

القيمة السوقية بين معضلتى توزيع و احتجاز الارباح – دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية

The market value between the two dilemmas of profit distribution and retention - an analytical study in the Iraqi stock market

dr. Haider Adnan Ghannawi¹Nibras Muhammad Abbas²

Received

15/4/2023

Accepted

11/5/2023

Published

30/6/2023

Abstract:

The distribution or retention of profits is the third decision among financial management decisions in terms of priority, whether at the level of theory or practice, as the issue of distribution or retention is multi-party in terms of influence and impact, as determining the optimal percentage for each component is still the subject of intellectual debate because these decisions are linked to the future of the organization and several considerations, The research focus on the nature of the policies followed by the Iraqi banking sector As the sample chosen by the intentional sampling method was represented by the Commercial Bank of Iraq, Baghdad, Babylon and National of Iraq for period (2014-2021). as the data related to the research sample was tested in the light of the hypotheses using panel data, which indicated that there is no relationship between the distribution and retention policies on the market value. The weights related to the elements of distribution and retention were modified by assuming the stability of the organization's desire to maximize the owners wealth by using the genetic algorithm to provide a set of weights that maximize the value of the objective function (market value). The scientific contribution in the light of the knowledge gap, and accordingly, the idea of re-weighing the elements of distribution and retention was presented to maximize the market value, and on the other hand, it was proven that the Iraqi banking sector belongs to the irrelevance school.

Keywords: market value, distribution, retention, optimization, genetic algorithm

المستخلص:

يعد توزيع او احتجاز الارباح القرار الثالث بين قرارات الادارة المالية من حيث الاولوية ، سواء على مستوى النظرية أو الممارسة ، اذ تعد قضية التوزيع ام الاحتجاز متعددة الاطراف من حيث التأثير، و التأثر اذ أن تحديد النسبة المئوية المثلى لكل مكون لا يزال محل جدال فكري لأن هذه القرارات مرتبطة بمستقبل المنظمة و بعدة اعتبارات، سلط البحث الضوء على طبيعة السياسات المتبعة من قبل القطاع المصرفي العراقي اذ تمثلت العينة المختارة بأسلوب المعاينة القصدية بـ المصرف التجاري العراقي و بغداد و بابل و الاهلي العراقي و للفترة (2014-2021) ، اذ تم اختبار البيانات المتعلقة بعينة البحث في ضوء الفرضيات باستعمال panel data والتي اشرت عدم وجود علاقة بين سياستي التوزيع و الاحتجاز على القيمة السوقية ، تم تعديل الأوزان المتعلقة بعنصري

1.Lecturer, Middle Technical University, hayderadnan64@mtu.edu.iq. Iraq

2. Lecturer, Middle Technical University, mohamadnibras@mtu.edu.iq. Iraq

التوزيع و الاحتجاز بفرض ثبات رغبة المنظمة نحو تعظيم ثروة الملاك باستعمال الخوارزمية الجينية في توفير مجموعة من الأوزان التي تعظم من قيمة دالة الهدف (القيمة السوقية) و بينت ان العينة المختارة من الافضل لها اتباع سياسة التوزيع لتعظيم قيمتها السوقية ، تحددت المساهمة العلمية في ضوء فجوة المعرفة وبناءً عليه تم تقديم فكرة إعادة وزن عنصر التوزيع و الاحتجاز لتعظيم القيمة السوقية و من جانب اخر تم اثبات انتماء القطاع المصرفي العراقي الى المدرسة القائلة بعدم وجود علاقة .

