



فرائين للعلوم الاقتصادية والإدارية  
KHAZAYIN OF ECONOMIC AND  
ADMINISTRATIVE SCIENCES  
ISSN: 2960-1363 (Print)  
ISSN: 3007-9020 (Online)



## The Impact of Working Capital Indicators on Stock Market Value: An Analytical Study of a Sample of Industrial Companies Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2015-2023

Jabir Mohammed Shaker Ibrahim Al-Zibari<sup>1</sup>, Assit Prof Dr. Ashti Abdul Sattar Abdul Ghani Al-Mazuri<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Department of Business Administration, Akre Technical College, Duhok Polytechnic University, Duhok, Iraq

<sup>2</sup> Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, University of Mosul, Mosul, Iraq

[Ashti\\_abdulsattar@uomosul.edu.iq](mailto:Ashti_abdulsattar@uomosul.edu.iq) [Jabir.ibrahim@dpu.edu.krd](mailto:Jabir.ibrahim@dpu.edu.krd)

**Abstract.** This study aims to analyze the impact of working capital indicators on the market value of stocks, using a sample of seven industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange. These companies comprise 60% of the research sample for the period (2015-2023). The study relied on annual data. To test the study hypothesis, Panel Data technology and the outputs of the statistical program 12.Eviews-V were used. Multiple regression analysis was used to identify the relationship between the independent variable (working capital), the control variables (total assets and financial leverage), and the dependent variable (market value). The study results revealed a statistically significant positive and direct relationship between working capital indicators and the market value of stocks, confirming the importance of effective working capital management in enhancing the value of industrial companies on the Iraq Stock Exchange. Current assets and total assets have a significant impact at the 0.01 level, indicating that asset size and operating liquidity play a crucial role in determining the market value of industrial companies, and that the earnings per share ratio A positive correlation with working capital indicators indicates that effective management of liquidity and operational resources contributes to enhancing company profits and improving shareholder returns. Accordingly, approximately 69% of the change in a company's market value can be explained by the variables in the current study. Therefore, companies should improve working capital management by enhancing the current ratio and net working capital to ensure sufficient liquidity to cover short-term liabilities and support operational activity. This enhances investor confidence and increases the market value of shares.

Keywords: Working capital, current ratio, market value, earnings per share, industrial sector.

DOI:10.69938 /Keas.25020411

تأثير مؤشرات رأس المال العامل في القيمة السوقية للأسهم: دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2023

أ.م.د. أشتي عبدالستار عبدالغني المزوري<sup>٢</sup>

جابر محمد شاكر ابراهيم الزبياري<sup>١</sup>

<sup>1</sup> قسم إدارة الاعمال، كلية التقنية عقرة، جامعة دهوك التقنية، دهوك، العراق  
<sup>2</sup> قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق  
[Ashti\\_abdulsattar@uomosul.edu.iq](mailto:Ashti_abdulsattar@uomosul.edu.iq) [Jabir.ibrahim@dpu.edu.krd](mailto:Jabir.ibrahim@dpu.edu.krd)

**المستخلص:** تهدف هذه الدراسة تحليل أثر مؤشرات رأس المال العامل في القيمة السوقية للأسهم عبر استخدام عينة مكونة من سبعة شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق، وتؤلف هذه الشركات بنسبة 60% من عينة البحث للمدة (2015-2023) معتمداً على البيانات السنوية ولغرض اختبار فرضية الدراسة تم الاعتماد على تقنية Panel Data ومخرجات البرنامج الإحصائي Eviews-V12، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد للتعرف على العلاقة بين المتغير المستقل (رأس المال العامل)، والمتغيرات الضابطة (اجمالي الموجودات والرافعة المالية)، مع المتغير التابع (القيمة السوقية)، وقد افصحت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية وطردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية للأسهم، مما يؤكد أهمية الإدارة الفعالة لرأس المال العامل في تعزيز قيمة الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية، و الموجودات المتداولة وإجمالي الموجودات لهما تأثير معنوي عند مستوى 0.01، ما يدل على أن حجم الموجودات والسيولة التشغيلية يلعبان دوراً حاسماً في تحديد القيمة السوقية للشركات الصناعية، وان نسبة ربحية السهم ارتباطاً إيجابياً بمؤشرات رأس المال العامل، مما يدل على أن الإدارة الفعالة للسيولة والموارد التشغيلية تساهم في تعزيز أرباح الشركة وتحسين العائد على المساهمين، ووفقاً لذلك فقد تم التوصل الى حوالي 69% من التغير الحاصل في القيمة السوقية للشركة تفسر من خلال متغيرات الدراسة الحالية، وذلك ينبغي على الشركات تحسين إدارة رأس المال العامل عبر تعزيز نسبة التداول وصافي رأس المال العامل لضمان توفر السيولة الكافية لتغطية المطلوبات قصيرة الأجل ودعم النشاط التشغيلي، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين ويرفع القيمة السوقية للأسهم.

الكلمات المفتاحية: رأس المال العامل، نسبة التداول، القيمة السوقية، ربحية السهم، القطاع الصناعي.

Corresponding Author: E-mail: [Ashti\\_abdulsattar@uomosul.edu.iq](mailto:Ashti_abdulsattar@uomosul.edu.iq)

## أولاً: المقدمة

تعتبر القيمة السوقية للأسهم مقياساً رئيسياً يعكس أداء الشركات ومكانتها في الأسواق المالية، حيث تعبر عن ثقة المستثمرين في كفاءة وربحية واستدامة الشركة المالية، مع تعقيد الأسواق المالية وتغيراتها المستمرة، أصبحت القيمة السوقية موضوعاً محورياً في الدراسات المالية، إذ تتأثر بعوامل تشغيلية وتمويلية متعددة، من بين هذه العوامل يبرز رأس المال العامل كعنصر أساسي في إدارة السيولة وكفاءة التشغيل قصير الأجل، مما يجعله مؤثراً مباشراً أو غير مباشر في تحديد القيمة السوقية للأسهم.

رأس المال العامل ليس مجرد حساب بسيط للفارق بين الموجودات والمطلوبات المتداولة، بل هو أداة استراتيجية تعكس فلسفة الإدارة المالية للشركة في تحقيق توازن بين السيولة والربحية، وكذلك بين المخاطر والتشغيل السلس، مؤشرات رأس المال العامل مثل نسبة التداول، السيولة السريعة، وصافي رأس المال العامل تحمل أبعاداً معقدة تؤثر على القيمة السوقية عبر تقييم السوق لكفاءة الأداء الداخلي للشركة.

هناك جدل فكري بين الأدبيات المالية حول ما إذا كانت إدارة رأس المال العامل تعزز القيمة السوقية للأسهم أم تؤثر سلباً، خاصة حين يؤدي تراكم السيولة إلى تقليل فرص الاستثمار، أو يؤدي تشدد الإدارة النقدية إلى مشاكل في استمرارية التشغيل، ويستند هذا النقاش إلى نظريات مالية متعددة، فالنظرية الكلاسيكية الجديدة تشدد على دور الإدارة الفعالة في تعظيم القيمة، بينما تشير نظريات أخرى إلى أن تقلبات السوق وسلوك المستثمرين قد تقلل من أثر القرارات التشغيلية على القيمة السوقية.

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، عبر تحليل بيانات شركات صناعية للفترة من 2015 إلى 2023، وهي فترة اتسمت بتحديات هيكلية وتنظيمية تجعل الدراسة تطبيقية وتضعها في مواجهة الواقع.

