

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/344070824>

Analyzing Value Of A Firm Under Dividends Policy And Investment Risk

Article · July 2003

CITATIONS
0

READS
38

1 author:



[Amjad S. Al - Delawi](#)
Cihan University-Erbil

28 PUBLICATIONS 144 CITATIONS

[SEE PROFILE](#)

تحليل قيمة المنشأة في ظل سياسة توزيع الأرباح ومخاطرة الاستثمار

د. أمجد صابر سعيد*

المستخلص:

ينطلق البحث في تحليل قيمة المنشأة من دراسة التأثيرات المشتركة لسياسة توزيع ارباح الاسهم العادية ومخاطرة الاستثمار فيها بالقيمة الاقتصادية لتلك الاسهم كمقياس لقيمة المنشأة. واعتمد البحث على فرضية كتفسير أولي لمشكلة البحث خصوصا انها تدور حول فرض تفاوت قيمة المنشأة بتفاوت كل من سياستها في توزيع الأرباح ومخاطرة الاستثمار في اسهم تلك المنشأة. وتوصل البحث الى عدة استنتاجات برز من بينها ما يتعلق بثبات صحة فرضية البحث من ان قيمة الاسهم كمقياس لقيمة المنشأة تتأثر بصورة مباشرة في مقدار الأرباح الموزعة على المساهمين فضلا عن مخاطرة الاستثمار المرافقة للاسهم نفسها.

المقدمة

الأسهم العادية هي شكل أساس من أشكال الاستثمارات المالية التي لها وقعها المميز في الاقتصاد الوطني ، فهي أدوات مالية يسعى مالكوها إلى تعظيم

* رئيس قسم المحاسبة/ كلية الراغبين الجامعة

ثرواتهم منها الأمر الذي يستدعي من المنشأة تعظيم قيمة تلك الأدوات أو الأسهم في السوق المالية من خلال تبني السياسات المالية الكفيلة بتحقيق ذلك ومن بينها سياسة توزيع الأرباح إلى جانب ضرورة دراسة المخاطر التي ترافق الاستثمار فيها كعوامل أساسية تتحدد في ضوءها قيمة الأسهم في السوق المالية .

فاستمرار المنشأة بتوزيع أرباح على المساهمين فيها وبالشكل الذي يعوض الزيادات التي قد تحصل في العوائد المطلوبة على الاستثمار في الأسهم جراء مخاطرتها النظامية تحديداً ، من شأنه أن يترك أثراً إيجابية على تعظيم قيمة الأسهم وبالتالي قيمة المنشأة ككل في السوق المالية .

وبغية دراسة مشكلة البحث ومحاولة التوصل إلى حلول مناسبة لها تم تقسيم البحث إلى أربعة مباحث تناول الأول منها منهجية البحث ، في حين اختص الثاني باستعراض الخلفية النظرية للبحث، أما المبحث الثالث فقد كرس للجانب التطبيقي بينما خصص المبحث الأخير لاستعراض ما توصل إليه البحث من استنتاجات وتوصيات .

المبحث الأول

منهجية للبحث

أولاً . مشكلة البحث : —

تتجسد مشكلة بحث في إمكانية تعظيم قيمة الأسهم العادية كمقياس لقيمة المنشأة عن طريق اتباع سياسة توزيع أرباح مناسبة تضمن تحقيق عوائد مقبولة للمساهمين وتحافظ في الوقت نفسه على مستوى ربحية معينة للمنشأة كمصدر لتمويلها ذاتياً .

وتزداد المشكلة صعوبة عندما تكون الزيادات الحاصلة في توزيعات المنشأة من الأرباح اقل من تلك التي تحصل في العوائد المطلوبة على الاستثمار في

الأسهم — كلفة التمويل الممتلك — نتيجة ارتفاع مخاطرة الاستثمار فيها ، وما يرافق ذلك من انخفاض في القيمة الحقيقية للأسهم تتبعها قيمتها السوقية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض عوائد الاستثمار ومن ثم أحجام المستثمرين عن اقتناء تلك الأسهم مما تسبب ذلك في تخفيض أسعار الأسهم إلى مستويات أعلى .

ثانياً. أهمية البحث : —

يشكل البحث الحالي من خلال الموضوع الذي يتناوله أساساً للاستثمارات المالية ومنها الأسهم العادية على الصعيدين المعرفي الأكاديمي والتطبيقي على حد سواء. إذ تلعب سياسة توزيع الأرباح ومخاطرة الاستثمار دوراً حيوياً في تحديد قيمة الأسهم وبالتالي قيمة المنشأة في السوق المالية ، تلك القيمة التي تعد بمثابة أحد أهم المعايير التي يركن إليها إذ بأن تعظيم الثروات من خلال توظيف أموال المستثمرين في الأسهم العادية كأدوات للاستثمار .

