

**Tikrit Journal of Administration
and Economics Sciences**

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)

**The effect of retaining earnings on the company's market value
Analytical study of a sample of industrial companies listed in the
Iraqi Stock Exchange**

Researcher: Salwa M. Al-Hadidi
College of Administration and Economics
University of Mosul
salwa.bap215@student.uomosul.edu.iq

Assist. Prof. Dr. Rafiaa I. AL-Hamdani
College of Administration and Economics
University of Mosul
rafea_ibrahem@uomosul.edu.iq

Abstract:

The research aims to find the relationship and the impact of profit retention on the market value of companies, as business companies consider profit retention as an integral part of the company's strategy. When a company makes a profit, it needs to decide what to do with it. They can either retain profits in the company, or distribute the money to shareholders in the form of dividends. The importance of the research stems from achieving the main objective of the study, which is to show the effect of retaining profits on the market value of the company. Given the importance of the impact of profit retention on the value of the company, decision-making and its impact on the company in general and the value of the company in particular, the research problem arose in the extent of the impact of profit retention on the value of the company, and is there a discrepancy in profit retention in the value of the company between one company and another?

In order to achieve the objectives of the research and test its hypotheses and verify their validity, the descriptive analytical approach was adopted based on the theories and empirical financial studies that dealt with the subject of the study and the analytical approach based on the statistical tools represented by the Multiple Linear Regression Model, the Simple Linear Regression Model, the Simple Linear Regression Model (t) t-test (F) F-test Coefficient of Determination (R²): Coefficient of Determination Used to indicate the explanatory power of a regression model Pearson Correlation Coefficient (r) A measure of the relationship or correlation between each of the dividend or holding indicators Indicate the value of the company, Unit Root Test. The research reached many conclusions, the most important of which was that the three profit retention indicators combined (profit retention ratio, profit retention growth rate, profit retention ratio to earnings per share) have a significant impact on the value of the company and contribute by (90%) to the changes that occur in the value of the company. company. The results also showed that there is a clear discrepancy in the

effect of profit retention indicators on the value of industrial companies. The research recommended a set of recommendations, the most important of which falls on the industrial companies listed in the Iraq Stock Exchange and represented by the financial management of these companies, a great work in order to develop procedures that allow investors to see the retention of profits, that there should be a clear standard for the company to provide to shareholders in order to take the decision of detention so that there is Inform the shareholders. Where the research sample represents the industrial companies listed in the Iraq Stock Exchange and consisting of (5) companies from the industrial sector during the period 2007 - 2020.

Keywords: market value, profit retention, Model Tobin's Q.

أثر احتجاز الأرباح على القيمة السوقية للشركة دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. رافعة إبراهيم الحمداني
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الموصل

الباحثة: سلوى محمود الحديدي
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الموصل

المستخلص:

يهدف البحث الى إيجاد العلاقة ومدى تأثير احتجاز الأرباح على القيمة السوقية للشركات، اذ تنظر شركات الاعمال الى احتجاز الأرباح بانه جزء لا يتجزأ من استراتيجية الشركة. عندما تحقق الشركة ربحاً، فإنها تحتاج إلى اتخاذ قرار بشأن ما يجب فعله به. فيمكنهم إما احتجاز الارباح في الشركة، أو توزيع الأموال على المساهمين في شكل توزيعات أرباح. تتبع أهمية البحث في تحقيق الهدف الاساسي للدراسة وهو بيان تأثير احتجاز الارباح في القيمة السوقية للشركة، ونظراً لأهمية تأثير احتجاز الأرباح على قيمة الشركة، واتخاذ القرار وتأثيره على الشركة بصفه عامة وعلى قيمة الشركة بصفه خاصة، حيث برزت مشكلة البحث بمدى تأثير احتجاز الارباح في قيمة الشركة وهل يوجد تباين في احتجاز الارباح في قيمة الشركة بين شركة واخرى؟

ومن أجل بلوغ هدف البحث واختبار فرضياته والتأكد من صحتها تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي القائم على النظريات والدراسات التجريبية المالية التي تناولت موضوع الدراسة والمنهج التحليلي القائم على الأدوات الإحصائية المتمثلة بنموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Model)، أنموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression Model)، اختبار (t) t-test، اختبار (F) F-test، معامل التحديد (R^2): Coefficient of Determination يستخدم لبيان القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار معامل ارتباط بيرسون (r) Pearson Correlation Coefficient مقياس للعلاقة أو الارتباط بين كل مؤشر من مؤشرات توزيع أو احتجاز الأرباح وبين قيمة الشركة، اختبار جذر الوحدة: Unit Root Test. وتوصل البحث إلى العديد من الاستنتاجات، أهمها كانت أن مؤشرات احتجاز الأرباح الثلاثة مجتمعة (نسبة احتجاز الأرباح، معدل نمو احتجاز الأرباح، نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد) تؤثر معنوياً في قيمة الشركة وتسهم بنسبة (90%) في التغيرات التي تحصل في قيمة الشركة. كذلك أظهرت النتائج أن هناك تبايناً واضحاً في تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية، وأوصى البحث مجموعة توصيات من أهمها يقع

على الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمتمثلة بالإدارة المالية لهذه الشركات عمل كبير من أجل وضع إجراءات تتيح للمستثمرين الاطلاع على احتجاز الأرباح أن يكون هنالك معيار واضح لدى الشركة تقدمه للمساهمين من أجل اتخاذ قرار الاحتجاز لكي يكون هنالك اطلاع لدى المساهمين. حيث تمثل عينة البحث الشركات الصناعية والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمكونة من (٥) شركة من القطاع الصناعي خلال الفترة 2007-2020. **الكلمات المفتاحية:** القيمة السوقية، احتجاز الأرباح، نموذج Tobin's Q.

المقدمة

تُعد الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل الداخلي المتاحة للشركة، وذلك لسهولة استخدامها في تمويل احتياجات الشركة الاستثمارية، إذ إنها مدرجة ضمن حقوق الملكية ولا تتطلب معاملات أو ضمانات معقدة، لكنها تحكمها سياسة تفرض ضرورة تحديد معالمها، وذلك عبر التبادل بين توزيع الأرباح والاحتفاظ بها، إذ تواجه الشركة رغبات مستثمريها من جهة واحتياجاتها التمويلية من جهة أخرى، كمستثمر يتوقع عائداً مغرياً نتيجة استثمار أمواله في الشركة، بينما تعمل الشركة على الاستفادة من الأرباح المحققة واستغلالها في تمويل مشاريعها والعمل على نموها ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية. لذلك يسعى العديد من الأكاديميين إلى التعمق في دراسة أثر التدفقات النقدية المتمثلة في الأرباح الموزعة والغير موزعة على سلوك المستثمر لكونها تعد مصدراً رئيساً لتمويل الاستثمار والتوسع في الشركات لذلك يعد دراسة احتجاز الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للشركة أمراً مهماً وتكمن أهميته في كل من الجانب الاستثماري والتمويلي الذي تعكسه القيمة السوقية للشركة.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً. أهمية البحث: تنبع أهمية البحث في تحقيق الهدف الأساسي للبحث وهو بيان تأثير احتجاز الأرباح على القيمة السوقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، كما يمكن بيان أهمية البحث بالآتي:

