

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/344069900>

Evaluation Investment In Zero Dividends Stocks Applied Study

Article · January 2001

CITATIONS

0

READS

34

1 author:



Amjad S. Al - Delawi
Cihan University-Erbil

28 PUBLICATIONS 144 CITATIONS

SEE PROFILE

تقويم الإستثمار بالأسهم ذات التوزيعات الصفرية دراسة تطبيقية

د. امجد صابر سعيد* محمود جواد الصميدعي**

مصطفى منير اسماعيل*

المستخلص

إستهدف البحث دراسة إمكانية تقويم الأسهم ذات التوزيعات الصفرية بالإستناد إلى عوائدها الرأسمالية وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات العراقية المساهمة المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية خلال المدة (2000-1993). وبعد أن أجري التحليل اللازم للبيانات، تم التوصل إلى مجموعة إستنتاجات يتصل مضمونها بصلاحيّة النموذج المستخدم في البحث لأغراض تقويم الأسهم وبالتالي إمكانية الإستثمار فيها بالتركيز على عوائدها الرأسمالية دون العوائد الدورية.

* كلية الرافدين الجامعة/ قسم المحاسبة

** معهد الادارة/ الرصافة/ قسم السكرتارية

المقدمة

يستهدف المستثمرون في السوق المالية تعظيم ثرواتهم من خلال توظيف أموالهم في الأسهم بعد المفاضلة بينها في ضوء مجموعة معايير يبرز من بينها معيار القيمة الحقيقية أو الاقتصادية للأسهم. إذ بموجب هذا المعيار يجري تقويم الأسهم بالإعتماد على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتولدة عن الإستثمار فيها متمثلة بالعوائد الدورية التي يجسدها مقسوم الأرباح، والعوائد الرأسمالية التي تجسدها الزيادات المتتالية في أسعار الأسهم بالسوق المالية. ويواجه المستثمر الذي يروم الإستثمار بالأسهم طبقاً لقيمتها الحقيقية، مشكلة ترتبط بإنتهاج العديد من الشركات سياسة إحتجاز كامل أرباحها بحيث تفرد العوائد الرأسمالية للأسهم كتدفقات نقدية ترافق الإستثمار فيها وما يترتب على ذلك من تساؤلات يرتبط محتواها بإمكانية تقويم الأسهم بالاستناد إلى عوائدها الرأسمالية واستخدامها في التعبير السليم عن

قيمتها الاقتصادية ومن ثم جدوى الإستثمار فيها.

وبغية التوصل إلى حل أو مجموعة حلول ناجعة من شأنها أن تسهم في حل مشكلة البحث تم تقسيمه إلى أربع فقرات تناولت الأولى منها منهجية البحث في حين انصرفت الفقرة الثانية إلى تبيان النتائج النظري للبحث وما طرحته الأدبيات بخصوص الموضوع الذي يتناوله. أما الفقرة الثالثة، فقد كرست لتحليل النتائج بينما إختصت الفقرة الرابعة بمجموعة الإستنتاجات التي تم التوصل إليها فضلاً عن التوصيات المتفقة معها.

أولاً. منهجية البحث

أ. مشكلة البحث

تعتمد عملية تقويم الأسهم على التدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار فيها متمثلة بالعوائد الدورية (مقسوم الأرباح) والعوائد الرأسمالية (نمو سعر السهم في السوق المالية)، وهي لهذا السبب عملية معقدة تستند إلى الحدس والتخمين. وما يزيد من صعوبة المشكلة، إمتناع الكثير من

في التعبير عن القيمة الحقيقية للأسهم، وبالتالي درجة توافقه مع معطيات السوق المالية العراقية.

ج. إفتراض البحث

لا يحاول البحث إختبار فرضية معينة، وإنما ينصرف إلى حل مشكلته من خلال النتائج التي يتم التوصل إليها في ضوء عملية تحليل البيانات اللازمة للبحث. وإنطلاقاً من ذلك وإنسجاماً مع مستلزمات تطبيق البحث، فقد إستند الأخير إلى إفتراض رئيس يفيد ((بإمتناع الشركات عينة البحث عن توزيع أرباحها وبالتالي إحتجازها بالكامل طيلة مدة البحث)).