ثالثاً. أهداف البحث : —

- أ. تحليل ودراسة قيمة الأسهم وعلاقتها بسياسة توزيع المنشأة لأرباحها ومخاطرة الاستثمار في تلك الأسهم بالتطبيق على عينة من شركات القطاع الصناعي العراقي المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية .
- ب. دراسة إمكانية تبني نموذج الدراسة بإطار التعبير الكمي عن العلاقة بين قيمة الأسهم وكل من سياسة توزيع الأرباح ومخاطرة الاستثمار في الأسهم.

ج. التثبت من مدى مساهمة سياسة توزيع الأرباح ودرجة المخاطرة التي تتعرض إليها الأسهم في تعظيم قيمتها في السوق المالية .

رابعاً. فرضية البحث : =

((مع ثبات العوامل الأخرى ، تتفاوت قيمة المنشأة بتفاوت سياستها في توزيع الأرباح ، وتفاوت مقدار المخاطرة المرافقة للاستثمار في أسهمها)).

خامساً: عينة البحث ومدته : =

يتمثل مجتمع البحث بشركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية لاسيما أنها تتمتع بمراكز مالية متينة مكنتها من الاستمرار في ممارسة نشاطاتها وبالتالي استمرار تداول أسهمها في السوق المالية خلال مدة البحث . وتم سحب عينة عشوائية بسيطة تمثلت بثمان شركات صناعية عراقية مساهمة شكلت ما نسبته 22% من مجتمع البحث خلال المدة الممتدة بين السنوات (1990 – 1999) ، ولعلها مدة كافية للبحث يمكن من خلالها قياس متغيرات البحث ودراسة العلاقة القائمة بينها بإطار الأساليب الكمية المستخدمة للتعبير عن تلك العلاقة لاسيما انه تم تقسيم المدة المذكورة إلى مدتين فرعيتين بواقع خمس سنوات لكل منها يمكن من خلالها التعرف على المتغيرات التي تطرأ على قيمة المنشأة تبعاً للمتغيرات التي تطرأ في كل من سياسة توزيع الأرباح ومخاطرة الاستثمار .

المبحث الثاني

الخلفية النظرية للبحث

أولاً . سياسة توزيع الأرباح (المفهوم والأبعاد) : =

تعد سياسة توزيع الأرباح على المساهمين من أهم السياسات المالية في المنشأة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم الأرباح الصافية للمنشأة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة وبالطبع فإن لكل من هذين الاستخدامين لأرباح المنشأة ضروراته وأهميته الخاصة. فالأرباح الموزعة تمثل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمورد ملموس على استثماراتهم في اسهم المنشأة بمعنى تمثل دخلاً جاريًا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات (الميداني ، 198 : 635).

وبهذا النسق تعتمد نظرية سياسة توزيع الأرباح على قرار المنشأة بشأن المفاضلة بين توزيع الإرباح على المالكين وبين احتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها.

هذا يعني أن المنشأة لن توزع أرباحاً على المساهمين إلا بعد أن تكون قد مولت فرص الاستثمار الرابحة المتاحة لها. بمعنى آخر تستطيع المنشأة ان توزع على المساهمين فقط الأرباح المتبقية بعد احتجاز ما يلزمها لتمويل استثماراتها ، وهذا ما أخرجته نظرية الفائض (الميداني ، 1989 - 673) .

وقد طرح الكثير من المفكرين والمنظرين آرائهم بهذا الخصوص ، إذ يرى كل من مود كلياني وميلر ان قيمة المنشأة تتحدد في الأمد البعيد بقدرتها على تحقيق الأرباح ومخاطرتها في حين يرى كل من كوردن ولنتر **Gordon and lintner** ان هناك علاقة واضحة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة الحقيقية للأسهم كقياس لقيمة المنشأة بحيث ترتفع قيمة المنشأة بزيادة توزيعات الأرباح

على المساهمين ومن ثم استقرار سياسة توزيع الأرباح واحتجازها (الشماع، 1992 : 514) .

ثانياً . العائد والمخاطرة (المفهوم والأنواع والقياس)

يرتبط العائد بالمخاطرة لأنهما يدخلان سوية في تقويم الأوراق المالية والمشروعات فاتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية - الأسهم العادية - أو المشروعات لا يعتمد فقط على العائد إنما لابد أن تؤخذ المخاطرة بنظر الاعتبار (الشماع ، 1992 : 405) .

أ. العائد : - ويقصد به المردود الاقتصادي الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من اجل حيازة الاستثمار (الشيخ، 1995: 72) . وينقسم العائد على الاستثمار في السهم إلى عائد دوري يتمثل بمقسوم الأرباح النقدي الذي يوزع دورياً على المالكين ، والعائد الرأسمالي الذي يتمثل بارتفاع سعر السهم في السوق المالية (اسماعيل وعبود ، 2000 : 28) .

