

تباين القيمة السوقية للأسهم في ظل القرارات المالية (توزيع واحتجاز الأرباح والتمويل بالمدىونية)

بحث تحليلي في سوق العراق للأوراق المالية

Market Value Variation of Stocks in Light of Financial Decisions (Dividend Distribution, Retention, and Debt Financing) An Analytical Study of the Iraq Stock Exchange

م.م. بشير سعدون حسن الجواري

الجامعة التقنية الوسطى / كلية البوليتكنك الادارية - بغداد

saadoon_basheer@mtu.edu.iq

تاريخ تقديم البحث : 2025/01/19

تاريخ قبول النشر : 2026/03/02

المستخلص :

هدف البحث إلى تحليل أثر القرارات المالية (توزيع الأرباح، احتجاز الأرباح، التمويل بالمدىونية) في قيمة الأسهم السوقية عن طريق دراسة بيانات بعض الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بوصف هذه القرارات جوهرية وتعكس توجهات الإدارة المالية نحو تعظيم ثروة المساهمين وتحقيق الاستدامة المالية. ومجتمع البحث تمثل بسوق العراق للأوراق المالية وعينته تم اختيارها بطريقة عمدية مشروطة والتي ضمت (6) شركات وللمدة (2019-2024)، كما اعتمد الباحث على مجموعة من الاساليب المالية نذكر منها نسبة المدىونية ونسب توزيع واحتجاز الأرباح وقيمة السهم السوقية، وان الاساليب الاحصائية تمثلت بالمتوسط الحسابي ومعامل الاختلاف والانحراف المعياري والانحدار الخطي المتعدد والبسيط عبر التطبيقات (Excel 2010, SPSS V.26) لمقارنة النتائج واختبار فرضيات البحث، وقد توصل الباحث الى مجموعة نتائج من اهمها وجود تأثير معنوي لتوزيعات الأرباح واحتجاز الأرباح والتمويل بالمدىونية في قيمة الاسهم السوقية، فضلاً عن وجود علاقة ارتباط قوية للغاية بين القرارات المالية انفة الذكر وقيمة السهم السوقية.

الكلمات المفتاحية : القرارات المالية، القيمة السوقية للأسهم، احتجاز الأرباح، توزيع الأرباح، التمويل بالمدىونية

Abstract :

The aim of this research is to analyze the impact of financial decisions (dividend distribution, retained earnings, and debt financing) on the market value of shares by studying the data of some companies. These decisions are important for financial management to maximize shareholder wealth and achieve financial sustainability. The research population is the Iraq Stock Exchange, and its sample included (6) companies for the period (2019-2024). The researcher adopted a set of financial and statistical methods, including multiple and simple linear regression using applications (Excel 2010, SPSS V.26) to test the research hypotheses. The researcher reached results, the most important of which is the existence of a significant impact of dividend distribution, retained earnings, and debt financing on the market value of shares, in addition to a very strong correlation between the aforementioned financial decisions and the market value of the share.

Keywords: Financial Decisions, Market Value of Stocks, Profit Retention, Dividend Distribution, Debt Financing, Multiple Linear Regression.

اولاً / المقدمة :

تُعتبر القرارات المالية من بين أهم العوامل التي تؤثر على الأداء المالي والقيمة السوقية لأسهم شركات الأعمال. إذ تلعب القرارات المتعلقة باحتجاز أو توزيع الأرباح وكذلك استخدام قرار نسبة الرافعة المالية دوراً رئيسياً في تشكيل صورة واضحة للمستثمرين أتجاه الشركة وتحديد سعر أسهمها في الأسواق المالية. إذ إن قرار احتجاز الأرباح يوضح استراتيجية الشركة من خلال إعادة استثمار العوائد لتحقيق نمو مستقبلي، بينما يشير قرار توزيع الأرباح إلى ارادة الشركة في تحقيق عوائد سريعة للمساهمين. أما قرار الرافعة المالية فيستخدم كأداة لتعظيم العائد على حق الملكية، إلا أن الزيادة في نسبة المديونية قد تزيد من مخاطر المالية للشركة. وبالتالي فان توضيح العلاقة بين القرارات المالية انفة الذكر وقيمة الاسهم السوقية يُعد أمراً أساسياً لتحليل سلوك الأسواق المالية، وتقديم مؤشرات لصناع القرار المالي في الشركات، وايضاً يساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية المبنية على الأسس العلمية.

مشكلة البحث: تتمثل مشكلة البحث في التساؤل الأساسي التالي:

ما مدى تأثير القرارات المالية المتعلقة باحتجاز وتوزيع الأرباح والتمويل بالمديونية في تفاوت قيمة الأسهم السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

وتندرج تحت هذه المشكلة مجموعة من التساؤلات الفرعية مثل:

- 1- هل يؤدي توزيع الأرباح على المساهمين إلى رفع قيمة السهم السوقية بشكل مستدام؟
- 2- إلى أي مدى تساهم الأرباح المحتجزة في تعزيز ثقة المساهمين وبالتالي رفع قيمة السهم السوقية؟
- 3- ما هو تأثير التمويل بالمديونية على تقلبات قيمة السهم السوقية ؟

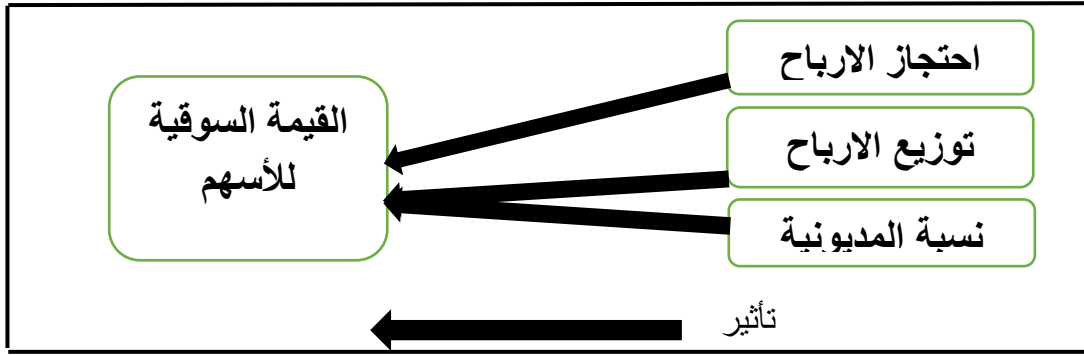
أهمية البحث: تنبع أهمية هذا البحث من جوانب عدة منها:

- 1- أهمية عملية: امكانية تقديم هذا البحث معلومات ذات فائدة للشركات المدرجة في الأسواق المالية حول تأثير قراراتها المالية المتخذة على تقييم أسهمها من قبل السوق.
- 2- أهمية للمستثمرين: يساعد هذا البحث في توضيح كيفية تفاعل قيمة الاسهم السوقية مع سياسات الشركة المالية ، وبالتالي يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية أكثر ادراكاً.
- 3- أهمية علمية: يساهم هذا البحث في إثراء الأدبيات المرتبطة بموضوع العلاقة بين السياسات المالية وقيمة الأسهم السوقية.
- 4- أهمية رقابية وتشريعية : قد يستفيد من هذا البحث صناع القرار في الهيئات التنظيمية لتقييم تأثير السياسات المالية المتبعة في الشركات على استقرار السوق المالي.

أهداف البحث : يسعى البحث ان يحقق الأهداف التالية:

- 1- تحليل أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة الأسهم السوقية للشركات.
- 2- تقييم العلاقة بين سياسة احتجاز الأرباح وتقلبات قيمة السهم السوقية.
- 3- دراسة تأثير الاعتماد على التمويل بالمديونية في اختلاف القيمة السوقية للأسهم.
- 4- تقديم توصيات مستندة على نتائج البحث لمساعدة صناع القرار في الشركات والمستثمرين من اجل اتخاذ قرارات مالية فعالة.

المخطط الفرضي :



الشكل (1) المخطط الفرضي للبحث

فرضيات البحث

أعد الباحث عدد من الفرضيات الناتجة من مشكلة البحث ومخططة الفرضي وكالاتي :
 أولاً: اختبار الفرضية الأولى : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات المالية (توزيع الأرباح ، احتجاز الأرباح ، التمويل بالمديونية) وقيمة الاسهم السوقية.

ثانياً: الفرضية الثانية :- يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيع الارباح في القيمة السوقية للأسهم.

ثالثاً: الفرضية الثالثة :- يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لاحتجاز الارباح في القيمة السوقية للأسهم.

رابعاً : الفرضية الرابعة :- يوجد تأثير ذات دلالة معنوية للتمويل بالمديونية في القيمة السوقية للأسهم.

اذ ان متغيرات البحث :

- المتغير التابع: القيمة السوقية للأسهم (Market Value of Shares).
- المتغيرات المستقلة: (توزيعات الأرباح Dividend distributions) و (الأرباح المحتجزة retained earnings) و (التمويل بالمديونية Debt financing).