١. يمكن عبر هذا البحث بيان وتحليل القيمة السوقية للشركة.
 ٢. تسهم في مساعدة القائمين على إدارة هذه الشركات في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية.
- ثانياً. مشكلة البحث:** نظراً لأهمية احتجاز الأرباح واتخاذ القرار وتأثيره على الشركة بصفه عامة وعلى قيمة الشركة بصفه خاصة، يمكن طرح مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:

١. هل توجد علاقة بين احتجاز الأرباح وقيمة الشركة؟
 ٢. هل ان متغيرات احتجاز الأرباح تؤثر في قيمة الشركة؟
 ٣. ما مدى التباين في تأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركات عينة البحث؟
- ثالثاً. فرضيات البحث:** لغرض الإجابة على الأسئلة التي تم طرحها في مشكلة البحث، تم الاعتماد على ثلاث فرضيات، وكما يأتي:

١. توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين احتجاز الأرباح وقيمة الشركة.
 ٢. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لاحتجاز الأرباح في قيمة الشركة.
 ٣. هناك تباين في مدى تأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية عينة البحث.
- رابعاً. أهداف البحث:** يسعى البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وعلى النحو الآتي:
١. دراسة سلوك قيمة الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث.

٢. الوقوف على مدى العلاقة بين احتجاز الأرباح وقيمة الشركات عينة البحث.
خامساً. منهج البحث: بغية بلوغ أهداف البحث واختبار فرضياته والتأكد من صحتها، تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي واعتماد مجموعة من الأدوات المالية والإحصائية، وكما يلي:
 ١. استخدام المنهج الوصفي القائم على النظريات والدراسات التجريبية المالية التي تناولت موضوع البحث.

٢. الأدوات المالية، وتضم:

أ. النسب التي تقيس المتغيرات المستقلة التي تمثل احتجاز الأرباح.
 ب. النسب المالية التي تقيس المتغير التابع، الذي يعكس القيمة السوقية للشركة.

٣. الأدوات الإحصائية:

أ. أنموذج الانحدار الخطي المتعدد. Multiple Linear Regression Model.
 ب. أنموذج الانحدار الخطي البسيط. Simple Linear Regression Model.
 ج. اختبار (t) t-test، ويستخدم لاختبار أثر كل متغير مستقل من متغيرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركة، وهو يعبر عن قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل مقسومة على الخطأ القياسي للمعامل.
 د. اختبار (F) F-test، ويستخدم لاختبار معنوية النموذج المستخدم من خلال جدول تحليل التباين لنموذج الانحدار المستخدم.
 هـ. معامل التحديد (R²) (Coefficient of Determination)، ويستخدم لبيان القدرة التفسيرية لأنموذج الانحدار.

و. معامل ارتباط بيرسون (r) (Pearson Correlation Coefficient)، وهو مقياس للعلاقة أو الارتباط بين كل مؤشر من مؤشرات توزيع أو احتجاز الأرباح وبين قيمة الشركة.
 ز. معامل الارتباط المتعدد (R) (Multiple Correlation Coefficient)، وهو مقياس للعلاقة أو الارتباط بين متغيرات احتجاز الأرباح مجتمعةً وقيمة الشركة.

ح. القيمة الاحتمالية: P-Value.

ط. اختبار جذر الوحدة. Unit Root Test.

٤. أنظمة برمجية: تم استخدام البرمجية الإحصائية Eviews-12.

سادساً. متغيرات البحث: لإجراء البحث قمنا بتحديد متغيرات البحث، التي تضم:

١. المتغير المستقل الرئيس المتمثل باحتجاز الأرباح (Earnings Retained)، والذي يتضمن ثلاث متغيرات مستقلة، وعلى النحو الآتي:

- ❖ المتغير المستقل الأول (X₁): نسبة احتجاز الأرباح Retained Ratio Earnings
- ❖ المتغير المستقل الثاني (X₂): معدل نمو احتجاز الأرباح Earnings Retained Growth Rate
- ❖ المتغير المستقل الثالث (X₃): نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد

Earnings Retained Ratio to Book Value Per Share

٢. المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) Firm's Value: ويعبر عن هذا المتغير بالقيمة السوقية للشركة، إذ سيتم استخدام أحد النماذج المالية القياسية لحساب القيمة السوقية للشركة. والمتمثل بنموذج Tobin's Q.

سابعاً. مجتمع وعينة البحث: تم الاعتماد على سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع بحثي، ذلك كون معظم الشركات المدرجة فيها تعتمد على سياسة احتجاز الأرباح، وشملت عينة البحث الشركات الصناعية التي تم الحصول على بياناتها لفترة البحث 2007-2020.

المبحث الثاني: الإطار النظري

أولاً. مفهوم احتجاز الأرباح: يقصد بالأرباح المحتجزة تلك الأرباح التي تحتجزها الشركة من أرباح السنوات السابقة أو الأرباح السنة الحالية والتي تعود ملكيتها إلى المساهمين. وتعتبرها الشركة بوصفها مصدر تمويل لتمويل منه استثماراتها (حسين، ٢٠٠٨: ٢١٠-٣٣٠). وعرفها الغانمي، 2015 بأنها ذلك الجزء من صافي الدخل الذي لم يتم دفعه بصيغة أرباح، وتم استثماره من قبل الشركة أو استخدامه لغرض ما، وهو جزء من حقوق المساهمين الناتجة عن احتفاظ الشركة بأرباحها لاستخدامها بدلاً من توزيعها على المساهمين بشكل توزيع الأرباح، وبالتالي تمثل الأرباح المحتجزة مصدر تمويل داخلي رئيسي يجعل الأموال متاحة للاستثمار من قبل الشركة، وتكلفتها أقل بكثير من تكلفة زيادة رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة. إذ يعطي رصيد الأرباح المحتجزة الموضح في الميزانية العمومية مؤشراً على قوة الإيرادات التاريخية للشركة المتمثلة في قدرتها على جني الأرباح. ومن ثم فإن أرباح الشركة المحتجزة توفر مؤشراً على نجاح الإدارة (الغانمي، ٢٠١٥: ٢).

ثانياً. أهمية الأرباح المحتجزة: تُظهر الأدبيات المالية بوضوح تفضيل الشركة للأموال الداخلية (أي الأرباح المحتجزة) على المصادر الخارجية للتمويل مثل الديون أو إصدار أسهم وهناك تفسيرات مختلفة لهذا التفضيل للتمويل الداخلي، وفيما يلي البعض منها:

١. تفضل الشركات الاحتجاز وذلك من أجل تمويل استثماراتها، وإن السوق قد يقيم الأسهم الجديدة للشركة بأقل من قيمتها الحقيقية التي ينبغي أن تقيم بها في حال كانت معلومات المدراء حول خطط استثمار الشركة متاحة وبالتالي، فإن المستثمرين الخارجيين قد لا يكون لديهم معلومات جيدة حول مستقبل الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى تردد المستثمرين من الاستثمار في الأسهم المصدرة حديثاً.
 ٢. الشركات التي لديها قدرة أقل في الحصول على التمويل الخارجي لا يمكن أن تقترض مبالغ كبيرة لكون مدة سداد القرض قصيرة. وهذه الأنواع من الشركات تفضل أن يكون لديها خزين نقدي متاح في الحالات التي يحصل فيها عجز في تدفقاتها النقدية.
 ٣. إذا كانت الإدارة تشعر بالقلق حول المحافظة على قدرتها على السيطرة، فقد تكون مترددة في بيع الأسهم الجديدة، وبالتالي يجوز للشركة الاحتجاز المزيدي من الأرباح.
 ٤. إحدى الطرق التي يمكن للشركات أن تقلل من ضغط الازدواج الضريبي هو احتجاز لأرباح بدلاً من توزيعه. وإذا استثمرت الشركة الأرباح المحتجزة بحكمة، ينبغي أن كل دولار من الأرباح المحتجزة يزيد من قيمة الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سعر أسهمها. ولأن زيادة قيمة أسعار الأسهم يترجم إلى مكاسب رأسمالية للمساهمين، وعلى الرغم من أن المكاسب الرأسمالية تخضع للضريبة إلا أنها أقل بكثير من الضريبة على توزيع الأرباح وعلى العوائد (الغانمي، ٢٠١٥: ٥).
- على الرغم من تلك الأهمية، إلا أنه هناك من يرى في عملية احتجاز الأرباح بعض العيوب وتتمثل في (جهاد، ٢٠١٩: ١٧٨-٢٠٠):

- أ. قد لا تكون الأرباح المحتجزة متاحة أمام الشركة وخاصة في بداية حياتها الإنتاجية؛ لأن الأرباح المحتجزة عبارة عن مبالغ متراكمة سنوياً وبالتالي فإن استعمال الأرباح المحتجزة يكون محدوداً أو معدوماً أمام الشركات التي لا تحقق الأرباح أو الشركات الجديدة.
- ب. قد يتطلب استخدام الأرباح المحتجزة في إصدار أسهم مجانية للمساهمين مما يزيد في نفقات استخدام الأرباح المحتجزة.

ج. لا تستطيع الشركة استخدام الأرباح المحتجزة على نحو متكرر ولا بد من الانتظار عدة سنوات حتى تزيد الأرباح المحتجزة.

ثالثاً. العناصر المؤثرة في احتجاز الأرباح:

١. الاحتياطي القانوني: هو الحد الأدنى للاحتياطي الذي يجب على الشركة تكوينه، وقد حدده القانون بنسبة 5% من صافي الربح على ألا يتجاوز رأس مال الشركة 10% لتغطية خسائر الشركة (القرشي، ٢٠١٢: ٢٤-١).

٢. القيود التعاقدية: قد تتطلب عقود الديون طويلة الأجل من الشركات احتجاز الأرباح كشرط أساسي للحصول على قروض. يحد هذا القيد من استخدام موجودات الشركة لدفع أرباح الأسهم. ومن ثم، فإنه يزيد من احتمالية وفاء الشركة بالتزاماتها المتعلقة بالديون (الغانمي، ٢٠١٥: ٤).

٣. الأرباح المرحلة: ويقصد بها المبالغ المتبقية من الأرباح بعد توزيع الأرباح السنوية، والتي يقترح مجلس الإدارة ترحيلها إلى العام المقبل. يستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المحققة في السنوات القادمة قد يؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها أو القيام بمشاريع استثمارية جديدة أو التوسع في المشاريع القائمة.

رابعاً. تكلفة الأرباح المحتجزة: للأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل (الداخلي) للشركات تكلفة، نظرياً تساوي تكلفة تمويل حقوق الملكية لأنها حق للمساهمين فهي بمثابة قيام الشركة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين ومن ثم إصدار أسهم عادية جديدة لزيادة رأس المال في قيمة الأرباح الموزعة وبيعها للمساهمين، علماً بأن معظم الشركات المساهمة تصدر أسهماً إضافية عندما ترتفع القيمة السوقية لأسهمها. كمصدر للتمويل الذاتي بدلاً من اللجوء إلى مصادر خارجية لذلك، فإن تكلفة الاحتفاظ بالأرباح تساوي العائد المطلوب من المساهمين على أموالهم المستثمرة في الشركة (الكيلاي، قديمي، ٢٠١١: ٣١).

خامساً. مفهوم وتعريف قيمة الشركة: القيمة هو مصطلح له الكثير من المعاني ويمكن أن تكون لها وجهات نظر مختلفة فيما يخص قيمة الشركة، في أي لحظة معينة من الزمن وتكون مختلفة عن القيمة الآنية والقيمة المستقبلية (منصور وآخرون، ٢٠٢١: ١١٣-١٥٢). وتمثل قيمة الشركة الهدف الرئيس للشركة في إيجاد قيمة لمالكها أي تعظيم ثروة المساهمين، ولهذا المدير المالي يقوم باتخاذ القرارات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية للمساهمين الحاليين، ويهتم المستثمرون كثيراً في معرفة القيمة السوقية للشركة التي يرومون الاستثمار فيها، إلا أنه من الجدير بالذكر أن هذه القيمة لا يمكن الحصول عليها من القوائم المالية للشركة، وإنما يتم الحصول عليها من خلال معادلة حسابية (الخالدي والجبوري، ٢٠٢٠: ٢١٢-٢٣٢).

سادساً. أنواع قيمة الشركة: لقيمة الشركة أنواع عديدة، سنتطرق إلى بعض منها: (Rahman, 2015: 39)

١. القيمة الاسمية Bar Value.
٢. القيمة الدفترية Book Value.
٣. القيمة السوقية Market Value.
٤. القيمة السوقية العادلة Fair Market Value.
٥. القيمة المعرضة للمخاطر VaR.

ومن بين هذه الأنواع من القيم سيتم التركيز على القيمة السوقية للشركة، كون قيمة الشركة السوقية تأخذ بنظر الاعتبار متغيرات خارجية في احتسابها، حيث يتم احتساب القيمة السوقية من خلال قسمة سعر السهم على القيمة الدفترية. ويتم التركيز على القيمة السوقية للشركة، والتي سيتم تناولها في بحثنا: إذ تشير القيمة السوقية إلى القيمة التي من خلالها يتم تداول الأسهم في السوق، التي تكون أعلى أو أدنى من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية، وتحدد القيمة السوقية على أساس المعلومات التي تخص الشركة كالمركز المالي، وأداء الشركة ونتيجة نشاطها، والظروف الاقتصادية والسياسية، فضلاً عن التوزيعات السنوية للأرباح، ومما ينتج عن ذلك فإن القيمة السوقية تتأثر بظروف العرض والطلب على الأسهم. فإن القيمة السوقية لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم خصوصاً إذا كانت السوق المالية غير متطورة وغير كفؤة (المياح، ٢٠١٩: ٤٤). لذا فإن القيمة السوقية تُعد من أهم طرائق التقييم، التي تُعبر عن قيمة الشركة في السوق المالية التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع، كما تعرف بالقيمة النقدية (بوحادة، ٢٠١٢: ٦٥).

سابعاً. مؤشرات قياس قيمة الشركة:

١. مؤشرات ذات طبيعة محاسبية Les Criteres Comptable:

أ. معدلات المردودية Rcp, Re: المردودية الاقتصادية هي علاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها الشركة وإجمالي الأموال التي تستخدمها، إذ يُعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو بنتيجة الاستغلال، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيُعبر عنها عادةً بموجودات الشركة (بشرى ورمزي، ٢٠١٩: ٢٤).