ويمكن تقسيم العائد من الاستثمار في الأسهم إلى ثلاثة أنواع يتدمجها العائد المتحقق الذي يقاس وفق المعادلة الآتية (Amling , 1974 : 181) : -

$$R_j = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث ان :

$$R_j = \text{عائد السهم } j$$

$$D_t = \text{مقسوم الأرباح الموزع خلال المدة}$$

$$P_t = \text{سعر السهم في نهاية المدة}$$

$$P_{t-1} = \text{سعر السهم في بداية المدة}$$

أما النوع الثاني من العوائد فهو العائد المتوقع والذي يحسب باستخدام الأساليب الإحصائية المعروفة كالوسط الحسابي والانحدار ... بينما يتجسد النوع الثالث من العوائد بالعائد المطلوب الذي يمثل أدنى عائد يطلبه المستثمر على الاستثمار في السهم ويمثل كلفة التمويل الممتلك من جانب المنشأة المصدرة له وبالتالي يمكن قياسه باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرسالية (Capital Asset Pricing Model , CAPM) وعلى النحو الآتي (Weston , et.al ,1996,578) :-

$$Ke = R_f (\bar{R}_m - R_f) \beta$$

حيث ان :-

Ke = انعائد المطلوب - كلفة التمويل الممتلك

R_f = انعائد الخالي من المخاطرة

R_m = متوسط عائد محفظة السوق

β = معامل بيتا كقياس للمخاطرة النظامية

ب- المخاطرة :- تعرف المخاطرة بأنها تحقيق مردود اقل من المردود المتوقع أو التعرض إلى خسارة أو مجازفة وبهذا المعنى فان مخاطرة الاستثمار هي تقلب عوائد الاستثمار أو هي احتمال خسارة أموال المستثمرين : (الميداني ، 1989 : 327) .

ان المستثمر يتطلع إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى عائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطرة . وهذا لا يعني أن المستثمرين لا يرغبون في تحمل المخاطرة بل انهم يسعون للتعويض عن المخاطرة وبافتراض ثبات العوامل الأخرى فكلما كانت مخاطرة السهم عالية كلما انخفض سعره وارتفع معبدل

العائد المطلوب نتيجة ارتفاع المخاطرة النظامية الناشئة عن عوامل اقتصادية تخص سوق الأوراق المالية .وبما ان المستثمر رشيد بمعنى يسعى إلى تقليل المخاطرة التي يتعرض إليها من جراء الاستثمار فإنه يلجا إلى تنويع استثماراته بحيث لا يواجه سوى جزءا من انمخاطرة يتمثل بالمخاطرة النظامية والتي يمكن قياسها بدليل معامل بيتا كمقياس إحصائي وباستخدام المعادلة الآتية (الاميداني ، ، 1989 : 327) و(محمد إسماعيل وعبود ، 2000 : 28) -

$$B_j = \frac{\text{cov } R_j, R_m}{\text{var } R_m}$$

حيث ان : -

B_j = المخاطرة النظامية

$\text{Cov } R_j, R_m$ = التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق

$\text{Var } R_m$ = تباين عائد محفظة السوق

ثالثاً. قيمة المنشأة (المفهوم والقياس)

تعرف القيمة بأنها اسعر الذي يرغب المستثمر دفعه للحصول على موجود أو سهم معين وتمثل قيمة السهم العادي ، مقياسا لقيمة المنشأة وبما أن الأسهم العادية تمثل أدوات للاستثمار فإنها تحمل قيما مختلفة ومن بين هذه القيم التي تزايد الاهتمام بها في أدبيات الإدارة المالية المعاصرة هي القيمة الحقيقية للسهم والتي تتحدد استنادا إلى وقائع معينة تتعلق بتوزيعات الأرباح المتوقعة ودرجة المخاطرة المرافقة لها التي تنعكس في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم العادي وقد تختلف هذه القيمة عن القيمة السوقية للسهم التي تعكس السعر

الذي يباع فيه السهم فعليا في السوق المالية (Weston , 1987: 142) (and Brigham).

ويمكن تعظيم قيمة الأسهم العادية من خلال تعظيم صافي القيمة الحثية وصافي القيمة الحالية للاستثمار في الأسهم العادية هو الفرق بين القيمة الحثية للسهم والقيمة السوقية كما مبين في المعادلة الآتية (Brealey, 1996 : 2425) (and Mayers) :

$$NPV = V - P$$

حيث ان : -

$$V = \text{القيمة الحقيقية للسهم العادي}$$

$$P = \text{القيمة السوقية للسهم العادي}$$

وما دامت القيمة السوقية للسهم تتقلب حول القيمة الحقيقية فان تعظيم القيمة الحقيقية للسهم العادي هو تعظيم لقيمه السوقية وذلك يمثل مساعي الإدارة المالية في المنشأة تجاه تعظيم عوائد الاستثمار في السهم العادي .