مجتمع وعينة البحث :

ان سوق العراق للأوراق المالية يمثل مجتمع البحث ، وان هذا السوق تأسس كشخصية معنوية مستقلة ادارياً ومعنوياً ولايهدف للربح بموجب القانون 74 لسنة 2004 ، مارس السوق نشاطاته كأحد مكونات سوق راس المال والقطاع الخاص في دولة العراق ، وان السوق يمثل للقوانين المعمول بها والتزامه بتنفيذ التعليمات والقواعد الصادرة من هيئة الاوراق المالية العراقية والبنك المركزي . (سوق العراق للأوراق المالية ، 2024 : 9)

فيما شملت عينة البحث (6) شركات من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وكما موضح في الجدول رقم (1) ، وقد تم اختيار عينة البحث بحسب معايير معينة تلي احتياجات البحث وللفترة (2019-2024).

الجدول (1) عينة البحث

القطاع	ت	الشركات	الرمز المختصر	تاريخ التأسيس	راس المال عند التأسيس	تاريخ الإدراج في سوق العراق للأوراق المالية	راس المال عند الإدراج	راس المال الحالي
الصناعة	1	بغداد للمشروبات الغازية	المشروبات	18/7/1989	70,000,000	15/6/2004	10,000,000,000	204,335,333,333
	2	الخيطة الحديثة	الخيطة	12/9/1988	6,000,000	8/7/2004	900,000,000	2,000,000,000
	3	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	الكندي	10/1/1990	15,000,000	25/7/2004	360,000,000	5,940,000,000
	4	العراقية للسجاد والمفروشات	السجاد	2/10/1989	5,000,000	25/7/2004	500,000,000	500,000,000
الخدمات	5	المعمورة للاستثمارات العقارية	المعمورة	19/1/1993	75,000,000	15/6/2004	2,700,000,000	22,780,000,000
	6	بغداد العراق للنقل العام	النقل العام	27/7/1987	10,000,000	8/7/2004	160,000,000	1,300,000,000

المصدر : من أعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المنشورة في تقرير سوق العراق للأوراق المالية لسنة (2024).

الاساليب المالية والاحصائية :

1- المؤشرات المالية

أ- أجمالي المطلوبات (Total Liabilities) : (Kieso et al, 2020 : 161)

أجمالي المطلوبات = المطلوبات المتداولة - المطلوبات طويلة الاجل

ب- أجمالي الموجودات (Total Assets) : (Kurniawan, 2021 : 66)

أجمالي الموجودات = اجمالي المطلوبات - حقوق الملكية

ت- نسبة المديونية (Debt ratio) : (Brigham & Houston, 2019 : 93)

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{اجمالي المطلوبات}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

ث- صافي الدخل (Net Income) : (Wild et al, 2019 : 142)

صافي الدخل = اجمالي الايرادات - اجمالي المصاريف

ج- نسبة الارباح المحتجزة (retained earnings ratio) : (Ross et al, 2022 : 104)

$$\text{نسبة الارباح المحتجزة} = \frac{\text{الارباح المحتجزة}}{\text{صافي الدخل}}$$

د- نسبة توزيع الارباح (Dividend distribution ratio) : (Susanto & Tirok, 2013 : 104)

$$\text{نسبة توزيع الارباح} = \frac{\text{توزيع الارباح}}{\text{صافي الدخل}}$$

ز- القيمة السوقية للاسهم (Market value of shares) : تُظهر التقارير المنشورة لسوق العراق للأوراق المالية سعر اغلاق السهم والذي بدوره يمثل قيمة السهم السوقية للشركات.

2- الاساليب الاحصائية

اذ تم تحليل العلاقة بين متغيرات البحث بالاعتماد على الاساليب الاحصائية من خلال استخدام برنامجي (SPSS Microsoft Excel 2010 , V.26) وذلك لاستخراج نتائج المتوسط الحسابي ومعامل الاختلاف والانحراف المعياري ونتائج اخرى ، ومن اجل اختبار العلاقة بين متغيرات البحث تم استخدام معامل الارتباط (PearsonCorrelation) وذلك لقياس العلاقة بين المتغيرات ، وايضاً تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression) لاختبار التأثير ، واستخدام اختبار (F) لقياس معنوية النموذج ككل ، واستخدام اختبار (T) لقياس معنوية كل متغير مستقل ، واستخدام معامل التحديد (R^2) للوصول الى نسبة التغير المفسرة في القيمة السوقية للاسهم.

أ- نموذج الانحدار المتعدد (Multiple linear regression) (Kelley & Maxwell, 2018: 316)

يستخدم لقياس تأثير المتغيرات المستقلة (توزيع الأرباح، احتجاز الأرباح، التمويل بالمدىونية) على القيمة السوقية للأسهم.

$$MV = \beta_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 RET + \beta_3 DEBT + \varepsilon$$

حيث ان :

- 1- MV : القيمة السوقية للاسهم (Market value of shares)
- 2- β_0 : الثابت (Constant)
- 3- معاملات الانحدار التي تمثل أثر كل من توزيع الأرباح واحتجاز الأرباح والتمويل بالمدىونية : $\beta_1, \beta_2, \beta_3$
- 4- DIV : توزيع الأرباح (Dividend distributions)
- 5- RET : احتجاز الأرباح (Retained earnings)
- 6- $DEBT$: التمويل بالمدىونية (Debt financing)
- 7- ε : الخطأ العشوائي (Error term)

ثانياً : مراجعة الأدبيات :

1- الدراسات السابقة: ان الدراسات السابقة تعد المرتكز الاساسي التي تثري البحث وتُمثل نقطة البداية للبحث ، وسيتم ادناه عرض عدد من الدراسات العربية والاجنبية السابقة وذلك بهدف الاطلاع والتعرف على آراء الباحثين فيما يتعلق الامر بموضوع البحث الحالي ، وان تصنيف هذه الدراسات تم بحسب التسلسل الزمني.

أ. دراسة (Dahmash et al, 2023) عنوان الدراسة (تأثير الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للشركة: أدلة من الأردن)

(The Retained Earnings Effect on the Firm's Market Value: Evidence from Jordan)

تمثلت مشكلة الدراسة بالتساؤل في مدى تأثير الأرباح المحتجزة بالمقارنة مع توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية ، وهدفت الدراسة الى الوقوف على مستوى تأثير الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة ، والمساهمة في الفهم التطبيقي لسوق الاوراق في الأردن. فيما تمثل مجتمع الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية في عمان خلال الفترة 2010-2021، وتم اعتماد مجموعة من الاساليب المالية والاحصائية تمثلت بالقيمة السوقية للاسهم ومعادلات احتجاز وتوزيع الأرباح ونموذج تحليل بيانات بانل (Panel Data Analysis) ، ونماذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression Models) واستخدام الاختبارات المعنوية (significance tests) ، وتوصل الباحثين الى مجموعة من الاستنتاجات من اهمها أن توزيع الأرباح لكل سهم له أثر إيجابي ومعنوي كبير على القيمة السوقية للشركات . وايضاً ان احتجاز الأرباح له تأثير ايجابي ولكن بدرجة أقل أو مغايرة بحسب النموذج ، وقد تكون للاحتجاز تأثيرات أقل وضوحاً.

ب. دراسة (Chikodi & Inuwa, 2024) ، عنوان الدراسة (تأثير توزيع الأرباح والعائد على القيمة السوقية لشركات التأمين المدرجة في نيجيريا) (Effect of Dividend Payout and Yield on Market Value of Listed Insurance Firms in Nigeria)

هدفت هذه الدراسة الى تحليل تأثير نسبة توزيعات الأرباح على قيمة الشركة السوقية ، وايضاً دراسة أثر عائد الربح على القيمة السوقية للسهم ، وفهم العلاقة بين سياسة توزيع الارباح وتسعير الأسهم ، وايضاً تقديم توصيات حول الى الشركات مدار البحث في امكانية استخدام توزيع الأرباح كأحد ادوات تعظيم قيمة السوقية للسهم ، وذلك للوصول الى اجابة عن مشكلة الدراسة المتمثلة بما مقدار تأثير نسبة توزيعات الأرباح وعائد الربحية على قيمة الاسهم السوقية لشركات قطاع التأمين والمدرجة في بورصة نيجيريا؟ ، وتمثل مجتمع الدراسة بشركات قطاع التأمين والتي عددها (10) شركات والمدرجة في سوق الاوراق المالية لنيجيريا التي تزود السوق بتقاريرها المالية باستمرار للفترة الزمنية الممتدة من عام 2009 ولغاية عام 2023 ، وان الاساليب المالية المستخدمة هي توزيع الارباح ، وقيمة السهم السوقية ، واجمالي الارباح ، وشملت الاساليب الاحصائية برامج تحليل بيانات بانل (Panel Multiple Regression) وايضاً استخدام برنامج E-Views ، وقد تم الوصول الى استنتاج ان نسبة توزيع الارباح لها تأثير سلبي وغير معنوي على قيمة الاسهم السوقية لشركات قطاع التأمين ، بالمقابل فان عوائد الارباح كان لها تأثير إيجابي ومعنوي على قيمة الاسهم السوقية لشركات عينة الدراسة .