د. عينة البحث ومدته

يشتمل مجتمع البحث على الشركات المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية كافة، في حين تمثلت عينة البحث بعشرة شركات مساهمة توزعت بالتساوي بين القطاعين الصناعي (الهلل الصناعية، الصناعات الخفيفة، الصناعات الإلكترونية، الصناعات الغذائية، الأصباغ الحديثة) والزراعي (العراقية

الشركات عن توزيع الأرباح وإحتجازها بالكامل كمصدر لتمويل مشروعاتها المستقبلية الأمر الذي يحتم على المستثمر تقويم الأسهم بالتركيز على أسعارها المتوقعة خلال مدة زمنية قادمة دون الجزء المكمل لعوائد الإستثمار فيها متمثلاً بمقسوم الأرباح النقدي، وما يترتب على ذلك من تساؤل يدور حول مدى جدوى تقويم الأسهم بالإستناد إلى أسعارها السوقية المتوقعة وإمكانية إستخدامها في التعبير الدقيق عن قيمها الحقيقية وبالتالي سلامة الإستثمار فيها.

ب. أهداف البحث

1. التحقق من إمكانية الإعتماد في تقويم الأسهم على أسعارها المتوقعة دون الأخذ بنظر الإعتبار توزيعاتها المتوقعة من الأرباح وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات العراقية المساهمة المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية.
2. إختبار نموذج التقويم المعتمد في الدراسة وتحديد مدى صلاحيته

متغيرات البحث وتحليلها إلى جانب دراسة العلاقات القائمة بينها.

هـ. إسلوب جمع البيانات

شكّلت النشرات السنوية لأسعار الأسهم الصادرة عن سوق بغداد لأوراق المالية خلال السنوات (1993-2000)، أساساً لتوفير البيانات اللازمة للبحث متجسدة بأسعار إغلاق أسهم الشركات المدروسة.

و. متغيرات البحث وقياسها

من المناسب أن يجري تعريف الرموز المستخدمة في عملية القياس قبل تبين متغيرات البحث وإسلوب قياسها وكما مبين في الجدول رقم (1):

للأنتاج البذور، العراقية لإنتاج وتسويق اللّوم، بابل للإنتاج الحيواني، العراقية للمنتجات الزراعية، الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي) بعد أن سحبت بإسلوب العينة العشوائية متعددة المراحل. إذ يتكون سوق بغداد للأوراق المالية من أربعة قطاعات سحبت منها عشوائياً القطاعين الصناعي والزراعي كمرحلة أولى، ثم سحبت خمسة شركات على مستوى كل قطاع كمرحلة ثانية وبشكل عشوائي أيضاً. وتجدر الإشارة إلى أن الشركات المختارة كعينة للبحث تتسم بقدمها ومتانة مركزها المالي فضلاً عن إستمرار تداول أسهمها بشكل منتظم طيلة مدة البحث الممتدة بين السنوات.

(1993-2000) وهي مدة

زمنية مناسبة تتيح إمكانية قياس

جدول رقم (1)

الرموز المستخدمة في البحث وتعريفها

ت	الرمز	التعريف	ت	الرمز	التعريف
1	R_j	عائد السهم	7	$\text{Var } r_m$	تباين عائد محفظة السوق
2	P_t	السعر الحالي للسهم	8	g	متوسط نسبة نمو سعر السهم
3	P_{t-1}	سعر السهم في بداية المدة	9	K_e	معدل العائد المطلوب على السهم
4	P_{t+1}	السعر المتوقع للسهم	10	R_f	معدل العائد الخالي من المخاطرة
5	β	المخاطر النظامية للسهم	11	\bar{R}_m	متوسط عائد محفظة السوق
6	$\text{Cov } r_j, r_m$	التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق	12	P_0	القيمة الحقيقية للسهم

1. عائد السهم: يقاس عائد السهم وفقا للمعادلة (1)، (Sharpe and Alexander, 1990: 221):

$$R_j = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \dots \dots \dots (1)$$

2. مخاطرة السهم: إن المخاطرة المعنية في التحليل على مستوى البحث هي المخاطرة النظامية للسهم، والتي تقاس باستخدام المقياس الإحصائي بيتا على وفق المعادلة (2)، (Levy and Sarnet, 1988: 191):

¹ المقصود من عائد السهم هنا هو العائد الرأسمالي فقط

$$R_j = \frac{\text{Cov } r_j, r_m}{\text{Var } r_m} \dots\dots\dots(2)$$

3. السعر المتوقع للسهم: ويمثل التدفق النقدي المتوقع إستلامه من جراء الإستثمار في السهم. ويمكن قياسه بإستخدام المعادلة (3)، (الميداني، 1989: 599).