المردودية الاقتصادية = النتيجة الصافية ÷ الموجودات الإجمالية

ب. ربحية السهم الواحد BPA/EPS: يمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للشركة، ويعتبر مؤشراً لمقدار الثروة التي يحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما ارتفع نصيب السهم من الأرباح كلما ارتفع سعر السهم في السوق وتقاس ربحية السهم وفقاً للمعادلة الآتية: (نور الهدى ونفيسة، ٢٠٢٠: ٤٢)

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الأرباح السنوية} - \text{حصة الأسهم الممتازة من الأرباح}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

ج. التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار CFROI: إذ يحسب هذا المؤشر عبر قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الموجودات الاقتصادية بقيمته الإجمالية، ويقاس وفقاً للمعادلة الآتية: (بن الضب وعياد، ١٢٢: ٢٠١٣-١٤٠)

$$CFROI = \frac{EBE}{I_{BRUTT} + BFR} \dots \dots (1)$$

إذ يستخدم هذا المؤشر بالقطاعات التي بها اهتلاكات ومؤونات لا تترجم بالضرورة التدني الفعلي للموجودات، مثل قطاع الفنادق.

٢. مؤشرات ذات طبيعة مالية: وتتمثل في القيمة الحالية الصافية (VAN) إذ يُعد هذا المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية، الذي يقيس المردودية المستقبلية أخذاً بالحسبان تأثير الزمن على القيمة باستخدام معدل القيمة الحالية، وتحسب القيمة الحالية الصافية وفقاً للمعادلة الآتية: (نور الهدى ونفيسة، ٢٠٢٠: ٤٤)

$$VAN \equiv \sum_{i=1}^n \frac{f_i}{(1+t)^i} - V_0 \dots \dots (2)$$

إذ إن:

F_i = التدفقات للأصل المالي.

T = معدل الخصم.

N = الفترة.

VO = قيمة الاستثمار المبدئي.

٣. المؤشرات الهجينة ذات الطبيعة المحاسبية والمالية:

أ. مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة أو الربح الاقتصادي EVA: من وجهة نظر اقتصادية، فإن الشركة التي تخلق قيمة اقتصادية هي الشركة التي يكون العائد على رأس المال أكبر من كلفة الفرصة البديلة. ويُعد معيار القيمة الاقتصادية المضافة أداة متكاملة لقياس الأداء الداخلي والخارجي، كما يُعد معيار جيد لربط الأداء لخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، أما المعيار (EVA) وفق صيغته التقليدية هو عبارة عن الدخل التشغيلي بعد الضريبة مطروحاً منه كلفة رأس المال. ويُحسب وفقاً للمعادلة الآتية (النعمي والتميمي، ٢٠٠٨: ١٣٦-١٣٧):

$$EVA = NOPAT - WACC \times I \dots (3)$$

إذ إن:

EVA = القيمة الاقتصادية المضافة.

$NOPAT$ = صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

$WACC$ = كلفة رأس المال.

I = مبلغ الاستثمار.

ب. معدل التدفق النقدي العائد من الاستثمار CFROI: عرف انه متوسط معدلات المردودية الداخلية للاستثمارات الحالية للشركة، أي هو معدل المردودية الداخلي الذي يحقق التوازن للموجود الاقتصادي للشركة بالمبالغ الإجمالية والفائض الإجمالي للاستغلال بعد الضريبة، لمدة زمنية مساوية لمدة حياة الالتزامات، ويمكن القول إن هذا المؤشر أسهم في خلق قيمة الشركة، وذلك بعد حسابه عبر مقارنته بالتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (رمضاني، ٢٠١٢: ٣٢).

❖ إذا كان CFROI أكبر من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، هذا يدل على وجود خلق للقيمة.

❖ أما إذا كان CFROI أقل من تكلفة رأس المال، هذا يدل على تدمير للقيمة.

٤. مؤشرات ذات طبيعة بورصية:

أ. القيمة السوقية المضافة MVA: تتمثل القيمة السوقية المضافة بالفرق بين ما يستثمره حملة الأسهم داخل الشركة وبين ما يحصلون عليه من بيع الأسهم وفقاً للأسعار السائدة في السوق وقت البيع، فهي توضح مقدار الثروة التي تم الحصول عليها من رأس المال، ويُعبر عنها بالمعادلة الآتية (عنقليس، ٢٠١٨: ٤١):

$$MVA = MVE - BEV \dots (4)$$

إذ إن:

MVA = القيمة السوقية المضافة.

MVE = القيمة السوقية لحقوق الملكية.

BEV = القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

إن القيمة السوقية المضافة تعكس توقعات المستثمرين تجاه الإيرادات التي سوف تحصل عليها الشركة في المستقبل، وعليه فإن القيمة السوقية المضافة تعادل القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية، فإذا توقع المستثمرون تحقيق الشركة لعائد يعادل تكلفة رأس المال، فإن الشركة في هذه الحالة تكون قد حققت قيمة مساوية لرأسمالها ولم تحقق أي قيمة سوقية مضافة، أما إذا تحقق إيراد أكبر من تكلفة رأس المال المستثمر، فإن الشركة تكون قد حققت قيمة سوقية مضافة موجبة.

ب. عائد السهم الكلي TSR: إن الهدف الذي يحققه هذا المؤشر هو إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي للشركة، وذلك لأن القيمة السوقية ليست دائماً ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات، حيث تكون الأسعار متذبذبة كثيراً، وتكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر (بن الضب وعياد، ٢٠١٣: ١٢٢-١٤٠). ويتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقى مضافاً إليه التوزيعات منسوبة إلى السعر، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض، ولإعطائه معنوية أكبر يفضل حسابه على فترات طويلة من 5-15 سنة كمتوسط حسابي ويحسب وفقاً للمعادلة الآتية (رمضاني، ٢٠١٢: ٣٤).

$$TSR = \frac{(P_0 + D - P_1)}{P_0} \dots (5)$$

ج. مؤشر Tobin's Q: وهي طريقة التي استخدمها James Tobin سنة 1969، للتنبؤ بالقيمة السوقية للشركة والتنبؤ بالربحية المستقبلية للشركة، ويُعد نموذج Tobin's Q من أكثر النماذج قبولاً، وهي تمثل نسبة المقارنة بين القيمة السوقية لموجودات الشركة على القيمة الاستبدالية لها. وقد سميت نسبة توبين (Tobin's Q) على اسم صاحب النظرية، وقد أوضح العالم أن اختيار حرف (Q) بشكل عشوائي وليس له أي مدلول (عنقليس، ٢٠١٨: ٤٣).

وقد عرفت القيمة السوقية بأنها سعر الإغلاق السنوي مضروباً في عدد الأسهم العادية وقد تم استخدام مقياس Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركة، بسبب ميزة هذا المقياس الذي يشير إلى القيمة الحالية والأرباح المستقبلية المحتملة للشركة، وهي قيمة الشركة من قبل المستثمرين وتحتسب وفقاً للمعادلة الآتية (AL-Nsour, 2019: 73-80):

$$\text{مؤشر Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم العادي} - \text{القيمة الدفترية لإجمالي المطلوبات}}{\text{إجمالي الموجودات}} \dots (6)$$

فإذا كانت Tobin's Q أقل من الواحد فإن القيمة السوقية أقل من قيمة موجودات الشركة أي الشركة مقيمة بأقل من قيمتها، ومن ناحية أخرى إذا كانت قيمة Tobin's Q أكبر من الواحد فإن القيمة السوقية أعلى من قيمة الموجودات وهو ما يعني أن هنالك فرص أفضل للاستثمار ويدل على الأداء الجيد للشركة والربحية العالية وزيادة في قيمة الشركة.