ج.دراسة (Abu Hussien, 2025) ، عنوان الدراسة (تأثير توزيعات الأرباح النقدية على قيمة الشركات المصرية المدرجة) (the Effect of Cash Dividends on Firm Value of Egyptian Listed firms)

تمحورت مشكلة الدراسة بالسؤال في كيفية تأثير توزيعات الأرباح النقدية على قيمة الشركات المصرية المدرجة في سوق الاوراق المالية ؟ ، وان من اهداف الدراسة هو تحديد العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للشركات ، وايضاً قياس تأثير للعوامل الأخرى مثل الربحية والمديونية وحجم الشركة ، وتقديم توصيات على ضوء الاستنتاجات الى السوق المصري ، فيما تكون عينة الدراسة من 36 شركة مدرجة في البورصة المصرية وخلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2019 ، واعتمد الباحث على عدد من الاساليب المالية والاحصائية تمثلت بتحليل بانل وايضاً استخدام الباحث اختبارات الوحدة (Unit Root Tests) وتحليل الانحدار مع المتغيرات الضابطة (Regression + Control Variables) ، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج التي أظهرت وجود علاقة إيجابية معنوية بين توزيعات الارباح النقدية والقيمة السوقية للشركات .

2- مفهوم الأرباح

ان الأرباح تعد من المؤشرات المالية المهمة التي تُستعمل لقياس مستوى أداء الشركات وفعاليتها في استخدام مواردها لتحقيق العوائد ، وتُعرف الأرباح محاسبياً بأنها الفائض المتبقي بعد خصم كافة التكاليف والمصروفات من الإيراد المتحقق خلال فترة مالية معينة (Diana & Maria, 2020 : 222) . وتشكل صافي الأرباح القاعدة الاساسية التي تُبنى عليها قرارات الاحتجاز والتوزيع، وتُعد أساس في تقييم المركز المالي للشركة. (محمد ويسرى ، 2022 : 417)

كما ان الارباح المحتجزة تشير إلى الجزء غير الموزع من صافي الارباح المتحققة بهدف إعادة استثماره مرة اخرى داخل الشركة (Brigham & Ehrhardt, 2016 : 406). وايضاً تُعرف هذه الأرباح المحتجزة بأنها (أرباح مرحلة) وتُستخدم عادةً في تمويل

خطط الشركة في التوسع الرأسمالي أو تحسين البنية المالية للشركة. (Muneer et al, 2017 : 2)

وان أهداف احتجاز الأرباح تتمثل بالاتي : (Gitman et al, 2015:480)(Nduati & Wepukhulu, 2020:199)

أ- زيادة التمويل الداخلي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي .

ب- تعزيز المركز المالي للشركة لمواجهة فرص الاستثمار المستقبلية.

ت- مواجهة الأزمات المالية المستقبلية.

ث- تقليل تكلفة رأس المال.

3- مفهوم توزيع الأرباح

ان قرار توزيع الأرباح هو القرار الخاص بتحديد نسبة من صافي الأرباح والتي ستوزع على المساهمين في نهاية السنة المالية. كما ان هذا القرار يُعد جزءاً من السياسة المالية التي تنتهجها الشركة ، وله التأثير الواضح في رضا المساهمين وقيمة السوقية للسهم (Ross et al, 2019 : 65)

كما ان لتوزيعات الأرباح أنواع وهي : أولاً ، توزيعات نقدية : وهو الشكل الأكثر انتشاراً لتوزيع الأرباح. وثانياً ، توزيع أسهم (أسهم المنحة) : تهدف إلى زيادة عدد الأسهم دون التأثير في سيولة الشركة. وثالثاً ، إعادة شراء الأسهم : هي وسيلة بديلة وغير مباشرة لرفع قيمة الاسهم للمستثمرين. (Brealey et al, 2018 : 425)

وان العوامل المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح هي : أولاً ، مقدار حجم الأرباح المحققة. ثانياً ، الفرص الاستثمارية المتوفرة. ثالثاً، مستوى السيولة المتاحة في الشركة. رابعاً ، تفضيلات المساهمين والعائد المتوقع. واخيراً ، الهيكل الرأسمالي والتزامات المالية للشركة. (Van Horne & Wachowicz, 2008 : 385)

وايضاً نذكر الاتجاهات النظرية في تحديد سياسة الأرباح وهي :

أ- نظرية الطيور في اليد (Lintner, 1956) : تقترح هذه النظرية أن المساهمين عادةً يفضلون توزيعات الأرباح على الفور بدلاً من الأرباح المستقبلية غير المؤكدة. (Qamar, 2019 : 18)

ب- نظرية عدم تأثير سياسة الأرباح (Miller & Modigliani, 1961) : ترى هذه النظرية أن سياسة توزيعات الأرباح لا تؤثر في القيمة الشركة السوقية في ظل الاسواق المالية المتكاملة والكفاءة. (Nguyen & Nguyen, 2021 : 49)

ج- نظرية الإشارة (Bhattacharya, 1979) : تقترض هذه النظرية أن قرارات توزيع الأرباح تُرسل إشارة للمستثمرين حول توقعات ادارة الشركة المستقبلية للأداء المالي. (Digdowiseiso et al, 2024 : 4)

د- نظرية الوكالة (Jensen & Meckling, 1976) : تشير هذه النظرية إلى أن احتجاز الأرباح من الممكن ان يسبب تضارباً بين ادارة الشركة والمساهمين مما يستدعي آليات رقابة مناسبة. (Tijjani & Bello, 2019 : 91)

4- مفهوم المديونية :

تُعد المديونية واحدة من ابرز القضايا المالية التي تواجه شركات الأعمال ، حيث إنّ المديونية تمثل احد المكونات الاساسية لهيكل التمويل (Capital Structure) ، وبالتالي يُنظر إلى الديون كأداة لتمويل الشركة والتي يمكن أن تُسهم في تعزيز العائد على حق الملكية عبر الرافعة المالية ، ولكن الإفراط في استخدام المديونية قد يؤدي إلى تكاليف ومخاطر مالية قد تُهدد استمرارية الشركة. (Ahmed et al, 2018 : 129) وتعرف المديونية على انها (الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة للشركة ، وتُستخدم كمقياس لمدى اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية ، ويمكن احتسابها عن طريق نسبة الديون إلى حقوق الملكية أو إلى إجمالي الموجودات). (Wamba et al, 2017 : 179)

كما ان للديون أنواع وهي : ديون قصيرة الأجل ، مثل التسهيلات الائتمانية والسحب على الحسابات الجارية وديون لصالح الموردون والكمبيالات. وثاني نوع من الديون هو ديون طويلة الأجل ، مثل إصدار السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل. وان ثالث نوع من لديون هو السندات المالية ، وهي أدوات دين تقوم الشركات بأصدارها لتمويل نشاطاتها المتنوعة ، وتتعهد الشركات بموجبه بدفع فوائد دورية للمستثمرين. (Ando et al, 2017 : 171)

وتلجأ شركات الأعمال للتمويل بالمديونية لأسباب عدة منها ، أولاً ، تمويل النمو والتوسع ، اذ ان التوسع في العمليات يحتاج إلى موارد مالية إضافية. ثانياً ، تعظيم العائد على حقوق المساهمين ، ان استخدام الديون والتي تكون تكلفتها أقل من العائد المتوقع على الاستثمارات. ثالثاً ، تحسين الهيكل المالي ، ويكون عن طريق الموازنة بين رأس المال والديون لتخفيض تكلفة رأس المال الاجمالي. اخيراً ، الاستفادة من المزايا الضريبية ، اذ أن فوائد القروض تكون قابلة لخصم الضريبة في اغلب التشريعات. (Gökgöz, 2022 : 11) (أبو شمالة واخرون ، 2017 : 5)

وان التمويل بالديون له تأثيرات على أداء الشركات اذ ان الإيجابيات تظهر من خلال توفير التمويل المفترض للنمو بدون الحاجة لتزايد رأس المال ، وبالتالي تزداد عوائد السهم إذا ما تم استخدامها بكفاءة. واما السلبيات فتتحمل الشركة أعباء والتزامات مالية ثابتة ناتجة عن فوائد وسداد أصل الديون ، وبالتالي يكثر الضغط على التدفقات النقدية للشركة ، وايضاً ترتفع مخاطر الإفلاس في حالة تدهور أداء الشركة. (Aloqab et al, 2018 : 16) ، كما تشير الأبحاث إلى أن العلاقة بين الديون والأداء ليست خطية ، إذ ان هناك توجد نقطة توازن ينبغي على الشركات عدم تجاوزها وذلك لتجنب المخاطر (Mishchenko et al, 2021 : 194).

