوم حركة أسعار الأسهم والنظريات الخاصة به

تعرف القيمة الدفترية للموجود بأنها قيمة شراء ذلك الموجود التاريخية ، أما القيمة السوقية له ، فهي القيمة التي يمكن أن يباع بها الموجود ، وان القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة التي يدفعها من يريد شراء السهم . (ويستون وبرجهام ، ١٩٨٩ ، ٢٢٧) ، أما القيمة الدفترية للسهم ، فتعبر عن نصيب السهم من راس المال المدفوع وعلاوات الإصدار والاحتياطيات والأرباح المحتجزة ، ويمكن الوصول إليها عن طريق قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة ، وهي مؤشر للحد الأدنى الذي ينبغي أن تكون عليه قيمة السهم في السوق ، فإذا كانت الشركة تقوم بأداء جيد فان سعر السهم في السوق يكون أعلى من قيمته الدفترية ، وإذا كان الربح عادياً فان سعر السوق للسهم يكون ضمن أو في حدود القيمة الدفترية ، أما إذا كان الربح متدنياً فان سعر السهم يكون عادة أدنى من القيمة الدفترية له (العامري، ٢٠٠١، ١٤٦) .

أما القيمة الاسمية للسهم فهي القيمة المكتوبة على اوجه السهم وتستعمل لحساب رأس مال الشركة (رمضان، ١٩٩٦، ١٥١) .

وبناءً على ذلك هنالك ثلاث نظريات توضح وتفسر حركة أو سلوك الأسعار في السوق

المالية وهي :

١. نظرية التحليل الأساسي Fundamental Analysis

٢. نظرية التحليل التقني Technical Analysis

٣. نظرية السير العشوائي Random Walk

(Timilsina, 2001, 16)، وفيما يلي تفسير لهذه النظريات :

### ١. نظرية التحليل التقني

تقوم نظرية التحليل التقني على أساس دراسة المعلومات السابقة للسوق المالي ، وعلى افتراض مفاده هو أن الاتجاه السابق للأسعار من المحتمل أن يعيد نفسه ، فمعرفة الحركة السابقة للأسعار Past Patterns سوف تساعد للتنبؤ بالأسعار المستقبلية ، فهي تتضمن دراسة السلوك السابق للأسعار مع الإشارة إلى المتغيرات المالية والاقتصادية للتنبؤ بالمستقبل، فهذه المتغيرات يمكن أن تقدر وتُخمن في ضوء الحالة الحاضرة وبالتالي للتنبؤ بما سوف تكون عليه هذه الأسعار في المستقبل ([www.web.well invested.com](http://www.web.well invested.com)) .

### ٢. نظرية التحليل الأساسي

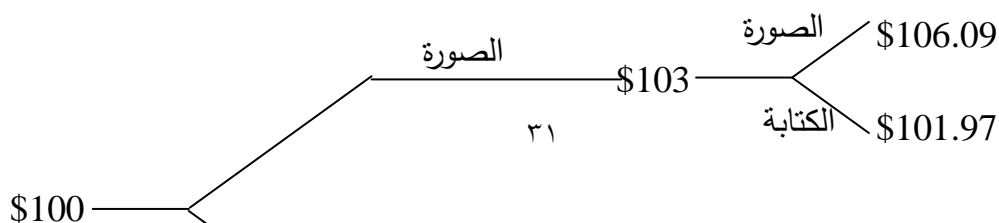
تقوم هذه النظرية على أن قيمة السهم تعتمد على التدفق النقدي المتوقع (الأرباح المستقبلية) وعلى معدل الرسملة (Capitalization Rates) الذي يدفع لمجهزي الأموال لتعويضهم عن الخطر الذي قد يتعرضون له ، ويسمى أيضاً بتكلفة التمويل لذلك قيمة السهم تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي تخصم بمعامل خصم معين ، وهذا يتطلب إفصاح كامل عن المعلومات المالية والاقتصادية لغرض الوصول إلى القيمة العادلة (Intrinsic Value) التي يباع بها السهم (Timilsina, 2002, 16) .

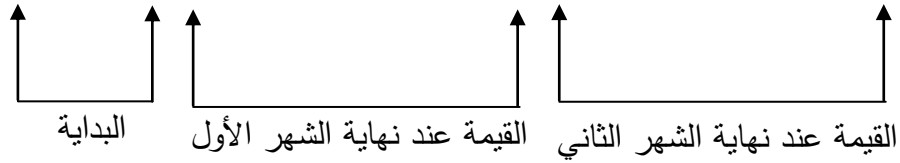
### ٣. نظرية السير العشوائي

تفترض هذه النظرية بان كل التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن الاستثمار بالأسهم هي مستقلة (independent) عن التدفقات السابقة ، وفي معنى آخر إن الأسعار المستقبلية لا يمكن التنبؤ بها على أساس قاعدة متابعة الحركات أو المشاهدات السابقة للأسعار ، إن الأسعار تتقلب بعشوائية هذا لا يعني أن السوق غير رشيد (Irrational) في تحديد الأسعار ، بل إنها تجري وفق ميكانيكية السوق (Market Mechanism) ، وفي الأسواق الحرة وذات التنافسية العالية فإن آلية العرض والطلب هي التي تحدد الأسعار ، وبما أن السوق حساسة جداً ، فأى وصف للسوق والمعلومات الخاصة به ينعكس بصورة دقيقة ومباشرة على الأسعار وبذلك تتحرك الأسعار على أساس تلك الحالة وبهذا تكون حركتها عشوائية (www.gsb.uchicago.edu).

ولغرض توضيح مفهوم الحركة العشوائية للأسعار نفترض المثال الآتي :

إن هناك \$ ٢٠٠ لغرض الدخول في لعبة قذف القطعة المعدنية ، فإذا ظهرت الصورة على القطعة المعدنية فإن هذا يعني الربح بنسبة ٣% من قيمة الاستثمار ، وإذا ظهر العكس النقش (الكتابة) على القطعة المعدنية فإن الخسارة تكون بما نسبته ١% من الاستثمار ، لذلك فإن رأس المال عند نهاية الشهر الأول يمكن أن يكون إما \$ ١٠٣ أو \$ ٩٩ وعند نهاية الشهر الثاني فإن مخرجات اللعبة يمكن أن تكون كما هو موضح في الشكل رقم (١):

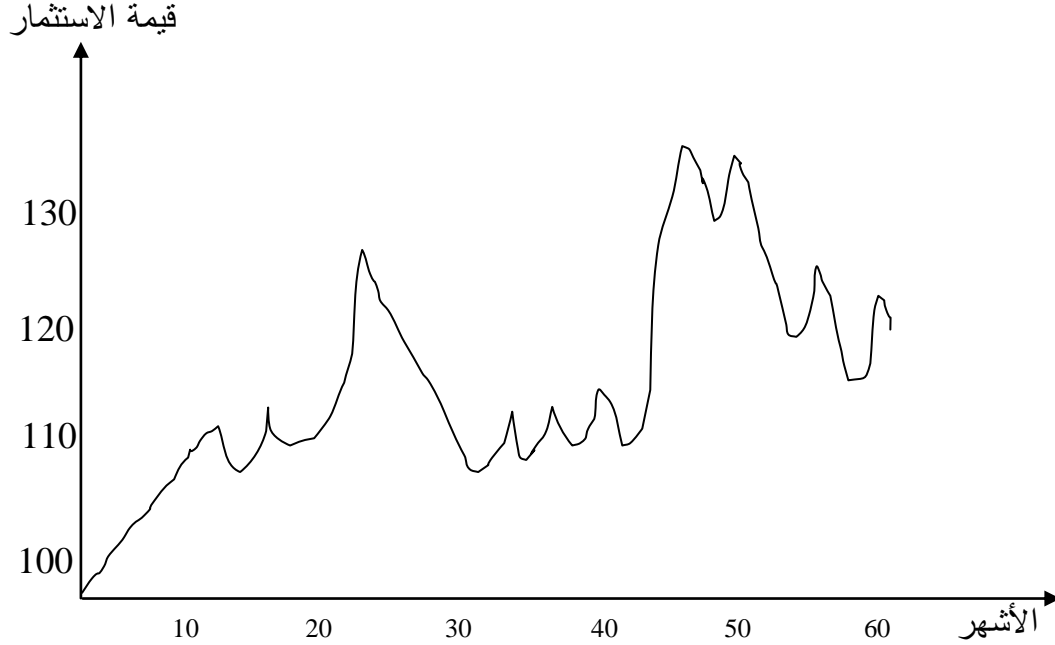




الشكل (١): مخرجات لعبة رمي القطعة المعدنية

Source: Brealey & Myers, 1989, 265.

هذه العملية هي حركة عشوائية للقيمة على امتداد الفترة الزمنية وذلك لان التغير المتعاقب في القيمة هو مستقل ومتجاهل للقيمة عند البدء في اللعبة أول الشهر ، والشكل البياني يوضح مخرجات اللعبة لمدة ٦٠ شهراً انه من السهل تقدير القيمة الناتجة من الاستثمار وأنها كانت على شكل دورة أو حلقة ، إلا إنها في حقيقة الأمر حركة السعر داخل هذه الدورة هي حركة عشوائية كما موضح في الشكل (٢) :



الشكل (٢): مخرجات لعبة رمي القطعة المعدنية لمدة ٦٠ شهراً

Source: Brealey & Myers, 1989, 265.

يوضح الشكل لعبة القطعة المعدنية على فترة ٦٠ شهراً ، حيث تظهر الحركة عشوائية للقيمة وغير محددة المسار (Brealey & Myers, 1989, 266) .

### ثانياً. مفهوم كفاءة سوق رأس المال وأشكالها

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب الأسعار في سوق رأس المال على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين عن طريق مصادر المعلومات المتاحة ، وعند ذلك تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة Fair value ، وتعكس تماماً القيمة الحقيقية للسهم والتي تساوي القيمة الحالية للعوائد المتوقعة نتيجة امتلاك السهم (www. cob a.unt.edu) وهذا ما يطلق عليه بالكفاءة الكاملة للسوق Perfectly Efficient Market ، وهذا يتضمن وجود عدة شروط منها توفير المعلومات ولا يوجد قيود على التعامل ووجود عدد كبير من المستثمرين الذين يسعون إلى تعظيم المنفعة (Thompson, 1996, 4) .

أما الأشكال التي تكون عليها كفاءة سوق راس المال هي :

### ١. الكفاءة الضعيفة للسوق Weak Form Efficient

في هذه الصيغة تكون الأسعار في السوق عاكسة للمعلومات التاريخية لسعر السهم في الماضي ، وان أي تحليل لهذه المعلومات هي عديمة الجدوى وان المستثمر يستطيع الحصول على أرباح غير اعتيادية عن طريق حصوله على المعلومات قبل غيره .  
(www.marciniak. Waw.pdf).

### ٢. الكفاءة المتوسطة للسوق : Semi-Strong Form Efficient

إن أسعار الأسهم تكون عاكسة للمعلومات التاريخية عن سعر السهم وكذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور ، وان تحقيق المستثمر لأرباح غير اعتيادية تكون صعبة، إلا في حالة حصوله على معلومات غير متاحة للآخرين . (Puxty & Others, 1991, 77)

### ٣. الكفاءة القوية للسوق Strong Form Efficient

هي أن تكون أسعار الأسهم عاكسة للمعلومات المتاحة والخاصة وأي معلومات أخرى متعلقة بنشاط الشركة حتى تلك المتاحة للإدارة ، ويستحيل لأحد أن يحقق أرباح غير اعتيادية في ظل هذا المفهوم للكفاءة . (Brealy & Myers, 1984, 270)

### ثالثاً . نماذج حركة الأسعار (التحليل التقني)

من المداخل المهمة والتي تدرس حركة الأسعار في السوق المالية وتوضح عدد من الحركات والنماذج للأسعار الماضية بهدف تحديد حركة السعر في السوق هو مدخل التحليل الفني (التقني) Technical Analysis حيث ينصرف العاملون وفق هذا المدخل إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة ، يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري ، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل ، ويشير الباحث دي بوندت De Bondt إلى دراسة سابقة ، كشفت عن إن التغيير في مستوى أسعار الأسهم في السوق يمكن التنبؤ بها وإنها لا تسير وفقاً لما يطلق عليه بالحركة العشوائية فالسوق الصعودي يستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات ، بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط ، وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس في أسعار السوق يصبح من المتوقع أن تتجه أسعار الأسهم إلى الارتفاع مرة أخرى (هندي، ١٩٩٩، ٤٢١) .

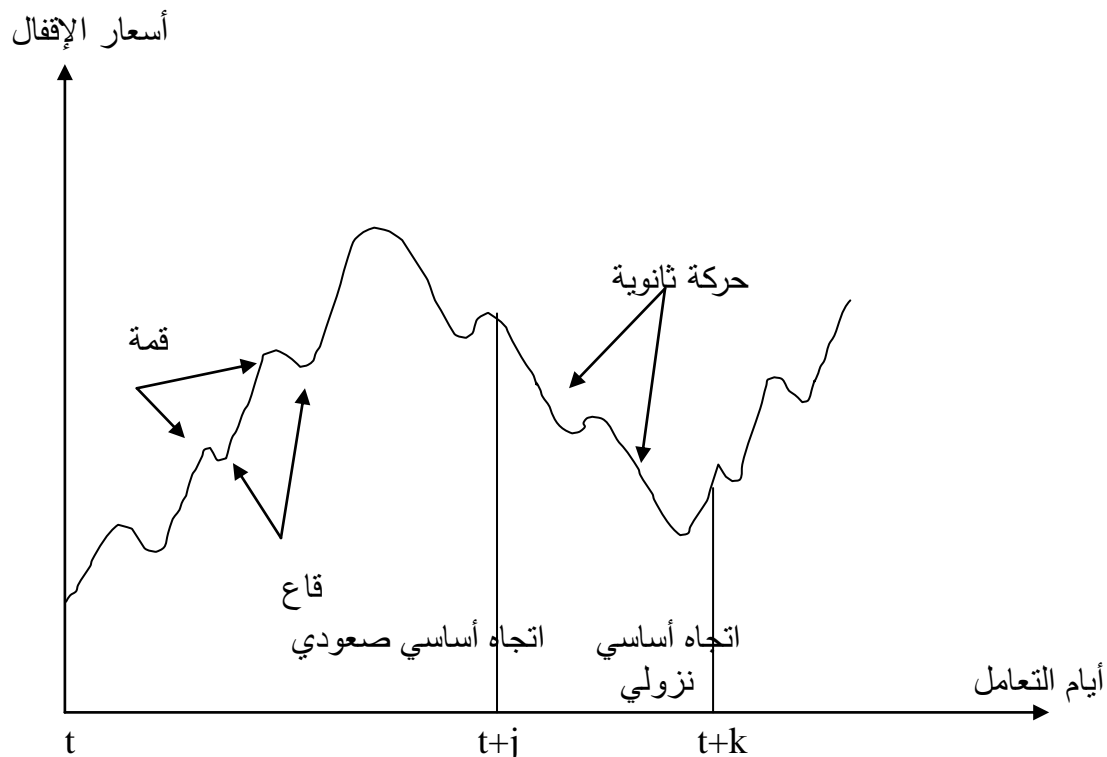
وتعتبر نظرية دو Dow theory من اقدم واشهر أدوات التحليل الفني لاسعار الأسهم والتعرف على حركتها والتي ينسب اسمها إلى مكتشفها هو Charles Dow تشارلز دو ، وجاءت نظرية دو لغرض الوقوف على اتجاه حركة الأسهم في الأجل الطويل وباستخدام مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة لغرض معرفة اتجاه حركة الأسهم واستخدام مؤشر دو جونز

## ==== الفصل الأول

لمتوسط صناعة النقل لغرض إيضاح التماثل في الحركة أو عدم التطابق في الحركة بين المؤشرين (Bodi Others, 1998, 414).

تشير النظرية إلى وجود ثلاث حركات سعرية لاسعار السوق تحدث في ذات الوقت الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم إلى آخر ، ويطلق عليها بالتقلبات اليومية Daily Fluctuations والثانية تغيرات سعرية متوسطة يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية Secondary Movements يتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو اكثر ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضعة شهور حتى يحدث تغير ثانوي آخر، واخيراً التغيرات السعرية التي تمثل الواحد منها تجميعاً لأثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو اكثر ، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد ، ويطلق عليها بالاتجاه الأساسي أو الجوهري Primary trend ، كما يطلق عليها أيضاً بالسوق الصعودي أو السوق النزولي حسبما إذا كان اتجاه الأسعار نحو الصعود أو نحو النزول (~bjordenwww.ukg.edu/).

ويمكن أن يجري التحليل على التغير في أسعار السوق بصفة عامة (المؤشرات) ، أو يجري على التغير في سعر سهم معين ، ويوضح الشكل (٣) يوضح خريطة تلخص نظرية دو .



الشكل (٣): يوضح مفهوم نظرية دو في حركة الأسعار

Source: Francis, 1988, 582.



حيث يشير الشكل إلى وجود اتجاه صعودي أساسي في الأسعار بدءاً عند اليوم  $t$  ووصول إلى القمة قبيل يوم  $t+z$  ثم اخذ الاتجاه بالهبوط بعد ذلك وفي اليوم  $t+z$  تحدث محاولة من خلال حركة سعرية ثانوية لإعادة الأسعار إلى مستوى القمة السابق ولكنها تفشل معلنة بذلك عن تغير في الاتجاه الأساسي وذلك من اتجاه صعودي إلى اتجاه نزولي .

فبالأسعار تستمر في اتجاه نزولي تصل إلى أدنى مستوى قبيل يوم  $t+k$  تبدأ بعدها في الارتفاع ، وفي اليوم  $t+k$  تحدث محاولة من خلال حركة سعرية ثانوية لإعادة مستوى السعر إلى ذلك المستوى المتدني ولكنها تفشل معلنة عن تغير في الاتجاه الأساسي وذلك من اتجاه نزولي إلى اتجاه صعودي ، ولا يمكن أن يتأكد الاتجاه الأساسي الجديد في أسعار السوق والذي يعكسه التغير في قيمة أحد مؤشرات السوق التي يقوم عليها التحليل ، وليكن مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة ، إلا إذا اتضح أن هنالك اتجاه أساسي مماثل قد حدث في مؤشر صناعة معينة وليكن مؤشر دوجونز لمتوسط النقل (Francis, 1988, 583) .