ونلاحظ أن مقياس Tobin's Q يعكس التغير في الأسعار ويساعد في التنبؤ بربحية الشركة، ويُعد من أهم مؤشرات الأداء الجيد للشركات لذلك تم الاعتماد في البحث على مؤشر Tobin's Q في قياس قيمة الشركة.

المبحث الثالث: الإطار التحليلي

أولاً. متوسطات المتغيرات المالية لاحتجاز الأرباح للشركات الصناعية العراقية عينة البحث:
 ١. الشركات الصناعية العراقية: يوضح الجدول (١) متوسطات المتغيرات المالية لاحتجاز الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2020)، وكما يأتي:
 الجدول (١): متوسطات المتغيرات المالية لاحتجاز الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2020)

احتجاز الأرباح			الشركات الصناعية العراقية
X ₃	X ₂	X ₁	
29.8116	1.67555	101.016	المنصور للصناعات الدوائية
229.453	499.083	120.215	الخيطة الحديثة
131.565	248.392	219.207	العراقية للسجاد والمفروشات
135.421	127.131	99.4138	بغداد للمشروبات الغازية
134.581	-100.00	20.3794	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على دليل المستثمر للشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠٢٠).

يتبين من الجدول (١) ان الشركة العراقية للسجاد والمفروشات سجلت أعلى نسبة احتجاز للأرباح بلغت أكثر من (219) دينار للسهم العادي مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة البحث، بينما لم تسجل شركة بغداد لصناعة مواد التغليف أي نسبة احتجاز للأرباح خلال مدة البحث. ومن حيث معدل نمو احتجاز الأرباح، فقد سجلت شركة الخيطة الحديثة أعلى معدل نمو لاحتجاز الأرباح وصل إلى (499%) خلال مدة البحث، كما أن هذه الشركة سجلت أعلى قيمة لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد بلغت (229) نقطة. وبصورة عامة نجد أن احتجاز الأرباح لدى الشركات الصناعية العراقية تفوق الأرباح الموزعة وهذا يدل على ضعف تطبيق هذه الشركات لسياسات توزيع الأرباح.

٢. أما من حيث مؤشر قيمة الشركة، فقد كانت شركة المنصور للصناعات الدوائية لها أعلى قيمة سوقية مقارنة بباقي الشركات الصناعية العراقية عينة البحث، إذ بلغ متوسط قيمة المؤشر لها (1.66) دينار عراقي خلال مدة البحث، بينما سجلت شركة الصناعات الكيماوية والبلاستيكية أدنى قيمة سوقية لها حيث بلغت (0.22) دينار.

الجدول (٢): متوسطات قيمة الشركات الصناعية (العراقية عينة البحث) المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وفقاً لأنموذج Tobin's Q (بالدينار العراقي) للمدة (2007-2020)

الشركات الصناعية العراقية	قيمة الشركة
المنصور للصناعات الدوائية	1.660884
الخيطة الحديثة	0.935716
العراقية للسجاد والمفروشات	1.000258
بغداد للمشروبات الغازية	0.286358
الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	0.215717

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على دليل المستثمر للشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠٢٠).

ثانياً. اختبار استقرارية متغيرات النموذج:

❖ الشركات الصناعية العراقية: يعرض الجدول (٣) نتائج اختبار (LLC) لاستقرارية أو سكون متغيرات البحث للشركات الصناعية العراقية عينة البحث للمدة (2007-2020).

الجدول (٣): نتائج اختبار (LLC) لجذر الوحدة لمتغيرات البحث للشركات الصناعية العراقية

المتغير	المتغير الأصلي (المستوى)		المتغير بعد الفرق الأول	
	المقطع	المقطع والاتجاه	المقطع	المقطع والاتجاه
Y	-3.429*** (0.000)	-2.633*** (0.004)	-	-
X ₁	0.290 ^{n.s} (0.614)	-25.961*** (0.000)	-9.484*** (0.000)	-9.538*** (0.000)
X ₂	-3.950*** (0.000)	-4.137*** (0.000)	-	-
X ₃	-0.692 ^{n.s} (0.245)	-0.372 ^{n.s} (0.355)	-4.086*** (0.000)	-3.298*** (0.001)
القيم بين القوسين تمثل القيمة الاحتمالية *** significant at 1% level n.s not significant P-value				

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية Eviews-12.

نلاحظ من نتائج الجدول (٣) أن كلاً من متغيرات: قيمة السوقية (Y)، معدل نمو احتجاز الأرباح (X₂) كانت جميعها ساكنة بالأصل، أما المتغيرات الأخرى: نسبة احتجاز الأرباح (X₁)، نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد (X₃) كانت غير ساكنة بالأصل ولكنها أصبحت ساكنة بعد الفرق الأول. واعتماداً على هذه النتائج فإذا رمزنا للفرق بـ (Δ) والذي يمثل القيمة الحالية للمتغير مطروحاً منه القيمة السابقة، فإن نموذج الانحدار المتعدد والنماذج البسيطة بالنسبة للشركات الصناعية العراقية والمطلوب تقديرها ستأخذ الشكل الآتي:

نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركة:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_4 X_{4,it} + \beta_5 X_{5,it} + \beta_6 X_{6,it} + U_{it} \quad \dots \dots \dots (7)$$

نماذج الانحدار البسيطة لتأثير كل متغير من متغيرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركة:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_4 X_{4,it} + U_{it} \quad \dots \dots \dots (8)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_5 X_{5,it} + U_{it} \quad \dots \dots \dots (9)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_6 X_{6,it} + U_{it} \quad \dots \dots \dots (10)$$

ثالثاً. اختبار الفرضيات وتحليل النتائج:

١. الفرضية الأولى: تنص فرضية البحث على أنه: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين احتجاز الأرباح وقيمة الشركة"، إذ هدفت هذه الفرضية إلى بيان أن احتجاز الأرباح لدى الشركات الصناعية العراقية عينة البحث ترتبط بعلاقة مع قيمة الشركة، بمعنى أن التغير في احتجاز الأرباح لدى الشركات الصناعية يؤدي إلى تغير في قيمة هذه الشركات.

ولاختبار هذه الفرضية سيتم حساب معامل الارتباط المتعدد بين احتجاز الأرباح إجمالاً وقيمة الشركة المحسوبة وفق نموذج Tobin's Q هذا من جهة، ومن جهة أخرى سيتم حساب معامل الارتباط البسيط (بيرسون) بين كل مؤشر من مؤشرات احتجاز الأرباح على حدة مع قيمة الشركة، وكل ذلك سيتم للشركات الصناعية العراقية. الجدول (٤) يبين قيم معاملات الارتباط المتعدد مع القيم الاحتمالية المناظرة لها.

الجدول (٤): معاملات الارتباط المتعدد بين احتجاز الأرباح وقيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

P-value	معامل الارتباط	الشركات الصناعية العراقية
0.000	0.934**	
** significant at 1% level		

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية Eviews-12.