## ثانياً: المنهجية العلمية للدراسة

### 1. مشكلة الدراسة

تعد العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية للأسهم من القضايا الجوهرية في الإدارة المالية، إذ يثار الجدل حول مدى قدرة هذه المؤشرات التشغيلية قصيرة الأجل على التأثير الفعلي في أسعار الأسهم، خصوصاً في بيئات تتسم بعدم الاستقرار الاقتصادي والمؤسسي مثل السوق العراقي. وانطلاقاً من ذلك، تتمحور مشكلة البحث حول التساؤل الآتي:

"ما مدى تأثير مؤشرات رأس المال العامل في القيمة السوقية للأسهم لدى الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، في ظل تأثير كل من الرافعة المالية وحجم الشركة؟"

### 2. أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من مساهمتها في النقاش الأكاديمي المتجدد حول مدى فعالية مؤشرات رأس المال العامل في تفسير القيمة السوقية للأسهم، خصوصاً في بيئات اقتصادية غير مستقرة، حيث تتطلب أدوات تحليل أكثر ارتباطاً بالواقع المعاصر، كما تتجلى أهميتها في التوجه التحليلي الذي لا يكتفي بوصف العلاقة فقط، بل يسعى لاختبار التأثير السببي لهذه المؤشرات مع إدخال المتغيرات الضابطة، مما يزيد من دقة التفسير.

القيمة المعرفية للدراسة تركز على الربط بين النظرية والتطبيق في قطاع صناعي حيوي بالسوق العراقي، مما يعزز الأدبيات المالية ويغطي فجوات دراسية في الأسواق الناشئة، كما تساعد النتائج المتوقعة على دعم قرارات الإدارة المالية والمستثمرين في تقييم الأداء السوقي عبر كفاءة إدارة السيولة والتشغيل.

### 3. أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق عدة أهداف رئيسية، منها:

1. تحليل أثر مؤشرات رأس المال العامل في القيمة السوقية للأسهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
2. قياس تأثير رأس المال العامل في ربحية السهم كدلالة على قدرة الشركة في خلق القيمة للمساهمين.
3. اختبار طبيعة العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية في ظل تأثير المتغيرات الضابطة كإجمالي الموجودات والرافعة المالية.
4. رصد التغيرات الزمنية في علاقات التأثير خلال فترة 2015-2023 في سياق المتغيرات الاقتصادية.
5. تقديم توصيات عملية لمتخذي القرار المالي لتعزيز السياسات التشغيلية والتمويلية بما يحقق كفاءة أعلى في إدارة رأس المال العامل وتعظيم قيمة الشركة.

### 4. فرضيات الدراسة

تنطلق الدراسة من فرضية مركزية مفادها:

يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لمؤشرات رأس المال العامل في القيمة السوقية وربحية السهم للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مع اختلاف مستوى التأثير باختلاف المؤشر المستخدم، وبالنظر إلى تأثير كل من الرافعة المالية وحجم الموجودات..  
كما صيغت فرضيات فرعية للاختبار الإحصائي، منها:

- أ. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لنسبة التداول في القيمة السوقية للأسهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
- ب. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لنسبة الموجودات المتداولة إلى إجمالي الموجودات في القيمة السوقية للأسهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
- ت. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لصافي رأس المال العامل في القيمة السوقية للأسهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
- ث. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لنسبة التداول في ربحية السهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
- ج. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لنسبة الموجودات المتداولة إلى إجمالي الموجودات في ربحية السهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
- ح. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية للرافعة المالية في القيمة السوقية وربحية السهم لدى الشركات الصناعية العراقية.
- خ. يوجد تأثير ذو دلالة معنوية إحصائية لحجم الموجودات (إجمالي الموجودات) في القيمة السوقية للأسهم لدى الشركات الصناعية العراقية.

### 5. مجتمع وعينة الدراسة وحدودها

تتألف عينة الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والبالغ عددها 12 شركة خلال الفترة المختارة، تم اختيار عينة مكونة من 7 شركات تمثل حوالي 60% من المجتمع الأصلي، مع مراعاة توافر البيانات المالية الكاملة واستمرارية التداول، وذلك لتحقيق تمثيل مناسب ودقة في النتائج.

شملت العينة شركات مثل: الخياطة الحديثة، العراقية للسجاد والمفروشات، المنصور للصناعات الدوائية، الكندي لإنتاج اللقاحات، العراقية للأعمال الهندسية، الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، وإنتاج الألبسة الجاهزة.

تم استبعاد شركات أخرى بسبب نقص البيانات أو توقف التداول، مثل شركة طريق الخازر، العراقية لتصنيع وتسويق التمور، العراقية لصناعة وتجارة الكارتون، وشركة الهلال الصناعية، بغداد للمشروبات الغازية.

تم اختيار الفترة الزمنية (2015-2023) نظراً لتطور الإفصاح المالي وتوفر بيانات دقيقة، إضافة إلى الأحداث الاقتصادية والسياسية المهمة التي أثرت على سوق العراق، مثل تقلبات أسعار النفط، الأزمة الاقتصادية، جائحة كورونا، والتغيرات الحكومية، مما يضيف طابعاً واقعياً على الدراسة.

**تبرير اختيار العينة:** رغم محدودية العينة البالغة (7 شركات صناعية × 10 سنوات = 70 مشاهدة)، فقد جرى الاقتصار عليها لاعتبارات تتعلق بانتظام توافر البيانات ودقتها خلال مدة الدراسة، إذ إن كثيراً من الشركات الأخرى تعاني من نقص أو عدم انتظام الإفصاح المالي، مما قد يضعف صلاحية النتائج، كما أن التركيز على الشركات الصناعية يمنح الدراسة قدراً أعلى من التجانس القطاعي، ويقلل من التباين الهيكلي بين الأنشطة، الأمر الذي يعزز موثوقية النتائج، حتى وإن انعكس ذلك على عدد المشاهدات وحجم العينة.

### 6. مصادر جمع البيانات

استندت الدراسة إلى مصادر بيانات ثانوية موثوقة، أهمها:

- أ. التقارير المالية السنوية المدققة الصادرة عن الشركات والمقدمة لهيئة الأوراق المالية.
- ب. موقع سوق العراق للأوراق المالية الرسمي، الذي يوفر بيانات تاريخية للأسعار، وعدد الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية.
- ت. قاعدة بيانات برنامج EViews-12 المستخدمة في التحليل الإحصائي.
- ث. الوثائق الرسمية من الهيئة العامة للأوراق المالية للتحقق من صحة البيانات عند الحاجة.

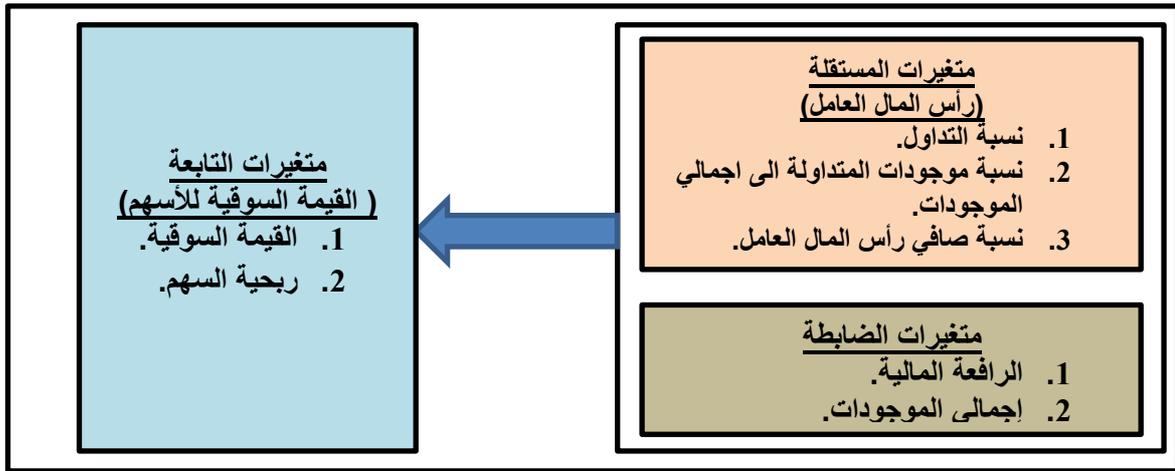
تغطي البيانات الفترة من 2015 حتى 2023، مما يوفر سلسلة زمنية مناسبة لإجراء تحليل كمي دقيق.