$$P_{t+1} = P_t (1 + g) \dots\dots\dots(3)$$

4. معدل العائد المطلوب^(*): ويمثل أدنى عائد يطلبه المستثمر على الإستثمار في السهم. ويمكن قياس العائد المطلوب بإستخدام نموذج تسعير الموجودات

الرأسمالية CAPM كما في المعادلة (4)، (Ross, et. al., 1999: 260) :

$$K_e = R_f^{(**)} + (\overline{R}_m - R_f) \beta \dots\dots\dots(4)$$

5. القيمة الحقيقية للسهم: يمكن قياس القيمة الحقيقية أو الإقتصادية للسهم عندما يقتصر التحليل على العوائد الرأسمالية دون العوائد الدورية وفقاً للمعادلة (5)، (Rao, 1992: 33).

$$P_o = \frac{P_{t+1}}{1 + K_e} \dots\dots\dots(5)$$

من المحللين الماليين والإقتصاديين (جابر، 1982: 124). فهي عملية معقدة تعتمد بالدرجة الأساس على تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من

ثانياً. الإطار الفكري للبحث

تشكل عملية تقويم الأسهم العادية كأدوات للإستثمار الشغل الشاغل لكثير

(**) تم تقدير معدل العائد الخالي من المخاطرة كمتوسط خلال مدة البحث بالإستناد إلى معدل الفائدة على الودائع الثابتة للأهلين في المصارف الحكومية.

أساس النوعين من العوائد (مقسوم الأرباح المتوقع وسعر البيع المتوقع للسهم) (حنفي، 2000: 256). ولكن حينما يواجه المستثمر الذي يروم تقويم سهم معين بغية الإستثمار فيه، مشكلة عدم توزيع أرباح من قبل الشركة المصدرة له بمعنى إحتجاز أرباحها كافة، عند ذلك لا خيار له سوى الإعتماد على سعر البيع المتوقع للسهم كمقياس للعوائد الرأسمالية (Van Horne, 1986: 88). وهذا يعني أن صيغة تقدير القيمة الحقيقية للسهم لسنة قادمة تأخذ شكل المعادلة الآتية (Rao, 1992: 333):

$$P_0 = \frac{P_{t+1}}{1 + K_e}$$

المفيد أن تتم الإشارة إلى إن إتخاذ قرار لشراء السهم وفقاً لهذا المدخل في الإستثمار يمثل محصلة نهائية لعملية المقارنة ما بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمه في السوق المالية بحيث يتم الإستثمار في الأسهم التي تكون

الإستثمار في السهم، ولا شك أن هذه التدفقات تحيظها الكثير من حالات عدم التأكد (Ross, 1999 '98: et. al.)

وبالتالي تصبح إمكانية وضع قيمة عادلة أو حقيقية تبررها لا تخلو من الصعوبات.

وطالما إن التدفقات النقدية للسهم تتجسد بالعوائد الرأسمالية الناشئة عن ارتفاع سعر السهم في السوق المالية إلى جانب العوائد الدورية المتمثلة بمقسوم الأرباح الذي يوزع على المساهمين دورياً (Samuels, et. al., 1996: 495)، يصبح من الضروري أن يتم تقويم السهم على

ويفهم من ذلك أن إمكانية تعظيم قيمة السهم، مع ثبات العوامل الأخرى، تعتمد على سعر البيع المتوقع له كتدفق نقدي يتوقع إستلامه في حالة بيع السهم مستقبلاً (Van Horne, 1986: 88) ولعله من

قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية وبالعكس.. حيث يجب الإمتناع عن الإستثمار في الأسهم التي تكون قيمتها الحقيقية أقل من قيمتها في السوق المالية تجنباً للوقوع بخسائر كبيرة جراء إكتشاف بقية المستثمرين تلك الحقيقة والإحجام عن شراء السهم مما يعني إنخفاض الطلب عليه وبالتالي إتجاه سعره نحو الهبوط وما يترتب على ذلك من إنخفاض بعوائد الإستثمار فيه (Francis , 1991:212-216)