وهناك مخاطر مرتبطة بالمديونية وهي : أولاً ، مخاطر الإفلاس ، اذ ان ارتفاع نسبة المديونية يرفع من احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بتسديد الديون مما يؤدي إلى اتخاذ إجراءات قانونية بحق الشركة وقد يفضي الى إفلاس الشركة. ثانياً ، مخاطر السيولة ، ان الشركات قد تعاني من نقص في السيولة وذلك بسبب الالتزامات المالية المرتفعة للمديونية مما يؤثر على قدرة هذه الشركات على تغطية التكاليف التشغيلية. ثالثاً ، تأثير سلبي على التصنيف الائتماني ، ان ازدياد نسب المديونية قد يقلل من تصنيف الشركة الائتماني وبالتالي يرفع من تكاليف الاقتراض مستقبلاً. واخيراً ، تقييد حرية الإدارة ، في الغالب ما تفرض المديونية شروط على الشركة من الممكن ان تقيدها في اتخاذ القرارات المالية أو الاستثمارية. (Achkasova & Platukhin, 2024 : 91) (أحمادي وآخرون ، 2023 : 5-6)

كما وينبغي على الشركات إدارة المديونية وفق الاستراتيجيات التالية : أولاً ، المتابعة باستمرار لمؤشرات نسب الأداء المالي وذلك لضمان عدم تجاوز نسب المديونية المقبولة وحدود الأمان. ثانياً ، على الشركات ان تنوع مصادر التمويل لكي تتجنب الاعتماد فقد على الديون. ثالثاً ، استخدام التحوط المالي للحد من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو العملة. رابعاً ، تحديد مستوى مديونية مستدامة من خلال تحليل التدفق النقدي وقدرة السداد. واخيراً ، إعادة هيكلة الديون المترتبة على الشركة وذلك عند الضرورة لتخفيض الأعباء المالية أو محاولة تمديد فترات سداد الديون. (Jonasson et al, 2019 : 8-9) (Dottori & Manna, 2016 : 3-4)

5 - القيمة السوقية للأسهم :

تتمثل القيمة السوقية للأسهم بسعر السهم الذي يتم التداول به في السوق المالي ، ويمكن توضيحه بمعنى اخر اذ هو السعر الذي يوافق فيه المشتري شراء السهم ويرضى البائع فيه بيع السهم ، علماً بان تحديد القيمة السوقية للسهم تتم بحسب العرض والطلب ، ولا بد من التنويه بان القيمة السوقية للسهم تتأثر بعدة عوامل منها توزيعات الارباح وحجم الشركة وإمكانية نمو الشركة (KULAL et al, 2020 : 61).

ولا بد من توضيح مفهوم الاسهم ، اذ ان الأسهم تُعد من أهم الأدوات المالية التي تستند عليها شركات الأعمال في عملية تمويل عملياتها المتنوعة وتحقيق النمو المستدام ، اذاً فالأسهم تتيح للشركات جمع رأس المال عن طريق مساهمة المساهمين الأفراد والمنظمات بالمقابل يتم منحهم حقوقاً مالية وإدارية محدودة ، كما يشكل فهم طبيعة وانواع الأسهم وآليات إصدارها وتداولها وآثار هذه الاسهم على هيكل الملكية وحوكمة الشركات أمراً أساسياً في دراسة وفهم بيئة الأعمال الحديثة (Ross et al, 2019 : 22). ويعرف السهم بشكل عام على انه حصة جزئية من رأس مال الشركة المساهمة ويُمثل لصاحبه ملكية بقدر ما يمتلك من أسهم في الشركة. ويُعرف السهم قانونياً بأنه صك يعبر عن حق مالي يملكه صاحبه في شركة مساهمة معينة كما يخول صاحبه الحق في الأرباح المتحققة وايضاً المشاركة في إدارة الشركة بحسب نوع وعدد الاسهم. (KULAL et al, 2020 : 55). وبالتالي فان الأسهم تعد أحد أشكال الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة للحصول على التمويل ويتم تداول هذه الأسهم في اسواق الاوراق المالية مما يجعلها أداة استثمار مهمة للأفراد والمؤسسات. (Brealey et al, 2020 : 155-156)

وان للأسهم أنواع وهي : الأسهم العادية ، وهي النوع الأكثر انتشاراً وتمنح حائزها حقوق منها التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية للشركة فضلاً عن حق مالكها في الأرباح ، إلا أن هذا النوع من الاسهم لا يضمن الأولوية في حالة التصفية حيث أنها تأتي بعد حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة في استرداد حقوق مالكها. (Assi, 2024 : 639)، وثاني نوع هو الأسهم الممتازة ، إذ تمنح هذه الاسهم حاملها أولوية في توزيعات الأرباح وأولوية ايضاً في حالة التصفية ، لكنها في الغالب لا تعطي صاحبها حق التصويت ، وتُعتبر هذه الاسهم احدى وسائل تمويل الشركات بادنى قدر من تأثير المساهمين الجدد في قرارات ادارة الشركة. (Fabozzi & Fabozzi, 2021 : 354)

وتتميز هذه الاسهم بمجموعة من خصائص التي تميزها عن غيرها من أدوات التمويل ، اول هذه الخصائص ، قابليتها للتداول ، ان الاسهم تشتري وتباع بسهولة في الأسواق المالية ، مما يمنح المستثمرين فيها السيولة ، وثانياً ، الحقوق المرتبطة بها ، مثل حقوق الحصول على الأرباح ، وحقوق التصويت ، وحقوق الاطلاع على تقارير الشركة ، وثالثاً ، قابلية التجزئة ، امكانية تقسيم ملكية الشركة إلى اعداد تصل الى ملايين او مليارات الأسهم ، واخيراً ، القيمة الاسمية والسوقية ، امكانية اختلاف القيمة السوقية للسهم عن القيمة التي تم تحديدها الشركة عند الإصدار. (Brealey et al, 2018 : 119) (Lashgari, 2016 : 134)

كما ان إصدار الأسهم وتداولها يكون كالآتي : أولاً ، الاكتتاب العام الأولي ، هي العملية التي تقوم الشركة فيها بطرح الاسهم للجمهور لأول مرة في السوق الاولي (سوق الاصدارات) ، وتعد هذه العملية وسيلة لتحويل الشركة من الملكية الخاصة إلى الملكية العامة ، وتُستخدم لجذب رأس المال اللازم للشركة من اجل الاستثمار او التوسع . (Ross et al, 2019 : 293) ، ثانياً ، التداول في السوق الثانوية ، بعد إصدار الأسهم يتم تداولها (بيع وشراء) في السوق الثانوية ، إذ يتم تحديد السعر للسهم بناءً على مستويات العرض والطلب ، ويوفر هذا السوق فرص للمستثمرين لشراء وبيع الأسهم بشكل منظم وسهل (Fabozzi & Fabozzi, 2021 : 367)

وان للأسهم أهمية لشركات الأعمال ، إذ تلعب دوراً حيوياً في تمويل الشركات ، إذ تتيح للشركات الحصول على التمويل اللازم دون اللجوء إلى التمويل بالقروض ، ونذكر أبرز فوائد الأسهم ، أولاً ، زيادة رأس المال الشركة دون ديون ، مما يخفف من العبء المالي على الشركة والنتائج عن فوائد أو سداد اصل القروض ، وثانياً ، تحسين النسب المالية ، تحسين نسبة حق الملكية إلى الديون ، واخيراً ، توسيع قاعدة الملاك ، إذ من الممكن ان يفتح فرصاً اضافية لعلاقات وشراكات جديدة. (Irons, 2019 : 83-84) (Gitman & Zutter, 2015 : 249)

وبالرغم من المزايا العديدة للأسهم ، ولكن هناك مجموعة مخاطر ينبغي على المستثمرين اخذها بنظر الاعتبار من أبرزها : أولاً ، تقلب الأسعار ، حيث تتأثر اسعار الاسهم بعوامل داخلية متمثلة بأداء الشركة ، وعوامل خارجية متمثلة بالوضع السياسي والاقتصادي. وثانياً ، مخاطر التصفية ، إذ لا تُمنح الاولوية لحملة الأسهم العادية في استرداد اموالهم في حال افلاس الشركة. واخيراً : عدم ضمان الأرباح ، فالشركات المساهمة ليست ملزمة قانوناً امام حملة الاسهم بتوزيع أرباح سنوية. (Fabozzi, 2016 : 370-371)

ثالثاً : تحليل البيانات ومناقشة النتائج :

1- تحليل البيانات

أ- نسب توزيعات الأرباح: تشير نسبة توزيع الأرباح الى قسمة مبلغ توزيعات الأرباح على صافي الدخل للشركة خلال الفترة ، وان الجدول (2) يوضح نسب توزيعات الأرباح للشركات عينة الدراسة للفترة (2019-2024).