### 7. منهج الدراسة

اعتمدت الدراسة لمنهج الوصفي التحليلي للنظري و منهج وصفي تطبيقي للعملي، الذي يناسب طبيعة البحث القائم على اختبار التأثير السببي بين المتغيرات المالية باستخدام بيانات فعلية للشركات، كما تم استخدام منهج البيانات الطولية (Panel Data) لدمج البعدين الزمني والمقطعي، مما يسمح بفهم تأثير المتغيرات عبر الزمن مع مراعاة الفروق بين الشركات، أجريت اختبارات اختيار النموذج الإحصائي الأنسب، مثل اختبار Breusch-Pagan لاختبار ملاءمة النموذج، واختبار Hausman لتحديد طبيعة التأثيرات (ثابتة أو عشوائية).

تم تنفيذ التحليل باستخدام برنامج EViews-12، لتقدير نماذج الانحدار، تحليل معنوية التأثيرات، واختبار فرضيات الدراسة، مما أسهم في تفسير العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والقيمة السوقية وربحية السهم في الشركات العراقية.

### 8. متغيرات الدراسة:



اعتمدت الدراسة على الرافعة المالية وحجم الموجودات كمتغيرات ضابطة، لكونهما من أبرز العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وربحية السهم، فالرافعة المالية تعكس مستوى المخاطر المالية التي قد تغير قرارات المستثمرين، بينما يحدد حجم الموجودات مكانة الشركة وقدرتها التنافسية، وبالتالي، فإن ضبط أثرهما ضروري لتجنب تحيز النتائج وضمان دقة اختبار العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والمتغير التابع.

### ثالثاً: بعض الدراسات السابقة

يتزايد الاهتمام الأكاديمي والعملي في السنوات الأخيرة بدراسة أثر رأس المال العامل على مؤشرات الأداء المالي في مختلف القطاعات، لما لهذا العنصر من دور حيوي في تعزيز السيولة والكفاءة التشغيلية وتحقيق الربحية، في هذا السياق، دراسة (P. Boisjoly et al., 2020)، تناولت إدارة رأس المال العامل من زاوية أكثر اتساعاً، من خلال تحليل آثارها المالية والتقييمية في قطاعات متعددة بالولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة طويلة (1990-2017)، مستخدمة الانحراف المعياري كأداة تحليلية، وقد بينت الدراسة تفاوتاً واضحاً في كفاءة إدارة رأس المال العامل بين القطاعات، حيث كان قطاع النقل والاتصالات الأفضل، والخدمات المالية الأضعف، مما يعكس أهمية تبني سياسات تحسين مستمرة تتناسب مع خصوصية كل قطاع، وفي دراسة ذات طابع إقليمي، قام (Abu Khalaf et al., 2023) بالتحقيق في محددات رأس المال العامل في الشركات غير المالية المدرجة في دول مجلس التعاون الخليجي خلال المدة (2008-2021)، وبالاعتماد على تقنيات الانحدار المتعدد واختبار هاوسمان، توصل الباحثون إلى أن هناك تأثيراً سلبياً للرافعة المالية والربحية وحجم الشركة على رأس المال العامل، في حين أن النمو والتدفق النقدي لهما تأثير إيجابي معنوي، وتدعم هذه النتائج فكرة أن خصائص الشركة تؤثر على توجهاتها في إدارة رأس المال العامل، وهي بذلك تختلف عن باقي الدراسات من حيث تركيزها على العوامل المحددة وليس الآثار الناتجة عن رأس المال العامل، كما جاءت دراسة (عبدالنبي والرويشد، 2024) لتسلط الضوء على أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات في قطاع إنتاج الأغذية، من خلال تطبيقها على شركة المراعي السعودية خلال المدة (2012-2022)، باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج لافتة، أبرزها عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين رأس المال العامل وكل من صافي الدخل، ومعدل العائد على الموجودات، ونسبة التداول، في حين تبين وجود علاقة ارتباط معنوية بين رأس المال العامل ونسبة التداول السريعة، مما يشير إلى وجود تباين في طبيعة العلاقة بين رأس المال العامل ومكونات الربحية المختلفة، أما دراسة (البديري، 2024)، التي ركزت على مدى مساهمة نظم المعلومات الابتكارية في تعزيز فعالية إدارة رأس المال العامل في المصارف العراقية خلال الفترة (2018-2020)، ورغم اختلاف المجتمع والقطاع ومنهجية الدراسة، إلا أن هناك تقاطعاً جوهرياً يتمثل في اهتمام الدراسات برأس المال العامل كعنصر حاسم في الإدارة

المالية، وقد أظهرت نتائج البديري أن استخدام النظم المبتكرة يساهم في دقة وكفاءة تنفيذ الأعمال في الوقت المناسب، ما يقلل من المخاطر المالية المستقبلية، وهذا يُبرز بعداً غير مباشر لتأثير رأس المال العامل، من خلال آليات تحسين الأداء المالي والإداري عبر الأدوات التكنولوجية، كما وشهدت الأدبيات المالية في السنوات الأخيرة تنوعاً ملحوظاً في الطروحات التي تركز على العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للشركات، باعتبارها مؤشراً محورياً يعكس مستوى الثقة في أداء الشركة وكفاءتها المالية، من هذا المنطلق، جاءت دراسة (Al Tahat et al, 2021) ، لتسليط الضوء على أثر الاستثمار في الموجودات غير الملموسة، مثل البرمجيات والعلامات التجارية، على القيمة السوقية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان، للفترة (2014-2018)، ومن خلال الدمج بين التحليل الوصفي والانحدار البسيط، توصلت الدراسة إلى أن الموجودات غير الملموسة لها تأثير معنوي موجب على القيمة السوقية، لكن دون تأثير مماثل على توزيعات الأرباح، ما يشير إلى أن الأسواق قد تولي اهتماماً أكبر للموجودات الاستراتيجية ذات الطابع غير الملموس في تقييمها للقيمة السوقية، كما جاءت دراسة (رزق الله، 2022) لتبحث في أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة السوقية للشركات، باستخدام بيانات عشر شركات مدرجة في بورصة قطر للفترة (2014-2020)، من خلال نموذج الانحدار البسيط، وخلصت الدراسة إلى إمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية استناداً إلى العوائد التاريخية، ما يعكس تحقق الكفاءة الضعيفة للسوق القطري، أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية، وتوصي الدراسة بزيادة الانفتاح والتعاون مع الأسواق المالية العالمية، ما من شأنه أن يعزز الكفاءة السوقية وبالتالي تحسين دقة تقييم القيمة السوقية للشركات، وعلى صعيد آخر، سعت دراسة (غانم، 2023) إلى اختبار تأثير هيكل رأس المال في ظل نظرية الالتقاط على القيمة السوقية لأسهم عينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، للمدة (2006-2020)، باستخدام منهج الانحدار الخطي البسيط، وأكدت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للأسهم، مما يعكس أهمية ترتيب مصادر التمويل وفق تدرج تفضيلي (التمويل الداخلي ثم الدين وأخيراً الأسهم) في تحقيق تقييم سوقي أعلى للشركات، وفي سياق أكثر شمولاً واستراتيجياً، تناولت دراسة (Elsayed, 2023) تأثير سلسلة قيمة العلامة التجارية على كل من الربحية والقيمة السوقية، وذلك عبر تحليل تطبيقي على شركة أمازون المدرجة في بورصة ناسداك خلال الفترة (2010-2021)، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وقد أثبتت النتائج وجود علاقة إيجابية دالة إحصائياً بين أنشطة بناء العلامة التجارية والقيمة السوقية، مما يعكس فاعلية الفكر الاستراتيجي القائم على تعزيز قيمة العلامة كمحرك للربحية والتقييم السوقي في آنٍ معاً.

تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة أنها تختبر بتحليل وأثر إدارة رأس المال العامل من خلال استخدام عدد من المؤشرات مع المتغير المعتمد المتمثلة بالقيمة السوقية للأسهم، للشركات الصناعية العراقية خلال الفترة (2015-2023)، واستخدام المنهج التحليلي (الانحدار المتعدد) للوصول إلى النتائج وإعطاء التوصيات المناسبة.