ثالثاً. التحليل التطبيقية للإطار الفكري

أ. تحليل أسعار البيع المتوقعة للأسهم ومعدلات نموها

ينبغي عند تحليل أسعار البيع المتوقعة أن يجري أولاً تحليل معدلات نموها وكما مبين في الجدول رقم (2) الذي يتضح فيه تراوح معدلات النمو المتوقعة كمتوسط خلال مدة البحث بين 60.6% في شركة الأصباغ الحديثة و18.4% في الشركة العراقية للإنتاج البذور كأدنى متوسط معدل

نمو أو عائد رأسمالي. أما بالنسبة لمتوسطات معدلات النمو الخاصة ببقية الشركات المدروسة، فقد تراوحت بين المعدلين أعلاه لتعكس بذلك التقلبات التي شهدتها أسعار الأسهم للشركات المذكورة خلال مدة البحث وما ينجم عن ذلك من توقعات متفاوتة بشأن أسعار بيع الأسهم خلال المدة المستقبلية اللاحقة.. إذ يشير إرتفاع متوسط معدل النمو بالنسبة لشركة الأصباغ الحديثة إلى إرتفاع العوائد الرأسمالية نتيجة إرتفاع أسعار أسهم الشركة بصورة عامة على مستوى سنوات البحث قياساً ببقية شركات العينة. وهذا يؤدي للإعتقاد مسبقاً بإرتفاع سعر البيع المتوقع لأسهم الشركة المذكورة. بينما يدل إنخفاض متوسط معدل النمو بالنسبة للشركة العراقية لإنتاج البذور على إنخفاض العوائد الرأسمالية لأسهم الشركة المذكورة خلال مدة البحث على أثر إنخفاض أسعار أسهمها في السوق المالية مقارنة مع الشركات المبحوث الأخرى وما يترتب على ذلك من توقعات مسبقة بشأن إنخفاض أسعار

نمو أو عائد رأسمالي. أما بالنسبة لمتوسطات معدلات النمو الخاصة ببقية الشركات المدروسة، فقد تراوحت بين المعدلين أعلاه لتعكس بذلك التقلبات التي شهدتها أسعار الأسهم للشركات المذكورة خلال مدة البحث وما ينجم عن ذلك من توقعات متفاوتة بشأن أسعار بيع الأسهم خلال المدة المستقبلية اللاحقة.. إذ يشير إرتفاع متوسط معدل النمو بالنسبة لشركة الأصباغ الحديثة إلى إرتفاع العوائد الرأسمالية نتيجة إرتفاع أسعار أسهم الشركة بصورة عامة على مستوى سنوات البحث قياساً ببقية شركات العينة. وهذا يؤدي للإعتقاد مسبقاً بإرتفاع سعر البيع المتوقع لأسهم الشركة المذكورة. بينما يدل إنخفاض متوسط معدل النمو بالنسبة للشركة العراقية لإنتاج البذور كأدنى متوسط معدل

ثالثاً. التحليل التطبيقية للإطار الفكري

أ. تحليل أسعار البيع المتوقعة للأسهم ومعدلات نموها

ينبغي عند تحليل أسعار البيع المتوقعة أن يجري أولاً تحليل معدلات نموها وكما مبين في الجدول رقم (2) الذي يتضح فيه تراوح معدلات النمو المتوقعة كمتوسط خلال مدة البحث بين 60.6% في شركة الأصباغ الحديثة و18.4% في الشركة العراقية للإنتاج البذور كأدنى متوسط معدل

ارتفاع متوسط نسبة النمو المتوقعة له. بينما بلغت أدنى قيمة لسعر البيع المتوقع 4.589 دينار في الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي على الرغم من أن معدل نمو أسعار أسهمها لم يكن هو الأدنى بين الشركات المدروسة. ولعل السبب في ذلك يعود بالدرجة الأساس إلى انخفاض السعر الحالي لأسهم الشركة في السوق المالية.

البيع المتوقعة لأسهم الشركة خلال المدة القادمة مع ثبات العوامل الأخرى.