يتبين من الجدول (٤) الآتي:

❖ الشركات الصناعية العراقية: بلغت قيمة معامل الارتباط المتعدد بين احتجاز الأرباح بمؤشرات الثلاثة (نسبة احتجاز الأرباح، معدل نمو احتجاز الأرباح، نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد) للشركات الصناعية العراقية وقيمة هذه الشركات وفق مؤشر Tobin's Q بلغت (0.934) ولأن القيمة الاحتمالية المقابلة للمعامل بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%) فهذا يشير إلى وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين احتجاز الأرباح وقيمة الشركة، بمعنى أن ارتفاع أو انخفاض مؤشرات احتجاز الأرباح الثلاثة لدى الشركات الصناعية العراقية سيؤدي إلى تغيير جوهري في قيمة هذه الشركات.

ولاستكمال اختبار الفرضية الأولى سيتم معرفة طبيعة العلاقة بين كل مؤشر من مؤشرات احتجاز الأرباح على حدة مع قيمة الشركة، الجدول (٥) يبين معاملات الارتباط البسيط والقيم الاحتمالية المناظرة لها.

الجدول (٥): معاملات الارتباط البسيط بين احتجاز الأرباح وقيمة السوق للشركات الصناعية العراقية عينة البحث

الشركات	المتغيران	معامل ارتباط بيرسون	P-value
الشركات الصناعية العراقية	Y و X ₁	0.773**	0.000
	Y و X ₂	0.939**	0.000
	Y و X ₃	0.507**	0.000

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية Eviews-12.

أظهرت نتائج الجدول (٥) ما يأتي:

❖ الشركات الصناعية العراقية: ثبت وجود علاقة معنوية طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة احتجاز الأرباح وقيمة الشركة وذلك عند مستوى معنوية (1%)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.773) والقيمة الاحتمالية لها (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%)، فكلما زادت نسبة احتجاز الأرباح للشركات الصناعية العراقية فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه الشركات والعكس صحيح. من جهة أخرى أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل

نمو احتجاز الأرباح وقيمة الشركة وذلك عند مستوى معنوية (1%)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.939) والقيمة الاحتمالية لها (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%)، فكلما زاد معدل نمو احتجاز الأرباح للشركات الصناعية العراقية فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه الشركات والعكس صحيح. وفيما يتعلق بمؤشر نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد، فقد تبين وجود علاقة معنوية طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (1%) بين هذا المؤشر وقيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.507) والقيمة الاحتمالية لها (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%)، فكلما زادت قيمة مؤشر نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد لدى الشركات الصناعية العراقية، يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه الشركات والعكس صحيح.

اعتماداً على النتائج أعلاه، يمكن القول بأن الفرضية الأولى قد تحققت بنسبة كبيرة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث. وكنتيجة لتحقق الفرضية الأولى يمكن القول بأن فرضية البحث الأولى قد تحققت بنسبة كبيرة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث.

٢. **الفرضية الثانية:** تنص الفرضية الثانية على أنه: "يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لاحتجاز الأرباح في قيمة الشركة"، ولاختبار هذه الفرضية سيتم إيجاد معادلة الانحدار الخطي المتعدد التي تبين تأثير احتجاز الأرباح إجمالاً في قيمة الشركة المحسوبة وفق نموذج Tobin's Q هذا من جهة، ومن جهة أخرى سيتم إيجاد معادلة الانحدار الخطي البسيط التي تبين تأثير كل مؤشر من مؤشرات احتجاز الأرباح على حده في قيمة الشركة، وكل ذلك سيتم للشركات الصناعية العراقية عينة البحث.

الشركات الصناعية العراقية:

الجدول (٦): نتائج الانحدار الخطي المتعدد لتأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

المتغير	المعامل	الخطأ القياسي	t - test	P-Value
C	0.6330	0.0106	59.8300**	0.000
X_1	0.0003	0.0001	3.3304**	0.005
X_2	0.00007	0.0000	3.9654**	0.001
X_3	0.0001	0.0004	0.3156 ^{n.s}	0.577
R^2	0.898			
F-test	6.458**			
Prob.(F-test)	0.000			
** Significant at level (1%) n.s not significant				

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews12.

يتبين من الجدول (٦) أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد المقدر الذي يبين تأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركة لدى الشركات الصناعية العراقية يتخذ الشكل الآتي:

$$\hat{Y}_{it} = 0.633 + 0.0003X_{1,it} + 0.00007X_{2,it} + 0.0001X_{3,it} \dots (11)$$

❖ إن قيمة الثابت أو المقطع بلغت (0.633) واختبار (t) لها بلغت قيمته (59.83) ولأن القيمة الاحتمالية المقابلة للاختبار بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%) فهذا يشير إلى أن الثابت أو المقطع معنوي من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر إذا كانت قيم جميع مؤشرات احتجاز الأرباح مساوية للصفر فإن متوسط قيمة الشركة سيكون (0.63) دينار عراقي. الفرق في مؤشر نسبة احتجاز الأرباح بين سنتين متتاليتين يؤثر معنوياً وبصورة طردية في قيمة الشركة وذلك اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار لهذا المتغير والبالغة (0.005) والتي هي أقل من مستوى المعنوية (1%)، فعند زيادة الفرق في نسبة احتجاز الأرباح بين سنتين متتاليتين بدينار واحد فإن ذلك يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار (0.0003) دينار عراقي. معدل نمو احتجاز الأرباح يؤثر معنوياً وبصورة طردية في قيمة الشركة عند مستوى معنوية (1%)، إذ أن زيادة معدل نمو احتجاز الأرباح بدينار عراقي واحد سيؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار (0.00007) دينار عراقي. في حين أن الفرق في مؤشر نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد بين سنتين متتاليتين لا يؤثر معنوياً في قيمة الشركة وذلك اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار لهذا المتغير والبالغة (0.577) والتي هي أكبر من مستوى المعنوية (5%).

❖ بلغت قيمة اختبار (F) للنموذج (6.458) ولأن القيمة الاحتمالية المقابلة للاختبار بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%) فهذا يشير إلى معنوية نموذج الانحدار الخطي المتعدد، بمعنى أن مؤشرات احتجاز الأرباح الثلاثة مجتمعة تؤثر معنوياً في قيمة الشركة.

❖ بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) للنموذج (0.898) وهذا يعني أن مؤشرات احتجاز الأرباح لدى الشركات الصناعية العراقية عينة البحث تسهم بنسبة (90%) في التغيرات التي تحصل في قيمة هذه الشركات.

ولاستكمال اختبار الفرضية الثانية سيتم معرفة تأثير كل مؤشر من مؤشرات احتجاز الأرباح على حده في قيمة الشركة، وتطبيقاً على الشركات الصناعية العراقية عينة البحث، وعلى النحو الآتي:

الشركات الصناعية العراقية:

الجدول (٧): نتائج الانحدار الخطي البسيط لتأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

المتغير	المعامل	الخطأ القياسي	t – test	P-Value
C	0.8248	0.0013	627.2896**	0.000
X_1	0.00004	0.0000	2.4212*	0.018
R^2	0.341			
F-test	1.1772 ^{n.s}			
Prob.(F-test)	0.323			
** Significant at level (1%)				
* Significant at level (5%)				

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews-12.