رابعاً: العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية للأسهم

### 1 . مفهوم رأس المال العامل

يعرف رأس المال العامل أنه عملية إيجاد المستوى الأمثل من النقد والأوراق المالية والمخزون والمدينين، وتمويل هذا المستوى بأقل تكلفة ممكنة من خلال المطلوبات المتداولة لتلبية الاحتياجات اليومية (حمودة والقرني، 2021، 51)، في حين يعرفها (Kosazi, 2017, 16) مجموعة من القرارات الإدارية المتعلقة بمستوى الاستثمار بكل من مكون من مكونات الموجودات المتداولة، وكيفية تمويل هذا الاستثمار بهدف تعظيم قيمة الشركة، وذلك من خلال تحقيق توازن سيولة الشركة وربحيتها.

### 2 . العوامل المؤثرة في رأس المال العامل

هناك عدة عوامل تؤثر في رأس المال العامل مما يؤدي إلى انخفاضه أو ارتفاعه حسب الحاجة الفعلية للشركة، وطبيعة العمل، فينبغي على الإدارة وضع سياسة ملائمة للاستفادة منه في الاستثمار الأمثل وتمكن الشركة من تغطية النفقات (كريم وبدرابي، 2016، 106).

أ. طبيعة المنتجات السلعية التي تنتمي إليها الشركة.

ب. طبيعة النشاط والمنتجات تؤثر ذلك في حجم الاستثمار برأس المال العامل فان بعض الشركات السلعية التي تتطلب مستويات كبيرة من رأس المال العامل والبعض الآخر تتطلب مقداراً أقل من الموجودات المتداولة.

ت. طول دورة العمليات، وتشير تلك الدورة إلى ثلاثة أنشطة رئيسية وهي شراء المواد الأولية والإنتاج وبيع المنتجات.

### 3 . مفهوم القيمة السوقية للأسهم

يعرف القيمة السوقية بأنها هو سعر السهم خلال التداول في الأسواق الذي يخضع لظروف العرض والطلب، قد تكون القيمة السوقية أكبر أو أقل من القيمة الاسمية، أو هي عبارة عن قيمة السهم في السوق الناتجة عن التداول الأسهم حسب ظروف السوق، إذا كان الاتجاه صاعد أو نازل تحت تأثير عوامل العرض والطلب وحسب التوقعات المبنية على أداء الشركة الحالي وأرباحها وخسائرها (كوثر وجهاد، 2024، 8)، وقد أوضح (Moses & Chika, 2023, 70) أن القيمة السوقية للأسهم هي القيمة المنظمة المبنية على السعر الذي يرغب المساهمون في دفعه مقابل السهم في السوق العام للشركة.

### 4 . مؤشرات القيمة السوقية للأسهم

ان مؤشرات قياس القيمة السوقية للاسهم تمكن الادارة من تكوين صورة واضحة عن اراء المستثمرين حول اداء الشركة في الماضي ورؤيتهم لمستقبل الشركة والنسب هي كالاتي:

أ. القيمة السوقية الإجمالية: إن سعر الأسهم العادية هو ذلك السعر الذي يتم تحديده من قبل البائعين والمشتريين عند تداولهم للأسهم في ضوء ظروف السوق وفي وقت محدد، وان القيمة السوقية للأسهم يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية، (Ongera, 2014):

(3)

القيمة السوقية للأسهم = سعر السوق للسهم (سعر الاغلاق) × عدد الأسهم المتداولة  
ب. القيمة السوقية (Tobin's Q) يعد مؤشر (Tobin's Q) أحد المقاييس التي اكتسبت شعبية كبيرة في العديد من المجالات، أهمها المالية والموارد البشرية والاقتصاد والتمويل، ويعتبر ضمن أهم الأدوات المستخدمة لتحديد قيمة الشركة (احمد، 2022، 180). ويُقاس من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{مجموع قيمة الموجودات}}$$

ج. نسبة السعر إلى الأرباح

تظهر هذه النسبة مقدار استعداد المستثمرين للدفع مقابل كل وحدة واحدة نقدية من الأرباح المعلنة، تعتبر نسب السعر إلى العائد أعلى بالنسبة للشركات التي لديها فرص نمو قوية، بينما تظل هناك أشياء أخرى ثابتة، ولكنها أقل بالنسبة للشركات الأكثر خطورة، وتعطى بالعلاقة التالية. (Brigham & Daves, 2007, 262):

$$\text{نسبة السعر إلى الأرباح} = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{ربحية السهم}}$$

بعد مناقشة مفهوم رأس المال العامل وأهم العوامل المؤثرة عليه في المبحث الأول، فضلاً عن استعراض القيمة السوقية في المبحث الثاني، يتضح أن هناك علاقة وثيقة بين المفهومين إذ تعكس كفاءة إدارة رأس المال العامل قدرة الشركة على تحقيق التوازن بين السيولة والربحية، مما يؤثر ذلك بشكل مباشر على ثقة المستثمرين وسعر السهم في السوق المالي.

وبناءً على ذلك، فإن العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية تُعد محوراً هاماً في تقييم الأداء المالي للشركات، حيث أن أي خلل في إدارة رأس المال العامل قد يؤدي إلى تأثيرات سلبية على القيمة السوقية، سواء من خلال انخفاض السيولة أو زيادة تكاليف التمويل أو تراجع ثقة المستثمرين، وفي هذا المبحث سيتم مناقشة هذه العلاقة من خلال الفقرات الآتية:

## 5. الأساس النظري للعلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والقيمة السوقية للأسهم :

تعتبر السيولة ودوران المخزون وفترة التحصيل النقدي ونسبة التداول ونسبة الموجودات المتداولة على الموجودات الإجمالية ونسبة التداول السريع ونسبة الربحية على رأس المال من العوامل الأساسية التي تؤثر على الأداء المالي للشركة وقيمة أسهمها في السوق، من خلال الدراسات الحديثة والرسائل العلمية الموثوقة، ويمكن تلخيص التأثيرات التي تحدثها هذه المؤشرات على أداء الشركة وقيمة أسهمها كالتالي:

أ. السيولة: تعكس قدرة الشركة على الوفاء بالمطلوبات قصيرة الأجل باستخدام الموجودات المتاحة، الشركات ذات السيولة الجيدة تتمتع باستقرار مالي أعلى وقدرة أفضل على التوسع والاستثمار في الفرص المتاحة، هذا يساهم في تحسين الأداء المالي العام للشركة، كما يعزز ثقة المستثمرين ويؤثر إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم. (رشدي وعبدالعظيم، 2022، 16).

ب. دوران المخزون: يقيس عدد مرات بيع واستبدال المخزون خلال فترة زمنية محددة، ارتفاع دوران المخزون يقلل تكاليف التخزين ويزيد الربحية التشغيلية، كما يدل على كفاءة الشركة في إدارة مواردها، هذا يعزز التدفقات النقدية ويؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم. (السليحات، 2021، 23).

ت. فترة التحصيل النقدي: تمثل الوقت الذي تستغرقه الشركة لتحصيل المدفوعات من العملاء بعد المبيعات، تقليل فترة التحصيل يحسن التدفقات النقدية ويقلل الحاجة للتمويل الخارجي، كما يعكس قدرة الشركة على إدارة مبيعاتها بكفاءة، وبالتالي، يعزز هذا استقرار الأداء المالي وثقة المستثمرين، ويرفع قيمة الأسهم. (عبد المغني، 2023، 8).

ث. نسبة التداول: تعكس قدرة الشركة على تغطية المطلوبات قصيرة الأجل باستخدام الموجودات المتداولة، ارتفاع النسبة يشير إلى قدرة أفضل على التعامل مع الأزمات المالية، كما يعكس استقرار الأداء المالي وزيادة المرونة التشغيلية، هذا يعزز ثقة المستثمرين ويؤثر إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم. (القرشي، 2023، 33).