ومن الأدوات التي يستخدمها المحللون التقنيون هي :

١. أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق : وتهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق ، وتحديد اتجاه الأسعار فيه سواء نحو الهبوط أو الصعود .

٢. أدوات التحليل الفني لسعر السهم : وتهدف إلى دراسة التغير في حركة سعر السهم الواحد ومحاولة التنبؤ بما سوف يكون عليه سعر السهم من خلال دراسة التغيرات السعرية السابقة (هندي ، ١٩٩٨ ، ٢٢٥) .

١. أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق :

### أ. مؤشر الثقة Confidence Index

ويحسب هذا المؤشر بناءً على بيانات تؤخذ من سوق السندات على أساس أن الحركة في هذه السوق سوف تظهر قريباً في سوق الأسهم ، ومؤشر الثقة عبارة عن حاصل قسمة عائد السندات مرتفعة الجودة على عائد السندات متوسطة الجودة، والنتيجة تكون دائماً أقل من ١٠٠% لان عائد السندات مرتفعة الجودة يكون أقل من عائد السندات متوسطة الجودة وعندما يكون المستثمرون متفائلون بشأن المستقبل ، سوف يقاربان مع العائد المطلوب على كلا النوعين من السندات حتى يقترب المؤشر من ١٠٠% ، لذلك القيمة العالية للمؤشر تعني إشارة بأن سوق الأسهم سوف يكون صعودي وبالعكس (Bodi & Others, 1998, 423) .

### ب. مؤشرات الكميات الكسرية Odd-Lot Index

يقصد بالكميات الكسرية هي صفقات تداول الأسهم التي تتضمن أقل من ١٠٠ سهم والتي يجريها صغار المستثمرين ، ويمكن التوصل إلى هذا المؤشر عن طريق قسمة مشتريات

الكميات الكسرية على مبيعات الكميات السعوية ، إذا كانت المبيعات الكسرية تفوق المشتريات الكسرية ، فان صغار المستثمرين يبيعون أكثر مما يشترون ، وإذا كانت المشتريات أكبر من المبيعات ، فانهم يشترون أكثر مما يبيعون ، وعلى فرض أن المستثمرين غير رشيدين فتكون قرارات التداول المتخذة هي معاكسة قراراتهم ، فعندما يقوم صغار المستثمرين بالشراء بصورة كبيرة فإن ذلك إشارة على هبوط مستقبلي سيحدث في أسعار الأسهم ، وعندما يكون المستثمرون بائعين بشكل كبير ، فان ذلك يتحقق عند وصول السوق إلى نهاية النزول في الأسعار ، فعلى المستثمر أن يعرف الوقت الملائم للبيع والشراء عند أخذه لهذا المؤشر . (Francis, 1988, 593) .

## ٢. أدوات التحليل الفني لسعر السهم

### أ. خريطة النقطة والشكل Point-and Figure Chart

وتمثل حركة السهم خلال فترة معينة ، وتتضمن تلك الحركات في السعر على الحركات التي تحدث وفق نمط معين سواء في الزيادة أو النقصان بدرجات معينة تحدد مسبقاً، ولغرض رسم هذه الخريطة نضع درجة للزيادة أو النقص في السعر لغرض رسمها في الشكل، فمثلاً نحدد التغير في السعر تكون \$ ٢ ، وعلى ذلك ما يترتب من تبعات عند ارتفاع السعر أو انخفاضه وهو بحدود \$ ٢ ، فأخذ السعر الجديد ووضعه في الشكل ، وفي حالة الارتفاع يؤشر على الشكل من X ، وفي حالة الانخفاض رمز O ، ولغرض التوضيح ندرج المثال الآتي :

يوضح الجدول (١) بيانات لسعر سهم خلال شهر واحد لسهم معين :

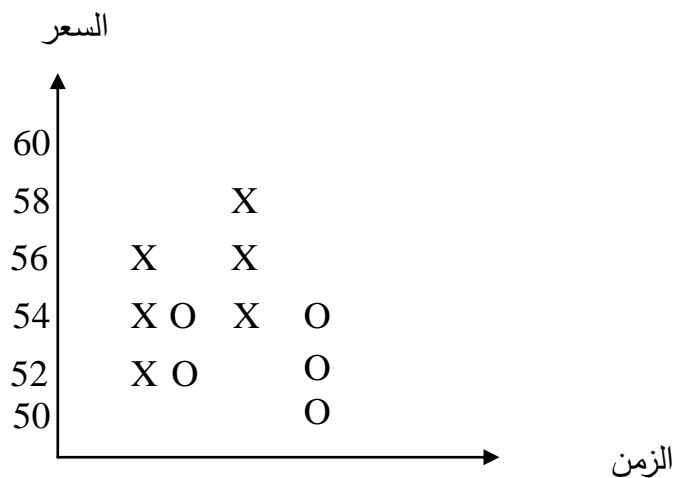
#### الجدول (١)

##### بيانات لسعر سهم خلال مدة شهر واحد

التاريخ	السعر	التاريخ	السعر
٢٠٠٠/٤/٢	٥٠	٢٠٠٠/٤/١٧	O54
٢٠٠٠/٤/٣	٥١	٢٠٠٠/٤/١٨	٥٤
٢٠٠٠/٤/٥	5٢X	٢٠٠٠/٤/٢٣	O 52
٢٠٠٠/٤/٦	٥١	٢٠٠٠/٤/٢٤	X54
٢٠٠٠/٤/٩	٥٤X	٢٠٠٠/٤/٢٦	X56
٢٠٠٠/٤/١٠	٥٤	٢٠٠٠/٤/٢٧	X58
٢٠٠٠/٤/١١	56X	٢٠٠٠/٤/٣١	O 54
٢٠٠٠/٤/١٢	٥٥	٢٠٠٠/٥/٢	O 52
٢٠٠٠/٤/١٣	٥٥	٢٠٠٠/٥/٣	O 50

Source: www.uky.edu/~ Jordanb

وعند وضع التغيرات السعرية في أعمدة على أن يتضمن كل عمود من الأعمدة حالة الارتفاع أو الانخفاض يظهر لنا الشكل (٤) الآتي:



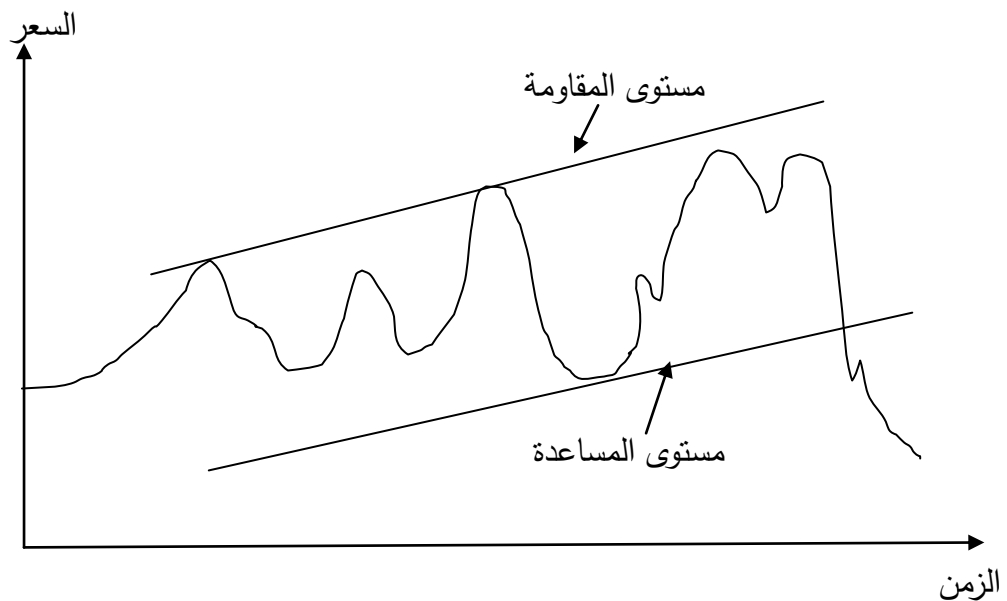
الشكل (٤): خريطة النقطة والشكل

Source: www.uky.edu/~ Jordanb

بعد ذلك ملاحظة حركة آخر عمود ودرجة النزول أو الصعود في السعر لمعرفة ما يمكن أن تكون عليه حركة السعر في المستقبل (www.uky.edu/~ Jordanb).

### ب. خريطة المستويات المساعدة و المقاومة Support and resistance chart

وهي عبارة عن تحديد لمستوى السعر خلال فترة زمنية معينة ، فمستوى المقاومة يحدد أعلى سعر وصل إليه السهم في السلسلة التي تمثل حركة السعر ، ومستوى المساعدة يمثل أدنى سعر وصل إليه سعر السهم في السلسلة ، وكما موضح في الشكل (٥) :



الشكل (٥): خريطة المستويات المساعدة والمقاومة

Source: Winger & Frasca, 1988, 277.

فمستوى السعر يبقى ضمن هذين المستويين ، فإذا اخترق السعر مستوى المقاومة (المستوى الأعلى) فإن من الأفضل شراء الأسهم ، وإذا اخترق السعر مستوى المساعدة (المستوى الأدنى) فإن الوضع يكون بيع الأسهم ، وذلك من المحتمل أن تنخفض اقل من ذلك السعر في المستقبل (Winger & Frasca, 1988, 278) .

#### رابعاً. العوامل المؤثرة على حركة الأسهم

تتحد القيمة السوقية للسهم في ضوء متغيرين هما : التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات الشركة ، والمعدل الذي تخصص به هذه التدفقات ، وهذا المتغيران بدورهما يتحددان على ضوء الظروف السائدة في داخل الشركة في داخل الصناعة التي تنتمي إليها ، هذا فضلاً عن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية ، هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم لا تبقى ثابتة دائماً بل تتغير مع ورود ووصول المعلومات عن الظروف الخاصة بالشركة والعالم ، مما يعني حصول تذبذبات في حركة الأسهم .  
وفيما يلي بعض العوامل المؤثرة على حركة الأسهم :

#### ١. الظروف الخارجية

يقصد بالشؤون العالمية المعلومات المتاحة عن الحروب أو توترات محتملة في منطقة ما أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها ، مثل هذه الأحداث وما شابهها عادة ما يترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى ، ويكون لها بصمات على حركة أسواق راس المال (هندي ، ١٩٩٩، ٢١٤) .

وتصنف هذه العوامل التي تؤثر في حركة أسعار الأسهم ضمن العوامل الخارجية والمتمثلة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية وتضم الاستقرار السياسي والسياسات النقدية والمالية والاتفاقات الدولية والقوانين بالإضافة إلى الثقافة والدين والعادات (عبد الله، ١٩٩٥، ٤٠) .

#### ٢. الظروف الاقتصادية المحلية

تعتبر متغيرات الاقتصاد الكلي من العوامل المهمة التي تؤثر في حركة الأسعار ، ولا سيما التغيرات التي تطرأ على الـ (GDP) الناتج المحلي الإجمالي ، فعند وصول معلومات عن سير أو تقدم الـ (GDP) ، فهذا يؤدي إلى تعديل الأسعار الحالية للأسهم حسب التوقعات بخصوص الـ (GDP) ويلاحظ أن التغير في الأسعار يسبق بفترة قليلة التغير في الناتج المحلي الإجمالي (Carlstrom & Others, 2002, 2) ، كذلك فإن التغير في الرقم القياسي

لاسعار المستهلك (نظرية فشر) والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي والذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة يثر في حركة الأسعار . (البديري والخوري ، ١٩٩٧ ، ٢٢٥).

ومن المتغيرات الأخرى ربح الشركات ومعدل الفائدة الاسمي ( The Nominal Bond Rate) ، فقد وجد هناك علاقة بين أسعار الأسهم وبين هذه المتغيرات الاقتصادية ، فالنمو في الربح يعد العامل الحاسم في قيادة الاتجاه الطويل الأجل لحركة الأسهم في حين معدل الفائدة الاسمي عامل مهم في تفسير الانحرافات الكبيرة حول هذا الاتجاه . (Olesen, 2000, 25)

### ٣. ظروف الصناعة

إن الصناعات تتفاوت من حيث تأثيرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة ، وهذا التباين في تأثير الظروف الاقتصادية يرجع في الأساس إلى عوامل في داخل الصناعة نفسها، مثل مدى اعتمادها على العنصر البشري ، والفرص المستقبلية لتنمية المنتجات والمنافسة مع الصناعات البديلة والصناعات المتشابهة نفسها (هندي ، ١٩٩٩ ، ٢١٧) .

### ٤. ظروف المنشأة المصدرة

تصنف هذه العوامل التي تؤثر في حركة أسعار الأسهم ضمن العوامل الداخلية ومنها مدى كفاءة ادائها والمتمثل في الإيرادات المتوقعة والأرباح الموزعة المستقبلية ومعدل النمو في الإيرادات والأرباح الموزعة وقيمة موجودات الشركة (عبد الله، ١٩٩٥ ، ٤٠) ، وقد أجريت دراسة على سوق بغداد للأوراق المالية توضح أهم العوامل المؤثرة في حركة أسعار الأسهم وهي العرض والطلب على الأسهم المطروحة والشهرة للشركة صاحبة الأسهم ، وكفاءة وفاعلية الإدارة عائد الاستثمار ومقسوم الأرباح ، الوسطاء الماليون من شركات مالية ومعارف وأفراد (عبد الغفار، ٢٠٠١ ، ٤٥) .

وبصورة عامة إن أسعار الأسهم تتجه في الحركة إلى سلوك قابل للتنبؤ والتحديد (deterministic Predictable Manner) والأسواق المالية الكفوءة تعكس كافة المعلومات المتاحة عن السهم (Shamia, 1990, 54) .

## تمهيد

يستلزم بناء الجانب الميداني للدراسة القيام بتحديد وعرض للمنهجية التي سوف تسلكها الدراسة ، إذ تضمنت الخطوات والمراحل التي سيتم اعتمادها وصولاً إلى الهدف ، وابتدأت بعرض للدراسات السابقة ، أما المنهجية فإنها تتضمن مشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها ، كما تم عرض الفرضيات وصولاً إلى وصف البيانات وعرضها .

وحدد هذا الفصل بثلاثة مباحث :

**المبحث الأول : الدراسات السابقة .**

**المبحث الثاني : منهجية الدراسة .**

**المبحث الثالث : وصف البيانات .**

## المبحث الأول الدراسات السابقة

إستكمالاً للإطار النظري الخاص بالدراسة ، هناك عدد من الدراسات النظرية والتطبيقية التي أسهمت في رسم الإطار العام لمنهجية الدراسة والتي تناولت موضوع رسملة الأرباح من عدة جهات مختلفة يتم توضيحها حسب ما تناولتها كل دراسة .

تناولت دراسة الباحث (Barker,1958) عملية تقييم توزيع الأسهم Stock dividend بدلاً من النقد على حملة الأسهم ، وتأثير تلك العملية على جملة من المتغيرات بعد توزيع الأسهم ، فأخذت الدراسة عملية التقييم من خلال الإجابة على عدة أسئلة ، منها ، ماذا يحدث لأسعار الأسهم بعد الإعلان عن توزيعات الأسهم ؟ وهل تُحقق هدف الاحتفاظ بالنقد في الشركة ؟ وهل تعتبر كوسيلة لحماية حملة الأسهم من الضرائب ؟ وقد اعتمد الباحث على الإعلانات الخاصة بتوزيع الأسهم البالغ عددها 224 إعلان في سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) .

وقد توصل الباحث إلى عدة استنتاجات وهي أن الشركات التي تقوم بتوزيع أسهم مع زيادة في نسبة توزيع الأرباح النقدية لم يتغير مستوى معدل أسعار أسهمها بصورة كبيرة ، وأن الشركات التي تقوم بتوزيع أسهم ولا تجري زيادة في نسبة توزيع الأرباح قد انخفض معدل أسعار أسهمها ، أما هدف الاحتفاظ بالنقد فقد وجد أن ١٥% من مجموع الشركات قد حققت هذا الهدف ، ولم تعتبر عملية توزيع الأسهم وسيلة للحماية من الضرائب ، لأن حملة الأسهم يدفعون ضريبة الأرباح الرأسمالية Capital gain tax عند بيعهم للأسهم المستلمة (Barker,1958,99)

إستهدفت دراسة (Foster & Vickrey, 1979) تبيان رد فعل السوق تجاه المحتوى المعلوماتي لعملية توزيع الأسهم Stock Dividend ، وقد ضمت العينة ٨٢ إعلاناً عن توزيعات للأسهم خاصة بالقطاع الصناعي في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE والمسجلة في جريدة Wall Street Journal ، وقد أستنتج الباحث إن السوق تستجيب إيجابياً لعملية توزيع الأسهم في تاريخ الإعلان عنها Declaration Date من قبل الشركة ، وإن السوق غير مشروطة للاستجابة إيجابياً في تاريخ الإعلان عن موعد تسليم الأسهم للمساهمين (ex-date)

وقد فسرت النتيجة أن توزيعات الأسهم تؤدي إلى تغيرات في توقعات المستثمرين بخصوص التوزيعات النقدية المستقبلية أو مستوى أرباح الشركة عند معرفتهم بالإعلان عن التوزيعات للأسهم التي تنشره الشركات في السوق المالية (Foster & Vickery, 1979, 360).

وتناولت دراسة (Crawford and turner,1985) معرفة اتجاه تفضيل المستثمرين الاستثمار في الأسهم بين الشركات التي تقوم بتوزيع أسهم Stock dividend أو تلك التي لا توزع أسهم ، ومناقشة الجدل حول اعتبار أو عدم اعتبار توزيع الأسهم بدلاً من النقد كدخل وذات منفعة لحملة الأسهم ، ولا سيما تحمل المستثمر تكاليف تؤدي إلى تخفيض في ثروته نتيجة هذه التوزيعات ، و بذلك لا تجعل المستثمر أكثر غنى.

ومن خلال تقسيم الشركات إلى شركات تقوم بتوزيع نقد بصورة مستمرة ، وشركات تقوم بتوزيع أسهم بفترات منقطعة ، وشركات توزع نقد وأسهم بصورة مستمرة ، وتم مقارنة تلك الشركات مع الشركات الموضوعة في جدول أعمال صناديق الاستثمار للاستثمار في الأسهم ، وجدت النتيجة إن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي لا توزع مقسوم أرباح بصورة أسهم (Carwford and turner, 1985, Abstract) .