وطالما إن القيمة الحقيقية للأسهم العادية تمثل مقياسا لقيمة المنشأة ، فان الأخيرة يمكن قياسها باستخدام أحد نماذج تقويم الأسهم العادية ، ولعل ابرز تلك النماذج التي توطر العلاقة ما بين قيمة المنشأة وسياسة توزيع الأرباح هي جانب مخاطرة الاستثمار هو نموذج وليمز Williams لتقويم الاستثمار بالأسهم الذي طوّر عام 1938 . تتحدد القيمة الحقيقية للسهم كمقياس لقيمة المنشأة بموجب النموذج المذكور وإذا ما تم الأخذ بالاعتبار أسعار البيع المتوقعة للسهم وفقاً للمعادلة الآتية (472 : 1990

(Sharpe and Alexander,

$$P_o = \frac{D_{t+1} + P_{t+1}}{1 + K_e}$$

حيث ان : -

$$P_0 = \text{القيمة الحقيقية أو الاقتصادية للسهم}$$

$$D_t+1 = \text{مقسوم الأرباح المتوقع للسهم}$$

$$P_t+1 = \text{سعر البيع المتوقع للسهم}$$

$$Ke = \text{معدل العائد المطلوب على السهم}$$

يظهر من النموذج المذكور ان قيمة السهم تتأثر بصورة مباشرة في سياسة توزيع الأرباح التي تعتمدھا المنشأة بالإضافة إلى مخاطرة الاستثمار التي تدخل في حساب العائد المطلوب بحيث تزداد قيمة المنشأة مع ثبات العوامل الأخرى بزيادة مقسوم الأرباح المتوقع وانخفاض درجة المخاطرة .

وهذا يعني أن جانبا من القيمة الحقيقية للمنشأة يتحدد طبقا لسياستها في توزيع الأرباح واحتجازها ومقدار المخاطرة المرافقة للاستثمار في أسئمها الأمر الذي يتطلب توخي الدقة عند اتخاذ القرارات المالية من هذا النوع لما لها من اثر بالغ الأهمية في قيمة المنشأة بالسوق المالية .

البحث الثالث

تحليل متغيرات البحث ومناقشة مضمونها

أولاً . تحليل عوائد الاستثمارات في الأسهم : -

أظهرت نتائج تحليل عوائد اسهم الشركات عينة البحث المبينة في الجدول رقم (1) خلال المدة الأولى للبحث عن ارتفاعها كمتوسط وبشكل عام قياسا بالمدة الثانية وقد يعود السبب وراء ذلك إلى ارتفاع أسعار اسهم الشركات المدروسة في المدة الأولى للبحث مقارنة مع أسعارها في المدة الثانية بالدرجة الأساس ويتضح من الجدول نفسه ان العائد على الاستثمار في الأسهم قد تراوح في المدة الأولى بين 1.355 في شركة الألبسة الجاهزة و 0.651 في شركة

الصناعات الكيماوية والبلاستيكية وبالتأكيد يؤول السبب لارتفاع العائد في الشركة الأولى إلى ارتفاع أسعار أسهمها من جهة وارتفاع قيمة مقسوم الأرباح من جهة أخرى أما بالنسبة للشركة الثانية فعلى الرغم من تحقيق أسهمها لعوائد موجبة إلا أنها سجلت أدنى العوائد خلال ائدة الأولى للبحث نتيجة لانخفاض أسعار أسهمها نسبيا في المقام الأول .

وفيما يتعلق بالمددة الثانية ، فقد أسفرت نتائج التحليل التي يظهرها الجدول رقم (1) عن تراوح قيمة العائد على اسهم الشركات المبحوثة بين أعلى مستوى لها كمتوسط 1.067 في شركة الصناعات الغذائية وأدنى مستوى لها 0.072 في شركة الصناعات الخفيفة وقد اقتربت العديد من الشركات المدروسة أن لم تكن جميعها — باستثناء شركة الصناعات الغذائية — من هذا المعدل وبما يؤشر انخفاض عام في أسعار اسهم الشركات أسفر عن انخفاض عوائد الاستثمار فيها.

جدول رقم (1)
تحليل عوائد الاستثمار لأسهم الشركات عينة البحث

المتوسط	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990	السنة	اسم الشركة	ت
0.072	0.092	1.150	0.464-	0.206-	0.21-	1.134	1.196	3.087	0.774	0.214	0.402		الصناعات الخفيفة	1
0.095	0.546	0.234	0.146	0.484-	0.035	0.832	1.703	1.913	0.316-	0.719	0.145		الهلال الصناعية	2
0.220	0.773	0.517	0.122	0.371-	0.061	1.129	0.387	3.131	1.29	0.842	-0.003		صناعة الدرجات والأثاث المعدنية	3
0.130	0.260-	1.525	0.159-	0.169-	0.285-	0.824	1.862	0.499	1.51	0.1	0.149		الصناعات الإلكترونية	4
0.003	0.123-	0.192	0.242-	0.198	0.012-	1.355	4.136	1.444	1.318	0.112-	-0.01		إنتاج الألبسة الجاهزة	5
1.076	0.197	0.436	5.15	0.143-	0.303-	1.074	1.941	1.66	1.352	0.271	0.150		الصناعات الغذائية	6
0.147	0.083-	1.394	0.124	0.488-	0.212-	1.218	1.439	1.744	2.483	0.017-	0.443		الأصباغ الحديثة	7
0.185	0.297-	0.584	0.669	0.527-	0.5	0.651	0.828	3.151	1	0.092	0.144		الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	8
0.240	0.105	0.754	0.668	0.273-	0.053-	1.027	1.686	2.078	1.176	0.263	0.176		المتوسط	