ج. نسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الإجمالية: تبين مدى قدرة الشركة على تحويل الموجودات إلى سيولة بسرعة، النسبة المرتفعة تعكس مرونة مالية أفضل وأداء مالي أكثر استقراراً، كما تشير إلى قدرة الشركة على مواجهة التحديات المالية قصيرة الأجل، وبالتالي، تزداد جاذبية الشركة للمستثمرين وترتفع قيمة أسهمها. (الزهراني، 2021، 12).

ح. نسبة التداول السريع: تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالمطلوبات القصيرة الأجل باستخدام الموجودات الأكثر سيولة فقط، ارتفاع النسبة يقلل مخاطر السيولة ويعكس كفاءة إدارة الموارد النقدية، كما يساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي للشركة، وهذا يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة القيمة السوقية للأسهم. (العنزي، 2023، 15).

خ. نسبة الربحية على رأس المال العامل: تعكس كفاءة استخدام رأس المال العامل لتحقيق الأرباح التشغيلية، ارتفاع هذه النسبة يدل على قدرة الإدارة المالية على استثمار الموارد بفعالية، كما يحسن الأداء المالي العام للشركة ويزيد من إنتاجيتها، بالتالي، يسهم هذا في زيادة القيمة السوقية للأسهم وجاذبية الشركة للمستثمرين. (طويرش، 2018، 19).

يلخص مما سبق أن فحوى استخدام هذه المؤشرات تؤثر بشكل مباشر على الأداء المالي للشركة وقيمة أسهمها في السوق، الشركات التي تتمتع بكفاءة في إدارة السيولة، دوران المخزون، فترة التحصيل النقدي، ونسب التداول السريع والتداول، تكون أكثر قدرة على تحسين ربحيتها، وزيادة تدفقاتها النقدية، مما يعزز من قدرتها على جذب المستثمرين ورفع قيمة أسهمها في السوق.

#### خامساً: تحليل واختبار فرضيات الدراسة

##### أ. مؤشرات المتغير المستقلة

1. نسبة التداول = الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة
2. نسبة الموجودات المتداولة الى إجمالي الموجودات = الموجودات المتداولة / إجمالي الموجودات
3. صافي رأس المال العامل = الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة

##### ب. مؤشرات المتغير الضابطة

1. الرافعة المالية = إجمالي الالتزامات / إجمالي حقوق الملكية
2. إجمالي الموجودات = الموجودات المتداولة + الموجودات غير المتداولة

##### ت. مؤشرات المتغير الضابطة

1. القيمة السوقية للأسهم = سعر السوق للسهم (سعر الاغلاق) × عدد الأسهم المتداولة
2. ربحية السهم = صافي الأرباح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المكتتب بها

تعرف البيانات الطولية بأنها بيانات تجمع بين البعدين الزمني والمقطعي، حيث تقاس مشاهدات متعددة عبر فترات زمنية مختلفة (مثل السنة أو النصف سنة أو الربع أو الشهر) لوحدة تحليل متنوعة، كالدول أو المحافظات أو الشركات (Greene, 2019, 414)، وتشمل النماذج الأساسية المستخدمة في تحليل هذا النوع من البيانات ثلاثة نماذج رئيسية: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) (Greene, 2019, 416).

وللاختبار بين هذه النماذج نستخدم اختبار مضاعف لاكرانج (Lagrange Multiple Test) (Breusch & Pagan, 1980, 243) وذلك عن طريق اختبار ما يأتي:

H0: نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج المناسب.

H1: نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج غير مناسب.

إذا قبلت فرضية العدم يتم استخدام نموذج الانحدار التجميعي، وإذا رفضت وبالتالي قبلت فرضية البديلة فأن نموذج الانحدار التجميعي لا يكون ملائماً مما يؤدي إلى الاختيار بين النموذج الثابت أو العشوائي من خلال اختبار هوسمان (Hausman Test) (Hausman, 1978) وذلك باختبار الفرضيتين الآتيتين:

H0: نموذج التأثيرات العشوائية مناسب.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب.

فعند قبول فرضية العدم يتم استخدام النموذج العشوائي وإلا سيتم استخدام النموذج الثابت.

#### 1. تأثير المتغيرات المستقلة في القيمة السوقية مع التحكم في المتغيرات الضابطة

##### أ. اختبار نوع النموذج (متجمع أو ثابت أم عشوائي)

يهدف اختبار مضاعف لاكرانج (Lagrange Multiplier test) إلى تحديد ما إذا كان نموذج الانحدار التجميعي (pooled regression model) صالحاً لاستخدامه في تحليل بيانات اللوحات (Panel Data)، أو ما إذا كان من الضروري استخدام نماذج أكثر تعقيداً تأخذ في الحسبان الفروق بين الوحدات عبر الزمن مثل نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) أو التأثيرات العشوائية (Random Effects). والموضحة نتائجها في الجدول الآتي:

الجدول (1): نتائج اختبار مضاعف لاكرانج لنموذج القيمة السوقية

Results	Values
Chi-Squared	79.44192
Df	1
P-Value	<0.00001

الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EViews-12.

يلحظ من الجدول (1) أن نتائج اختبار مضاعف لاكرانج تدعم رفض فرضية العدم والتي تنص على ملاءمة نموذج الانحدار التجميعي للبيانات لأن قيمة P-Value هي أقل من (0.05)، هذا الرفض يشير إلى أن هناك تأثيرات غير مفسرة في النموذج والتي تتطلب استخدام نماذج تأخذ في الحسبان الفروق الفردية بين الشركات أو عبر الزمن، أي أن نموذج الانحدار التجميعي لا يعكس بدقة خصائص البيانات، عدم ملاءمة نموذج الانحدار التجميعي يعني أن الشركات لا يمكن معاملتها ككتلة متجانسة واحدة في دراسة القيمة السوقية، بل إن لكل شركة خصائص مالية واستراتيجية خاصة تؤثر على القيمة السوقية بطرق مختلفة، هذا يعكس الواقع العملي بأن العوامل المؤثرة في القيمة السوقية قد تختلف بين الشركات بسبب سياسات التمويل، حجم الموجودات، وكفاءة الإدارة، لذا يتضح أن نموذج الانحدار التجميعي لا يقدم تفسيرًا كافيًا للبيانات في هذه الدراسة، ويستلزم تحليلًا أكثر تفصيلاً يأخذ بعين الاعتبار الفروق الفردية، ما يؤكد الحاجة لاستخدام نماذج التأثيرات التي ستوفر فهمًا أدق لعوامل تحديد القيمة السوقية، وبالتالي لا يتم الاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي، بل يتم اللجوء إلى مقدر التأثير الثابت أو التأثير العشوائي، ولعرض اختيار الأفضل بينهما فقد تم استعمال اختبار هوسمان، وكانت النتائج كما في الجدول الآتي:

الجدول (2): نتائج اختبار هوسمان لنموذج القيمة السوقية

Results	Values
Chi-Squared	2.456468
Df	5
P-Value	0.7830

الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EViews-12.

بعد رفض نموذج الانحدار التجميعي، يتم الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية باستخدام اختبار هوسمان (Hausman test)، نتائج اختبار هوسمان تشير إلى قبول فرضية العدم التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية مناسب لأن قيمة P-Value هي أكبر من (0.05)، هذا الاختبار يفحص ما إذا كانت هناك ارتباطات بين المتغيرات المستقلة وتأثيرات الشركة غير المرصودة، التي تنص على عدم وجود اختلافات جوهرية بين تقديرات نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأنسب للاستخدام في هذا التحليل، وهذا يعني أن الفروق الفردية بين الشركات، أو التأثيرات غير الملحوظة، ليست مرتبطة بشكل جوهري بالمتغيرات المستقلة في النموذج، لأن هذه التأثيرات العشوائية تمثل عينة من مجتمع أكبر ولا تؤثر على التقديرات بطريقة تحيزية، وذلك اختيار نموذج التأثيرات العشوائية يسمح باستخدام تقديرات أكثر كفاءة وثباتًا، مع الاستفادة من التباين بين الشركات عبر الزمن، وهو ملائم جدًا في دراسة تأثير المتغيرات المالية على القيمة السوقية في ظل وجود بيانات لوحة.