الجدول (2) نسب توزيعات الأرباح السنوي (%) لشركات عينة البحث للمدة (2019-2024)

معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	2024	2023	2022	2021	2020	2019	الشركات	ت	القطاع
			نسبة توزيع الأرباح (%)	نسبة توزيع الأرباح (%)	نسبة توزيع الأرباح (%)	نسبة توزيع الأرباح (%)	نسبة توزيع الأرباح (%)	نسبة توزيع الأرباح سنة الأساس (%)			
42.08	23.84	56.65	39.12	39.89	94.27	66.48	43.49	34.49	بغداد للمشروبات الغازية	1	الصناعة
87.61	29.42	33.58	33.69	78.28	16.25	39.68	0.01	38.37	الخيطة الحديثة	2	
211.58	0.39	0.19	0.01	0.89	0.01	0.01	0.01	0.01	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	3	
17.38	8.56	49.25	53.89	53.54	35.33	46.89	56.59	40.07	العراقية للسجاد والمفروشات	4	
82.30	36.21	44.00	45.45	68.62	16.92	0.33	88.69	0.01	المعمورة للاستثمارات العقارية	7	الخدمات
46.20	28.93	62.60	61.53	17.73	60.80	76.77	96.19	56.03	بغداد العراق للنقل العام	8	
81.19	21.23	41.05	38.95	43.16	37.26	38.36	47.50	28.16	المعدل العام		

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام برنامج Excel

اذ يُظهر الجدول (2) المعدل العام لنسب توزيعات الأرباح بمقدار (41.05%) وبانحراف معياري بلغ (21.23%). وحققت شركة بغداد العراق للنقل العام أعلى متوسط توزيعات ارباح بنسبة (62.60%) ، في حين ان أدنى متوسط نسبة توزيعات ارباح بلغ (0.19%) لشركة الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية ويرجع ذلك الى نسب توزيعات الأرباح في معظم فترات البحث ، وان الفرق الكبير بين أعلى وأقل نسبة متوسط توزيعات الأرباح يرجع الى تباين قرارات الادارة العليا في هذه الشركات لاعتمادهم على معايير مختلفة منها صافي الأرباح المتحققة والتزاماتها المالية وغيرها من الاعتبارات. وسجلت شركة المعمورة للاستثمارات العقارية أعلى نسبة انحراف معياري لشركات عينة البحث وكانت نسبتها بمقدار (36.21%) وذلك نتيجةً لاختلاف القيم على طول فترة البحث (2019-2024). وبلغ مدى المعدل العام لنسب توزيعات الأرباح (19.34%) وهو يشير الى الفرق بين اعلى معدل توزيعات ارباح (47.50%) في سنة (2020) وادنى معدل توزيعات ارباح (28.16%) في سنة (2019).

ب- نسب احتجاز الأرباح: تشير نسبة احتجاز الأرباح الى قسمة مبلغ احتجاز الأرباح على صافي الدخل للشركة خلال الفترة. ويتضح من الجدول (3) نسبة احتجاز الأرباح في شركات عينة البحث للفترة (2019-2024).

الجدول (3) نسب احتجاز الأرباح (%) للشركات عينة البحث للمدة (2019-2024)

معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	2024	2023	2022	2021	2020	2019	الشركات	ت	القطاع
			نسبة احتجاز الأرباح (%)	نسبة احتجاز الأرباح (%)	نسبة احتجاز الأرباح (%)	نسبة احتجاز الأرباح (%)	نسبة احتجاز الأرباح سنة الأساس (%)				
59.96	23.84	39.76	57.29	56.52	2.14	29.93	52.91	61.49	بغداد للمشروبات الغازية	1	الصناعة
57.67	27.60	47.87	46.96	7.11	64.39	40.48	80.40	42.26	الخيطة الحديثة	2	
21.14	16.28	77.00	47.890	83.61	84.50	84.50	84.50	87.86	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	3	
23.86	8.97	37.61	36.16	35.67	53.16	30.92	32.16	48.68	العراقية للسجاد والمفروشات	4	
71.01	36.21	51.00	49.55	26.38	78.08	94.67	6.31	95.00	المعمورة للاستثمارات العقارية	7	الخدمات
87.51	28.54	32.62	33.47	77.17	34.20	18.23	0.01	38.97	بغداد العراق للنقل العام	8	
53.52	23.57	47.64	45.22	47.74	52.75	49.79	42.72	62.38	المعدل العام		

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام برنامج Excel

ويُظهر لنا الجدول (3) المعدل العام لنسبة احتجاز الارباح بمقدار (47.64%) وبانحراف معياري يبلغ (23.57%). وحققت شركة الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية اعلى متوسط نسبة احتجاز ارباح بمقدار (77.00%) وبانحراف معياري (16.28%) ، فيما سجلت شركة بغداد العراق للنقل العام ادنى متوسط نسبة احتجاز ارباح بمقدار (32.62%) وبانحراف معياري (28.54%) . وان مدى المعدل العام لنسبة احتجاز الارباح بلغ (19.66%) وتشير هذه النسبة الى الفرق بين اعلى معدل عام لنسبة احتجاز ارباح (62.38%) في سنة (2019) وادنى معدل نسبة احتجاز ارباح (42.72%) في سنة (2020).

د- نسبة المديونية : تمثل نسبة المديونية في الشركات الى ناتج قسمة اجمالي المطلوبات الى اجمالي الموجودات ، وبالتالي تقيس هذه النسبة مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين بالمقارنة مع اجمالي أصولها. وان هذه النسبة كلما ترتفع تدل على اعتماد أكبر من الشركة على الديون وتؤدي الى زيادة المخاطر المالية، بالمقابل فان انخفاض هذه النسبة يعكس هيكل تمويل الشركة باعتباره اكثر تحفظاً وقائم على حقوق الملكية ، ويوضح الجدول (4) نسبة المديونية لشركات عينة الدراسة للفترة (2019-2024). اذ يُظهر الجدول (4) ان المتوسط العام لنسبة المديونية لشركات عينة الدراسة بلغ (13.78%) وبمعدل انحراف معياري مقداره (3.26%). وقد حققت شركة بغداد العراق للنقل العام اعلى متوسط مديونية بواقع (30.77%) وبانحراف معياري (9.59) وهو اعلى انحراف معياري من بين شركات عينة الدراسة نتيجة التباين في نسبة المديونية للشركة على طول سنوات مدة الدراسة (2019-2024). بينما حققت شركة الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية ادنى متوسط نسبة مديونية بالمقارنة مع شركات عينة الدراسة بمقدار (3.95%) وبأدنى انحراف معياري لشركات عينة الدراسة ونسبة (0.44) وذلك لتقارب نسبة المديونية للشركة خلال فترة البحث ، ويتضح من المعدل العام ان اعلى متوسط نسبة مديونية في سنة (2020) بواقع (14.79%) وان ادنى متوسط نسبة مديونية للمعدل العام كانت في سنة (2024) بواقع (12.80%) وبالتالي يكون مدى المعدل العام لنسبة المديونية (1.99%) خلال مدة البحث (2019-2024).

الجدول (4) نسبة المديونية لشركات عينة البحث للفترة (2019-2024)

القطاع	ت	الشركات	نسبة المديونية (%)					المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
			2024	2023	2022	2021	2020			
الصناعة	1	بغداد للمشروبات الغازية	9.57	11.01	10.04	9.29	9.21	9.83	0.74	7.51
	2	الغازية الحديثة	11.56	13.84	8.96	11.35	12.01	11.54	1.75	15.14
	3	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	3.658	4.62	3.76	3.56	4.17	3.95	0.44	11.15
	4	العراقية للسجاد والمفروشات المعمورة	27.23	23.41	18.91	22.80	14.36	21.34	4.89	22.91
الخدمات	7	للإستثمارات العقارية	8.01	6.36	3.41	2.72	5.62	5.22	2.17	41.50
	8	بغداد العراق للنقل العام	28.09	17.55	29.14	35.70	43.38	30.77	9.59	31.17
		المعدل العام	14.69	12.80	12.37	14.23	14.79	13.78	3.26	21.56

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام برنامج Excel

ج- قيمة السهم في الاسواق المالية : تُظهر قيمة الاسهم السوقية للشركات في التقارير المعلنة من قبل سوق العراق للأوراق المالية وتمثلت القيمة السوقية للسهم الواحد بسعر الاغلاق في نهاية الفترة. ويوضح الجدول (5) قيمة الاسهم السوقية لشركات عينة البحث خلال فترة البحث (2019-2024). اذ يُظهر الجدول (5) ان المتوسط العام لقيمة الاسهم السوقية لشركات عينة البحث بلغت (12.05) دينار للسهم الواحد وبمعدل انحراف معياري (3.22%).