ثانياً. تحليل المخاطرة النظامية : —

أشرت نتائج تحليل المخاطرة النظامية لأسهم الشركات المدروسة بدليل معامل بيتا في المدة الأولى للبحث عن انخفاض نسبي في تلك المخاطرة لأغلب الشركات باستثناء شركتي الألبسة الجاهزة 1.471 والصناعات الخفيفة 1.178 على التوالي حيث سجلت أسهمها مخاطرة عالية بمعنى تقلب في عوائد أسهمها يفوق تقلب عائد محفظة السوق مما جعلها اسهم هجومية بحسب تصنيف المخاطرة ضمن الأدبيات بعكس الشركات الأخرى عينة البحث التي أشرت أسهمها مخاطرة منخفضة نسبياً بحيث عدت من الأسهم الدفاعية كون معامل بيتا لكل منها يقل عن الواحد الصحيح وكانت أدنى مخاطرة قد سجلت في شركة الصناعات الإلكترونية 0.533 وما يرافق ذلك من توقعات بشأن انخفاض العوائد المطلوبة على اسهم تلك الشركات وبالتالي ارتفاع القيمة الحقيقية لأسهمها في السوق المالية مع ثبات العوامل الأخرى ، — مقسوم الأرباح المتوقع وسعر البيع المتوقع.

كما أشرت نتائج تحليل المخاطرة النظامية في المدة الثانية للبحث انخفاض مستمر في معاملات بيتا مع مراعاة الفروقات الكامنة بالنسبة للشركات المدروسة وبالتالي تراوحت قيمة بيتا بين أعلى حد لها في شركة الصناعات الغذائية 3.146 وهي مخاطرة مرتفعة جداً بحيث ان تقلب عائد محفظة السوق بمقدار 1 % يؤدي إلى تقلب مناظر يبلغ 3.146 % في حين بلغ أدنى معامل بيتا 0.106 - في شركة الألبسة الجاهزة متراجعا بالسالب ليعبر عن علاقة عكسية ما بين عائد سهم الشركة المذكورة وعائد محفظة السوق بحيث عندما يزداد الأخير ينخفض الأول وبالعكس وقد يعود السبب في ذلك إلى ارتفاع التكاليف التشغيلية لنشاطات الشركة على الرغم من زيادة إيراداتها .

جدول رقم (2)

تحليل معاملات المخاطرة النظامية لأسهم الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	التفاصيل	تعدة الأولى B	المدة الثانية B
1	الصناعات الخفيفة		1.178	0.672
2	الهلال الصناعية		0.773	0.426
3	صناعة الدراجات والأنابيب المعدنية		0.9876	0.474
4	الصناعات الإلكترونية		0.533	1.131
5	إنتاج الألبسة الجاهزة		1.471	- 0.106
6	الصناعات الغذائية		0.813	3.146
7	الأصباغ الحديثة		0.871	1.342
8	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية		0.894	0.921

ثالثاً. تحليل العوائد المطلوبة على الأسهم :-

يبين الجدول رقم (3) نتائج تحليل معدلات العوائد المطلوبة على الاستثمار في اسهم الشركات عينة البحث خلال مدتي الدراسة إذ سجلت نتائج تحليل المدة الاولى ارتفاعاً في العوائد المطلوبة قياساً بالمدة ثنائية إذ بلغ أعلى معدل في المدة الأولى 1.463 في شركة الألبسة الجاهزة على اثر ارتفاع مخاطرتها النظامية بينما بلغ أعلى معدل في المدة الثانية 0.54 في شركة الصناعات الغذائية ولعل الفرق بين المديتين قدر تعلق الأمر بمعدلات العوائد المطلوبة - كلفة التمويل الممتلك - اصبح واضحاً لا يحتاج المزيد من التوضيح .

وبطبيعة الحال ، طالما ان المحدد الرئيسي لمعدل العائد المطلوب المحسوب وفقا لنموذج CAPM يتمثل بمعامل بيتا ، فان السبب الأساس وراء ارتفاع العوائد المطلوبة يعود إلى الارتفاع النسبي في معاملات بيتا في المدة الأولى للبحث إزاء ما هي عليه في المدة الثانية .

ان ارتفاع العوائد المطلوبة يؤشر احتمالية اكبر لانخفاض القيمة الحقيقية للأسهم مع ثبات العوامل الأخرى وبالعكس .