يتبين من الجدول (٧) إن نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدر الذي يبين تأثير نسبة احتجاز الأرباح في قيمة الشركة لدى الشركات الصناعية العراقية يتخذ الشكل الآتي:

$$\hat{Y}_{it} = 0.8248 + 0.00004X_{1,it} \dots (12)$$

بلغت قيمة الثابت (0.8248) والقيمة الاحتمالية المقابلة لها (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%) فهذا يشير إلى أن الثابت معنوي من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر إذا كان نسبة توزيع الأرباح مساوية للصفر فإن متوسط قيمة الشركة سيكون (0.82) دينار عراقي. الفرق في نسبة احتجاز الأرباح بين سنتين متتاليتين يؤثر معنوياً وبصورة طردية في قيمة الشركة وذلك اعتماداً على القيمة الاحتمالية لاختبار لهذا المتغير والبالغة (0.018) والتي هي أقل من مستوى المعنوية (5%)، بمعنى آخر إذا زاد الفرق في نسبة احتجاز الأرباح بين سنتين متتاليتين بدينار عراقي واحد فإن متوسط قيمة الشركة سيزداد بمقدار (0.00004) دينار عراقي. بلغت قيمة معامل التحديد للنموذج (0.341) بمعنى أن مؤشر احتجاز الأرباح (الفرق بين سنتين) لدى الشركات الصناعية العراقية عينة البحث يسهم بنسبة (34%) في التغيرات التي تحصل في قيمتها.

الجدول (٨): نتائج الانحدار الخطي البسيط لتأثير معدل نمو احتجاز الأرباح في قيمة الشركات العراقية عينة البحث

المتغير	المعامل	الخطأ القياسي	t – test	P-Value
C	0.7365	0.0023	324.5254**	0.000
X_2	0.00002	0.0000	2.1868*	0.038
R^2	0.882			
F-test	11.927**			
Prob.(F-test)	0.000			
** Significant at level (1%)				
* Significant at level (5%)				

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews-12.

يتبين من الجدول (٨) إن نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدر الذي يبين تأثير معدل نمو احتجاز الأرباح في قيمة الشركة لدى الشركات الصناعية العراقية يتخذ الشكل الآتي:

$$\hat{Y}_{it} = 0.7365 + 0.00002X_{2,it} \dots (13)$$

بلغت قيمة الثابت (0.7365) والقيمة الاحتمالية المقابلة لها (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%) فهذا يشير إلى أن الثابت معنوي من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر إذا كان معدل نمو احتجاز الأرباح مساوياً للصفر فإن متوسط قيمة الشركة سيكون (0.74) دينار عراقي. مؤشر معدل نمو احتجاز الأرباح يؤثر معنوياً وبصورة طردية في قيمة الشركة وذلك اعتماداً على القيمة الاحتمالية لاختبار لهذا المتغير والبالغة (0.038) والتي هي أقل من مستوى المعنوية (5%)، فكلما زاد معدل نمو احتجاز الأرباح بدينار عراقي للسهم الواحد فإن قيمة الشركة ستزداد بمقدار (0.00002) دينار عراقي. بلغت قيمة معامل التحديد للنموذج (0.882) بمعنى أن معدل نمو احتجاز الأرباح لدى الشركات الصناعية العراقية عينة البحث يسهم بنسبة (88%) في التغيرات التي تحصل في قيمة هذه الشركات.

الجدول (٩): نتائج الانحدار الخطي البسيط لتأثير نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

المتغير	المعامل	الخطأ القياسي	t – test	P-Value
C	0.8036	0.1542	5.2122**	0.000
X_3	0.00007	0.0005	0.0005 ^{n.s}	0.896
R^2	0.254			
F-test	3.011*			
Prob.(F-test)	0.013			
** Significant at level (1%)				
* Significant at level (5%)				
n.s not significant				

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews12.

يتبين من الجدول (٩) إن نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدر الذي يبين تأثير نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد في قيمة الشركة لدى الشركات الصناعية العراقية يتخذ الشكل الآتي:

$$\hat{Y}_{it} = 0.8036 + 0.00007X_{3,it} \dots\dots\dots(14)$$

بلغت قيمة الثابت (0.8036) والقيمة الاحتمالية المقابلة لها (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (1%) فهذا يشير إلى أن الثابت معنوي من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر إذا كانت نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد مساوية للصفر فإن متوسط قيمة الشركة سيكون (0.80) دينار عراقي. الفرق في مؤشر نسبة توزيع الأرباح إلى ربحية السهم الواحد بين سنتين متتاليتين لا يؤثر معنوياً في قيمة الشركة وذلك اعتماداً على القيمة الاحتمالية لاختبار لهذا المتغير والبالغة (0.896) التي هي أكبر من مستوى المعنوية (5%). بلغت قيمة معامل التحديد للنموذج (0.254) بمعنى أن نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد (الفرق بين سنتين) لدى الشركات الصناعية العراقية عينة البحث تسهم بنسبة (25%) في التغيرات التي تحصل في قيمة هذه الشركات.

اعتماداً على النتائج أعلاه، يمكن القول بأن الفرضية الثانية قد تحققت بنسبة كبيرة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث. وكنتيجة لتحقق الفرضية الثانية يمكن القول بأن فرضية البحث الثانية قد تحققت بنسبة كبيرة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث.

ثالثاً. الفرضية الثالثة: تنص فرضية البحث الثالثة على أن: "هناك تباين في مدى تأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث". ولاختبار هذه الفرضية سيتم عمل مقارنات بين نتائج تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث. وستتم المقارنة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث اعتماداً على نتيجة ونوع تأثير المؤشر في قيمة الشركة، فإذا ما كانت نتيجة تأثير المؤشر (معنوي، غير معنوي) في قيمة الشركة متطابقة بين الشركات الصناعية العراقية لعينة البحث، وكذلك نتيجة نوع تأثير المؤشر (طردي، عكسي) في قيمة الشركة متطابقة بين الشركات الصناعية العراقية لعينة البحث، عندئذ يكون هناك تجانس في تأثير المؤشر في قيمة الشركة بين الشركات الصناعية العراقية لعينة البحث، وبخلاف

ذلك نحصل على تباين في تأثير المؤشر في قيمة الشركة بين الشركات الصناعية العراقية لعينة البحث.

و يلخص الجدول (١٠) نتائج المقارنة بين الشركات الصناعية في الدول العربية الثلاث من حيث تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة السوق واعتماداً على المعيارين نتيجة ونوع التأثير. الجدول (١٠): مقارنة نتائج تأثير سياسات توزيع الأرباح في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

المؤشر	المعيار	الشركات الصناعية العراقية
	نوع التأثير	-
مؤشرات احتجاز الأرباح مجتمعة	نتيجة التأثير	معنوي
نسبة احتجاز الأرباح	نتيجة التأثير	غير معنوي
	نوع التأثير	-
معدل نمو احتجاز الأرباح	نتيجة التأثير	معنوي
	نوع التأثير	طردى
نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم	نتيجة التأثير	غير معنوي
	نوع التأثير	-

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الجداول (٦) إلى (٩).