الجدول (5) قيمة الاسهم السوقية السنوية (بالدينار) لشركات عينة البحث للمدة (2019-2024)

القطاع	ت	الشركات	2019	2020	2021	2022	2023	2024	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
الصناعة	1	بغداد للمشروبات الغازية	3.290	4.150	4.300	3.300	3.880	4.260	4.64	0.46	10.01
	2	الخباطة الحديثة	6.500	6.680	5.300	5.800	9.750	9.100	8.63	1.81	21.02
	3	الكندي لانتاج اللقحات البيطرية	1.690	1.370	1.560	1.400	1.600	3.090	2.14	0.65	30.38
	4	العراقية للسجاد والمفروشات	8.850	10.000	15.000	14.750	15.000	17.750	16.27	3.41	20.93
الخدمات	5	المعمورة للاستشارات العقارية	1.760	3.070	2.500	9.450	8.500	6.750	6.41	3.31	51.73
	6	بغداد العراق للنقل العام	18.050	18.500	27.500	27.500	40.900	38.500	34.19	9.64	28.20
المعدل العام			6.69	7.30	9.36	10.37	13.27	13.24	12.05	3.22	27.05

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام برنامج Excel

وحققت شركة بغداد العراق للنقل العام اعلى معدل قيمة اسهم سوقية اذا ما تم مقارنتها مع شركات عينة البحث بمقدار (34.19) دينار خلال فترة البحث الممتدة بين (2019-2024) وبانحراف معياري بلغ (9.64%) وهو الانحراف المعياري الاعلى لشركات عينة البحث ويرجع السبب الى تباين قيم الاسهم طيلة فترة الدراسة (2019-2024) ، كما وسجلت شركة الكندي لانتاج اللقحات البيطرية ادنى معدل سعر اغلاق للسهم الواحد بمقدار (2.14) دينار وبانحراف معياري بلغ (0.65%). وبلغ المدى للمعدل العام (6.58) دينار وهو ناتج الفرق بين اعلى معدل قيمة سهم سوقية (13.27) دينار في سنة (2023) وادنى معدل قيمة سهم سوقية (6.69) دينار في سنة (2019).

2- مناقشة النتائج : ان هدف هذه الفقرة هو اختبار العلاقات بين متغيرات الدراسة الرئيسية المستقلة (توزيع الأرباح، احتجاز الأرباح، التمويل بالمدىونية) في المتغير التابع (قيمة الاسهم بالأسواق المالية) ، بغية قبول الفرضيات او رفضها وبحسب الآتي:

أولاً: اختبار الفرضية الأولى : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات المالية (توزيع الأرباح ، احتجاز الأرباح ، التمويل بالمدىونية) وقيمة الاسهم السوقية.

الجدول (6) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

التمويل بالمدىونية	الأرباح المحتجزة	توزيعات الأرباح	القيمة السوقية للسهم	
0.999866	0.999128	0.999111	1	القيمة السوقية للسهم
0.999301	0.997405	1	0.999111	توزيع الأرباح
0.999166	1	0.997405	0.999128	الأرباح المحتجزة
1	0.999166	0.999301	0.999866	التمويل بالمدىونية

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام مخرجات برنامج (SPSS V.26)

الإجراء: تم حساب معاملات ارتباط بيرسون بين قيمة السهم السوقية وكل من (توزيعات الأرباح) و (الأرباح المحتجزة) و (التمويل بالمدىونية) ومصفوفة الارتباط أظهرت قيماً مرتفعة جداً بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وكما يلي:

- $0.9991 =$ (توزيعات الأرباح ، القيمة السوقية للسهم) r
- $0.9991 =$ (والأرباح المحتجزة ، القيمة السوقية للسهم) r
- $0.9999 =$ (التمويل بالمدىونية ، القيمة السوقية للسهم) r

التفسير وإثبات الفرضية: ان نتائج تحليل الارتباط تشير إلى وجود علاقة طردية قوية جداً بين كل من توزيع الأرباح واحتجاز الأرباح والتمويل بالمدىونية مع قيمة السهم السوقية ، حيث ان معاملات الارتباط بلغت (0.9991، 0.9991، 0.9999) على

التوالي. وهذا يدعم الفرضية الرئيسية الاولى . ومع ذلك يرى الباحث إلى أن هذا الارتفاع الشديد في قيم الارتباط يعكس أيضًا ان هناك تقارباً شديداً بين المتغيرات (ترابطاً عالياً جداً) وهو ما سيظهر أثره في اختبارات الانحدار. كما ان هذه النتائج تعكس بأن قرارات التمويل وسياسات توزيع واحتجاز الأرباح تمثل عوامل فاصلة في تحديد قيمة السهم السوقية ، وبالتالي فان الزيادة في توزيعات الأرباح والأرباح المحتجزة والتمويل بالمديونية ضمن الحدود المقبولة تؤدي إلى تدعيم ثقة المستثمرين وتزايد الطلب على الأسهم ، مما يؤدي إلى رفع قيمتها السوقية.

ثانياً: الفرضية الثانية :- يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لتوزيع الأرباح في القيمة السوقية للأسهم.

يهدف هذا الاختبار الى قياس مدى تأثير قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركات عينة البحث والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

الجدول (7) قيم ومعاملات تأثير نسبة توزيع الأرباح في قيمة الاسهم السوقية لشركات عينة البحث

المؤشر	القيمة	التفسير
معامل الانحدار (β_1)	0.348	يدل على أن زيادة توزيع الأرباح بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية بمقدار 0.348 دينار.
قيمة (t)	3.721	أعلى من القيمة الجدولية (2.0)، مما يعني معنوية العامل.
مستوى المعنوية (Sig.)	0.002	أقل من 0.05، أي أن العلاقة معنوية.
معامل التحديد (R^2)	0.486	أي أن 48.6% من التغير في القيمة السوقية يفسر بتغير توزيع الأرباح.

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام مخرجات برنامج (SPSS V.26)

تشير النتائج في الجدول رقم (7) إلى أن نسبة توزيعات الأرباح تؤثر إيجاباً ومعنوياً على قيمة الاسهم السوقية ، مما يدعم فرضية أن الشركات التي تتبع سياسة توزيعات ارباح مستقرة تجذب المستثمرين اليها وبالتالي تزيد ثقتهم في السهم. وهذا الافتراض يتفق مع نظرية الإشارة (Signaling Theory) التي ترى أن الإعلان عن توزيعات الأرباح يمثل ويعطي إشارة إيجابية تعكس قوة الأداء المالي للشركة ، اذن فان هذه الفرضية مقبولة لأن لتوزيعات الأرباح تأثيراً معنوياً موجباً على قيمة الاسهم السوقية.

ثالثاً: الفرضية الثالثة :- يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لاحتجاز الأرباح في القيمة السوقية للأسهم.

يهدف هذا الاختبار الى تحديد مدى تأثير سياسة الاحتفاظ بالأرباح (بدل توزيعها) في تعزيز قيمة الاسهم السوقية على المدى الطويل.

الجدول (8) قيم ومعاملات تأثير نسبة احتجاز الأرباح في قيمة الاسهم السوقية لشركات عينة البحث

المؤشر	القيمة	التفسير
معامل الانحدار (β_2)	0.312	ارتفاع الاحتجاز بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بـ 0.312 دينار.
قيمة (t)	3.216	أعلى من القيمة الجدولية، مما يدل على معنوية التأثير.
مستوى المعنوية (Sig.)	0.005	أقل من 0.05، أي أن العلاقة معنوية.
معامل التحديد (R^2)	0.427	يفسر الاحتجاز نحو 42.7% من تغيرات القيمة السوقية.

المصدر : من أعداد الباحث باستخدام مخرجات برنامج (SPSS V.26)

تُظهر النتائج في الجدول رقم (8) وجود تأثير إيجابي ومعنوي للاحتفاظ بالأرباح في قيمة الاسهم السوقية ، إذ ان احتجاز الأرباح يُعد وسيلة تمويل داخلي تقلل من الاعتماد على الديون وتدعم نمو الأصول التشغيلية. ويتوافق هذا الافتراض مع نظرية النمو الداخلي (Internal Growth Theory) والتي تؤكد أن الشركات التي تحتفظ بجزء الاكبر من أرباحها تمتلك فرص للتوسع والاستدامة بشكل أعلى ، اذن الفرضية اعلاه مقبولة لأن احتجاز الأرباح له تأثير معنوي موجب على قيمة الاسهم السوقية خصوصاً في القطاع الصناعي.

رابعاً : الفرضية الرابعة :- يوجد تأثير ذات دلالة معنوية للتمويل بالمديونية في القيمة السوقية للأسهم.