جدول رقم (3)
تحليل العوائد المطلوبة على الاستثمار في اسهم الشركات عينة البحث

الفترة الثانية				الفترة الأولى				التفاصيل	ت
K_e	R_f	R_m	β	K_e	R_f	R_m	β		
0.194	0.10	0.240	0.672	1.192	0.10	1.027	1.178	1	
0.159	0.10	0.240	0.426	0.816	0.10	1.027	0.773	2	
0.166	0.10	0.240	0.474	1.015	0.10	1.027	0.988	3	
0.285	0.10	0.240	1.131	0.594	0.10	1.027	0.533	4	
0.085	0.10	0.240	-0.106	1.463	0.10	1.027	1.471	5	
0.540	0.10	0.240	3.146	0.853	0.10	1.027	0.871	6	
0.287	0.10	0.240	1.342	0.907	0.10	1.027	0.871	7	
0.228	0.10	0.240	0.921	0.928	0.10	1.027	0.894	8	

رابعاً. تحليل مقسوم الأرباح : —

يوضح الجدول رقم (4) نتائج تحليل مقسوم الإرباح لأسهم الشركات موضع الدراسة حيث بلغ أعلى مقسوم أرباح متوقع — متوسط — خلال المدة الأولى للبحث 0.502 دينار في شركة الهلال الصناعية بينما بلغ أدنى مقسوم أرباح متوقع للسهم 0.12 دينار في شركة الصناعات الإلكترونية وتراوحت مقسومات الأرباح المتوقعة بالنسبة لبقية الشركات بين هذين المستويين ويلاحظ أن قيم مقسوم الأرباح لم تكن عالية بالنسبة لجميع الشركات عينة البحث حتى أنها لم تتجاوز الدينار الواحد مؤشرة بذلك احتمالية انخفاض قيمتها الحقيقية في السوق المالية من هذا الجانب وبالمقارنة مع نتائج التحليل في المدة الثانية يظهر وجود تحسن نسبي في مقسوم الأرباح كمتوسط حيث تراوحت قيمته بين 1.39 دينار في شركة الهلال الصناعية مؤشرة استمرار زيادة توزيعاتها من الأرباح على المساهمين فيها وبما ينعكس إيجابياً على قيمة أسهمها وبين 0.84 دينار في شركة الصناعات الكيماوية والبلاستيكية .

إن ارتفاع قيمة مقسوم الأرباح تؤشر في جانب منها وخصوصاً على الأمد البعيد قدرة اكبر للشركة على تحقيق الأرباح من جراء استغلال موجوداتها وبالعكس ومن المعروف انه كلما زادت توقعات توزيع أرباح أعلى مع ثبات العوامل الأخرى كلما أدى ذلك إلى زيادة القيمة الحقيقية للأسهم .

جدول رقم (4)
تحليل مقسوم الأرباح المتوقع لأسهم الشركات عينة البحث

المتوسط	الفترة الثانية										المتوسط	الفترة الأولى					السنة	ت
	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990		المتوسط	1994	1993	1992	1991		
1.076	2	1	0.75	0.63	1	0.5	0.29	0.5	0.25	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	المنشآت الخفيفة	1
1.39	1	1.25	1.5	1.7	1.5	1.193	0.502	0.4	0.56	0.15	0.2	0.2	0.2	0.15	0.2	0.2	المنشآت الصناعية	2
0.978	1.98	0.5	0.5	1	1	0.5	0.31	0.4	0.2	0.2	0.25	0.25	0.2	0.2	0.25	0.25	صناعة الدرجات والأثاث المعدنية	3
1.025	1	1	0.5	1.125	1.5	0.1	0.12	0	0.25	0	0.25	0.25	0	0.25	0.25	0.25	المنشآت الإلكترونية	4
0.979	0.199	0.7	1.5	1	1.5	0.4	0.279	0.4	0.24	0.2	0.15	0.15	0.2	0.2	0.15	0.15	إنتاج الألبسة الجاهزة	5
0.89	1	0.2	2	1	0.25	0.5	0.36	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	المنشآت الغذائية	6
1.312	2	2.5	0.219	0.29	1.55	0.4	0.28	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	الأصباغ الحديثة	7
0.84	1.6	0.1	1	1	0.5	0.96	0.36	0.3	0.2	0.2	0.15	0.15	0.2	0.2	0.15	0.15	المنشآت الكيماوية والبلاستيكية	8

خامساً. تحليل أسعار بيع الأسهم : —

أشرت نتائج تحليل أسعار البيع المتوقعة للأسهم المدروسة كما يبينها الجدول رقم (5) وجود ارتفاع واضح في تلك الأسعار ضمن المدة الثانية للبحث قياساً لمدته الأولى وبالنسبة لجميع الشركات المبحوثة .

إن ارتفاع أسعار البيع المتوقعة للأسهم تسهم إلى جانب مقسوم الأرباح المتوقع لتلك الأسهم في زيادة قيمتها الحقيقية مع تسكين معدلات العوائد المطلوبة أو كلفة التمويل الممتمك .

ويظهر من الجدول رقم (5) إن أعلى سعر بيع كمتوسط بلغ 19.935 دينار في شركة الصناعات الإلكترونية مما يتوقع ان يسيم ذلك في زيادة قيمتها الحقيقية ضمن المدة الأولى للبحث بينما بلغ أعلى سعر بيع متوقع في المدة الثانية 51.07 دينار في شركة الصناعات الكيماوية والبلاستيكية واستنادا إلى نتائج التحليل المذكورة ، يمكن القول مسبقا بأن احتمالية زيادة القيمة الحقيقية للأسهم المدروسة ضمن المدة الثانية للبحث احتمالية واردة جدا نتيجة ارتفاع قيمة المقسوم المتوقع من جهة ، وزيادة أسعار البيع المتوقعة للأسهم في المقام الأول من جهة أخرى .