أما دراسة (Elgers & Murray, 1985) فإنها تضمنت الكشف عن الأسباب التي تجعل مدراء الشركات اتخاذ قرار بشأن توزيع الأسهم Stock dividend ، والغرض من ذلك التوزيع من حيث تأثيره في أسعار الأسهم في السوق ، وقد استنتجت الدراسة إن المدراء يقومون باتخاذ قرارات لتوزيع أسهم بصورة كبيرة (أكثر من ٢٥%) وذلك لإبقاء سعر السهم في المستوى الأمثل Optimal Range ، ولتوجيه إشارة إلى السوق تدل على التوقع التفاؤلي للإدارة ، وهذا الباعث يلعب دوراً مهماً في اتخاذ مثل هذه القرارات ، أما الشركات التي تكون أسعار أسهمها منخفضة نسبياً فإنها تفضل توزيع الأسهم بكميات صغيرة أقل من ٢٥% (Elgers & Murray, 1985, Abstract) .

هدفت دراسة (Bhagat & Others,1986) تسليط الضوء على عملية توزيع الأسهم Stock dividend وتجزئة الأسهم Stock Split ، وقد تكونت العينة من ١٤٨ شركة ذات نشاط صناعي Industrial Firms ، و ٥٠ شركة للخدمات Utilities ، فبالنسبة لشركات القطاع الصناعي كانت استجابة السوق تجاه هذه الإعلانات إيجابية Positive Market Reaction ، أما شركات الخدمات فمعظمها استخدم إصدار أسهم جديدة New issue لزيادة رأس المال ، وقد استجاب السوق إيجابياً لهذا الإصدار الجديد كونه يمثل إشارات جيدة Positive Signal عن الفرض الاستثمارية المتاحة لهذه الشركات (Bhagat, Brickley, Lease, 1986, Abstract)

أما دراسة (Litzenberger,1986) فقد تناولت دور الرسملة في تعظيم هيكل رأس المال، وبالتالي زيادة منفعة الملاك والمساهمين في الشركة من خلال أسعار الأسهم ، وقد استنتجت الدراسة إن تعظيم قيمة هيكل رأس المال من غير المحتمل أن تكون متوافقة مع تعظيم المنفعة للمساهمين ،



فالرسملة لا تمتلك تأثير إيجابي على أسعار الأسهم ، فالمساهمون يتعرضون لتكلفة الفرصة البديلة لان مصادر أموالهم استهلكت في الشركة لأغراض قد تكون غير فعالة ( Litzenberger, 1986, ) . (Abstract

وهدفت دراسة (Dravid,1987) أيضاً تبيان التغيرات التي تحدث لعوائد الأسهم بعد عمليات الإعلان عن توزيع الأسهم Stock Dividend وتجزئة الأسهم Stock Split نتيجة لزيادة عدد الأسهم الحاصل بعد هذه العمليات التي تقوم بها الشركة ، وقد كانت النتيجة هي أن التجزئة الصغيرة للأسهم تبدي زيادة في التذبذب Volatility للعوائد مثل التجزئة الكبيرة للأسهم، أما عن توزيع الأسهم فان الأمر يتعلق بالانحراف في التذبذبات التي تحصل للعوائد ، وعن التذبذبات التي تحصل للعوائد في حالة معكوس تجزئة السهم Reverse Split فقد وجد انخفاض في التذبذبات التي تحصل للعوائد بعد هذه العملية (Dravid, 1987, Abstract) .

أما عن دراسة (Conrad,1987) فقد وضحت المنافع التي يحصل عليها كل من الشركة وحملة الأسهم من جراء عملية توزيع الأسهم Stock dividend بدلاً من التوزيع النقدي للأرباح، وما توفره لحملة الأسهم من السماح لهم باستثمار إضافي في أسهم الشركة وتوفر هذه العملية عدة منافع للمستثمرين :

١. التوفير في كلفة المعاملات للأسهم .
٢. يمنحون الخصم على أسعار الأسهم الممنوحة .
٣. شراء نقدي لأسهم إضافية من الشركة .
٤. القابلية لشراء أسهم بصورة كسرية .

لكن هنالك مثالب لهذه العملية ، فبعض أسهم الشركات يجب أن تباع أولاً من خلال السماسرة broker وهذا يتطلب عمولة تدفع ، كما أن عملية استثمار النقد في الشركة يفتقر إلى المرونة لان النقد المستثمر في الشركة يتطلب وقت لجني الأرباح وهنالك فترة انتظار لحين الحصول على الأرباح ( Conrad, 1987 , Abstract) .

أما دراسة (CrawFord and turner,1987) استهدفت تحديد الآثار التي تتركها عملية توزيع الأسهم Stock dividend على الشركة مالياً Financially وهيكليةً Structurally والمتغيرات التي أخضعت للاختبار هي :

١. إجمالي الموجودات.

٢. العوائد .

٣. العائد على الملكية.

٤. العائد على الموجودات.

وقد كانت النتائج كما يأتي: بالنسبة للشركات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية Cash Dividends فان نسبة التوزيع الجارية للأرباح Current Ratio of Cash Dividend تبقى ثابتة ، بينما الشركات التي تقوم بتوزيع أسهم كمقسوم أرباح والشركات التي لا توزع أسهم أو أرباح نقدية فان نسبة توزيع الأرباح تتأخر زيادتها Posted Increasing أكثر من الخمس سنوات التي شملتها الدراسة ، وإن الشركات التي توزع النقد فان اتجاه نسبة الديون إلى الملكية نحو الانخفاض ، وأبدت أسعار أسهمها اقل عرضة للتغيرات نحو الانخفاض ، أما الشركات التي توزع أسهم امتلكت أعلى نسبة سعر إلى الربح Price-to-Earnings ، أما عن معدل النمو المركب لإجمالي الموجودات Average Compound Growth Rate of Assets فان أعلى معدل نمو لوحظ للشركات التي توزع مقسوم أرباح نقدي ، وعن الأرباح كان أعلى معدل ربحية للشركات التي لا تقوم بتوزيع أسهم أو نقد (Crawford & Turner, 1987, Abstract) .

وأخذت دراسة (Lakonishok and Baruck,1987) على عاتقها توضيح اثر الإعلان في توزيع الأسهم وتجزئة الأسهم على أسعار الأسهم في السوق وأسباب تلك الإعلانات ، شملت العينة (1257) إعلان عن توزيع أسهم و (1015) إعلان عن تجزئة الأسهم ، فكانت النتائج هي أن عملية تجزئة السهم توجه أساساً لإرجاع أسعار الأسهم إلى المستوى الطبيعي لها Normal Range وهذا هو الهدف المراد منه من هذه العملية .

أما عن توزيعات الأسهم فإنها تختلف كلياً عن تجزئة الأسهم ، ولكن كليهما يعتبران ظاهرة تخفيض Decreasing Phenomenon في الأسعار ، ومفتاح توزيع الأسهم هو رغبة الشركة في توزيع مقسوم أرباح نقدي منخفض نسبياً (Lakonishok & Baruck, 1987, Abstract) .

جاءت دراسة (Kiesche,1988) لتوضيح الزيادة التي تطرأ على نسبة التوزيع السنوي للأرباح لسنوات قادمة بعد الإعلان عن توزيعات الأسهم في الفترة الحالية وأهمية هذا الإعلان لدى المستثمرين ، وعلى الرغم من وجود زيادة في مقسوم الأرباح النقدي بعد عمليات توزيع الأسهم ، إلا أن تثبيت نسبة توزيع الأرباح توازن عمل balancing act معظم الشركات ، ويبقى العامل المهم المقرر لنسبة توزيع الأرباح هو طبيعة العمل الذي تمارسه الشركة ، وقد جاءت التعليقات على

زيادة نسبة توزيع الأرباح من ٤٥% إلى ٥٥% بأنها الطريق الأمثل لوضع صورة جيدة عن مستقبل الشركة ونمو أرباحها المستقبلية ولاسيما زيادة الحصيلة النقدية للمساهم بعد عمليات التوزيع للأسهم التي تجريها الشركات (Kiesche, 1988, Abstract) .

تضمنت دراسة (Doran & Nachtmann, 1988) اختبار فكرة أن توزيعات الأسهم من الممكن أن تبلغ بمعلومات عن الأرباح المستقبلية للمستثمرين ، فقد تم تحليل الأرباح غير المتوقعة أثناء الإعلان عن توزيع الأسهم وتجزئة السهم ، وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من ١٧٧٧ إعلاناً وكانت أهم النتائج هي :

١. تأخير توزيعات الأرباح كان اكبر من المتوقع .
٢. الانحرافات في الأرباح المستلمة عن الأرباح المتوقعة ذات علاقة مباشرة مع حجم التوزيعات للأسهم بصورة عامة .

فهذه النتائج يمكن أن تدعم الفكرة القائلة بان الإعلان عن توزيع الاسهم يمكن أن يوصل فكرة خاصة بالأرباح المستقبلية (Doran & Nachtmann, 1988, Abstract).

الدراسة التي أجراها (Lilgeblom, 1989) استهدفت توضيح تأثير الإعلان عن توزيع الاسهم وتجزئة الاسهم على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق Stockholm Stock Exchange ، وقد أظهرت النتائج اختلاف رد فعل الأسعار لكلا الإعلانين ، وهذه النتيجة تدعم القول بأن رد فعل الأسعار الإيجابي في حالة الإعلان عن توزيع الاسهم وتجزئة السهم لا يمكن إنسابه إلى تزامن ذلك الإعلان مع الإفصاح عن ربحية السهم الواحد والتوزيعات (Lilgeblom, 1989, Abstract) . أما عن الدراسة الأخيرة والتي أجراها الباحثان (Kato & Tsay, 2002) أظهرت تأثير الإعلان عن توزيع الاسهم على أسعار الاسهم في سوق طوكيو (TSE)، وأوضحت أيضاً سبب الفرق في استجابة السوق لهذه التوزيعات وعزته إلى حجم التدفقات النقدية والاستثمارية بين الشركات ، وكانت النتائج هي أن معظم أسعار الاسهم (كمعدل) تستجيب لتلك الإعلانات بصورة إيجابية ، وقد أظهرت هذه الشركات زيادة في استثماراتها السنوية ، أما عن أسعار الأسهم التي استجابت بشكل سلبي فقد أظهرت تلك الشركات انخفاضاً في الاستثمارات السنوية مقارنة مع الشركات التي حققت استجابة إيجابية في أسعار أسهمها . (Kato & Tsay, 2002, 13)

## المبحث الثاني منهجية الدراسة

أولاً: مشكلة الدراسة

تعد ظاهرة الرسملة في الشركات المساهمة أهم العناوين التي تشغل بال العديد من الجهات ومنهم حملة الأسهم والإدارات والمضاربين في سوق الأوراق المالية والجهات الحكومية والمؤسسات المالية والمصارف وجهات أخرى ، وتبرز المشكلة في الآثار التي يمكن أن تتركها عملية الرسملة على كل تلك الجهات ، وما هي أبعادها على سلوك المستثمر لاحقاً والإدارات وحملة الأسهم ، مروراً عبر قراءات لأدلة الأسواق والبيانات المفصح عنها رسمياً في السوق العراقية والأسواق العربية والإقليمية والعالمية يمكن القول أن ظاهرة الرسملة يمكن وصفها بالمعضلة المهنية والتطبيقية وإنها في الوقت نفسه تشكل معضلة بحثية نظرية يمكن أن تؤطر باتجاهين هما :

### الاتجاه الأول: معرفياً

إن تأطير الجانب المعرفي لظاهرة الرسملة يمكن أن يعود لعقود من الزمن وهي البدايات الأولى للكتابات في هذا الموضوع وضمن المنظور الاقتصادي والقانوني ، ولغاية ما يطرح الآن في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين وضمن الإدارة المالية كموضوع متخصص ، وأيضاً ما يتفرع عن الإدارة المالية وخاصة في الأسواق المالية من تواصل معرفي ضمن حالة منهجية مكملة ، وأيضاً بأغطية قانونية ، وهي بهذا قد أظهرت العديد من الاختلافات والتباينات في طبيعة الظاهرة وأنماطها وأساليبها وآثارها التي يمكن أن تشكل إضافة معرفية لموضوع رأس المال وتوفره أمام حجم الأخطار التي يمكن أن تواجهها الشركة المساهمة أياً كان حجمها ! ورغم التغيرات الكبيرة المعرفية التي حصلت في منهجية الإدارة المالية في التعامل مع الظاهرة المالية من حيث التحول نحو رؤية الظاهرة كأنها إدارة للخطر الذي يواجه رأس المال بدلاً من أن تكون إدارة لرأس المال ، ورغم كل ما جاء به Anthony Saunders من تحولات منهجية ومعرفية أثرت في المنهجية العلمية المعتمدة في تشخيص المشكلة البحثية وأيضاً في قياس الظاهرة تقييم أبعادها وآثارها ، إلا أنها برزت كمشكلة لا تكمن في جانب واحد وإنما في الإدارة وحملة الأسهم والمضاربين والمتعاملين في السوق ومن هنا تبرز المشكلة المعرفية للبحث .

## الاتجاه الثاني: تطبيقاً

تكمن مشكلة البحث في كيفية قياس العلاقة بين عملية الرسملة التي تقوم بها الشركة ممثلة بالإدارة ، وبين حركة أسعار الأسهم التي يقف وراءها العديد من المتضمنات وأهمها ربحي حملة الأسهم والمنفعة المتحققة لهم من جراء ذلك ، إن آلية بناء سند ودعامة مالية للشركة يمكن أن تدفع عنها مشكلة ما أو يمكن أن تضع لها موقفاً جديداً على خريطة الأعمال بين المنافسين وتضيف وتدعم قدرتها على السداد ، فالشركة وإدارتها اليوم أمام أخطار متزايدة وهي تعمل جاهدة ضمن تركيبة متنوعة للموجودات في الميزانية وهناك فقرات وبنود خارج الميزانية وفي بيئة تنافسية مفتوحة وتتزايد أعداد المنافسين بإطراد ، وفي المقابل يسعى حملة الأسهم لتحقيق المزيد من الأرباح بوصفهم المالكين للشركة ، ويسارع المضاربون لإقتناص أية فرصة لأكتساب المزيد من الأرباح الرأسمالية من خلال متابعة حركة الأسعار ، وفي النهاية تمثل الظاهرة مشكلة بوجهها الميداني في سوق الأوراق المالية وأيضاً لدى إدارة الشركة ومن هنا سيتعرض البحث لهذه المشكلة ويحاول وضعها ضمن إطار منهجي علمي مقنن مستخدماً التأطير المعرفي للمشكلة لإبراز الأبعاد الميدانية والتطبيقية .

## ثانياً: أهمية الدراسة

يعد موضوع رأس المال من أهم المواضيع التي كانت ولا زالت مثار اهتمام الاقتصاديين والماليين والإداريين والمحاسبين وكل من وجهة نظره ومعرفته، وعودة بسيطة لأدبيات الاقتصاد تظهر وبوضوح كم هي كبيرة اهتمامات الاقتصاديين بموضوع رأس المال ليس الآن وإنما منذ أكثر من ثلاثة قرون حيث الكتابات الأولى في الاقتصاد الرأسمالي والذي ارتبط برأس المال ، وقد شكلت تلك البدايات الأولى للاهتمام برأس المال الجذور الأولى لاهتمامات المحاسبين والإداريين في إطار النظريات الحديثة لمجمل هذه العلوم في القرن العشرين والأهم من كل هذا ما أكدته النظرية المالية الحديثة للهيكل التمويلي والذي يعد رأس المال السند الأساس في انطلاق منظمة الأعمال ونموها وتوسعها ففوة المنظمة المالية في حجم رأسمالها وتعاضم أرباحها من إمكانيتها المتاجرة برأسمالها ، وقدرتها التنافسية تستند في كثير من الأحيان على رأس المال فهو الملاذ الأخير .

تأسيساً برزت أهمية الرسملة والتي تعد مصطلحاً مشتقاً من رأس المال وأهميتها تكمن في ما تمارسه من آليات تدعم رأس المال وتنميه تعظمه ، ورغم الاهتمام الكبير الذي حظي به هذا المفهوم في الميدان وخاصة من قبل المدراء التنفيذيين والماليين ، وأيضاً فقد حظي المفهوم بالمزيد من

الاهتمام في الأدبيات المالية الأجنبية المكتوبة باللغة الإنكليزية ، إلا أن المفهوم لم يحظى بالاهتمام المناسب في أدبيات الإدارة المالية في اللغة العربية ، ولم ينل أي قدر من الاهتمام من قبل الباحثين والدارسين في الإدارة المالية عدا استثناءات بسيطة تناولت الموضوع من جوانب أخرى غير عنوان الرسملة منها على مقسوم الأرباح وأخرى على الاحتياطات ورأس المال وغيرها ، وتعد كل المواضيع التي تناقش وتبحث في رأس المال ذات صلة وثيقة بموضوع الرسملة ، إلا أن الجديد في البحث الحالي علاقته بحركة أسعار الأسهم وهذا ما يتناول بالتحديد الظاهرة في الميدان ومنها البيئة العراقية وهي تشخيص للمشكلة التي طرحت باتجاهاتها النظرية والتطبيقية والتي تحتل أهمية كبيرة على كل المستويات كما سبق القول ، ومن هنا برزت أهمية البحث والحاجة لا زالت مستمرة لمزيد من البحوث في إطار القطاع المالي ليس من منظور السوق حسب ، وإنما من منظور الشركة وضمن منهجية علمية واضحة .

### ثالثاً: أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى ما يأتي :

١. توضيح الأبعاد النظرية والتطبيقية لمفهوم الرسملة من خلال مناقشة أبعاد وآثار المفهوم من وجهات نظر متعددة ووفق عدد من المفاهيم ومنها رأس المال والأرباح المحتجزة ومقسوم الأرباح والبناء والعلاقاتي بين رأس المال من جهة وحركة أسعار الأسهم من جهة أخرى .
٢. توصيف محدد للرسملة كمفهوم وكعملية تتضمن تحويل لرأس المال كونه مطلباً من المطالب التي تبنتها الإدارة وسعت إلى تحقيقها لحماية الشركة أولاً وتوفير المال اللازم ثانياً وتشجيع الجمهور لشراء الأسهم ودعم المالكين ثالثاً .
٣. تقييم سياسة الرسملة وبالتحديد رسملة الأرباح وفتح الباب لدراستها بوصفها سياسة تمويلية يمكن أن تحقق المزيد من المنافع لمتخذ القرار ، بالتالي فإن البحث في هذا الموضوع يستوجب الوقوف على أبعادها ومضامينها ومسبباتها الرئيسية ، وأيضاً قياس وتقدير مدى مقدرة الإدارة على مواجهة التغيرات التي تلاحق العملية وخاصة في أسعار الأسهم .
٤. تقييم سياسة الرسملة كنمط لدعم رأس المال بوصفه خطأ وقائياً للشركة من خلال قياس الآثار المترتبة على تلك العملية .
٥. التعريف بحركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ورسم معالمها النظرية والتطبيقية والتي يمكن أن تسهم في فهم آلياتها ومسبباتها .