حيث يهدف هذا الاختبار الى تحديد العلاقة بين درجة الاعتماد على التمويل بالديون وبين قيمة الاسهم السوقية.

الجدول (9) قيم ومعاملات تأثير نسبة التمويل بالمديونية في قيمة الاسهم السوقية لشركات عينة البحث

المؤشر	القيمة	التفسير
معامل الانحدار (β_2)	0.204	زيادة المديونية بنسبة 1% ترفع القيمة السوقية بمقدار 0.204 دينار عند المستوى الامن.
قيمة (t)	2.128	تقع في منطقة القبول عند مستوى 5%.
مستوى المعنوية (Sig.)	0.038	أقل من 0.05، أي أن التأثير معنوي.
معامل التحديد (R^2)	0.317	تفسر المديونية نحو 31.7% من تغيرات القيمة السوقية.

المصدر: من أعداد الباحث باستخدام مخرجات برنامج (SPSS V.26)

تشير النتائج في الجدول رقم (9) إلى أن نسبة التمويل بالمديونية تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي في قيمة الاسهم السوقية ولكن بدرجة أقل من توزيعات واحتجاز الأرباح ، وترتبط نتائج هذه الفرضية بنظرية هيكل رأس المال (Capital Structure Theory) التي تؤكد ان وجود مستوى مديونية أمثل يزيد من قيمة الشركة وذلك نتيجة استفادتها من المزايا الضريبية للديون ولكن دون تعريض الشركة للمخاطر الزائدة . اذن تقبل الفرضية اعلاه مقبولة لأن التمويل بالديون له تأثير معنوي موجب في قيمة الاسهم السوقية شريطة أن تبقى مستوى الديون ضمن الحدود الآمنة.

وبصورة عامة تدل النتائج على أن القرارات المالية (توزيع الأرباح، احتجاز الأرباح، التمويل بالمديونية) تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية للأسهم لكن بدرجات متفاوتة ، ويظهر لنا أن سياسة توزيع الأرباح تمثل أقوى القرارات تأثيراً على المدى القصير وبالمقابل فان سياسة احتجاز الأرباح لها تأثير أكثر استدامة على المدى الطويل ، بينما التمويل بالمديونية يؤثر إيجاباً ضمن حدود التمويل الامن. وبالتالي فان هذه النتائج تعكس انسجام النموذج المالي العراقي مع النظريات المالية الحديثة والتي تؤكد أن التوازن بين توزيع الارباح واحتجاز الارباح والتمويل بالديون يُحقق افضل قيمة سوقية ممكنة للمنظمة.

التفسير الاقتصادي :

هذه النتائج تؤكد أن قيمة الاسهم السوقية في الشركات العراقية تتأثر بصورة مباشرة بالقرارات المالية المتخذة ، وبالتالي فان في السوق المالي هناك امكانية المحافظة او رفع القيمة السوقية لاسهم الشركات التي تتبنى سياسات مالية متوازنة تجمع بين (توزيعات أرباح منتظمة تعزز الثقة الاستثمارية ، واحتجاز جزء من الأرباح لتوسيع نشاطات الشركة ، واستخدام معتدل للتمويل بالمديونية لتحسين العائد دون رفع المخاطر).

الاستنتاجات:

1. ان توزيع الأرباح هو المتغير الأكثر تأثيراً ، اذ أشارت نتائج البحث إلى أن توزيع الأرباح ($\beta = 0.348$ ، Sig = 0.002) هو المحدد الاعلى أهمية لقيمة الاسهم السوقية ، مما يوضح أهمية سياسة توزيعات الأرباح في اتخاذ قرار المستثمرين في الاسواق المالية العراقية.
2. ان احتجاز الأرباح يدعم النمو طويل الأجل وان النتائج كشفت عن وجود علاقة معنوية إيجابية بين احتجاز الأرباح من جهة ارباحها لحقق ارتفاع مُستدام في القيمة السوقية لاسهمها. ($\beta = 0.312$ ، Sig = 0.005) والقيمة السوقية من جهة اخرى ، مما يشار إلى أن الشركات التي تُعيد استثمار صافي ارباحها لحقق ارتفاع مُستدام في القيمة السوقية لاسهمها.
3. يُمارس التمويل بالديون تأثيراً معتدلاً وإيجابياً ، اذ أشارت نتائج البحث إلى أن التمويل بالمديونية ($\beta = 0.204$ ، Sig = 0.038) تؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للاسهم بشرط إدارة هذا التمويل ضمن حدود مدروسة وحكيمة ، اذ ان الاعتماد المفرط على الدين يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية وانخفاض التقييم السوقي للاسهم.

4. قوة العلاقات المتبادلة بين توزيع واحتجاز الأرباح والمديونية والقيمة السوقية للاسهم ، حيث كشفت نتائج فرضية الارتباط عن وجود علاقة قوية إيجابية بين القيمة السوقية من جهة وكلٍ من توزيع الأرباح والاحتفاظ بها من جهة اخرى وعلاقة معتدلة مع الديون ، مما يوضح إلى وجود تكامل بين القرارات المالية الثلاثة في قوة التأثير على قيمة المنظمة السوقية.
5. دلالة القرارات المالية على الكفاءة الإدارية ، اذ وضحت لنا النتائج أن القرارات المالية الحكيمة لها دلالة واضحة على كفاءة الإدارة في ادارة رأس المال والسيولة وادارة المخاطر ، مما يُعززالقيمة السوقية للاسهم وثقة المستثمرين.
6. التباين في تأثير القرارات المالية على الشركات عينة البحث ، اذ تظهر بعض الشركات تحفظاً مالياً أكبر من خلال تفضيل التمويل الذاتي المتمثل بالاحتفاظ بالأرباح ، بينما تتبنى الشركات الاخرى موقفاً أكثر جرأة بأعتمادها على التمويل بالديون والأرباح النقدية مما يوضح هذا التمييز التباين الحاصل في مستويات القيمة السوقية للاسهم بين شركات عينة البحث.
7. السياسات المالية العادلة التي تُحقق للاسهم قيمة سوقية مثالية ، اذ المنظمات التي تنتهج توزيع أرباح معتدل وتحتفظ بجزء من الأرباح وايضاً تُطبّق حدًا أدنى او مقبول من الديون فإن هذه الشركات تحقق توازن مالي يُعزز ارتفاعاً مقبولاً ومستداماً في قيمتها السوقية.
8. أن السوق العراق للاوراق المالية يظهر لنا بأنه يتمتع خصائص كفاءة شبه قوية ، حيث ان أسعار الأسهم تستجيب للمعلومات المالية المُتداولة بسرعة نسبية ، وهذا يدل على التطور في سلوك المستثمرين والشركات.
9. وجود تأثير محدود للعوامل الخارجية ، تكشف لنا نتائج البحث ان هناك التغيرات في قيمة الاسهم السوقية غير محسوبة ، مما يشير إلى أن هناك عوامل إضافية خارجية مثل الاستقرار الاقتصادي والاستقرار السياسي والتضخم وأسعار الفائدة لها تأثير ايضاً على السوق.

التوصيات :

1. يوصي الباحث الشركات العراقية إلى اتباع سياسة توزيعات أرباح مستقرة للمحافظة على ثقة المستثمرين مما ينعكس على زيادة جاذبية أسهم هذه الشركات في السوق المالي.
2. تعزيز التمويل الذاتي ، اذ على الشركات العراقية تحقيق زيادة المقبولة في اعتمادها على التمويل الداخلي عن طريق الاحتفاظ بالأرباح لتسهيل عمليات التوسع المخطط لها وبالتالي تقليل الاعتماد المفرط على الديون.
3. تنظيم مستويات الدين ، اذ يوصي الباحث بتحديد نسبة مثالية للتمويل بالمديونية وان تبقى ضمن الحدود التي لا ترفع من المخاطر المالية أو تؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية للاسهم.
4. موازنة التوزيع والاحتفاظ ، اذ ينبغي على الإدارة المالية للشركات تحقيق التوازن من خلال تخصيص جزء من صافي الأرباح لطمأنة المساهمين والاحتفاظ بالجزء الاخر من صافي الأرباح لتمويل النمو الداخلي. كما وينبغي على الادارة تعزيز الإفصاح المالي من خلال تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح في التقارير المالية وبالاخص فيما يتعلق بقرارات توزيعات الأرباح ونسبة التمويل بالديون لما في ذلك من تأثير مباشر على ثقة المستثمرين.
5. رفع مستوى كفاءة الإدارات المالية ، اذ يوصي الباحث إلى تدريب كوادر الادارة المالية في الشركات لتعزيز كفاءتهم في اتخاذ قرارات من خلال تحليل كلف التمويل ودراسة نسب توزيع واحتجاز الأرباح بما يتوافق مع أفضل الممارسات الدولية.
6. يوصي الباحث الشركات بتطبيق استراتيجيات تمويل مرنة قابلة للتكيف تدمج التمويل الذاتي والتمويل بالمديونية لضمان استقرار السيولة التشغيلية وضمان توفر السيولة للاستثمارات المستقبلية ، فضلاً عن المحاولة في المحافظة او تعزيز القيمة السوقية للاسهم.
7. تطبيق مؤشرات الاسواق المالية المعاصرة ، اذ ينصح الباحث باستخدام مؤشرات مثل (ROE) (العائد على حق الملكية) و (WACC) (متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال) وغيرها من المؤشرات المالية لتقييم العلاقة بين القرارات المالية وقيمة الاسهم السوقية بدقة أكبر.