جدول رقم (5)
تحليل أسعار البيع المتوقع لأسهم الشركات عينة البحث

المتوسط	1999	1998	1997	1996	1995	المتوسط	1994	1993	1992	1991	1990	السنة	اسم الشركة	ت
29.7	32.85	31.9	15.3	29.95	38.5	17.12	50	23	6.05	3.55	3.005		الصناعات الخفيفة	1
30.09	39.05	25.9	22	20.5	43	14.16	43	16.35	5.125	3.93	2.373		الهلال الصناعية	2
41.98	72.5	42	28	25.4	42	16.48	40.5	29.55	7.25	3.25	1.872		صناعة الدرجات والألباب المعدنية	3
48.07	54.35	74.75	30	36.25	45	19.94	65	22.75	6.675	2.75	2.5		الصناعات الإلكترونية	4
45.85	41	47	40	54.75	46.5	13.26	48.6	9.5	4.05	1.85	2.311		إنتاج الألبسة الجاهزة	5
44.1	60.65	51.5	36	32.85	39.5	17.68	57	19.55	6.5	2.89	2.508		الصناعات الغذائية	6
37.43	47.5	54	23.65	21	41	17.76	54	22.3	7.625	2.275	2.622		الأصباغ الحديثة	7
51.07	49	72	45.5	27.85	61	15.06	41	22.95	5.6	2.9	2.838		الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	8

سادسا: تحليل القيمة الحقيقية للأسهم : —

أبدت نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث والظاهرة في الجدول رقم (6) ارتفاع مشهود في القيمة الحقيقية للأسهم بالنسبة لجميع الشركات المدروسة إذ بلغت أعلى قيمة 12.58 دينار في شركة الصناعات الإلكترونية على مستوى المدة الأولى للبحث في حين بلغت أعلى قيمة 43.16 دينار في شركة الألبسة الجاهزة على مستوى المدة الثانية للبحث .

ان ارتفاع القيمة الحقيقية أو الاقتصادية لأسهم شركات العينة ، إنما هو حصيلة ارتفاع مقسوم الأرباح المتوقع وأسعار البيع المتوقعة للأسهم المبحوثة من ناحية وانخفاض العوائد المطلوبة في المدة الثانية من ناحية أخرى .

وبهذا القدر من التحليل ، تتضح أهمية سياسة توزيع الأرباح وبالتالي مخاطرة الاستثمار ودورها في تعظيم قيمة الأسهم كمقياس لقيمة المنشأة الأمر الذي يستوجب على الشركات ضرورة صياغة سياستها في توزيع الأرباح بالشكل الذي ينسجم مع مخاطرة الاستثمار في أسهمها من جهة ودراسة تأثيراتها في قيمتها بالسوق المالية التي تعد بمثابة حجر الأساس الذي يعتمد عليه إذ بان الاستثمار في الأسهم وبالتالي تعظيم الثروات من جهة أخرى .

جدول رقم (6)
تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	المدة الأولى					المدة الثانية				
		Po	1+Ke	Dt+1	Pt+1	Po	1+Ke	Dt+1	Pt+1		
1	الصناعات الخفيفة	25.77	1.194	1.076	29.7	7.942	2.192	0.29	17.121		
2	الهلال الصناعية	27.16	1.159	1.39	30.09	8.071	1.816	0.502	14.155		
3	صناعة الدراجات والأثابب المعدنية	36.84	1.166	0.978	41.98	8.33	2.015	0.31	16.484		
4	الصناعات الإلكترونية	39.02	1.258	1.25	48.07	12.58	1.594	0.12	19.935		
5	إنتاج الألبسة الجاهزة	43.16	1.085	0.979	45.85	5.49	2.463	0.279	13.262		
6	الصناعات الغذائية	29.21	1.54	0.89	44.1	9.73	1.853	0.36	17.68		
7	الأصباغ الحديثة	30.102	1.287	1.312	37.43	9.46	1.907	0.28	17.764		
8	الصناعات الكيماوية	42.27	1.228	0.84	51.07	7.99	1.928	0.36	15.057		

المبحث الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

أولا . الاستنتاجات : -

أ.تشكل سياسة توزيع الأرباح ومخاطرة الاستثمار في الأسهم العادية إحدى الأسس التي يتم بموجبها تعظيم قيمة المنشأة من خلال انعكاساتها الإيجابية على تعظم القيمة الحقيقية أو الاقتصادية للأسهم في السوق المالية .