وبالرجوع إلى الجدول رقم (2) يظهر أن أعلى قيمة لسعر البيع المتوقع قد بلغت 61.831 دينار وذلك لسهم شركة الأصباغ الحديثة التي تنتمي إلى القطاع الصناعي وبالتأكيد إن ارتفاع سعر البيع المتوقع للسهم المشار إليه يعود إلى ارتفاع السعر الحالي له في السوق المالية إلى جانب

جدول رقم (2)

نتائج تحليل أسعار البيع المتوقعة لأسهم الشركات المدروسة

P_{t+1}	g	P_t	التفاصيل	ت
			إسم الشركة	
45.329	0.439	31.500	الهلال الصناعية	1
53.286	0.549	34.400	الصناعات الخفيفة	2
59.242	0.559	38.000	الصناعات الإلكترونية	3
48.464	0.415	34.250	الصناعات الغذائية	4
61.831	0.606	38.500	الأصباغ الحديثة	5
5.625	0.184	4.750	العراقية لإنتاج البذور	6
19.596	0.525	12.950	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	7
8.952	0.252	7.150	بابل للإنتاج الحيواني	8
11.951	0.258	9.500	العراقية للمنتجات الزراعية	9
4.589	0.311	3.500	الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي	10

ب. تحليل معدلات العوائد المطلوبة على الأسهم

يتطلب تقدير معدلات العوائد المطلوبة على الإستثمار في الأسهم باستخدام نموذج CAPM، أن يتم حساب كل من متوسط عائد محفظة السوق \bar{R}_m والذي بلغ 0.409 كما مبين في الملحق رقم (1)، ومعامل بيتا كمقياس للمخاطرة النظامية للأسهم كما مبين في الجدول رقم (3) الذي يظهر فيه إختلاف معدلات العوائد المطلوبة على الإستثمار في أسهم الشركات عينة البحث على أثر تباين معاملات المخاطرة النظامية لتلك الأسهم التي تراوحت بين 0.97 في شركة الهلال الصناعية و0.169 في شركة الصناعات الغذائية.

وهذا يعني أن جميع الأسهم المدروسة تتسم بكونها أسهم دفاعية غير مجازفة لإنخفاض معاملات بيتا

دون الواحد (1) عدد صحيح الأمر الذي يدعو مسبقاً إلى الإعتقاد بإنخفاض معدلات العوائد المطلوبة نسبياً وبالتالي إرتفاع القيمة الحقيقية للأسهم المدروسة مع ثبات العوامل الأخرى. كما يتضح من الجدول رقم (3) تقلب العوائد المطلوبة ما بين أعلى معدل 0.40 في شركة الهلال الصناعية على أثر إرتفاع معامل بيتا وأدنى معدل 0.021 في الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي وذلك بسبب تراجع معامل بيتا لهذه الشركة بالسالب -0.341. إن هذا التفاوت في العوائد المطلوبة من شأنه أن ينعكس على تفاوت القيمة الحقيقية للأسهم المبحوثة وبالتالي قرارات الإستثمار فيها.

جدول رقم (3)

نتائج تحليل معدلات العوائد المطلوبة على الأسهم عينة البحث

ت	إسم الشركة	التفاصيل	R_f	\overline{R}_m	β	K_e
1	الهلال الصناعية		0.12	0.409	0.97	0.400
2	الصناعات الخفيفة		0.12	0.409	0.813	0.355
3	الصناعات الإلكترونية		0.12	0.409	0.482	0.259
4	الصناعات الغذائية		0.12	0.409	0.169	0.168
5	الأصباغ الحديثة		0.12	0.409	0.673	0.314
6	العراقية لإنتاج البذور		0.12	0.409	0.631	0.302
7	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم		0.12	0.409	0.911	0.383
8	بابل للإنتاج الحيواني		0.12	0.409	0.475	0.257
9	العراقية للمنتجات الزراعية		0.12	0.409	0.444	0.248
10	الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي		0.12	0.409	-0.341	0.021

ج- تحليل القيمة الحقيقية للأسهم

يبين الجدول رقم (4) نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث ومقارنتها مع أسعارها في السوق المالية. إذ تراوحت القيمة الحقيقية بين أعلى حد لها 47.055 دينار في شركتي الصناعات الإلكترونية والأصباغ الحديثة على حد

سواء وأدنى حد 4.32 دينار في الشركة العراقية لإنتاج البذور إقتربت منها بذلك الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي حيث بلغت القيمة الحقيقية لأسهمها 4.495 دينار. إن ارتفاع القيمة الحقيقية للشركتين الأوليتين ناشئ عن ارتفاع سعر البيع المتوقع بالدرجة الأساس ناهيك عن

للإنتاج الحيواني. وهذا يعني أن تسعير أسهم الجزء الأكبر من الشركات المدروسة هو تسعير مخفض يعبر عن إرتفاع أداء تلك الأسهم وبالتالي الشركات المصدرة لها. كما تتضح إمكانية استخدام النموذج المعتمد في الدراسة كأساس لتقويم الإستثمار في الأسهم ذات التوزيعات الصفرية بعد أن حقق نتائج جيدة في ضوء المقارنة ما بين القيمتين الحقيقية والسوقية لأسهم الشركات المدروسة.