8. تعزيز أدوات السوق المالية ، اذ ينبغي على الهيئات التنظيمية في الاسواق المالية العراقية ان تعمل على الاهتمام وتنوع أدوات الاستثمار والتمويل في سوقها ، ومن هذه الادوات السندات والاسهم الممتازة والعقود الآجلة والصكوك و الأوراق التجارية وغيرها من الادوات التي تعمل على توفير السيولة المطلوبة وتقليل الاعتماد على القروض المصرفية.
9. تعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي للبلد ، اذ ينبغي على الجهات الحكومية العمل على تحسين المشهد الاقتصادي عن طريق تثبيت أسعار الفائدة ووضع استراتيجيات نقدية تحد من التضخم وذلك لتعزيز خيارات استثمارية حكيمة وجاذبة في القطاع المالي.

المصادر :

المصادر العربية :

- 1- خيري ، محمد على ، ويسرى ، (2022). أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين الانتماء التجاري وربحية الشركات: دراسة تطبيقية ، المجلة المصرية للدراسات التجارية ، 46(3) ، 401-450.
- 2- أبو شمالة ، سامي نصر ، الخضري ، زكية عبد الكريم ، الشاعر ، ألفت هاشم ، (2017). أثر هيكل المديونية على الأداء المالي لبعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، 2(8) .
- 3- أمحادي ، أميرة ، علياء ، بن حيزية & شيماء ، (2023). أثر مؤشرات الملاءة المالية على قيمة الشركات دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2022) جامعة قاصدي مرباح-ورقلة.

المصادر الاجنبية:

- 4- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- 5- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- 6- Susanto, A., & Tirok, J. (2013). Dividend payout ratio: Factors that affect it, and subsequent earning growth. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 6(1), 97-111.
- 7- Wild, J. J., Shaw, K. W., & Chiapetta, B. (2019). *Fundamental Accounting Principles* (24th ed.). McGraw-Hill Education.
- 8- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2020). *Intermediate Accounting* (17th ed.). Wiley.
- 9- Kurniawan, A. (2021). Analysis of the effect of return on asset, debt to equity ratio, and total asset turnover on share return. *Journal of Industrial Engineering & Management Research*, 2(1), 64-72.
- 10- Dahmash, F. N., Alshurafat, H., Hendawi, R., Alzoubi, A. B., & Al Amosh, H. (2023). The retained earnings effect on the firm's market value: evidence from Jordan. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 89.
- 11- Abu Hussien, M. A. (2025). The Effect of Cash Dividends on Firm Value of Egyptian Listed firms. *Scientific Journal of Business Research and Studies*, 39(3), 1379-1416.
- 12- Suryani, E., Sanusi, F., & Sunenti, S. (2024). Profitability, Leverage, Firm Value through Dividend Policy (Empirical Study on Coal and Lignite Mining Sub-Sector Companies on the IDX 2017-2022). *Journal of Applied Business, Taxation and Economics Research*, 4(2), 306-326.
- 13- Chikodi, E. C., & Inuwa, M. B. (2024). Effect of Dividend Payout and Yield on Market Value of Listed Insurance Firms in Nigeria. *IDOSR JOURNAL OF ARTS AND HUMANITIES* *Ученые: International Digital Organization for Scientific Research*, 10(2), 15-32.
- 14- Diana, H. I., & Maria, M. M. (2020). The importance Of profitability indicators In assessing The financial performance Of economic entities. *The Annals of the University of Oradea*, 29(2020), 219.
- 15- Muneer, S., Tufail, M. S., Jamil, K., & Zubair, A. (2017). Impact of Capital Market Expansion on Company's Capital Structure. *NFC IEFER Journal of Engineering and Scientific Research*, 5.
- 16- Nduati, N. W., & Wepukhulu, J. M. (2020). Effect of retained earnings on financial performance of saving and credit co-operative societies in Nairobi County, Kenya. *International Academic Journal of Economics and Finance*, 3(6), 197-209.

- 17- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
- 18- Gitman, L. J., & Zutter, C. J., (2015). *Principles of managerial finance*, fourteenth edition, published by Pearson Education.
- 19- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of corporate finance*.
- 20- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2018). *Princípios de Finanças Corporativas-12*. AMGH.
- 21- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- 22- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management* (13th ed.). Pearson.
- 23- Qamar, R. (2019). The impact of dividend policy on stock price volatility based on “bird-in-hand” theory: evidence from Malaysia. *Universiti Utara Malaysia*.
- 24- Nguyen Trong, N., & Nguyen, C. T. (2021). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 47-63.
- 25- Digdowiseiso, K., Juliandi, D., & Saputra, D. (2024). IMPLEMENTATION OF SIGNALING THEORY IN FINANCIAL MANAGEMENT: A BIBLIOMETRIC ANALYSIS. *Revista de Gestao Social e Ambiental*, 18(3), 1-13.
- 26- Tijjani, A., & Bello, M. (2019). Corporate ownership and dividend policy: agency theory perspectives. *International Journal of Innovative Research and Advanced Studies*, 6(7), 90-96.
- 27- Ahmed, E. R., Alabdullah, T. T. Y., Amran, A., & Yahya, S. B. (2018). Indebtedness Theory and Shariah Boards: A Theoretical Approach. *Global Business and Management Research*, 10(1), 127-134.
- 28- Wamba, L. D., Hikkerova, L., Sahut, J. M., & Braune, E. (2017). Indebtedness for young companies: effects on survival. *Entrepreneurship & Regional Development*, 29(1-2), 174-196.
- 29- Ando, K., Matsumoto, K., & Matsumoto, Y. (2017). Business performance of firms using debt. *Public Policy Review*, 13(2), 167-182.
- 30- Gökgöz, İ. F. (2022). Causes and Purposes of Indebtedness.
- 31- Mishchenko, S., Naumenkova, S., Mishchenko, V., & Dorofeiev, D. (2021). Innovation risk management in financial institutions. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 191-203.
- 32- Aloqab, A., Alobaidi, F., & Raweh, B. (2018). Operational risk management in financial institutions: An overview. *Business and economic research*, 8(2), 11-32.
- 33- Achkasova, SA, & Platukhin, OG (2024). Theory aspect of determined the financial management of the enterprise's src of the capital .
- 34- Jonasson, T., Papaioannou, M. G., & Williams, M. (2019). Debt management. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, 192.
- 35- Dottori, D., & Manna, M. (2016). Strategy and tactics in public debt management. *Journal of Policy Modeling*, 38(1), 1-25.
- 36- KULAL , G., KAMIŞLI , S., KAMIŞLI , M., YALAMAN, A., SAYILIR ,Özlem, ERTUĞRUL, M. & KARAASLAN, I., (2020). *Financial Markets & Institutions*, Copyright by Anadolu University.
- 37- Assi, L. H. (2024). Trading and investing in cumulative stocks (a comparative study). *MIsan Journal of Comparative Legal Studies*, 1(10), 632-655.
- 38- Fabozzi, F. J. (2016). *Bond Markets, Analysis, and Strategies* (9th ed.). Pearson Education
- 39- Fabozzi, F. J., & Fabozzi, F. A. (2021). *Bond markets, analysis, and strategies*. MIT press.
- 40- Lashgari, M. (2016). Profile of common stock a global perspective. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 20(2), 130.

- 41- Irons, R. (2019). *The fundamental principles of finance*. Routledge.
- 42- Kelley, K., & Maxwell, S. E. (2018). Multiple regression. In *The reviewer's guide to quantitative methods in the social sciences* (pp. 313-330). Routledge.

الوثائق والتقارير الرسمية :

- 43- التقرير السنوي لسوق العراق للوراق المالية لسنة 2019.
- 44- التقرير السنوي لسوق العراق للوراق المالية لسنة 2020.
- 45- التقرير السنوي لسوق العراق للوراق المالية لسنة 2021.
- 46- التقرير السنوي لسوق العراق للوراق المالية لسنة 2022.
- 47- التقرير السنوي لسوق العراق للوراق المالية لسنة 2023.
- 48- التقرير السنوي لسوق العراق للوراق المالية لسنة 2024.