### ب . تحليل علاقة التأثير في القيمة السوقية

تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية للحصول على تقديرات المعلمات، وكانت النتائج كما يأتي:

الجدول (3): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية للمتغيرات المستقلة في القيمة السوقية

P-Value	t-value	Std. Error	Estimate	المتغيرات المستقلة
0.00070 ***	3.60657	4460000000.0	16100000000	الثابت
0.72360 ns	-0.35544	99171904	-35249167	نسبة التداول
<0.00001 ***	-5.37371	5030000000	-27000000000	الموجودات المتداولة
0.11060 ns	1.62075	0.68780	1.1147560	صافي رأس المال العامل
0.00030 ***	3.86705	2340000000	9050000000	الرافعة المالية
<0.00001 ***	5.98894	0.19825	1.1872870	إجمالي الموجودات
P-Value<0.00001 ***	F=25.74435		اختبار F	
R <sup>2</sup> =69.3%				معامل التحديد
*** معنوي عند مستوى معنوية 0.01				
** معنوي عند مستوى معنوية 0.05				
* معنوي عند مستوى معنوية 0.10				
ns غير معنوي				

الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EViews-12.

متغير الثابت ذو قيمة عالية وإيجابية دلالة على وجود عوامل أخرى غير المتغيرات المدروسة تؤثر على القيمة السوقية، ولكنها ثابتة عبر الشركات، أما نسبة التداول جاءت بعلاقة سالبة وغير معنوية (P=0.72360)، مما يشير إلى أن هذه النسبة لا تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية في هذا النموذج، قد يكون السبب أن السيولة القصيرة الأجل لا تمثل عاملاً أساسياً في تقييم السوق

للشركات في القطاع المدروس، في حين الموجودات المتداولة أظهرت تأثيرًا سلبيًا كبيرًا ومعنويًا إحصائيًا ( $P < 0.00001$ )، ما يعني أن ارتفاع الموجودات المتداولة مرتبط بانخفاض القيمة السوقية، أي كلما زادت الموجودات المتداولة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية، قد يشير هذا إلى وجود موجودات متداولة غير منتجة أو زيادة في المخزون أو الذمم المدينة التي تؤثر سلبًا على تقييم السوق، أما صافي رأس المال العامل أظهر تأثيرًا إيجابيًا ولكن غير معنوي ( $P = 0.11060$ )، ما يشير إلى أن زيادة صافي رأس المال العامل قد تساهم في رفع القيمة السوقية، والرافعة المالية ذات تأثير إيجابي معنوي ( $P = 0.00030$ )، حيث كل زيادة في الرافعة المالية ترتبط بزيادة في القيمة السوقية، وهو ما يعكس تفضيل السوق لاستخدام الدين في تمويل الموجودات حتى حد معين، مما قد يعزز عائد الأسهم، كذلك إجمالي الموجودات أيضًا له تأثير إيجابي معنوي ( $P < 0.00001$ )، مما يدل على أن زيادة حجم الشركة وموجوداتها تعزز من القيمة السوقية، وهذا يتوافق مع مفاهيم النمو والأداء المالي القوي، جميع المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية (عدا نسبة التداول وصافي رأس المال العامل) تؤكد أن المتغيرات المالية المختارة تفسر بشكل جيد التغير في القيمة السوقية، القيم العالية لاختبارات (t) تشير إلى قوة تأثير بعض المتغيرات (الموجودات المتداولة، الرافعة المالية، إجمالي الموجودات) في تحديد القيمة السوقية، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي (69.3%) من التباين في القيمة السوقية، وهذا مستوى جيد يوضح قوة النموذج في تفسير المتغير التابع، النموذج يؤكد أهمية الموجودات المتداولة، الرافعة المالية، وإجمالي الموجودات كعوامل مؤثرة رئيسية في القيمة السوقية، على الرغم من عدم معنوية نسبة التداول وصافي رأس المال العامل، إلا أنه لا يمكن استبعاد تأثيرهما تمامًا، فقد يكون تأثيرهما غير مباشر أو مرتبط بمتغيرات أخرى، نتائج النموذج تقدم دلالة واضحة لصانعي القرار المالي والإداري حول متغيرات رأس المال العامل والهيكلي المالي التي ينبغي التركيز عليها لتعزيز القيمة السوقية.

## 2. تأثير المتغيرات المستقلة في ربحية السهم مع التحكم في المتغيرات الضابطة أ. اختبار نوع النموذج (متجمع أو ثابت أم عشوائي)

اختبار مضاعف لاكرانج (Lagrange Multiplier Test) هو اختبار إحصائي يُستخدم في بيانات اللوحات (Panel Data) لتحديد ما إذا كان نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Model) ملائمًا، أو إذا كان ينبغي اللجوء إلى نماذج أكثر تعقيدًا مثل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، سيتم استخدام اختبار مضاعف لاكرانج والموضحة نتائجها في الجدول الآتي:

الجدول (4): نتائج اختبار مضاعف لاكرانج لنموذج ربحية السهم

Results	Values
Chi-Squared	3.008909
Df	1
P-Value	0.0828

الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EViews-12.

تشير النتائج في جدول (4) إلى قيمة  $\text{Chi-Squared} = 3.008909$  بدرجة حرية واحدة، وقيمة ( $P\text{-Value} = 0.0828$ )، وهي قيمة أكبر من القيمة المعنوية (0.05)، وهذا يعني عدم وجود دليل إحصائي كافٍ لرفض فرضية العدم التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي ملائم للبيانات المدروسة، موافقة الاختبار على نموذج الانحدار التجميعي تعني أن الفروق الفردية بين الشركات غير كبيرة أو غير مؤثرة بشكل كبير على العلاقة بين المتغيرات المالية وربحية السهم، هذا قد يعود إلى أن الربحية تتأثر بعوامل متشابهة نسبيًا بين الشركات، أو أن التغيرات داخل الشركات عبر الزمن أكثر تأثيرًا من الاختلافات الفردية بين الشركات، ومن الناحية المالية أن المتغيرات المالية مثل نسبة التداول، الموجودات المتداولة، وغيرها، تعمل بطريقة متجانسة نسبيًا على مستوى الشركات المختلفة، وهو أمر منطقي خاصة إذا كانت الشركات ضمن نفس القطاع الصناعي أو تواجه ظروف سوقية متشابهة.

## ب. تحليل علاقة التأثير في ربحية السهم

تم استخدام النموذج التجميعي للحصول على تقديرات المعلمات، وكانت النتائج كما يأتي:

الجدول (5): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية للمتغيرات المستقلة في ربحية السهم

P-Value	t-value	Std. Error	Estimate	المتغيرات المستقلة	
0.04140 **	-2.08665	0.11882	-0.24793	الثابت	
0.04720 **	-2.02865	0.00705	-0.01431	نسبة التداول	المستقلة
0.00000 ***	5.21704	0.23312	1.21619	الموجودات المتداولة	
0.29220 ns	-1.06316	5.10E-11	-5.42E-11	صافي رأس المال العامل	
0.00110 ***	-3.44055	0.14269	-0.49093	الرافعة المالية	٥

0.88400 <sup>ns</sup>	0.14654	1.39E-11	2.03E-12	إجمالي الموجودات
P-Value<0.00001***		F=11.68334		اختبار F
R <sup>2</sup> =50.6%				معامل التحديد
<p>*** معنوي عند مستوى معنوية 0.01</p> <p>** معنوي عند مستوى معنوية 0.05</p> <p>* معنوي عند مستوى معنوية 0.10</p> <p>ns غير معنوي</p>				

الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات EViews-12.