ب.كشفت نتائج التحليل عن تذبذب واضح في عوائد اسهم الشركات المدروسة ضمن مدتي البحث أدى بدوره إلى تقلب عوائد اسهم الشركات المدروسة بنسب متفاوتة لكنها أشرت عموما ارتفاع نسبي ضمن المدة الثانية للبحث نظرا لارتفاع معاملات بيتا تلك الأسهم كمقياس لمخاطرتها النظامية .

ج.ان تفاوت درجة المخاطرة وبالتالي كمتوسط عائد محفظة السوق ضمن المدتين الأولى والثانية للبحث 1.027 و 0.24 على التوالي أدى إلى تفاوت معدلات العوائد المطلوبة على اسهم الشركات المدروسة بحيث أشرت انخفاضاً ملموساً في المدة الثانية للبحث بالدرجة الأساس بسبب انخفاض عائد محفظة السوق في المدة الثانية للبحث .

د.أشرت نتائج تحليل التدفقات النقدية لأسهم الشركات موضع الدراسة متمثلة بمقسوم الأرباح المتوقع وبسعر البيع المتوقع ارتفاعاً محسوساً في المدة الثانية للبحث مقارنة مع مدته الأولى وبما يؤشر نمواً واضحاً من قبل تلك الشركات في توزيع أرباحها على المساهمين فيها .

هـ. أدى ذلك الارتفاع من جهة وانخفاض العوائد المطلوبة من جهة أخرى إلى ارتفاع

القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث على مستوى مدته الثانية .

و. واستنادا إلى ما تقدم يمكن القول ان سياسة المنشأة في توزيع الأرباح تسهم في تعظيم قيمة أسهمها وبالتالي قيمتها في السوق المالية بعد أن أثبتت نتائج التحليل وجود نوع من الموازنة ما بين حجم الأرباح الموزعة على الأسهم ودرجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها وبما يؤكد صحة فرضية البحث .

ثانيا . التوصيات :-

أ. ينبغي للمنشأة عندما تقوم برسم سياستها في مجال توزيع الأرباح أن تتم دراسة تأثيرات مقسوم الأرباح في قيمة أسهمها بالسوق المالية كقياس لقيمتها فضلا عن دراسة تأثيرات المخاطرة في ذلك .

ب. ضرورة مواكبة الشركة لتحقيقها الأرباح الصافية الأكبر كي تتمكن باستمرار من زيادة توزيعاتها للأرباح على المساهمين فيها وبالشكل الذي يغطي الزيادات التي تحصل في درجة المخاطرة وبما ينعكس إيجابيا على تعظيم قيمتها وبالتالي ثروة المستثمرين في أسهمها .

ج. تبني نماذج أخرى لتقويم الاستثمار بالأسهم تأخذ بنظر الاعتبار سياسة مقسوم الأرباح ومقدار الأرباح المتحققة للأسهم ودراسة التأثيرات المشتركة لكل منها في قيمة المنشأة مثل نموذج **Walter** .

المصادر

- 1-اسماعيل ، مصطفى منير ، وعبود ، حسام نجم ، تحليل العلاقة بين المخاطرة النظامية للاسهم العادية وعوائدها باطار دالة المنفعة - دراسة تطبيقية، مجلة كلية الرافدين الجامعة ، العدد 5 ، 2000م .
- 2-الميداني ، محمد ايمن عزت ، الادارة التمويلية في الشركات ، الظهران : مطابع جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ، 1989 .
- 3-الشيخ ، بابكر مبارك عثمان ، اثر التضخم في العائد والمخاطرة ، رسالة ماجستير ، جامعة بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد ، 1995 .
- 4- الشماع ، خليل محمد حسن ، الادارة المالية ، ط4 ، بغداد : مطبعة الخلود .1992
- 5-سوق بغداد للاوراق المالية ، دليل المستثمر للسنوات 1990 - 1999 .

- 1.Amling , Frederick , “ Investment “ , 3rd .Ed ., N.J.: Prentice Hall Inc. , 1974.
- 2.Brealey , Richard And Myers , Stewart , “ Principles Of Corporate Finance “ , 5th .Ed ., NY . : Mc Geaw – Hill , Inc ., 1996
- 3.Rao , K.S .Ramesh , “ Financial Management “ , 2 Nd . Ed ., N.Y . : Macmillan Publishing CO. , Inc ., 1990 .
- 4.Sharpe , Williams ,F .And Alexander Gordon J. , “Investment” 4 Th . Ed ., N. J . : Prentice ,F . Hall , Inc . , 1990 .
- 5.Weston , J .Fred And Brigham , Engene F. , “Essentials Of Managerial Finance “ , 8 Th , Ed ., N.Y . : Holt . Rinehart And Wiston , 1987 .

Analyzing Value Of A Firm Under Dividends Policy And Investment Risk

Dr. Amjad S. Saeed*

Abstract

This research aims at studying the impact of dividend policy and investment risk on the Value of a Firm

The hypothesis of research stated that the disparity of Firm's Value could be explained by the disparity of its dividends policy and investment risk.

The research has reached to many conclusions, the most important one is the Validity of hypothesis of research.

* Al-Rafidain University College / Head of Accounting Dept.