الإنخفاض النسبي في معدل العائد المطلوب.. بينما يعزى سبب إنخفاض القيمة الحقيقية لأسهم الشركتين الأخرتين إلى إنخفاض سعر البيع المتوقع في المقام الأول.

وعند المقارنة مع أسعار الأسهم في السوق، يتضح تفوق القيمة الحقيقية لأسهم شركات القطاع الصناعي عينة البحث كافة أمام قيمتها السوقية وكذا الحال بالنسبة لأغلب شركات القطاع الزراعي عينة البحث بإستثناء الشركة العراقية لإنتاج البذور وشركة بابل

جدول رقم (4)

نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدروسة

ت	إسم الشركة	التفاصيل	P _t دينار	P _o دينار
1	الهلال الصناعية		31.500	32.378
2	الصناعات الخفيفة		34.400	39.325
3	الصناعات الإلكترونية		38.000	47.055
4	الصناعات الغذائية		34.250	41.635
5	الأصبغ الحديثة		38.500	47.055
6	العراقية لإنتاج البذور		4.750	4.320
7	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم		12.950	14.169
8	بابل للإنتاج الحيواني		7.150	7.122
9	العراقية للمنتجات الزراعية		9.500	9.576
10	الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي		3.500	4.495

رابعاً. الإستنتاجات و التوصيات

أ. الإستنتاجات

1. تمثل عملية تقويم الأسهم مشكلة قائمة بحد ذاتها كونها تعتمد على تقديرات ترتبط بالتدفقات النقدية المتوقع إستلامها من جراء الأستثمار في الأسهم وهي، بما لا يقبل الشك، تدفقات غير مؤكدة تحيطها العديد من المخاطر.
2. كشفت نتائج التحليل عن إمكانية إستخدام النموذج المعتمد في الدراسة كأساس لتقويم الإستثمار بالأسهم ذات التوزيعات الصفرية بعد أن حقق نتائج جيدة من خلال المقارنة ما بين القيمتين الحقيقية والسوقية لأسهم الشركات المدروسة.
3. بينت نتائج التحليل أن هناك تقارباً في معدلات نمو أسعار الأسهم خصوصاً على مستوى شركات القطاع الصناعي، مما أنعكس على تقارب أسعارها المتوقعة قياساً بشركات القطاع الزراعي عينة البحث التي

- شهدت أسعار أسهمها السابقة والحالية إنخفاضاً ملحوظاً.
4. كما وضحت نتائج التحليل التطبيقي وجود تفاوت في معدلات العوائد المطلوبة على الإستثمار في أسهم الشركات عينة البحث حيث تراوحت بين أعلى قيمة لها 0.40 في شركة الهلال الصناعية وأدنى قيمة لها 0.021 في الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي. ولعل السبب الرئيس وراء هذا التباين يكمن في إختلاف معاملات المخاطرة النظامية لتلك الشركات على الرغم من عدم تجاوزها الواحد عدد صحيح لتشكل بذلك أسهماً دفاعية محدودة المخاطرة نسبياً.
 5. إن إختلاف كل من التدفقات النقدية المتوقعة (أسعار البيع) من جهة، ومعدلات العوائد المطلوبة على الأسهم من جهة أخرى، أدى إلى تفاوت القيمة الحقيقية للأسهم المدروسة بحيث إرتفعت على مستوى شركات القطاع

تعظيم العوائد وتقليل إحتتمالات التعرض إلى الخسائر.

3. استخدام النموذج المعتمد في الدراسة لتقويم الإستثمار بأسهم الشركات التي تتنهج سياسة إحتجاز أرباحها بالكامل دون توزيع بعد أن كشفت النتائج إمكانية استخدام النموذج المذكور على الشركات عينة البحث.