٦. قياس وتحديد مستوى ومعنوية العلاقة بين رزمة الأرباح وتحويلها إلى راس المال ، وحركة أسعار الأسهم للشركة في سوق الأوراق المالية .

#### رابعاً: فرضيات الدراسة

لغرض تحقيق أهداف الدراسة ، فقد تم وضع عدد من الفرضيات وكما يلي :

١. الفرضية الرئيسية الأولى : إن لعملية الرزمة علاقة إيجابية ومعنوية مع حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية .

وينفرع عنها الفرضيات الفرعية الآتية:

أ. أن لعملية الرزمة علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية مع نصيب السهم من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة .

ب. أن لعملية الرزمة علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية مع نصيب السهم من توزيعات الأرباح السنوية التي توزعها الشركة

ج. أن لعملية الرزمة علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية مع حجم التداول لأسهم الشركة التي قامت بعملية الرزمة .

٢. الفرضية الرئيسية الثانية : أن لعملية الرزمة أثر معنوي سلبي على حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية .

٣. الفرضية الرئيسية الثالثة : أن لحجم التداول أثر معنوي سلبي على حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية .

#### خامساً: مجتمع الدراسة

بدايةً لأبد من إعطاء فكرة عن تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية ، لقد جاءت فكرة تأسيس السوق بشكل منتظم ، بعد أن برزت هنالك حاجة ملحة في الاقتصاد العراقي إلى سوق مالية ، لغرض توجيه المدخرات الوطنية في سياق التنمية القومية خاصة لأن العراق شهد في فترة أواخر الثمانينات من القرن الماضي بداية سياسة اقتصادية جديدة تمثلت في خصخصة بعض المنشآت العامة والحكومية ، وقد وردت في قانون سوق بغداد للأوراق المالية مسوغات تأسيسها بوصفها استجابة للسياسة الاقتصادية الجديدة في العراق ، إذ أن زيادة عدد الشركات المساهمة في القطاعين

## الفصل الثاني =====

الخاص والمختلط وتداول أسهم هذه الشركات ، كان البداية الحقيقية لسوق أولية للإصدار وسوق ثانوية للتداول .

إن التحديات جعلت وجود سوق مالية في العراق حاجة ماسة ، فقد باتت أمراً بالغ الأهمية لذا تأسست سوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون رقم ٢٤ لسنة ١٩٩١ ، مقرها في بغداد وهي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والإداري ، فهي ذات نفع عام لا تستهدف الربح بل تسعى لوضع آلية ضبط تداول الأوراق المالية من خلال مؤشر يتألف من ١٠٠٠ درجة يمثل نقاط الارتفاع والانخفاض التي تتحدد بموجب حركة أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم .

يتكون مجتمع البحث من الشركات المساهمة العراقية المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية ، ولما كانت هذه الشركات متباينة في أحجامها وأعدادها والقطاع الذي تنتمي إليه فهناك الصناعية والزراعية والخدمية المالية والسياحية وغيرها وأنها عددها يتجاوز التسعون شركة وهي أيضاً تتباين في طبيعة ونوع حملة الأسهم من أفراد أو شركات أو الحكومة ممثلة بأحد مؤسساتها، كل هذه الشركات والمسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية تعد مجتمعاً بحثياً للظاهرة قيد البحث ، والجدول (٢) يوضح أنواع القطاعات في سوق بغداد للأوراق المالية ، وعدد الشركات في كل قطاع ، مع نسبة كل قطاع إلى إجمالي القطاعات في السوق:

### الجدول (٢)

#### نسب القطاعات في سوق بغداد للأوراق المالية

النسبة %	عدد الشركات	القطاع
٣٦	٣٤	القطاع الصناعي
١٤	١٣	القطاع الزراعي
٣٣	٣١	القطاع الخدمي
١٧	١٦	القطاع المصرفي
١٠٠	٩٤	المجموع

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث ١٩٩٣-٢٠٠١ .



### سادساً: عينة الدراسة

تم اختيار تسعة عشرة شركة من بين المجتمع البحثي المكون من (٩٤) شركة لتكون عينة البحث ، والتي تكونت من الشركات المساهمة الصناعية المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية ، وقد تم اختيار هذا القطاع لأسباب تتعلق بمسح الظاهرة قيد البحث بين الشركات والتي تبين أنها حصلت في القطاع الصناعي أكثر من أي قطاع آخر ومن هنا اعتمد القطاع الصناعي لانتقاء العينة ، ومما يميز هذا القطاع قدم شركاته في العراق وتميزها مما قاد الباحث لانتقاء العينة بشكل عمدي استناداً لعدد من الحجج والمبررات منها :

١. تم اختيار الشركات المساهمة الصناعية المستمرة بالعمل والتي أفصحت عن نتائج أعمالها وفقاً للاعتبارات المحاسبية والمالية وتعليمات سوق بغداد للأوراق المالية .

٢. تم اختيار الشركات المساهمة الصناعية ذات القدم من حيث التأسيس ومن حيث القدم في تاريخ الإدراج في سوق بغداد للأوراق المالية ، وأهملت الشركات ذات الإدراج الحديث كونها لا تتوفر عنها بيانات تقع ضمن بداية فترة الدراسة .تم اختيار الشركات المساهمة الصناعية التي أجرت عمليات رسملة متعددة خلال السنوات (١٩٩٣-٢٠٠١) ، وقيام تلك الشركات بتوزيعات أرباح متعددة خلال نفس السنوات .

٣. تم اختيار الشركات المساهمة الصناعية التي كانت جلسات تداول أسهمها أكثر استمرارية وتكراراً في السوق بصورة عامة .

ومن ثمّ فقد تمّ انتقاء ١٩ شركة لتشكّل عينة الدراسة و هي كما موضحة في الجدول(٣):

الجدول (٣)

بيانات تعريفية عن الشركات عينة الدراسة

ت	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	تاريخ الأدرج في السوق
١	العراقية للسجاد والمفروشات	١٩٨٨/٧/٣٠	١٩٩٢/٣/٢٣
٢	الخطاطة الحديثة	١٩٨٩	١٩٩٢/٣/٢٣
٣	نينوى للصناعات الغذائية	١٩٨٩/٥/٩	١٩٩٢/٣/٢٣
٤	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية	١٩٨٩/٧/٢٠	١٩٩٢/٣/٢٣
٥	بغداد للمشروبات الغازية	١٩٨٩	١٩٩٢/٣/٢٣
٦	الهلال الصناعية	١٩٦٢/٣/١٨	١٩٩٢/٣/٢٣
٧	الوطنية للصناعات الكيماوية	١٩٦٢	١٩٩٢/٣/٢٣
٨	الصناعات الالكترونية	١٩٧٣/٧/٢٨	١٩٩٢/٣/٢٣
٩	الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية	١٩٨٩/٨/٢٢	١٩٩٢/٣/٢٣
١٠	الوطنية للصناعات الغذائية	١٩٦٢/٤/٢٣	١٩٩٢/٣/٢٣
١١	العراقية للصناعات الهندسية	١٩٨٥	١٩٩٢/٣/٢٣
١٢	صناعة الأصباغ الحديثة	١٩٧٦	١٩٩٢/٣/٢٣
١٣	صناعة الدرجات والأنابيب المعدنية	١٩٦٤/٩/٢٨	١٩٩٢/٣/٢٣
١٤	إنتاج الألبسة الجاهزة	١٩٧٦/٥/٣١	١٩٩٢/٣/٢٣
١٥	العراقية لصناعة الكرتون	١٩٧٨	١٩٩٢/٣/٢٣
١٦	صناعة المواد الإنشائية الحديثة	١٩٧٦/٦/٧	١٩٩٢/٣/٢٣
١٧	الصناعات الخفيفة	١٩٥٩	١٩٩٣/٣/٢٣
١٨	المشروبات الغازية الشمالية	١٩٨٩/١/١	١٩٩٢/٣/٢٣
١٩	الوطنية لصناعات الأثاث المنزلي	١٩٨٦/٦/٥	١٩٩٢/٣/٢٣

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث ١٩٩٣-٢٠٠١.

أما المدة الزمنية التي غطاها البحث فهي تمتد من سنة ١٩٩٣ - ٢٠٠١ أي تسعة سنوات وهذا ما أتيج للباحث من بيانات.

سابعاً: مصادر البيانات

اعتمد البحث على مصادر متعددة للبيانات ويقف على رأسها الكشوفات المالية للشركات قيد البحث ، والتي تتضمن الميزانيات السنوية ، وأيضاً النشرات الشهرية والسنوية لأسعار الأسهم التي يصدرها سوق بغداد للأوراق المالية .

### ثامناً: أدوات الدراسة

استناداً إلى طبيعة توجهات أهداف الدراسة ومضامين فرضياتها فقد استعين بمجموعة من الأدوات الإحصائية تتمثل فيما يأتي :

١. **المتوسطات الحسابية (Mean) والانحرافات المعيارية (STD):** وذلك لغرض استخدامها في وصف متغيرات الدراسة وتشخيصها.

٢. **معامل الارتباط البسيط:** ويستخدم في تحديد قوة وطبيعة العلاقة بين متغيرين ، وقد استخدم لتحديد طبيعة العلاقة بين رأس المال وبين معدل سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح السنوية ونصيب السهم من التوزيعات السنوية ومعدل حجم التداول السنوي .

٣. **الانحدار المتعدد :** يُستخدم في قياس التأثير المعنوي للمتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد ، وقد استخدم نموذجين من الانحدار ، فالنموذج الأول لتمثيل البيانات هو الانحدار المقطعي (Cross-Sectional Regression) وذلك لتبيان علاقات التأثير لكل سنة ، أما النموذج الثاني لتمثيل البيانات فهو نموذج الانحدار المجمع أو المتسلسل (Pooled Regression) (Gujarati, 1995, 522) والذي يوضح علاقة التأثير بين المتغيرات خلال مدة الدراسة التي تشمل المدة (1993-2001) .

## المبحث الثالث وصف البيانات

### ١. رأس المال

تم الاعتماد على بيانات رأس المال المدفوع من دليل المستثمر (الملحق ١) ، والسبب في اختيار رأس المال المدفوع كونه يمثل المبالغ التي دفعت من قبل المساهمين فعلا من خلال حصصهم (الأسهم) ، وإن الإضافات تؤدي إلى زيادة رأس المال المدفوع والمسماة بالرسمة على رأس المال .

والجدول (٤) أدناه يمثل معدل النمو السنوي لرأس المال المدفوع ، ويوضح عمليات نمو رأس المال والتي تمت خلال الفترة (١٩٩٣-٢٠٠١) ، بالإضافة إلى الوسط الحسابي (Mean) والانحراف المعياري (STD) لهذا النمو ، ويتضح أن خلال المدة (١٩٩٣-٢٠٠١) والتي تتضمن تسع سنوات ، هنالك شركات قامت بعملية الرسمة سنويا ، وشركات أجرت عملية الرسمة (6) مرات ، وهذا يمثل الحد الأدنى لعمليات الرسمة خلال الفترة نفسها .

كما أن أعلى وسط حسابي لنمو رأس المال كان لشركة صناعة الدراجات والأنابيب حيث بلغ (86.008) ، وإن أعلى انحراف معياري كان لشركة العراقية للسجاد والمفروشات (93.034) ، وإن أقل وسط حسابي لنمو رأس المال كان لشركة الوطنية للأثاث المنزلي حيث بلغ (34.13) وأقل انحراف معياري كان لنفس الشركة أيضا .

الجدول (٤)  
المعدل السنوي لنمو رأس المال المدفوع لشركات عينة الدراسة للمدة (1993-2001) %

ت	الشركة	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Mean	STD
١	العراقية للسجاد والمفروشات	56.08	300	100	0	33.89	26.58	25	0	50	65.729	93.034
٢	الخيطة الحديثة	50	100	100	50	50	23.45	50	33.3	16.6	52.606	29.649
٣	نينوى للصناعات الغذائية	46.15	100	100	0	50	0	0	50	75.43	46.844	40.423
٤	الخازر لانتاج المواد الانشائية	0	0	100	0	75	30	41.2	55.64	60	40.206	36.005
٥	بغداد للمشروبات الغازية	0	25	48	0	50	100	100	100	50	52.556	40.420
٦	الهلال الصناعية	21.02	102.17	100	0	100	50	79.21	60	44.5	61.882	36.696
٧	الصناعات الكيماوية	25	50	0	50	100	100	100	85.18	50	62.243	36.253
٨	الصناعات الالكترونية	50	50	100	0	50	85.18	100	100	50	65.021	33.925
٩	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	30	100	100	0	50	0	53.84	42.5	0	41.816	39.320
١٠	الوطنية للصناعات الغذائية	0	100	100	0	75	100	100	100	51	69.567	42.838
١١	العراقية للصناعات الهندسية	0	30	100	0	54	42	0	60	100	43.065	39.750
١٢	صناعة الاصباغ الحديثة	45	72	95	100	100	100	50	100	50	79.157	24.752
١٣	صناعة الدراجات والانابيب	33.3	50	300	50	0	40	100	100	100	86.008	87.460
١٤	انتاج الالبسة الجاهزة	50	100	100	100	0	100	70	22.2	14.28	61.832	41.365
١٥	العراقية لصناعة الكارتون	42.85	180	78.57	50	60	70	96	75	64.28	79.644	40.791
١٦	المواد الانشائية الحديثة	42.85	85.71	100	87	97.45	50	0	25	25	57.002	36.667
١٧	الصناعات الخفيفة	0	50	100	50	64.60	50	66.66	60	50	54.586	25.985
١٨	مشروبات غازية شمالية	0	100	100	0	50	100	100	85.18	80	62.798	40.564
١٩	الوطنية للثلاث المنزلي	0	50	33.33	0	50	60	50	38.88	25	34.136	21.969

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث ١٩٩٣-٢٠٠١.

## ٢. المعدل السنوي لسعر السهم

تم الحصول على أسعار الأسهم والتي تمثل أسعار الإغلاق من التقارير الشهرية وتم استخراج المعدل السنوي لسعر الإغلاق ، وذلك عن طريق جمع الأسعار الشهرية لكل سنة وإيجاد المعدل لتلك السنة ، والجدول (٥) أدناه يوضح معدلات أسعار الأسهم (سعر الإغلاق ) للشركات التي ضمتها عينة الدراسة خلال المدة (1993-2001) .

حيث كان لشركة المشروبات الغازية الشمالية أعلى وسط حسابي حيث بلغ (52.29) ، وأعلى انحراف معياري كان لنفس الشركة أيضاً حيث بلغ مقداره (29.54) ، أما اقل وسط حسابي كان لشركة الخازر الانشائية حيث بلغ (6.92) ، وأقل انحراف معياري هو لشركة الخازر لإنتاج المواد الانشائية أيضاً ومقداره (2.38) .

تتميز معدلات أسعار الأسهم للشركات في عينة الدراسة بصوره عامه بالتذبذب ، إلا أنها تتجه نحو الانخفاض على المدى الطويل ، وقد تأثرت بالأحداث الاقتصادية التي مرت على القطر وذلك ، واضح من خلال متابعة الأسعار في السنتين (1995) و(1996) .

الجدول (٥)  
المعدل السنوي لأسعار أسهم الشركات بالدينار العراقي للمدة (2001-1993)

ت	الشركة / السنوات	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Mean	Std
١	العراقية للسجاد	17.358	58.3	58.467	19.104	16.883	18.267	20.04	13.638	10.642	25.855	18.663
٢	الخيطة الحديثة	11.117	38.067	44.933	20.079	17.758	21.717	23.708	14.587	7.183	22.128	12.255
٣	نينوى الغذائية	9.387	29.033	34.333	14.15	8.504	13.154	39.396	48.296	35.092	25.705	14.682
٤	الخازر الإنشائية	2.954	8.454	8.804	4.567	4.725	6.229	9.875	8.042	8.625	6.92	2.381
٥	بغداد الغازية	7.308	21.925	33.125	23.546	32.5	71.796	73.354	60.004	27.217	38.975	23.578
٦	الهلال الصناعية	10.571	37.179	49.4	20.838	19.021	25.554	44.679	40.517	26.583	30.482	13.064
٧	الصناعات الكيماوية	13.133	42.267	46.292	34.563	33.171	46.975	66.646	58.917	29.46	41.269	16.031
٨	الصناعات الالكترونية	16.304	47.267	58.058	23.358	27.138	49.517	69.513	57.213	30.558	42.103	18.337
٩	الفلوجة الإنشائية	6.917	23.45	24.104	9.129	8.196	10.017	11.921	10.546	6.004	12.254	6.779
١٠	الوطنية الغذائية	11.925	40.633	42.687	21.004	31.362	49.904	83.688	58.067	23.658	40.325	21.88
١١	العراقية الهندسية	5.829	22.954	24.929	9.371	10.221	12.858	12.25	11.758	7.008	13.02	6.631
١٢	الاصباغ الحديثة	14.163	48.396	50.229	23.246	28.958	37.279	59.021	61.75	26.683	38.858	16.782
١٣	الدراجات والانابيب	17.746	44.717	51.488	21.438	24.629	32.504	58.658	79.067	53.971	42.69	20.28
١٤	الالبسة الجاهزة	8.008	41.22	57.208	28.062	35.642	53.508	70.871	30.45	9.221	37.132	21.162
١٥	العراقية للكارتون	4.513	39.413	51.75	22.883	29.17	37.187	62.2	54.783	28.079	36.664	17.921
١٦	الانشائية الحديثة	6.55	36.488	52.721	21.987	17.371	12.571	11.154	9.517	7.258	19.513	15.564
١٧	الصناعات الخفيفة	10.571	44.679	38.504	19.579	19.821	23.787	41.19	45.35	26.917	30.044	12.681
١٨	الغازية الشمالية	9.533	40.804	51.93	27.904	38.612	57.446	105.2	89.81	49.417	52.295	29.547
١٩	الاتاث المنزلي	4.37	13.55	18.2	12.671	19.646	29.862	35.571	23.083	10.946	18.655	9.733

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، التقرير الشهري ، للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١.