يتبين من الجدول (5) أن المتغير (الموجودات المتداولة) له تأثير معنوي على المتغير التابع (ربحية السهم) عند مستوى دلالة (1%)، وهذا التأثير إيجابي بمعنى أن زيادة الموجودات المتداولة تزداد ربحية السهم، ارتفاع الموجودات المتداولة يدل على توافر موجودات قصيرة الأجل تساعد الشركة في تمويل عملياتها اليومية وتحقيق استمرارية التشغيل، هذا يعزز من قدرة الشركة على تلبية المطلوباتها، مما ينعكس إيجابياً على ربحية السهم من خلال تحسين الأداء التشغيلي وخفض التكاليف المتعلقة بالتأخير أو نقص السيولة، كما أن التوفر الكافي للموجودات المتداولة مثل النقد والمخزون يتيح فرصاً لتحقيق مبيعات أكبر وتحقيق أرباح أعلى، ومع ذلك، ينبغي أن تتم إدارة الموجودات المتداولة بشكل فعال لتجنب تراكم المخزون أو ارتفاع الذمم المدينة التي قد تؤثر سلباً على الربحية، أما المتغير (نسبة التداول) فقد ظهر تأثيره معنوياً عند مستوى معنوية (0.05) بتأثير سلبي، قد تعكس نسبة التداول المرتفعة وجود سيولة زائدة أو احتفاظ غير فعال بالنقد والموجودات المتداولة، هذا قد يشير إلى سوء إدارة السيولة حيث تحتفظ الشركة بموجودات متداولة غير منتجة، مما يقلل من استخدام الموارد في استثمارات مربحة وبالتالي يؤثر سلباً على الأرباح، في المقابل، قد يشير ارتفاع نسبة التداول إلى تخوف الشركة من المخاطر المالية، مما ينعكس على اتخاذ قرارات استثمارية حذرة تقلل من الربحية، بينما متغير (صافي رأس المال العامل) فإن تأثيره غير معنوي حتى عند مستوى معنوية (0.1)، يمكن تفسير ذلك بأن صافي رأس المال العامل ليس المؤشر الحاسم لربحية السهم في هذه العينة، ربما بسبب تقلباته أو عدم اتساقه مع الأداء التشغيلي، كما أن تأثيره قد يتغير باختلاف السياسات التمويلية والتشغيلية بين الشركات، مما يقلل من دلالاته الإحصائية، وبالنسبة للمتغيرين الضابطين (الرافعة المالية) و(إجمالي الموجودات) فقد ظهر الأول بتأثير معنوي عالي ( $P < 0.001$ )، يعني أن ارتفاع الرافعة المالية، أي زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية، يرتبط بانخفاض ربحية السهم، هذا يتفق مع أن زيادة الدين تزيد من أعباء الفوائد المالية، مما يقلل من صافي الأرباح المتاحة للمساهمين، كذلك، الرافعة المالية العالية تعزز مخاطر الإفلاس والضغط المالي، مما قد ينعكس على أداء الشركة وربحيته، هذا التأثير السلبي للرافعة المالية على الربحية يتماشى مع العديد من الدراسات التي تشير إلى أن التمويل المفرط بالدين قد يكون مكلفاً للشركات، خاصة في بيئات اقتصادية متقلبة أو ذات تكلفة تمويل عالية، وظهر الثاني بتأثير غير معنوي رغم أن حجم الموجودات عادة ما يرتبط بالأداء المالي الإيجابي، إلا أن غياب الدلالة هنا يشير إلى أن حجم الموجودات ليس عاملاً مؤثراً مباشراً على ربحية السهم ضمن هذه العينة، قد يكون السبب أن الحجم مرتبط بنوع الموجودات أو جودة استخدامها أكثر من كميتها فقط، يؤكد التحليل أن الإدارة الفعالة للموجودات المتداولة هي مفتاح تعزيز ربحية السهم، في حين أن ارتفاع نسبة التداول والرافعة المالية لهما آثار سلبية محتملة على الربحية، وهو ما يبرز أهمية التوازن بين السيولة والتمويل بالدين، تدعم القيم الدلالية للنماذج والاختبارات العلمية صحة هذه العلاقات مع معدل تفسير جيد ( $R^2$ ) للنموذج يعكس قدرة هذه المتغيرات على توضيح تغييرات ربحية السهم.

من خلال مما سبق يمكن أن يبين أن النتائج تحليل نتائج اختبار مضاعف لاكرانج ونموذج الانحدار التجميعي يسلط الضوء على أهمية اختيار النموذج الإحصائي المناسب بناءً على طبيعة البيانات، حيث أظهرت النتائج ملاءمة النموذج التجميعي لبيانات ربحية السهم، كما تؤكد النتائج على التأثير المالي الحيوي للمتغيرات مثل الموجودات المتداولة، نسبة التداول، والرافعة المالية على ربحية السهم، مما يبرز أهمية الإدارة المالية السليمة للسيولة والتمويل، وتظهر الدراسة أن الربحية ليست فقط نتاجاً لحجم الموجودات أو صافي رأس المال العامل، بل تتأثر بشكل مباشر بكفاءة إدارة الموجودات المتداولة ومستوى الديون، وبالتالي، فإن التوازن المالي والتشغيلي يمثلان مفتاح تعزيز الربحية والاستدامة المالية للشركات.

**سادساً: الاستنتاجات والمقترحات**  
**1 . الاستنتاجات**

- أ. تشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إحصائي إيجابي للمتغيرات المستقلة (مؤشرات رأس المال العامل) على المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم)، مما يؤكد أهمية الإدارة الفعالة لرأس المال العامل في تعزيز قيمة الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية.
- ب. تشير النتائج إلى أن النموذج المستخدم يمتلك قدرة تفسيرية جيدة، إذ فسّر نحو 69.3% من التباين في القيمة السوقية، وهو ما يدل على قوة المتغيرات المستقلة في التأثير على المتغير التابع، وتبقى 30.7% من التباين غير مفسّرة، مما يشير إلى وجود متغيرات أخرى خارج النموذج يمكن أن تكون مؤثرة، كالعوامل الاقتصادية الكلية أو الظروف السوقية، أما في ما يتعلق بربحية السهم، فقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج 50.6%، وهي نسبة متوسطة، تدل على أن الربحية تتأثر بعوامل تشغيلية ومالية أخرى.
- ت. تظهر ربحية السهم ارتباطاً إيجابياً بمؤشرات رأس المال العامل، مما يدل على أن الإدارة الفعالة للسيولة والموارد التشغيلية تساهم في تعزيز أرباح الشركة وتحسين العائد على المساهمين.
- ث. صافي رأس المال العامل لم يظهر تأثيراً معنوياً لا على القيمة السوقية ولا على ربحية السهم، مما يدل على أن هذا المؤشر قد لا يكون دقيقاً أو حساساً بدرجة كافية لتفسير الأداء المالي، أو أن تأثيره يتطلب مقاربة تحليلية أكثر تفصيلاً.
- ج. أظهرت النتائج أن كل من الموجودات المتداولة وإجمالي الموجودات لهما تأثير معنوي عند مستوى 0.01، ما يدل على أن حجم الموجودات والسيولة التشغيلية يلعبان دوراً حاسماً في تحديد القيمة السوقية للشركات الصناعية.