المراجع

1. الميداني، محمد أيمن عزت، الإدارة التمويلية في الشركات، الظهران: مطابع جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، 1989.
2. جابر، محمد صالح، الإستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، الكويت: مؤسسة الخليج للطباعة والنشر، 1982.
3. حنفي، عبد الغفار، الإستثمار في الأوراق المالية، مصر: الدار الجامعية، 2000.
4. Francis, Jack Clark, Investments: Analysis and Management, 5th. ed.,

الصناعي قياساً بشركات القطاع الزراعي فضلاً عن إرتفاع القيمة الحقيقية لأغلب الشركات المبحوثة خصوصاً على مستوى القطاع الصناعي أزاء أسعارها في السوق المالية... مما يدل على إن تسعير معظم الشركات المبحوثة هو تسعير مخفض يعبر عن إرتفاع أداء تلك الأسهم وبالتالي الشركات المصدرة لها.

ب. التوصيات

1. يقتضي للمستثمر إذبان تقويم الإستثمار في الأسهم، تقدير تدفقاتها النقدية وخصمها بمعدل العائد المطلوب كمعامل خصم يعكس القيمة الحالية أو الحقيقية لتلك التدفقات، ومن ثم مقارنتها مع أسعار الأسهم في السوق المالية كمدخل للإستثمار إتضح معالمه وأرسيت أسسه.
2. ضرورة إنتقاء الأسهم التي تكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها في السوق المالية بغية

- ed., N.Y.: McGraw-Hill, Inc., 1999.
8. Samuels, J. M., Wilkes, F. M., and Brayshaw, R.E., Management of Company Finance, 6th ed., UK: International Thomson Publishing Company, 1995.
9. Sharpe, William, F. and Alexander, Gordon, J., Investment, 4th ed., N. J.: Prentice-Hall, Inc., 1990.
10. Van Horne, James, Financial Management and Policy, 6th ed., N. J.: Prentice-Hall, Inc., 1986.
- N. Y.: McGraw-Hill, Inc., 1991.
5. Levy, Haim and Sarant, Marshall, Principles of Financial Management, 10th ed., USA: Prentice Hall, Inc., 1988.
6. Rao, K. S. Ramesh, Financial Management: Concepts and Applications, 2nd ed., N.Y.: Macmillan Publishing Co., Inc., 1992.
7. Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., and Jaffe Jeffrey, Corporate Finance, 5th.

الملحق رقم (1)

العوائد الرأسمالية لأسهم الشركات عينة البحث

المتوسط	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	التفاصيل إسم الشركة	ت
0.439	-0.193	0.508	0.177	0.073	-0.523	0	1.630	1.843	الهلال الصناعية	1
0.549	0.047	0.030	1.085	-0.489	-0.222	-0.230	1.174	3.000	الصناعات الخفيفة	2
0.559	-0.300	-0.272	1.492	-0.172	-0.194	-0.308	1.857	2.370	الصناعات الإلكترونية	3
0.415	-0.435	0.178	0.431	0.096	-0.168	-0.307	1.916	1.607	الصناعات الغذائية	4
0.606	-0.189	-0.120	1.288	0.124	-0.488	-0.241	1.422	3.055	الأصبغ الحديثة	5
0.184	-0.612	0.213	-0.359	0.346	-0.025	-0.346	0.266	1.990	العراقية لإنتاج البذور	6
0.525	0.263	0.680	0.258	-0.067	-0.641	-0.750	1.419	3.034	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	7
0.252	-0.013	0.450	0.220	0.171	-0.474	-0.261	0.241	1.685	بابل للإنتاج الحيواني	8
0.258	0.809	0.522	-0.337	0.552	-0.615	-0.534	0.072	1.597	العراقية للمنتجات الزراعية	9
0.311	0.166	0.304	0.243	-0.026	-0.493	-0.583	2.830	0.044	الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي	10
0.409	-0.045	0.249	0.449	0.060	-0.384	-0.356	1.282	2.022	\bar{R}_m المتوسط	

Evaluation Investment In Zero Dividends Stocks Applied Study

Dr. Amjed S. Sa'eed* Muhammed A. Somaidaie**
Mustafa M. Isma'eel*

Abstract

The research aims at studying the possibility of evaluating stocks with zero dividends on a sample of Iraqi Joint Stock Companies during 1993–2000.

It has reached to many conclusions, their content is related with the validity of research's model and with the possibility of investing stocks concentrated only on their capital gains.

*Al-Rafidain Univ. College Accounting Dept

** Al-Rusafa Administration Institute