الفصل الثاني =====



### ٣. نصيب السهم من الأرباح السنوية (ربحية السهم الواحد)

أستخرج نصيب السهم من الربح السنوي، عن طريق قسمة صافي ربح السنة بعد الضريبة (الملحق ٢) على عدد الأسهم المصدرة والتي تمثل رأس المال المدفوع ، والناتج يمثل دخل السهم من صافي الربح ، ويعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة ويعكس مدى كفاءة الشركة في إستخدام الموارد المتاحة (عبد الله ، ١٩٩٥ ، ١٤٤ ) ، والجدول (٦) أدناه يبين ربحية السهم الواحد لعينة الدراسة .

ويبين الجدول وجود تذبذبات في ربحية السهم الواحد ، وفي بعض الأحيان تكون الربحية صفراً ، ذلك لتحقيق صافي ربح صفر ، وأن اكبر قيمة وسط حسابي لربحية السهم كان لشركة المشروبات الغازية الشمالية حيث بلغت قيمته (٤,١٧٣) ، في حين كان أعلى انحراف معياري لنفس الشركة ، وان أقل وسط حسابي هو لشركة العراقية للصناعات الهندسية حيث بلغ مقداره (٠,٦٢٨٣) ، وان أقل انحراف معياري كان لشركة الخازر لانتاج المواد الانشائية حيث بلغ مقداره (٠,٣١٢) .

الجدول (٧)

نصيب السهم من توزيعات الأرباح للشركات عينة البحث بالدينار العراقي للمدة (١٩٩٣-٢٠٠١)

STD	Mean	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	الشركة / السنة
0.34044	0.49444	1	0.1	0.1	0.75	0.1	0.75	0.75	0.5	0.4	العراقية للسجاد
0.52267	1.063	1	0.4	0.66	0.5	1	2	1.5	1.5	1	الخيطة الحديثة
0.34921	0.32222	0.5	0	0	0	0	0.5	1	0.5	0.4	نينوى للصناعات الغذائية
0.18618	0.19148	0.5	0	0	0	0.3	0.2	0.24	0.4	0.075	الخازر الانشائية
0.74661	1.0656	1	1.5	1.5	1	2	2	0.09	0.4	0.1	بغداد للمشروبات الغازية
0.39228	1.2827	1.5	1.5	1	1.25	1.5	1.7	1.5	1.2	0.4	الهلال الصناعية
0.62861	0.99596	2	1.5	1.6	0.1	1	1	0.5	0.96	0.3	الوطنية للصناعات الكيماوية
0.56605	0.88981	1.7	1	1	1	0.5	1.125	1.5	0.18	0	الصناعات الالكترونية
0.29517	0.27607	0.6	0.5	0.25	0.38	0	0.75	0	0	0	الفلوجة الانشائية
0.57161	0.68889	0.35	0.5	1	0.2	2	1	0.25	0.5	0.4	الوطنية للصناعات الغذائية
2.3807	1.0344	0	0	0	0.4	7.35	0.3	0.5	0.5	0.25	العراقية للصناعات الهندسية
0.8997	1.2668	2	1.75	2	2.5	1	0	1.55	0.4	0.2	صناعة الاصباغ الحديثة
0.49538	0.97037	2	1	1	0.5	1.33	1	1	0.5	0.4	صناعة الدراجات والانابيب
0.53955	0.68889	0.5	0	0.2	0.7	1.5	1	1.5	0.4	0.4	انتاج الالبسة الجاهزة
0.25032	0.34819	0.5	0	0.43	0	0.65	0.7	0.25	0.3	0.3	العراقية لصناعة الكارتون
0.29592	0.37778	0.65	0.75	0.5	0.5	0	0.5	0.5	0	0	المواد الانشائية الحديثة
0.694	1.0391	2	1.75	2	1	0.75	0.63	0.22	0.5	0.5	الصناعات الخفيفة
0.98249	1.3056	0.75	1	1	2.5	3	2	1	0.5	0	مشروبات غازية شمالية
0.68739	0.53333	2	0.3	0	0	0	1	1	0.5	0	الوطنية للأثاث المنزلي

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث ١٩٩٣-٢٠٠١ .



## ٥. المعدل السنوي لحجم التداول

تم استخراج المعدل السنوي لحجم التداول بناء على بيانات حجم التداول الشهري ، من خلال جمع المشاهدات الشهرية وتقسيمها على عددها ، لغرض الوصول إلى المعدل السنوي لحجم التداول للشركات المساهمة ، والجدول (٨) أدناه يوضح المعدل السنوي لحجم التداول خلال المدة (١٩٩٣-٢٠٠١) ، ويلاحظ حجم التطور الحاصل في حجم التداول على مدار تلك المدة .

إن أعلى وسط حسابي لمعدل حجم التداول كان لشركة بغداد للمشروبات الغازية فقد بلغت قيمته (١٢٩٧١٣٥٩٤) ، أما أعلى انحراف معياري كان لنفس الشركة أيضاً وهي بغداد للمشروبات الغازية فقد بلغت قيمته (١٤٦٤٢٦٢٩٥) ، أما وسط حسابي كان لشركة الخازر لإنتاج المواد الإنشائية فقد بلغ (١٧١٧٣٦٢) ، وعن أقل انحراف معياري كان لنفس الشركة أيضاً فقد بلغت قيمته (١٧٠١٨٧١) .

الجدول (٨)  
المعدل السنوي لحجم التداول بالدينار العراقي لشركات العينة للمدة (1993-2001)

STD	Mean	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	الشركة\ السنة
20886495	39225242	41554891	32707055	68515018	50435317	48408582	37377408	57651466	15423676	953763	العراقية للسجاد
18670838	24881826	21088939	40889186	60858341	34633289	26705927	16715185	18133346	4378427	533797	الخيطة الحديثة
45369097	31984948	56909154	129551253	71632001	22345515	4151537	1439243	1466615	157817	211398	نينوى الغذائية
1701871	1717362	5563360	3157002	1570296	2030237	755155	475636	933089	673563	297920	الخازر الانشائية
146426295	129713594	240129946	354749138	351974583	105979920	35191564	17225080	52399691	4948200	4824225	بغداد الغازية
48932653	43767264	85166924	142671456	82668372	26959673	19547005	6448831	28262671	1843627	336817	الهلال الصناعية
59321217	48032403	108927022	164011291	88460108	45844958	12133247	2170086	8285271	1827152	632490	الوطنية الكيماوية
98059664	69687399	130928494	292797425	125207694	39657485	18402761	6949238	10956351	1729682	557459	الصناعات لكترونية
5187440	7685584	5245147	14139303	15640044	11193530	7016917	6000793	7865097	1425171	644258	الفلوجة الانشائية
41610962	33516897	41549074	128401588	63487857	37751556	13638141	4173656	8739063	3628793	282345	الوطنية الغذائية
5524069	6509005	5978841	11070723	12743523	15998219	4617444	4587005	2247937	1153641	183716	العراقية الهندسية
76302302	55472540	105551554	219332722	115745716	38603939	9164799	2755958	6530196	1222200	345774	الاصباغ الحديثة
52861683	40463233	102703636	143259107	73331228	18842662	15419145	3389482	6044163	844105	335571	صناعة الدراجات
12010302	9531821	4552061	30397402	29974520	9080113	5172565	1411614	3983030	1192727	22355	الالبسة الجاهزة
29545564	19143054	36567823	89435950	29271459	7355644	5019673	1594022	2605756	430050	7111	لصناعة الكارتون
2607367	2672306	2544046	6362673	5823396	5761504	1788432	406091	1080035	253840	30738	الانشائية الحديثة
70561701	59140610	142243516	183303960	122720936	45071912	11131088	9744647	11272168	6197850	579415	الصناعات الخفيفة
96028240	74922383	182656109	271201482	116547688	49196957	9472303	34963754	7556876	2217633	488645	غازية شمالية
3497743	3476695	3633107	9107244	9532157	2663162	2793815	1474317	1552677	393905	139872	للاثاث المنزلي

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، التقرير الشهري ، للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١ ، بغداد .

## تمهيد

لغرض تحقيق هدف الدراسة واختبار فرضياتها، فسيتم اختبار الفرضيات التي احتوتها الدراسة، ومناقشة النتائج التي أظهرها التحليل الإحصائي، وصولاً الى الاستنتاجات والتوصيات .  
فيتضمن هذا الفصل المبحثين الآتيين :  
**المبحث الأول: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج .**  
**المبحث الثاني: الاستنتاجات والتوصيات .**

## المبحث الأول اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

استكمالاً للعمليات الوصفية والتشخيصية السابقة ، يتضمن هذا الجزء اختبار الفرضيات البحثية على ضوء نتائج مستخرجات التحليل الإحصائي ، وسيتم أولاً تحليل علاقات الارتباط البسيط لكل شركة وتوضيح العلاقة بين كل من رأس المال المدفوع الذي يمثل عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة المساهمة ( إذا ما علمنا أن قيمة السهم الاسمية هي دينار واحد فبذلك يساوي رأس المال المدفوع عدد الأسهم المصدرة إلى المساهمين) وبين كل من نصيب السهم من الأرباح السنوية ونصيب السهم من التوزيعات السنوية ومعدل حجم التداول السنوي ، واختبار الفرضية الرئيسية الأولى والفرضيات المشتقة منها من خلال نتائج الارتباط البسيط ، ويتم ذكر عدد الشركات التي تطابق الفرضية أو الشركات التي تنفيها من بين الشركات التي ضمتها العينة ، وثانياً سيتم تحليل علاقات الانحدار المتعدد ( الأثر) واختبار الفرضية الرئيسية الثانية والفرضيات المشتقة منها ، وذلك باستخدام نماذج معينة من الانحدار التي يمكنها التعبير عن البيانات الخاصة بالشركات كمقطع واحد وذلك لقلّة عدد المشاهدات التي تؤدي الى أظهار نتائج مظلمة ، ولغرض الوصول الى النتائج تم الاعتماد على البرنامج (Minitab) لغرض معالجة البيانات واستخراج النتائج.

### أولاً: تحليل علاقات الارتباط بين رأس المال و المتغيرات

يوضح الجدول (٩) أدناه علاقات الارتباط بين المتغيرات ، رأس المال والذي يمثل الحقل الأول وبين المعدل السنوي لسعر السهم ونصيب السهم من الأرباح السنوية ونصيب السهم من التوزيعات ومعدل حجم التداول السنوي ، وكانت النتائج كما يأتي :

الجدول (٩)

نتائج علاقات الارتباط البسيط بين متغيرات الدراسة لعينة الدراسة

ت	المتغيرات رأس المال	معدل سعر السهم	نصيب السهم من الارباح السوية	نصيب السهم من توزيعات الارباح	معدل حجم التداول السوي
١	عراقية للسجاد والمفروشات	-0.5	-0.58*	0.13	0.55
٢	الخطاطة الحديثة	-0.53	-0.57	-0.57	0.62*
٣	نينوى للصناعات الغذائية	0.45	-0.23	-0.16	0.59*
٤	الخازر لانتاج المواد الانشائية	0.45	0.42	0.2	0.9**
٥	الغازية بغداد للمشروبات	٠,٢٤	0.03	0.18	0.75**
٦	الهلال الصناعية	٠,١٩	-0.06	0.28	0.84**
٧	الوطنية للصناعات الكيماوية	٠,١٩	0.08	0.78**	0.87**
٨	الصناعات الالكترونية	0.18	-0.01	0.58*	0.77**
٩	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	-0.38	-0.4	0.56	0.63*
١٠	الوطنية للصناعات الغذائية	0.15	0.29	0.11	-0.049
١١	العراقية للصناعات الهندسية	-0.38	-0.57	-0.16	0.35
١٢	الاصباغ الحديثة	0.16	0.07	0.58*	0.78**
١٣	صناعة الدراجات والانابيب	0.55	0.73*	0.79**	0.80**
١٤	انتاج الالبسة الجاهزة	-0.05	-0.67*	-0.52	0.66*
١٥	العراقية لصناعة الكارتون	0.21	-0.35	-0.06	-0.72*
١٦	صناعة المواد الانشائية الحديثة	-0.59*	-0.25	0.68*	0.75**
١٧	الصناعات الخفيفة	0.23	0.68*	0.88**	0.89**
١٨	المشروبات الغازية الشمالية	0.39	-0.33	-0.19	0.82**
١٩	الاثاث المنزلي	0.28	0.24	0.4	0.69*

\*\*معنوي عند مستوى (0.01) ، \* معنوي عند مستوى (0.05)

الجدول من إعداد الباحث في ضوء نتائج الحاسوب الإلكتروني .



## ١. العلاقة بين رأس المال والمعدل السنوي لسعر السهم:

يشير الجدول (٩) الى أن هنالك علاقة ارتباط سلبية (عكسية) بين كل من رأس المال وبين المعدل السنوي لسعر السهم ، و كان نحو (٦) علاقات ارتباط سلبية كان منها واحدة معنوية، وذلك ينفي الفرضية الرئيسية الأولى : ( أن لعملية الرسملة علاقة ارتباط ايجابية معنوية مع حركة أسعار الأسهم في السوق المالية) ، فعلى الرغم من زيادة رؤوس أموال الشركات المساهمة على مدار التسعة سنوات السابقة وما تنقله هذه العملية من محتوى معلوماتي لدى المساهمين عن مستقبل الشركة وتطور أعمالها ، إلا أن أسعار أسهم الشركات أتجهت نحو الانخفاض خلال الفترة ، ولاسيما مصاحبة الرسملة مع عرض للأسهم بشكل كبير في السوق المالية التي تتميز بصغر حجمها و استيعابها لهذا الفائض من الأسهم .

أما علاقات الارتباط الايجابية فقد كان عددها (١٣) علاقة ، لم يكن أي منها معنوي وهذا ما يدعم الفرضية الرئيسة الأولى، فعلى الرغم من عمليات الرسملة التي أجرتها تلك الشركات ، فقد ارتفع معدل أسعار أسهمها خلال فترة الدراسة ولم تؤد الرسملة الى انخفاضها على مدى التسعة سنوات التي غطتها الدراسة .

## ٢. العلاقة بين رأس المال و نصيب السهم من الأرباح السنوية

أختبر في هذا الجزء من المبحث الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الأولى القائلة(بأن لعملية الرسملة علاقة ارتباط ايجابية معنوية مع نصيب السهم من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة) ، وبحسب معطيات الجدول (٩) أعلاه هنالك علاقة ايجابية بين رأس المال و نصيب السهم من الأرباح السنوية وذلك لـ(٨) شركات من العينة كان منها اثنان معنويان فقط ، وهذا يؤيد الفرضية الفرعية الأولى ، فعند زيادة رأس المال ازدادت حصة السهم الواحد من صافي الربح ولم تؤدي الرسملة لهذه الشركات إلى تخفيض ربحية السهم الواحد ، وذلك مرتبط بتحقيق تلك الشركات أرباح سنوية متنامية .

إن الشركتين اللتين حققنا ارتباطاً معنوياً موجباً هما شركة صناعة الدراجات والأنابيب وشركة الصناعات الخفيفة ، عند ملاحظة الأرباح السنوية لهما(الملحق ٢) ، نجد أن الشركتين ذات أرباح سنوية متنامية أدت الى ارتفاع ربحية السهم الواحد ، على الرغم من زيادة عدد أسهما المصدر ، وهذا يعتبر من المؤشرات المهمة لكفاءة الشركة المساهمة ، أما بقية الشركات ذات الارتباط الموجب غير المعنوي فقد عانت من تذبذبات في أرباحها السنوية انعكست على ربحية السهم .

أما الشركات التي نفت الفرضية الفرعية الاولى ، فكان عددها ( ١١ ) شركة من العينة والتي حققت علاقة ارتباط سالب بين الرسملة و ربحية السهم من الارباح ، كان منها اثنان معنويان فقط هما الشركة العراقية للسجاد وشركة الألبسة الجاهزة ، وعند ملاحظة صافي الارباح السنوية للشركتين ، وجد إنها واجهت انخفاض في الأرباح للسنوات الأخيرة والتي صاحبت زيادة رؤوس أموالها التي أدت في النهاية الى انخفاض ربحية السهم الواحد .

### ٣. العلاقة بين رأس المال و نصيب السهم من توزيعات الارباح

يتم في هذا الجزء اختبار الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الاولى القائلة (أن لعملية الرسملة علاقة ارتباط ايجابية معنوية مع نصيب السهم من توزيعات الارباح السنوية التي توزعها الشركات) ، ومن خلال النتائج التي يلخصها الجدول (٩) أعلاه ، تبين هنالك علاقة ارتباط ايجابية بين راس المال ونصيب السهم من التوزيعات للارباح السنوية وذلك لـ(١٣) شركة من العينة ، كان منها (٦) معنوياً فقط ، وهذه النتيجة تدعم الفرضية الفرعية الثانية .

من خلال التعرف على مبالغ الارباح السنوية الموزعة على المساهمين(الملحق ٣) للشركات التي كان ارتباطها موجب ومعنوي ، يلاحظ إنها تتزايد على نحو متصاعد من سنة الى أخرى وذلك بسبب تحقيق صافي ربح سنوي متنامي خلال السنوات السابقة ، مما يؤدي ذلك الى زيادة حصة السهم الواحد من التوزيعات ، على الرغم من عمليات الرسملة المتعدده التي أجرتها تلك الشركات خلال السنوات الماضية .

أما الشركات التي كانت نتائجها نافية للفرضية الفرعية الثانية ، فكان عددها (٦) شركات من الشركات التي ضمتها العينة ولم يكن أي منها معنوي ، فلقد واجهت بعض هذه الشركات تذبذبات في أرباحها السنوية أدت الى انخفاضات في توزيعها للارباح من جهة ، وزيادة عمليات الرسملة أدت الى زيادة عدد الاسهم وبالتالي انخفاض المقسوم للسهم الواحد من جهة أخرى ، أما البعض الآخر فعلى الرغم من تحقيق أرباح سنوية مناسبة ، إلا أنها قامت باحتجاز تلك الارباح بصورة كبيرة والاستمرار بعملية الرسملة ، الأمر الذي أدى الى انخفاض نصيب السهم من المقسوم السنوي بصورة كبيرة .