**2 . المقترحات**

- أ. ينبغي على الشركات تحسين إدارة رأس المال العامل عبر تعزيز نسبة التداول و صافي رأس المال العامل لضمان توفر السيولة الكافية لتغطية المطلوبات قصيرة الأجل ودعم النشاط التشغيلي، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين ويرفع القيمة السوقية للأسهم.
- ب. ضرورة تبني الإدارة المالية استراتيجيات تحافظ على توازن مناسب بين التمويل الذاتي والتمويل بالديون، لتجنب الرفع المالي المفرط الذي قد يؤدي إلى مخاطر مالية تؤثر على استقرار الشركة وقيمتها السوقية.
- ت. الدعوة إلى إجراء دراسات إضافية تتبنى مقاربات تحليلية أكثر تعقيداً تشمل متغيرات نوعية مثل كفاءة الإدارة، جودة الإفصاح المالي، والبيئة التنظيمية، لفهم أعمق لتأثير رأس المال العامل في الأسواق الناشئة.
- ث. تنوع هيكل التمويل بين حقوق الملكية والديون يساهم في تحسين كفاءة رأس المال وتقليل المخاطر المالية، مما ينعكس إيجابياً على استقرار القيمة السوقية وربحية السهم، ينبغي دراسة الأنماط المثلى للتمويل حسب طبيعة وحجم كل شركة مع مراعاة الظروف الاقتصادية المحلية والتشريعات المالية.
- ج. تشجيع الشركات على التركيز على المشاريع التي تزيد من القيمة المضافة يعزز من ربحيتها ويجذب مستثمرين مهتمين بالعوائد المستدامة، وهو ما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية، ينبغي تبني سياسات تحفيزية تشمل الدعم المالي والضريبي لتلك المشاريع مع التركيز على الابتكار والتطوير التكنولوجي.

**المصادر**

- 1.Iraq Stock Exchange [www.isx-iq.net](http://www.isx-iq.net)
- 2.Iraq Securities Commission [www.isc.gov.iq](http://www.isc.gov.iq)
- A . Dissertations & Thesis
- 1.Ghanem, Muhammad Kamil, (2023), "**Capital Structure and Its Impact on the Market Value of Shares within the Framework of Capture Theory: An Analytical Study of a Sample of Iraqi Industrial Companies Listed on the Iraq Stock Exchange**," Master's thesis published at the College of Administration and Economics, University of Babylon, Iraq.
- 2.Karim, Muhammad, and Badrawi, Ali, (2016), "**Analysis of the Relationship between Working Capital and Profitability of Industrial Companies Listed on the Iraq Stock Exchange**," Master's thesis published at the College of Administration and Economics, University of Baghdad, Iraq.
- 3.Kawthar, Zaqqdou, and Jihad, Qattai, (2024), "**The Impact of Financial Performance Indicators on the Market Value of Shares of Companies Listed on the Financial Market: A Study of a Sample of Industrial and Basic Materials Sector Companies Listed on the Qatar Stock Exchange During the Period 2018-2023**," a Master's thesis published at the Faculty of Economics, Business, and Management Sciences, University of Kasdi Merbah-Ouargla, Algeria.

4.Ongera, Esther Nyamusi, (2014), "**The Impact of Shareholding by Shareholders prior to the Initial Public Offering on the Market Values of Companies Listed on the Nairobi Stock Exchange**", published Master Thesis, College of Business Administration, University of Nairobi, Kenya.

5.Rizkallah, Narjis, (2022), "**The Impact of the Efficiency of Emerging Financial Markets on Determining the Market Value of Companies: A Case Study of the Qatar Stock Exchange**," PhD dissertation published at the College of Economics, Business, and Management Sciences, University of Larbi Tebessi-Tebessa, Algeria.

### **B . Journals**

1.Abdel-Moghni, Ghada Marzouk Mohamed, (2023), "Efficient Working Capital Management and Its Impact on the Financial Performance of Companies Listed on the Egyptian Stock Market," **a study published in the Scientific Journal of Economics and Trade**, (9) (6).3-22.

2.Abdel-Nabi, Hoda Ahmed Ibrahim, and Al-Ruwaished, Mona Abdullah Saad, (2024), "The Impact of Working Capital on the Profitability of Food Production Sector Companies: An Applied Study on Almarai Company," **a study published in the International Journal of Development**, (13), (1).

3.Abu Khalaf, Bashar, Awad, Antonie B, Nassr, Mohammed, (2023), " Investigating the Determinants of Working Capital in the GULF Cooperation Council, **Journal of Governance and Regulation**, (12)(3).

4.Ahmed, Abdullah Saeed Abdelkader, (2022), "The Impact of Profitability Indicators on the Market Value of Banks Listed on the Egyptian Stock Exchange Using Tobin's Q: An Analytical Study," **a study published in the Scientific Journal of Business and Environmental Studies**, (13)(3). 175-191.

5.Al Tahat, Sager, Abu Nqir, Nobrdeen, Abdel moneim, Osama, (2021), "The Effect of Investing in intangible assets on the market value and dividends per share, an applied study on insurance Companies with listed shares in Amman stock exchange", **management and economics journal**, (2)(8).

6.Al-Anzi, Sarhan, (2023), "The Impact of High-Rate Trading Indicators on the Quality of the Stock Market," **a study published in the Journal of Financial and Commercial Research**, (24)(4).15-36.

7.Al-Badiri, Nawar Asi Naima, (2024), "Innovative Information Systems and Their Role in Enhancing the Effectiveness of Working Capital Management in Iraqi Banks: An Analytical Study of a Sample of Iraqi Banks Listed on the Iraq Stock Exchange," **a study published in the Muthanna Journal of Administrative and Economic Sciences**, (14) (3).

8.Al-Qurashi, Ahmed Salah, (2023), "Financial Indicators and Their Impact on the Saudi Market: An Applied Study of Companies Saudi Arabia", **a research published in the Scientific Journal**, (12)(3).32-56.

9.Al-Salihah, Zaher Abdel Fattah, (2021), "The Impact of Cash and Operational Conversion Cycles and Working Capital Turnover on Operational Performance: An Empirical Study on Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange for the Period (2012-2019)," **a study published in the Journal of the Islamic University for Economic and Administrative Studies**, (5)(4). 22-42.

10.Al-Zahrani, Tariq Hassan, (2021), "The Impact of Business Strategies on Financial Performance: An Empirical Study on Saudi Joint Stock Companies," **a study published in the Journal of Economic Administrative and Legal Sciences**, (5)(17).10-29.

11.Boisjoly, Russell P., Conine Jr, Thomas E., McDonald, Michael B., (2020), "Working capital management: Financial and valuation impacts", **Journal of Business Research**, (108)(5).

12.Breusch, T. S., & Pagan, A. R., (1980), "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics", **Review of Economic Studies**, (47)(1).

13.Elsayed, Raghda Abdellatif Abdelkhalik, (2023), "The Effect of Investment in the brand value chain of profitability and Market value of the firm: Lesson of Success taken from Amazon", **Future Business journal**, (2)(13).

14.Hamouda, Manal Muhammad and Al-Qarni, Elaf Nasser, (2021), "The Impact of Working Capital Management on the Profitability of Saudi Joint Stock Food Manufacturing Companies: An Applied Study (2015-2019)," **a study published in the Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences**, (5)(25). 43-61.

15.Hausman, J. A., (1978), "Specification Tests in Econometrics", **Econometrica**, (46)(6).

- 16.Kasozi, J., (2017), "The effect of working capital management on profitability: A case of listed manufacturing firms in South Africa", **Journal of Investment Management and Financial Innovations**, (14)(2).11-29.
- 17.Moses, J. N., & Chika, A. C, (2023), "Environmental Accounting Disclosure and Market Value of Listed Food and Beverages Companies in Nigeria", **Journal of Accounting and Financial Management**, (9)(6). 68-87.
- 18.Rushdi, Ahmed Samir and Abdel-Azim, Mohamed Hassan, (2022), "The Impact of Ownership Structure on Financial Performance and Firm Value as Applied to Companies Listed on the Egyptian Stock Market," **a study published in the Journal of Administrative Research**, (40)(4). 12-31.
- 19.Tuwairish, Abdullah Awad, (2018), "Working Capital and Its Impact on Profitability: An Empirical Study on Jordanian Industrial Companies," **a study published in the Arab Journal of Management**, (11)(2). 18-35.

### **C. Books**

- 1.Baltagi, B. H., (2021), "**Econometrics**", 6th ed, Springer, USA.
- 2.Brigham, Eugene F & Daves, Phillip R., (2007), "**Intermediate Financial Management**", 9<sup>th</sup>Ed, Thomson Learning Academic Resource Center, USA.
- 3.Greene, W. H., (2019), "**Econometric Analysis**", 8th ed, Pearson Education, USA.