تأثير المؤشر في قيمة الشركة متجانس بين الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

تأثير المؤشر في قيمة الشركة متباين بين الشركات الصناعية العراقية عينة البحث

يتبين من الجدول (10) أن هناك تجانس (تطابق) في نتيجة ونوع تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح مجتمعة في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث. وكذلك الحال بالنسبة لتأثير مؤشر معدل نمو احتجاز الأرباح في قيمة الشركة. بينما هناك تباين في نتيجة وتأثير كلاً من (مؤشرات نسبة احتجاز الأرباح، نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم) في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث.

مما تقدم، واعتماداً على نسبة الاختلاف أو التباين في تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية العراقية عينة البحث، يمكن القول إن الفرضية الثالثة قد تحققت بنسبة كبيرة تصل إلى (75%).

الاستنتاجات والمقترحات

اولاً. الاستنتاجات: على ضوء نتائج اختبار فرضيات البحث فإنه تم التوصل إلى ما يأتي:

١. علاقة مؤشرات احتجاز الأرباح بقيمة الشركة: بالنسبة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث، لوحظ وجود علاقة معنوية بين مؤشرات احتجاز الأرباح الثلاثة مجتمعة وقيمة الشركة. وعلى صعيد علاقة كل مؤشر على حده بقيمة الشركة، وجد أن كل مؤشر يرتبط بعلاقة معنوية طردية مع قيمة الشركة. أقوى المؤشرات ارتباطاً بقيمة الشركة هو مؤشر معدل نمو احتجاز الأرباح، يليه مؤشر نسبة احتجاز الأرباح، ثم مؤشر نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد.
٢. تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركة: بالنسبة للشركات الصناعية العراقية عينة البحث، وجدنا أن مؤشرات احتجاز الأرباح الثلاثة مجتمعة (نسبة احتجاز الأرباح، معدل نمو احتجاز

الأرباح، نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد) تؤثر معنوياً في قيمة الشركة وتساهم بنسبة (90%) في التغيرات التي تحصل في قيمة الشركة. وعلى صعيد تأثير كل مؤشر على حده في قيمة الشركة، نجد أن مؤشر معدل نمو احتجاز الأرباح يعتبر من أقوى المؤشرات تأثيراً في قيمة الشركة، حيث تبين أن هذا المؤشر يؤثر معنوياً وبصورة طردية في قيمة الشركة، ويساهم هذا المؤشر بنسبة (88%) من التغيرات التي تحصل في قيمة الشركة. ويأتي مؤشر نسبة احتجاز الأرباح بالمرتبة الثانية من حيث قوة التأثير في قيمة الشركة، فقد تبين أن هذا المؤشر يؤثر معنوياً وبصورة طردية في قيمة الشركة، ويساهم بنسبة (34%) في التغيرات الحاصلة في قيمة الشركة. أما مؤشر نسبة احتجاز الأرباح إلى ربحية السهم الواحد، فقد تبين أنه ليس له أي تأثير معنوي يذكر في قيمة الشركة.

٣. تبين تأثير احتجاز الأرباح في قيمة الشركة لعينة البحث: بالاعتماد على بعض المعايير الإحصائية للمقارنة بين نتائج تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركة بالنسبة لعينة البحث، فقد أظهرت النتائج أن هناك تبايناً واضحاً في تأثير مؤشرات احتجاز الأرباح في قيمة الشركات الصناعية.

ثانياً. المقترحات:

١. يقع على الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمتمثلة بالإدارة المالية لهذه الشركات عمل كبير من أجل وضع إجراءات تتيح للمستثمرين الاطلاع على احتجاز الأرباح أن يكون هنالك معيار واضح لدى الشركة تقدمه للمساهمين من أجل اتخاذ قرار الاحتجاز لكي يكون هنالك اطلاع لدى المساهمين.

٢. يتوجب على الشركات الصناعية العراقية وضع أسس ثابتة ورؤى واضحة في القوائم المالية لهذه الشركات لكي يتم معرفة الإجراءات المتعلقة ب (احتجاز الأرباح) على نحو أكثر تفصيلاً.

المصادر

أولاً. المصادر العربية:

أ. الوثائق والنشرات الرسمية:

١. هيئة الأوراق المالية العراقية (I.C.S) (Iraqi Securities Commission).

ب. الرسائل والأطاريح:

١. بشرى، عزوز وقراس رمزي، ٢٠١٩، مساهمة المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المركب الصناعي التجاري الحضنة-المسيلة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف-المسيلة.

٢. بوحدرة، عبدالكريم، ٢٠١٢، إثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة.

٣. جهاد، بالجمال، ٢٠١٩، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتقييم أسهم الشركات، دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية (٢٠١٣-٢٠١٧)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة.

٤. رمضان، حميدة، ٢٠١٢، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٨-٢٠١٠، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة.

٥. عنفليس، حسناء غازي، ٢٠١٨، دور المخاطر في العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي وتعظيم قيمة الشركة (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حلب.
٦. الغانمي، حسام علي حسين فياض، ٢٠١٥، إثر احتجاز الارباح على عوائد الاسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
٧. الكيلاني، قيس وثائر قدومي، ٢٠٠٤، إثر القيمة الدفترية للأسهم على قيمتها السوقية: حالة احتجاز الارباح، دراسة تحليلية على البنوك الاردنية، رسالة ماجستير غير منشورة.
٨. المياح، شيماء شاكر محمود، ٢٠١٩، قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقية للمصرف دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٥-٢٠١٧، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
٩. نور الهدى، بن عياش وطبال نفيسة، ٢٠٢٠، سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة: دراسة حالة مجمع صيدال (SAIDAL) رسالة ماجستير غير منشورة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل.

ج. المجالات والدوريات:

١. بن الضب، على وسيدى امحمد عياد، ٢٠١٣، تكلفة راس المال ومؤشرات انشاء القيمة، دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء، مجلة اداء المؤسسة الجزائرية، مجلد، العدد ٢، الجزائر.
٢. حسين، هاشم حسن، ٢٠٠٨، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح في الشركات المساهم، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، مجلد، العدد ١٧، العراق.
٣. الخالدي، فاطمة فيصل كاظم وايد طاهر محمد الجبوري، ٢٠٢١، تباين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الاسهم، Journal of Economics and Administrative Sciences (JEAS)، مجلد ٢٧، العدد ١٢٥، العراق.
٤. القرشي، عبد الله علي احمد، ٢٠٢٠، محددات سياسة توزيع الارباح في شركة يمن موبايل، مجلة الاندلس للعلوم الانسانية والاجتماعية، مجلد ٧، العدد ٣٠، اليمن.
٥. منصور، لمى محمد وشذى عبد الحسين جبر الزبيدي ومحمد علي موسى المعموري، ٢٠٢١، تأثير النمو المستدام في قيمة الشركات، دراسة تطبيقية لشركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (٢٠١٠-٢٠١٩)، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، مجلد ١، العدد ٢، العراق.

د. الكتب:

١. النعيمي، عدنان تايه وأرشد، فؤاد التميمي، ٢٠٠٨، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، ط٤، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن.

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Al-Nsour, Osama J. & Al-Muhtadi, Akram, 2019, Capital Structure, Profitability and Firm's Value: Evidence from Jordan, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.10, No.20, PP: 73-80.
2. Rahman, Muhammad Mahbubur, 2015, Managers' Perception towards Dividends and Dividend Policy-Evidence from Bangladesh, Journal of Financial Risk Management, Vol.04, No.03, Bangladesh.