#### ٤. العلاقة بين رأس المال و المعدل السنوي لحجم التداول :

من معطيات الجدول (٩) أعلاه نستطيع اختبار الفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الاولى القائلة (بأن لعملية الرسملة علاقة ارتباط ايجابية معنوية مع حجم التداول أسهم الشركات التي قامت بعملية الرسملة) ، ويتضح من النتائج إن هنالك علاقة ارتباط ايجابية بين رأس المال و معدل حجم التداول السنوي ، وذلك لـ(١٧) شركة من العينة كان منها (١٥) علاقة معنوية ، وهذه النتيجة تؤيد الفرضية الفرعية الثالثة ، وتؤيد الرأي القائل أن عملية الرسملة تزيد من حجم التداول لأسهم الشركات في سوق الأوراق المالية ، ولاسيما إذا علمنا ازدياد عدد الاسهم لدى المساهمين بعد عملية الرسملة والذين يعرضونها للتداول في السوق بصورة كبيرة .

أما الشركات التي حققت علاقة ارتباط سلبية ، فكان عددها شركتين فقط هما شركة الصناعات الغذائية وشركة العراقية لصناعة الكارتون كان منها علاقة ارتباط واحدة معنوية فقط لشركة العراقية لصناعة الكارتون ، وهذه النتيجة تنفي الفرضية الفرعية الثالثة .

#### ثانيا: تحليل علاقات التأثير بين متغيرات الدراسة

ضمن المعالجة المنهجية لفرضياتنا ، في الجزء السابق من هذا المبحث حددت علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة ، وسنتناول في هذا الجزء علاقات التأثير بين المتغيرات ذاتها، حيث سيتم تبيان أثر الرسملة بوصفها المتغير المستقل على سعر السهم بوصفه المتغير المعتمد ، وإضافة الى ذلك سيتم إدخال متغيرات مستقلة مع رأس المال وحجم التداول وذلك لتكون علاقات التأثير الإحصائية أكثر منطقية وقرباً إلى الواقع ، وإن المتغيرات المستقلة الداخلة هي نصيب السهم من الأرباح السنوية ونصيب السهم من توزيعات الأرباح السنوية و معدل حجم التداول السنوي ، وبذلك نحصل على أربعة متغيرات مستقلة و متغير معتمد ، إلا أن التركيز سوف يكون على أثر الرسملة وأثر حجم التداول بصورة اكبر وذلك لاختبار الفرضيات وتحقيق الهدف ، وقد تم الاعتماد على الصيغة اللوغارتمية في نماذج الانحدار.

#### تحليل علاقات التأثير لكل سنة

أستخدم نموذج الانحدار المقطعي لغرض إيجاد أثر المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد سعر السهم ، وبما أن حجم العينة يتكون من (١٩) شركة ، فبذلك نحصل على (١٩) مشاهدة لكل

الفصل الثالث=====

سنة ولكافة المتغيرات ، علماً بأن قيمة t الجدولية (1,72) وأن قيمة F الجدولية (3,11) عند مستوى معنوية (0,05) ، علماً بأن قيم t و F المذكورة في الجداول التالية هي القيم المحسوبة ، علماً بأن الصف الأول في الجداول يمثل قيم المعلمات (Beta)، أما الصف الثاني فيمثل قيمة (t) والتالي مناقشة النتائج :

يعرض الجدول (10) تأثير المتغيرات المستقلة على معدل سعر السهم بوصفه المتغير المعتمد وذلك لسنة 1993 :

الجدول ( ١٠ )

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة ١٩٩٣

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
12.14*	84.4%	٠,٢١٩	-٠,٠٦٧	٠,٥٢١	٠,٠٦٢	١,٠٦	معدل سعر السهم
		2.97*	-0.36	3.86*	0.4	١,٠١	

P\* ≤ 0.05

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني .

يشير الجدول (10) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الاسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغ معامل التحديد (84.4%) ، ويتضح من متابعة قيم t أن نصيب السهم من الأرباح ومعدل حجم التداول كانا معنويان في تلك السنة ، حيث كانت قيمة t لهما أكبر من الجدولية .

يعرض الجدول (11) تأثير المتغيرات المستقلة على معدل سعر السهم التغير المعتمد وذلك

لسنة ١٩٩٤ :

الجدول ( ١١ )

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (١٩٩٤)

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
6.88*	69.6%	٢,٦٩	- ١٢,١	١٧,٩	٤,١٦	٥٤,٩	معدل سعر السهم
		1.06	-2.51*	4.16*	1.04	١,٦٨	

P\* ≤ 0.05

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني .

يتضح من الجدول ( ١١ ) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الأسهم، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وقد بلغ معامل التحديد ( 69.6% ) ، وهذا يشير الى درجة تأثير تلك المتغيرات المستقلة في سعر السهم ، ومن متابعة قيم t نلاحظ أن نصيب السهم من الأرباح ونصيب السهم من التوزيعات كانت معنوية ، حيث كانت قيمة t لهما أكبر من الجدولية .

يعرض الجدول ( ١٢ ) تأثير المتغيرات المستقلة على معدل سعر السهم المتغير المعتمد

وذلك لسنة ١٩٩٥ :

الجدول ( ١٢ )

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (١٩٩٥)

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
3*	48%	٠,١٦٢	٠,٠٨٩	٠,٢٩٢	- ٠,٠٦٤	١,٦٦	معدل سعر السهم
		0.73	0.65	1.54	-0.17	١,٠٤	

P\* ≤ 0.05

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني .

===== الفصل الثالث

يشير الجدول (١٢) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الأسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغ معامل التحديد (48%) ، إلا أن أي من قيم t لم تكن معنوية بالنسبة للمتغيرات المستقلة . يوضح الجدول (١٣) تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد معدل سعر السهم وذلك لسنة ١٩٩٦ :

الجدول (١٣)

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (١٩٩٦)

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
5.87*	64.4%	- ٠,١٩	٠,٣٩٢	٠,٢٣٤	٠,٢١٩	٣,٤١	معدل سعر السهم
		-1.95*	1.9*	1.51	1.23	١,٧٩	

**P\* ≤ 0.05**

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني . يشير الجدول (١٣) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الأسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغ معامل التحديد (64.4%) ، و أن قيم t لنصيب السهم من التوزيعات ومعدل حجم التداول كانت معنوية . يوضح الجدول (١٤) تأثير المتغيرات المستقلة على معدل سعر السهم المتغير المعتمد وذلك لسنة ١٩٩٧ :

الجدول (١٤)

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (١٩٩٧)

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
5.37*	68.2%	- ١,٩	- ١,٨٨	١٣,٦	٠,٥٥	٣٦,٦	معدل سعر السهم
		-0.66	-0.86	3.92*	0.14	١,٠٥	

**P\* ≤ 0.05**

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني .

===== الفصل الثالث

يشير الجدول (١٤) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيرا معنويا في اسعار الاسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغ معامل التحديد ( 68.2% ) ، وكانت قيمة T لنصيب السهم من الأرباح معنوية .

يوضح الجدول (١٥) تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد معدل سعر السهم وذلك لسنة ١٩٩٨ :

**الجدول (١٥)**

**تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (١٩٩٨)**

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
5.19*	67.5%	٠,١٠	- ٠,١	٠,٥٩٩	- ٠,٠٥	١,٤٥	معدل سعر السهم
		0.47	-0.71	3.24*	-0.22	٠,٤٩	

**P\* ≤ 0.05**

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني .

يشير الجدول (١٥) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيرا معنويا في اسعار الاسهم إذ كانت قيمة F معنوية ، وبلغ معامل التحديد (67.5%) ، ويتضح من قيم t أن نصيب السهم من الأرباح كان معنوي في تلك السنة .

يوضح الجدول (١٦) تأثير المتغيرات المستقلة في التغير المعتمد معدل سعر السهم وذلك لسنة ١٩٩٩ :

**الجدول ( ١٦ )**

**تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (١٩٩٩)**

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
6.55*	72.4%	١,٢٦	١,١٢	- ١,٤٦	- ٠,٩١	٥,٧١	معدل سعر السهم
		3.91*	3*	-2.8*	-2.5*	١,٨٥	

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني.  $P^* \leq 0.05$

يشير الجدول (١٦) إلى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الأسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغ معامل التحديد (72.4%) ، ويتضح من معاملات t إلى أن جميع المتغيرات المستقلة معنوية التأثير في تلك السنة .  
يوضح الجدول (١٧) تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد معدل سعر السهم وذلك لسنة ٢٠٠٠:

### الجدول (١٧)

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (٢٠٠٠)

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
14.2*	86.3%	٢٧,٤	٧,١٤	- ١,٢١	٢٢,٥	- ١٦١	معدل سعر السهم
		5.31*	1.34	-0.3	-3.16*	- ٢,٤١*	

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني.  $P^* \leq 0.05$

يشير الجدول (١٧) إلى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الأسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغت قيمة معامل التحديد (86.3%) ، وان قيمة t لرأس المال و معدل حجم التداول كانت معنوية في تلك السنة .  
يوضح الجدول (١٨) تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد معدل سعر السهم وذلك لسنة ٢٠٠١:



الجدول (١٨)

تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم لسنة (٢٠٠١)

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة
							المتغير المعتمد
7.75*	70.4%	١١	- ٢,٣٥	٢,٦٧	٧,٣٥	- ٧٢,٩	معدل سعر السهم
		3.81*	-0.38	0.96	-1.78*	-2.26*	

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني.  $P^* \leq 0.05$

يشير الجدول (١٨) الى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في أسعار الأسهم ، إذ كانت قيمة F معنوية وهي أكبر من الجدولية ، وبلغ معامل التحديد (70.4%) ، وان قيمة t لرأس المال ومعدل حجم التداول كانت معنوية ، حيث كانت قيم t لهما أكبر من الجدولية .

يتضح من التحليل السابق أن المتغيرات المستقلة والتي تتكون من رأس المال ونصيب السهم من الأرباح السنوية ونصيب السهم من التوزيعات السنوية ومعدل حجم التداول السنوي ، تؤثر تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد معدل سعر السهم ، وذلك من خلال ملاحظة قيم F حيث كانت معنوية فقيمتها المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية لها ، ومن ملاحظة قيم T لرأس المال نجد انه كان سلبى التأثير ومعنوي خلال السنوات الثلاثة الأخيرة (1999,2000,2001) وهذا يتزامن مع معدلات الرسملة المرتفعة والمتتالية التي أجرتها الشركات في تلك السنوات ، وهذا ما يدعم الفرضية الرئيسية الثانية القائلة (بأن لعملية الرسملة أثر معنوي سلبى على حركة أسعار الأسهم في السوق المالية) ، فعمليات الرسملة أدت إلى زيادة عدد الأسهم المصدرة من قبل الشركة في السوق وهذا أدى إلى تقييم المستثمرين والمتعاملين بالأسهم وبالتالي السوق المالي إلى تلك الأسهم المصدرة على أنها مجرد معاملات ورقية لا تحمل قيمة حقيقية معبرة عن قيمة الشركة الفعلية ولم تنقل الرسملة الأثر الايجابي على سعر السهم من خلال الإشارات الجيدة التي تنقلها عملية الرسملة عن مستقبل الشركة وأرباحها ، أما الأثر الموجب للرسملة كان غير معنوي في النتائج .

أما عن حجم التداول فمن خلال متابعة قيم t ، نجد بأنها كانت إيجابية التأثير ومعنوية ، وبالأخص في السنوات الثلاثة الأخيرة وهذا ما ينفي الفرضية الرئيسية الثالثة القائلة (إن لحجم التداول اثر معنوي سلبى على حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية) ، فانخفاض أسعار الأسهم بسبب الرسملة أدى إلى زيادة تداول الأسهم والطلب عليها بسبب توقع المستثمرين في السوق المالي

أن من الممكن أن ترتفع أسعارها في المستقبل ويحققون أرباحاً رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار ، وهذا أدى إلى زيادة تداول الأسهم (الطلب) وبالتالي إلى رفع أسعارها عن طريق تداولها ، أما عن سنة 1996 (الجدول 13) فنلاحظ وجود تأثير معنوي سلبي لحجم التداول وذلك لان في تلك السنة حصل هبوط في الأسعار بصورة عامة ، مما دفع المستثمرين إلى بيع أسهمهم للحصول على النقدية اللازمة وهذا أدى إلى عرض كبير في الأسهم الذي أدى إلى انخفاض في أسعار الأسهم في تلك السنة .

### تحليل علاقات التأثير خلال مدة الدراسة

نستخدم نموذج الانحدار المجمع أو المتسلسل لغرض تبيان اثر المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد سعر السهم ، وبما أن العينة تتكون من (19) شركة ولمدة (9) سنوات ، فبذلك نحصل على (171) مشاهدة مجمعة ، وقيمة t الجدولية هي (1,64) ، أما قيمة F الجدولية فهي (2,37) ، والتالي مناقشة النتائج :

يعرض الجدول ( 18 ) تأثير المتغيرات المستقلة في معدل سعر السهم بوصفه المتغير المعتمد وذلك للفترة (1993-2001) والتي تمثل الفترة التي تشملها الدراسة :

#### الجدول (19)

#### تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم خلال مدة الدراسة

F	R <sup>2</sup>	معدل حجم التداول	نصيب السهم من التوزيعات	نصيب السهم من الأرباح	رأس المال	b <sub>0</sub>	المتغيرات المستقلة / المتغير المعتمد
35.98*	51%	٠,٢٧٣	- ٠,٠١٨	٠,٣٢٦	- ٠,٢١٣	١,١٣	معدل سعر السهم
		5.26*	-0.27	5.17*	-2.9*	2.86*	

$$P^* \leq 0.05$$

الجدول من إعداد الباحث في ضوء مخرجات الحاسوب الإلكتروني.

يشير الجدول (19) إلى أن المتغيرات المستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد ، إذ كانت قيمة F معنوية ، وبلغ معامل التحديد (51%) ، وهذا يدعم أيضاً الفرضية الرئيسية الثانية القائلة (أن لعملية الرسملة أثر معنوي على حركة أسعار الأسهم في السوق المالية) ، ومن ملاحظة قيم t نجد بان قيمة رأس المال ونصيب السهم من الأرباح ومعدل حجم التداول كانت معنوية .

### الفصل الثالث=====

خلال النتائج التي يعرضها الجدول (19) نجد بأن قيمة  $t$  لرأس المال كانت سلبية ومعنوية التأثير وهذا يدل على الأثر السالب للرسملة على أسعار الأسهم خلال مدة الدراسة، وهذه النتيجة تدعم الفرضية الرئيسية الثانية القائلة (بأن لعملية الرسملة اثر معنوي سلبي على حركة أسعار الأسهم في السوق المالية) ، فعملية الرسملة لم تنقل الأثر الايجابي على أسعار الأسهم من خلال نقل إشارات جيدة عن واقع الشركة في السوق المالي ومكانة الشركة ، أدى ذلك إلى تقييم المستثمرين لأسهم الشركة بصورة عبرت عن مضمون إدراكهم لعمليات الرسملة التي أجرتها الشركات المساهمة وخاصة إذا ما علمنا الظروف التي مرت بها الشركات .

أما بالنسبة لحجم التداول فتظهر قيمة  $t$  موجبة الإشارة ومعنوية وبذلك يدل على الأثر الموجب لحجم التداول على أسعار الأسهم ، وهذا ينفي الفرضية الرئيسية الثالثة القائلة (إن لحجم التداول اثر معنوي سلبي على حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية) ، فزيادة الطلب على الأسهم من قبل المستثمرين بسبب توقعاتهم الارتفاع في الأسعار أدى إلى زيادة الطلب على الأسهم ، فعملية الرسملة أدت إلى طرح أسهم بكميات كبيرة في السوق المالي الذي تتنامى فيه قاعدة المتعاملين بالأسهم من سنة إلى أخرى ، وإذا ما أخذنا بنظر الاعتبار الضخ النقدي الكبير في سنوات الدراسة كل ذلك أدى إلى زيادة حجم الطلب على الأسهم .

## المبحث الثاني الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً: الاستنتاجات

توصل الباحث من خلال استعراض الجانب النظري ومعالجته لمشكلة البحث وفرضياته إلى مجموعة من الاستنتاجات وكما يلي

#### استنتاجات الجانب النظري

١. يعد مفهوم الرسملة من المفاهيم المهمة بالنسبة للشركات المساهمة ، لما يتضمنه من عمليات وإجراءات مهمة لأتخاذ القرار المتعلق به ، حيث يتطلب إجراء دراسة لميزانية الشركة وتحديد الأحتياجات التمويلية اللازمة ، وأيضاً ما يرافقه من عمليات وإجراءات قانونية ومالية ومن ثم القيام بعملية الرسملة .
٢. تنصب عملية الرسملة في زيادة رأس المال وتوفير النقد لدعم حاجة الشركة من الأموال بهدف تمويل عملياتها التشغيلية والرأسمالية ، وبالتالي النهوض بواقع الشركة وتحقيق المزيد من الأرباح للشركة ، كل هذا من جهة ، وأيضاً من خلال استغلالها للفرص الاستثمارية المتاحة ، وحصول المساهمين على تلك الأرباح على شكل مقسوم أرباح من جهة أخرى .
٣. تتباين الشركات المساهمة من حيث إختيارها لطريقة الرسملة لزيادة رأس مالها ، ذلك أن عمليات الرسملة لها عدد من الطرق وبالتالي فالشركة قد تعتمد في إختيارها للطريقة على عدة عوامل منها حجم التكاليف و مدى سرعة الحصول على الأموال و حجم تلك الأموال والمرونة التي تتمتع بها .
٤. إن لعملية الرسملة آثاراً تتعدى حصول الشركة على الأموال والاستفادة منها في عملياتها المتعلقة بنشاطها ، بل تنتقل تلك الآثار الى حملة الأسهم وعلى أسعار الأسهم ، وبل الأخص ما يتعلق في نصيب السهم من الأرباح والتغيرات في أسعار الأسهم التي تصاحب عملية الرسملة .
٥. هنالك أكثر من نظرية تفسر حركة أسعار الأسهم في السوق المالية حسب وجهات النظر التي أنت بها تلك النظريات، إلا أن حركة أسعار الأسهم في السوق المالية تتأثر بالظروف السائدة داخل الشركة في الصناعة التي تنتمي إليها ، فضلاً عن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية ، وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم تتغير مع وصول المعلومات عن الظروف الخاصة بالشركة وعن الظروف الاقتصادية وحتى الدولية .

### استنتاجات الجانب العملي

١. أشارت نتائج التحليل الى وجود ارتفاع في بعض معدلات أسعار أسهم الشركات في العينة على الرغم من القيام بعملية الرسملة بشكل متواصل خلال مدة الدراسة ، إلا إن هنالك شركات في نفس العينة حققت انخفاضاً في معدلات أسعار أسهمها لنفس المدة ، وهذا يدل على أن لكل شركة ظروف داخلية خاصة تنعكس بها عملية الرسملة على أسعار أسهمها في السوق .
٢. وضح التحليل وجود زيادة في نصيب السهم الواحد من الأرباح السنوية (ربحية السهم الواحد) لمجموعة معينة من الشركات التي إحتوتها العينة ، في حين لم تحقق بعض الشركات مثل هذه الزيادة في نصيب السهم الواحد من الأرباح ، على الرغم من زيادة رؤوس أموالها ، وهذا الاختلاف يكمن في تباين الأرباح التي حققتها تلك الشركات مع زيادة عدد الاسهم المصدرة التي نتجت عن الرسملة .
٣. أشارت النتائج الى قيام بعض شركات العينة بزيادة مقسوم الأرباح السنوي النقدي للسهم الواحد (نصيب السهم من التوزيعات) ، فعملية الرسملة لم تؤد الى انخفاض في نصيب السهم من التوزيعات ، بل إرتفعت مؤدية الى ارتفاع في الحصيلة النقدية التي يحصل عليها المساهم نتيجة لزيادة عدد الاسهم التي يمتلكها ، أما الشركات الأخرى فقد انخفض نصيب السهم من التوزيعات النقدية ، وهذا مرتبط بسياسة التوزيع التي تتبناها الشركات .
٤. توضح النتائج الى زيادة في معدل حجم التداول السنوي للشركات مع زيادة عمليات الرسملة التي أجرتها ، ولا سيما إذا ما علمنا إن عملية الرسملة يصاحبها زيادة في عدد الاسهم المصدرة التي تأخذ طريقها الى السوق المالي ، وهذا يدل على أن المستثمرين يتداولون الاسهم بصورة اكبر من الاحتفاظ بها .
٥. أشارت النتائج الى أن تأثير عملية الرسملة على أسعار الأسهم كانت سلبية ، حيث أدت الى انخفاض في سعر السهم ، وهذا يوضح سبب الانخفاض في أسعار الأسهم الشركات التي ضمتها العينة في سوق بغداد للأوراق المالية خلال السنوات الأخيرة ، وان تلك العمليات للرسملة لم توصل هدف الإدارة الى المساهمين و الذي يمثل نقل صورة جيدة عن مستقبل الشركة وأرباحها .

٦. بين التحليل الى أن تأثير الإعلان عن الارباح السنوية وبالأخص نصيب السهم الواحد من الربح السنوي ( ربحية السهم الواحد ) كان ايجابي على اسعار الاسهم في السوق المالية و هذا يدل على استجابة الأسعار لتلك الارباح بالشكل الذي يرفع من قيمة السهم .
٧. أشارت النتائج الى أن تأثير حجم التداول على أسعار الأسهم كان إيجابياً ، ومن شأن ذلك أن يوضح الزيادة التي طرأت على حجم التداول والتي كانت نتيجة لتداول الأسهم من قبل المستثمرين في السوق المالي بشكلٍ كبير لسببين مهمين هما : الأول رغبة المستثمرين في الحصول على أرباح رأسمالية ، والثاني الطلب الناتج عن التضخم النقدي .

## ثانياً: التوصيات

اعتماداً على استنتاجات البحث فقد تم التوصل الى جملة من التوصيات يمكن أن تساعد إدارات الشركات عينة البحث من الاستفادة من عملية الرسملة في التمويل، مما يعزز من مكانة الشركة ونجاحها واستمرارها، فضلاً عن إمكانية إتاحة الفرصة للمساهمين للاستثمار في أسهم الشركة وبالتالي تحقيق الاستفادة والنفع للطرفين، وتتمثل هذه التوصيات بالاتي:

١. ضرورة اهتمام الشركات المساهمة العراقية بعملية الرسملة بوصفها احد الأنماط التمويلية المهمة للحصول على الموارد المالية اللازمة لاحتياجات الشركة ، وما توفره من أموال ملكية يمكن التصرف بها بمرونة وفق متطلباتها ، والنهوض بواقع الشركة وزيادة الأرباح
٢. اهتمام الشركات المساهمة بدراسة كل طريقة من طرق الرسملة ، وتحديد أفضل طريقة مناسبة لظروف ومتطلبات الشركة من حيث التوفير في حجم التكاليف والسرعة في الحصول على الأموال ورفع قيمة الشركة .
٣. على الشركات ملاحظة مستوى أسعار أسهمها السوقية قبل عملية الرسملة ، واختيار الحجم المناسب المصدر للمساهمين ، بغية عدم حصول هبوط في أسعار أسهمها بشكل يؤدي الى عزوف المستثمرين عن شراء أو الاحتفاظ بالأسهم .
٤. الإعلان الدوري عن الأرباح وبصورة متكررة في السوق المالية ، من خلال نشرات ومجلات إخبارية في السوق وجعل قنوات المعلومات مفتوحة للمستثمرين بصورة عامة ، والى الجهات البحثية المختصة لتحليل ودراسة الشركات بصورة عامة ، لغرض إبقاء المستثمرين بالإطلاع على واقع الشركة ومستقبلها بالشكل الذي يرفع من رغبة الجمهور بالاستثمار بالأسهم وتحقيق طلب إضافي عليه .
٥. بما أن الغالبية العظمى من عمليات الرسملة التي تقوم بها الشركات العراقية هي عن طريق رسملة الأرباح وتوزيع أسهم المنحة(المجانية) على المساهمين، لما توفره هذه الطريقة من مرونة بالحصول على الأموال، فعلى تلك الشركات الإعلان عن زيادات في مقسوم الأرباح النقدي، لغرض تشجيعهم على الاحتفاظ بالأسهم والحصول على النقد ، وبذلك التقليل من عرضها للتداول وبالتالي رفع قيمتها .
٦. ضرورة قيام سوق بغداد للأوراق المالية بإعادة النظر بوسائل نشر المعلومات والبيانات التي يعمل بها السوق، وان يطورها من خلال إصدار تقارير ونشرات ودراسات عن واقع الشركات بالإضافة عن واقع الاقتصاد المحلي والعالمي، وتصدر هذه الدراسات عن طريق جهات بحثية متخصصة في هذا المجال ، بالشكل الذي يعزز ثقة المستثمرين بالشركات والسوق .

الجدول ( ٦ )  
ربحية السهم الواحد (E.P.S) بالدينار العراقي للشركات عينة البحث للمدة (١٩٩٣-٢٠٠١)

STD	Mean	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	الشركة / السنة
0.61731	1.7618	1.07	1.52	1.14	1.46	1.75	2.12	3.11	2	1.65	العراقية للسجاد والمفروشات
1.5341	2.4469	0.37	0.88	3.63	1.188	2.57	3.74	4.9	3.17	1.54	الخيطة الحديثة
0.61606	0.8721	0.78	1.5	0.65	0	0	0.69	1.11	1.71	1.38	نيوبالغذائية
0.31204	0.63181	0.7	0.86	0.91	0.84	0.58	0.23	0.98	0.45	0.1	الخازر لانتاج المواد الانشائية
2.4931	3.1914	2.52	3.01	5.88	3.96	4.2	7.53	0.96	0.5	0.12	بغداد للمشروبات الغازية
0.91109	2.1661	1.8	1.88	2.19	3.34	2.35	1.93	3.7	1.62	0.64	الهلال الصناعية
1.5306	2.9727	2.61	2.94	4.43	4.05	4.19	1.8	4.91	1.1	0.7	الوطنية للصناعات الكيماوية
1.3683	2.199	1.92	1.11	4.24	4.3	1.8	1.73	3.4	1.12	0.5	الصناعات الالكترونية
0.39127	0.77883	0.65	0.12	0.92	1.1	0.82	0.36	1.35	1.1	0.56	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية
1.9575	2.6283	0.24	0.53	2.35	4.51	6.63	2.62	2.7	1.77	2.27	الوطنية للصناعات الغذائية
0.43347	0.62297	0	0.2	0.87	0.5	1.41	1	0.54	0.73	0.34	العراقية للصناعات الهندسية
1.8525	3.0323	2.34	2.57	5.4	5.88	3.39	1.51	4.33	0.9	0.95	صناعة الاصباغ الحديثة
1.4392	3.0425	4.86	4.46	4.9	3.22	2.77	1.3	1.31	2.73	1.8	الدراجات والانابيب المعدنية
1.388	1.6308	0.08	0.081	0.62	1.78	3	2.85	4.01	1.1	1.14	انتاج الالبسة الجاهزة
0.39399	1.0486	0.74	0.7	1.34	1.31	1.31	0.42	1.16	0.8	1.63	العراقية لصناعة الكارتون
0.92819	1.318	1.07	1.55	1.37	0.77	0.45	0.41	3.43	1.85	0.93	المواد الانشائية الحديثة
1.4347	2.366	3.47	3.15	5.11	3.16	1.68	1.4	1.46	1.1	0.73	الصناعات الخفيفة
3.7577	4.173	0.88	1.37	5.15	10.4	10.12	4.61	2.17	1.65	1.23	مشروبات غازية شمالية
0.46404	0.8122	1.81	0.15	0.5	0.75	1	0.57	1.01	0.57	0.9	الوطنية للثلاث المنزلي



#### ٤. نصيب السهم من توزيعات الأرباح السنوية

تم احتساب نصيب السهم من توزيعات الأرباح السنوية عن طريق قسمة الربح الموزع على المساهمين في نهاية السنة (الملحق ٣) على رأس المال المدفوع الذي يمثل عدد الأسهم المصدرة ، إن الربح الموزع يمثل التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون (عبدالله ، ١٩٩٥ ، ١٤٤) ، والجدول (٧) أدناه يوضح عائد السهم من التوزيعات السنوية للإرباح

حيث كان لشركة المشروبات الغازية الشمالية أعلى وسط حسابي فقد بلغ (١,٣٠٥) ، وأعلى انحراف معياري كان لشركة العراقية للصناعات الهندسية حيث بلغ (٢,٣٨) ، أما أقل وسط حسابي كان لشركة الخازر لإنتاج المواد الإنشائية فقد بلغ (٠,١٩١٤) ، وأقل انحراف معياري كان لنفس الشركة أيضاً .

## المصادر

## أولاً: المصادر العربية

## أ. القرآن الكريم

## ب. التقارير والوثائق الرسمية

١. التقارير الشهرية لسوق بغداد للأوراق المالية للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١
٢. دليل المستثمر الصادر من سوق بغداد للأوراق المالية للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١
٣. ديوان الرقابة المالية ، ١٩٨٥ ، النظام المحاسبي الموحد ، ط ١ ، المكتبة الوطنية ، بغداد - العراق .
٤. قانون الشركات العراقي لسنة ١٩٩٧ ، رقم ٢١ ، المواد ٥٤ ، ٥٥ ، ٢٦ ، ٢٨ ، ١٢٨ .

## ج. الرسائل الجامعية

١. الياس خضر فنوش الحمدوني ، ٢٠٠٠ ، دور السوق المالية في إدارة الموجودات ، دراسة عن سوق بغداد وعينة من شركات العراق للفترة ٩٢-٩٧ ، رسالة دكتوراه مقدمة إلى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الموصل .
٢. نغم حنا نونيس ، ٢٠٠٢ ، النظام القانوني لزيادة رأس المال للشركة المساهمة ، رسالة ماجستير ، كلية القانون ، جامعة الموصل .
٣. هيفاء بطرس روفائيل ، ١٩٨٣ ، دراسة انتقادية لرؤوس أموال واحتياطات وتخصيصات المصارف في العراق ، رسالة ماجستير ، مقدمة إلى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد .
٤. يوسف عثمان حسين الشيخ علي ، ١٩٨٢ ، تقييم السياسات المالية في شركة الصناعات الوطنية الكويتية ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة والاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة الكويت .

## د . الدوريات

١. سرمد كوكب الجميل ، ١٩٩٧ ، أهمية التنبؤ في التحليل المالي ، مجلة المساهم ، العدد الخامس ، حزيران ، عمان .

٢. صباح صالح البدري ، ورتاب سالم الخوري ، ١٩٩٧ ، دراسة تحركات اسعار الاسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية ، مجلة دراسات العلوم الادارية ، المجلد ٢٤ ، العدد ١ .

٣. عبدالقادر عبدالله ، ١٩٩٥ ، العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية ، مجلة ابحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الانسانية ، المجلد ١١ ، العدد ١ .

٤. محمد سليم عبدالغفار ، ٢٠٠١ ، اهم العوامل المؤثرة في سوق بغداد لأوراق المالية ، مجلة كلية التراث الجامعة ، العدد الثاني ، بغداد .

#### هـ . الكتب

١. خليل محمد حسن الشماع ، ١٩٩٢ ، الادارة المالية ، ط٤ ، طبع مطابع جامعة بغداد .
٢. د. محمد علي حسين ، ١٩٨٧ ، المراجعة النظرية والعلمية ، دار القلم للنشر والتوزيع ، جامعة الكويت .
٣. دونالد كيسو ، جبري ويجانت ، ١٩٩٩ ، ترجمة احمد حامد حجاج ، تقديم سلطان المحمد السلطان ، المحاسبة المتوسطة ، الجزء الثاني ، ط٢ ، دار المريخ ، السعودية .
٤. زياد سليم رمضان ، ١٩٩٦ ، أساسيات في الإدارة المالية ، ن دار صفاء للنشر والتوزيع ، الأردن .
٥. سرمد كوكب الجميل ، ٢٠٠٢ ، التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والادوات ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، الموصل .
٦. صلاح حسن السيسي ، ١٩٩٧ ، الادارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي ، الوسام للطباعة والنشر ، الإمارات .
٧. طالب الواعظ ، رزاق نور عمران ، ١٩٩٢ ، النظام المحاسبي الموحد وتطبيقاته ، دار الكتب للطباعة والنشر ، الموصل .
٨. عادل فليح العلي ، ٢٠٠٢ ، المالية العامة والتشريع المالي ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، جامعة الموصل ، الموصل - العراق .
٩. عباس مهدي الشيرازي ، ١٩٩٠ ، نظرية المحاسبة ، ط١ ، منشورات ذات السلاسل ، الكويت .

١٠. فرديستون ، يوجين برجهام ، ١٩٨٩ ، التمويل الاداري ، تعريب د. عدنان الداغستاني ، د. احمد نبيل عبد الهادي ، تقديم سلطان محمد السلطان ، دار المريخ ، الرياض ، السعودية .
١١. فلاح حسن عداي الحسيني ، مؤيد عبد الرحمن عبد الله الدوري ، ٢٠٠٠ ، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر ، ط ١ ، دار وائل للنشر .
١٢. لطيف جبر كوماني ، ١٩٨٦ ، الوجيز في شرح قانون الشركات رقم ٣٦ لسنة ١٩٨٣ ، مطبعة العمال المركزية ، بغداد .
١٣. لطيف جبر كوماني ، علي كاظم الرفيعي ، ٢٠٠٠ ، القانون التجاري ، دار الكتب ، بغداد .
١٤. محمد احمد العظمة ، يوسف عوض العادلي ، ١٩٨٦ ، المحاسبة المالية ، المجلد الثاني ، منشورات ذات السلاسل ، الكويت .
١٥. محمد صالح الحناوي ، محمد فريد الصحن ، محمد سعيد السلطان ، ٢٠٠١ ، مقدمة في المال والأعمال ، الدار الجامعية .
١٦. محمد عطية مطر ، حكمت احمد الراوي ، وليد ناجي الحيايالي ، ١٩٩٦ ، ط ١ ، نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات.
١٧. محمد علي العامري ، ٢٠٠١ ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، جامعة بغداد، بغداد - العراق .
١٨. مصطفى كمال طه ، ١٩٩٦ ، القانون التجاري الشركات التجارية ، الأحكام العامة في الشركات ، شركات الأشخاص ، شركات الاموال ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الاسكندرية .
١٩. منير ابراهيم هندي ، ١٩٩٨ ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، توزيع منشأة المعارف الاسكندرية ، مصر .
٢٠. منير ابراهيم هندي ، ١٩٩٩ ، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، مصر .
٢١. منير ابراهيم هندي ، ١٩٩٩ ، الاوراق المالية واسواق راس المال ، منشأة المعارف بالاسكندرية ، مصر .
٢٢. موفق حسن رضا ، ١٩٨٥ ، قانون الشركات وأهدافه واسسه ومضامينه ، منشورات مركز البحوث القانونية ، بغداد .

٢٣. وائل عودة العكشة ، وليد زكريا صيام ، ميشيل سعيد سويدان ، حسام الدين مصطفى الخدّاش ، ١٩٩٨ ، محاسبة الشركات ، دار المسيرة ، عمان .

ثانياً : المصادر الأجنبية

#### A. JOURNALS

1. Abdalla Shamia, Husan Talafha, 1990, Amman Financial market stability: effectiveness and efficiency Anconomic analysis, Abhath AL-Yarmouk, Vol. 6, No.2 .
2. Ajay R. Dravid , 1987 , A note On The Behavior Of Stock Returns Around Ex-Dates Of Stock Distribution , Journal Of Finance , Vol.42 , Iss.1 , March .
3. Barker C. Austin, 1958 , Evaluation Of Stock Dividend , Journal Of H.B.R , Vol.36 , No.3 ,January .
4. C. J. Thompson, 1996, Some Economic Implication Of Tackeover,Common wealth government printer, Cambera.
5. Charles T. Carlstrom, Timoth S. Fuerst, vasso P. Ioannidou, 2002, Stock prices And Out Put Growth: An Examination Of The Gredit Channel, Fedral Reserve Bank of Cleveland, Iss. 0428-1276. Internet.
6. David A. Dubofsky, Dan W. French, 1988, Share Price Level And Risk: Implications For Financial Management, Journal Of Managerial Finance ,Vol.14, Iss. 1.
7. David T. Doran, Robert Nach tmann, 1988, The Association Of Stock Distribution Announcements And Earnings Performance, Journal of Accounting : Auditing And Finance, Vol. 3, Iss. 2, Spring .
8. Eva Liljebloom, 1989, The Informational Impact Of Announcement Of Stock Dividends And Stock Splits, Journal Of Business Finance And Accounting , Vol. 16, Iss. 5, Winter .
9. Hideaki Kiyoshi kato, Wenyuh Tsay, 2002, Are Stock Dividends (Mushos) Melons or Lemons in Japan? Journal Of pacific-Basin Finance, Vol. 10, Iss. 5.
- 10.Hyan-Han shin, Rene M. Stulz, 2000, Firm Value, Risk, And Growth opportunities,www.cob-ohio-tyateedv/fin/dice/papers/2000-8. Pdf.
- 11.Jan Overgaard Olesen, 2000, Asimple Explanation Of Stock Price Behavior In The Long Run: Evidence For Denmark, Dep. Of Economics And Economic Policy, Research Unit, Copenhagen Business school, Internet.

12. John V. Duca, 2001, The Controversial Stock Wealth Effect, Apresentation to the Bord of Directors Of The Federal Reserve Bank Of Dallas, Research department.
13. Josef Lakonishok, Baruch Lev 1987, Stock Splits And Stock Dividends: Why ,Who, And When, Journal Of Finance , Vol. 42, Iss .4, Septemper .
14. Mark Conrad, 1987, An Easy High-performance Strategy For Long-term Investors, Journal Of fact: the money Mgmt magazine, Vol. 6, Iss. 2. April .
15. Merry L. Mosbacher, Daniel A. Burkhardt, 1988, Gas Company Stock Splits-have they Increased Trading Activity? Journal Of public utilities Fortnightly , Vol. 122, Iss. 10 .
16. Peggy J. Crawford , Anne M. Turner , 1987 , The Impact Of Firm Performance And Structure On Dividend Policy , Journal Of Oklahoma Business Blletin , Vol.55 , Iss. 6 , January .
17. Peggy J. Crawford, Anne M. Turner, 1985, Stock Dividend And The Professional Investore, Journal Of Review Of Regional Economics And Business, Vol. 10, Iss.2, October .
18. Peter Caraypnopoulos, Mary Kelly, 2000, Too Much Capital ? An Examination Of Capital Requirements For Canadian Property / Casualty Insurers, School Of Business And Economics, wilfrid LaurierUniversityWaterloo,Canada, [www.soa.org/library/arch/2000-09/arch03v37n1-10.pdf](http://www.soa.org/library/arch/2000-09/arch03v37n1-10.pdf).
19. Pieter T. Elgers, Dennis Murray, 1985, Financial Characteristics Related To Management's Stock Split And Stock Dividend Decisions, Journal Of Business Finance & Accounting , Vol. 12, Iss. 4. Winter .
20. Richard Klein, 1988, Recapitalization with a new twist, Journal Of Business Forum, Vol 13, Iss 1. Winter.
21. Robert H. Litzenberger , 1986 , Some Observation On Capital Structur And The Impact Of Recent Recapitlization Share Prices , Journal Of Financial And Quantitative Analysis , Vol.21 , Iss.1 , March .
22. Sanjai Bahagat, James A. Brickley, Ronald C. Lease, 1986, The Authorization Of Additional Common Stock : An Empirical Investigation, Journal Of Financial Mgmt , Vol. 15, Iss. 3, Autumn .
23. Taylor W. Foster , Donvickrey , 1978 , The Information Content Of Stock Dividend Announcements , Journal Of Accounting Review , Vol.3 , No.2 , April .

24. Thomas N. Cochram, 1988, Panchos Mexican Buffet Inc. Journal Of Barrons, Vol. 68, Iss. 35. August .
25. Woolridge C. Ghosh, 1989, Stock Market Reaction To Growth-Induced Dividend Cuts: Are Investors Myopic? Journal Of Managerial And Decision Economics. Vol. 10, Iss. 1, March .
26. Yakov Amihud, Haim Mendelson, Jun Uno, 1999, Number Of Shareholders And Stock Price : Evidence From Japan, Journal of finance, Vol. 54, Issue 3.
27. Yogendra Timilsima, 2001, Capital Market Development And Stock Price Behaviour In Nepal, Economic Review: occasional paper, Number 13. [www.nrb.org.np/pubs/economic-review-occasional-paper-no-13capital market.pdf](http://www.nrb.org.np/pubs/economic-review-occasional-paper-no-13capital%20market.pdf).

## **B. Books**

1. Anthony G. Puxty, J. Colin Dodds, Richard M. S. Wilson, 1991, Financial Management , 2<sup>th</sup> ed., Chapman & Hall Ltd. London.
2. A . S. Hornby , Oxford Students Dictionary Of Current English , U.K
3. Anthony Saunders, 1997, Financial Institution Management, 2nd ed., Irwin , USA .
4. Aswath Domodaran, 1997, Corporate Finance Theory And Practice, Johnwiley & Sons, Inc , New York .
5. Benton E. Gup, 1983, Principles Of Financial Management, John Wiley & Sons, Inc., New York.
6. Bernard J. Winger, Ralph R. Frasca, 1988, Investments Introduction To Analysis And Planning , Merrill publishing Company , Columbus, Ohio .
7. Bill Ress , 1990 , Financial Analysis , Prentice Hall .
8. Charles H. Gibson, 1992, Financial Statement Analysis, 5th ed. , South-western publishing Co. , USA .
9. Charles, O. Kronke , Erwin Esser Nemmers, Alan E. Grunewald, 1978, Manageral Finance Essentials, 2th ed. , West Publishing Co. , New York.
10. Damodar N. Gujarati, (1995). Basic Econometrics, 3rd ed., McGraw-Hill Co., Singapore.
11. Dixiel L. Mills, Mona J. Gardner, 1993, Managing Financial Institutions, Dryden press , USA .

12. E. F. Castle , N. P. Owens , 1981 , Principles Of Accounts , Macdonald , London .
13. E. J. Melaney, 2000, Business Finance Theory And Practice, 5th ed., Financial Times, Prentice Hall, U.K.
14. Graham Bannock, R. E. Baxter, Ray Rees, 1982, The Penguin Dictionary Of Economics, Penguin Books Ltd., U. K.
15. Haim Levy, Marshall Sarent, 1990, Capital Investment And Financial Decisions , 4th ed., Prentice Hall International (UK) Ltd.
16. Jack Clark Francis, 1988, Management Of Investments, 2nd ed., McGraw-Hill , New York .
17. Jack Gary, Kenneth S. Johnston, 1977, Accounting And Management Action , 2nd ed. McGraw-Hill, Inc. ,New York .
18. Jack L. Smith, Robert M. Keith, Willam L. Stepes, 1989, Accounting Principles , 3rd ed., McGraw-Hill, New York .
19. Jae K. Shim, Joel G. Siegel, 1983, Theory And Problem Of Managerial Finance , McGraw-Hill , New York .
20. James C. Van Horne, 1982, Fundamentals Of Financial Management , 4th ed., prentice-Hall of India.
21. Jerry J. Weygandt , Donald E. Kieso, Walter G. Kell, 1996, Accounting Principles , 4th ed., John Wiley & Sons, Inc., New York.
22. Kermit D. Larson, paul B. W. Miller, 1995, Financial Accountion , 6th ed., Irwin.
23. Lqbal Mathur, 1979, Introduction To Financial Management , Mcamillan Publishing Co. Inc, New York .
24. Philip E. Fess, Carl, S. Warrem, 1984, Accounting principles, 14th ed., South-westeren publishing Co. , USA .
25. Richard Brealy, Stewart Myers, 1984, Principles Of Corporate Finance, 2nd ed., McGraw-Hill , New York .
26. Robert F. Megs, Walter B. Meigs, 1984 , Accounting The Basis For Business Decision, 6th ed., McGraw-Hill , New York .
27. Robert Libby, Patrica A. Libby, Daniel G. Short, 1996, Financial Accounting , Irwin , USA .



28. Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, 1992, Foundation Of Financial Management , 7th ed. , Irwin , USA .
29. Stephen A. Ross, Randolph W. Wester Field, Bradford D. Jordan, 1996, Essentials Of Corporate Finance , Irwin , USA .
30. Stephen A. Ross, Randolph W. Wester field, Bradford D. Jordan, 1992 , Fundamentals Of Corporate Finance, 2th ed. Irwin , USA .
31. Stephen H. Archer, G. Marc Choate, George Racette, 1979, Financial Management An Introduction , John Wiley & Sons, Inc., New York.
32. Zvi Bodi, Alex kane, Alan J. Marcus, 1998, Essentials Of Investment , 3rd ed., Irwin , McGraw-Hill , USA .

#### مواقع الانترنت

1. [www.corporatere.sourcesonline.com/corporate/ma.htm](http://www.corporatere.sourcesonline.com/corporate/ma.htm).
2. [www.gecapital.com/Finance-growth/cash\\_flow-asset-recapital.html](http://www.gecapital.com/Finance-growth/cash_flow-asset-recapital.html).
3. [www.numeraire.com/valu\\_wizard/download/vwIoosp.pdf](http://www.numeraire.com/valu_wizard/download/vwIoosp.pdf).
4. [www.the\\_copenhagen\\_stock\\_Exchange\\_on\\_19/2000\\_Re:\\_Bioscan\\_A/S,\\_CV\\_Rno.\\_Ioo5\\_26\\_45](http://www.the_copenhagen_stock_Exchange_on_19/2000_Re:_Bioscan_A/S,_CV_Rno._Ioo5_26_45).
5. [www.capital.com/how\\_to\\_raise\\_financing/types\\_of\\_financing.cfm](http://www.capital.com/how_to_raise_financing/types_of_financing.cfm).
6. [http://marciniak.waw.pl/SGH/30\\_7117/FM3.pdf](http://marciniak.waw.pl/SGH/30_7117/FM3.pdf).
7. [http://uky.edu/??bjorden/BDJweb/FIN\\_350/chap\\_8.Pdf](http://uky.edu/??bjorden/BDJweb/FIN_350/chap_8.Pdf).
8. <http://web.wellinvested.com/topics/understanding/why.htm.2003>.
9. [www.coba.unt.edu/firel/kensingel/fina\\_4200mkt-Efficiency.Pdf](http://www.coba.unt.edu/firel/kensingel/fina_4200mkt-Efficiency.Pdf).
10. <http://gsb.uchicago.edu/pdf/sp16.pdf>.

الملحق (١)  
راس المال المدفوع للشركات العينة ( الف دينار) للفترة (1993-2001)

ت	الشركة / السنوات	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
١	العراقية للسجاد والمفروشات	14750	59000	118000	118000	158000	200000	250000	250000	375000
٢	الخطاطة الحديثة	13500	27000	54000	81000	121500	150000	225000	300000	350000
٣	نينوى للصناعات الغذائية	9500	19000	38000	38000	57000	57000	57000	85500	150000
٤	الخازر لانتاج المواد الانشائية	8000	8000	16000	16000	28000	36400	51400	80000	128000
٥	بغداد للمشروبات الغازية	70000	87500	129500	129500	194250	388500	777000	1554000	2331000
٦	الهلال الصناعية	23000	46500	93000	93000	186000	279000	500000	800000	1156000
٧	الوطنية للصناعات الكيماوية	30000	45000	45000	67500	135000	270000	540000	1000000	1500000
٨	الصناعات الالكترونية	24000	36000	72000	72000	108000	200000	400000	800000	1200000
٩	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	13000	26000	52000	52000	78000	78000	120000	171000	171000
١٠	الوطنية للصناعات الغذائية	13000	26000	52000	52000	91000	182000	364000	728000	1100000
١١	العراقية للصناعات الهندسية	8700	11310	22620	22620	35000	50000	50000	80000	160000
١٢	صناعة الاصباغ الحديثة	14500	25000	48750	97500	195000	390000	585000	1170000	1755000
١٣	صناعة الدراجات والانابيب	6000	9000	36000	54000	54000	76000	152000	304000	608000
١٤	انتاج الالبسة الجاهزة	5265	10530	21060	42120	42120	84240	143208	175000	200000
١٥	العراقية لصناعة الكارتون	5000	14000	25000	37500	60000	102000	200000	350000	575000
١٦	المواد الإنشائية الحديثة	3500	6500	13000	24310	48000	72000	72000	90000	112500
١٧	الصناعات الخفيفة	27000	40500	81000	121500	200000	300000	500000	800000	1200000
١٨	مشروبات غازية شمالية	7500	15000	30000	30000	45000	67500	135000	250000	450000
١٩	الوطنية للأثاث المنزلي	10000	15000	20000	20000	30000	48000	72000	100000	125000

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١ .

الملحق ( ٢ )  
صافي ربح السنة بعد الضريبة (الف دينار) للشركات عينة البحث للفترة (١٩٩٣-٢٠٠١)

STD	Mean	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	الشركة   السنة
124358	266638	401351	381545	285825	292352	277416	250670	367934	118290	24356	العراقية للسجاد والمفروشات
231043	264387	129782	265604	817870	178264	313378	303314	264739	85734	20802	الخطاطة الحديثة
47171	44178	117206	128442	37488	0	0	26338	42397	32592	13142	نينوى للصناعات الغذائية
31717	30797	89944	69421	46847	30602	16273	3826	15830	3602	830	الخازر لإنتاج المواد الانشائية
2314738	2072844	5890391	4683013	4571244	1541353	816141	975255	124827	44507	8861	بغداد للمشروبات الغازية
716723	742485	2090245	1510856	1095422	932850	438593	179750	344276	75456	14914	الهلال الصناعية
1461355	1259298	3917063	2948744	2394712	1094154	565697	121820	221215	49170	21103	الوطنية للصناعات الكيماوية
819827	705778	2309979	892194	1698637	859815	195091	124913	218908	40526	11936	الصناعات الالكترونية
40220	57728	111950	21459	110547	85818	64515	18865	70447	28652	7295	الفلوجة لإنتاج المواد الانشائية
323351	365370	264585	386960	858745	821336	603901	136362	140865	46043	29537	الوطنية للصناعات الغذائية
17190	20049	0	16064	43681	25167	49470	22526	12238	8292	3006	العراقية للصناعات الهندسية
1625339	1516149	4122790	3012481	3157814	2296520	661055	147317	211158	22420	13790	صناعة الاصباغ الحديثة
984106	623193	2959149	1356820	745073	245062	149918	70089	47183	24592	10852	صناعة الدراجات والانابيب
57166	68827	17263	14241	88752	150415	126607	120175	84473	11501	6013	انتاج الالبسة الجاهزة
148437	135506	428547	244963	269261	133727	78678	15830	29091	11309	8150	العراقية لصناعة الكارتون
51536	56368	121471	139627	98845	55714	21614	10094	44654	12031	3264	صناعة المواد الانشائية الحديثة
1505682	1209286	4164029	2523683	2555237	949389	336955	170918	118924	44698	19737	الصناعات الخفيفة
272369	314617	397006	342862	696520	701590	455666	138546	65367	24735	9264	مشروبات غازية شمالية
69404	43836	226557	15397	36602	36413	29876	11592	20378	8674	9038	الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي

المصدر : شوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١ .

الملحق ( ٣ )  
الأرباح الموزعة على المساهمين (الف دينار) لشركات العينة خلال الفترة (١٩٩٣-٢٠٠١)

2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	الشركة ١ السنة
375000	25000	25000	150000	15800	88500	88500	29500	5900	العراقية للسجاد والمفروشات
350000	120000	150000	75000	121500	162000	81000	40500	13500	الخطاطة الحديثة
75000	0	0	0	0	19000	38000	9500	3800	نينوى للصناعات الغذائية
64000	0	0	0	8400	3200	3973	3200	600	الخازر لانتاج المواد الانشائية
2331000	2331000	1165500	388500	388500	259000	11655	35000	7000	بغداد للمشروبات الغازية
1734000	1200000	500000	348750	279000	158100	139500	55515	9200	الهلال الصناعية
3000000	1500000	864000	27000	135000	67500	22500	43362	9000	الوطنية للصناعات الكيماوية
2040000	800000	400000	200000	54000	81000	108000	6600	0	الصناعات الالكترونية
102600	85500	30000	30000	0	39000	0	0	0	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية
385000	364000	364000	36400	182000	52000	13000	13000	5200	الوطنية للصناعات الغذائية
0	0	0	20000	257578	6786	11310	5655	2175	العراقية للصناعات الهندسية
3510000	2047500	1170000	975000	195000	0	75625	10000	2900	صناعة الاصباغ الحديثة
1216000	304000	152000	38000	72000	54000	36000	4500	2400	صناعة الدراجات والانابيب
100000	0	28641	58968	63180	42120	31590	4212	2106	انتاج الالبسة الجاهزة
287500	0	87000	0	39000	26200	6250	4200	1500	العراقية لصناعة الكارتون
73125	67500	36000	36000	0	12155	6500	0	0	صناعة المواد الانشائية الحديثة
2400000	1400000	1000000	300000	150000	76545	18000	20250	13500	الصناعات الخفيفة
337500	250000	135000	168750	135000	60000	30000	7500	0	مشروبات غازية شمالية
250000	30000	0	0	0	20000	20000	7500	0	الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي

المصدر : سوق بغداد للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، بغداد ، الإصدار الثالث للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١ .

## ***Abstract***

---

*This study deals with the analysis of relationship and the effect between recapitalization of the corporative firms and stock prices movement , in the framework of sample of Iraqi corporative firms within Industrial Sector that are recorded at Baghdad Stock Exchange (B.S.E).*

*The study has saved no efforts to find objective answers to some inquiries upon the nature of relationship between the re-capitalization and the stock prices in market, and between re-capitalization and earning per share and dividend per share, and what is the effect of recapitalization on stock prices.*

*In this respect , the study aimed at providing theoretical side on the meaning of “capital” , its kinds and its importance for corporative firms , explaining the meaning of re-capitalization and its effect on corporative firms , beside defining stock prices movement and its theories, the styles of technical analysis of stock price in the market and the most important effective factors in stock prices movement weather they were internal within the firm or external about economic variables.*

*In order to uncover the nature of relationship, the study represented many hypothesis to test it , in this respect , this study represented the most important hypothesis like the following :*

- 1. Recapitalization has significant positive relation with stock prices in the financial market.*
- 2. Recapitalization has significant effect on stock prices in financial market .*

*In order to apply this study for testing the hypothesis , the data obtained from B.S.E , and by using statistical tool appropriate for analysis , the study ended with some conclusions, the most important the existing of significant relationship between recapitalization and stocks prices , there is also significant effect of recapitalization on stocks prices.*