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية، التوزيع، الاحتجاز ، الامثلية ، الخوارزمية الجينية

المبحث الاول: الاطار النظري

أولاً: مقدمة introduction

تسعى المنظمات الى تحقيق هدف اساس بضغط من المالكين بتعزيز القيمة السوقية بغية تعظيم ثرواتهم و يستعمل المدراء ادوات الادارة المالية لتحقيق تلك القرارات التي تصب بتحقيق ذلك الهدف فأية عملية صنع قرار لادب و ان تأخذ بنظر الاعتبار اثر تلك القرارات على مستقبل المنظمة و يواجه المدراء صراع الدور بين تعظيم احتجاز الارباح و التوزيع ويتأكد هذا الدور مع جدلية فكرة القيمة السوقية لتعبر عن العوائد الرأسمالية التي يطلبها حملة الاسهم (Budagaga,2020:26)، فمقسوم الارباح يعتبر احد القضايا التي حظيت و لازالت تحظى بجدلية واسعة ما بين الادبيات المالية اذ تعد من القضايا التي لم تحل الى الان و هذه الجدلية تنشأ من عدة اعتبارات منها ما يتعلق بذات الدولة التي تحيا في ظلها الشركة متولدة عن السياسة الضريبية و اخرى تتعلق بالأنظمة و القواعد ومدى انتشار اسواق المال وكفاءتها، وعموما تتدرج قضية مقسوم الارباح بين ثلاث محاور الاولى كيف يمكن استعمال مقسوم الارباح لزيادة ثروة المالكين و الثانية عدم الصلة بين مقسوم الارباح و ثروة الملاك و الاخيرة ان سياسة المقسوم سبب انخفاض ثروة الملاك (Zameer et all ,2013:410)، شكلت الانطلاقة الجدلية عندما قدم (Modigliani and Miller,1958) اعمالهم اذ سعت الادبيات الى فهم العلاقة بين سياسة المقسوم و القيمة السوقية فنموذج الاستثمار يعزي عدم اليقين الى قدرة اسواق المال على توفير التمويل اللازم للشركات و ان الاحتياطات غير ذات علاقة بقيمة الشركة و نتيجة لعدم اليقين بالافتراضات السابقة اصبحت مسألة مقسوم الارباح جدلية تناولها الباحثين من اوجه مختلفة تبعا لعدة اعتبارات (Junya,2018:2) ، و لكون الاسواق المالية اصبحت الرديف للقطاع المصرفي بالحصول على التمويل قدم ذلك الدعوة للشركات ذات الاكتتاب الى ايلاء موضوع القيمة السوقية من الاهمية بمكان لكونها تشكل جزء من العوائد التي يحصل عليها المساهمين لتصبح بذلك الشركة مصدر جذب للتمويل اذ تقاس القدرة على التمويل بسرعة الحصول عليه (Susanto & Tirok,2013:97-98)، وعموما يتأثر السعر السوقي بالعديد من العوامل منها التوزيعات النقدية ومقدار الربح المتوقع و اسلوب التمويل المعتمد واحتجاز الارباح (Margaretha & Firzitya,2015:37) قدم (Tanushev , 2016) مسألة عدم سيطرة حملة الاسهم على ادارة الشركة وعدم توفر المعلومات المالية المناسبة من اروقة الشركة والخطط التوسعية المستقبلية قد تشكل احد الاسباب التي تدفع ادارة الشركة الى توزيع الارباح بدلا من الاحتجاز والاستثمار (Tanushev , 2016:299)، ولغرض تقييم مقسوم الارباح فهناك اربعة مداخل الاول التدفق النقدي المخصوم (خصم التدفقات النقدية المستقبلية نسبتا الى التدفقات النقدية الانية)، والثاني التقييم النسبي (تقييم الموجودات نسبتا الى متغيرات شركات اخرى)، والثالث التقييم الاحتمالي الطارئ (استعمال نموذج تسعير الموجودات لتقييم مع الاخذ بالاعتبار الخصائص السعرية)، واخيرا التقييم المحاسبي (استعمال التقديرات المحاسبية للقيمة الدفترية) (Resende,2020:4)، فسياسات توزيع الارباح تلعب دورا حيويا في تحديد اسعار الاسهم فمن خلال امتلاك سياسة توزيع ثابتة ستمكن الشركة من تحقيق اهدافها والتخلص من الصراعات الناشئة من المساهمين عبر تحقيق اهدافهم الربحية، ومع زيادة المدفوعات النقدية سيرتفع سعر السهم لتصبح تلك التوزيعات جاذبة للمزيد من المستثمرين وكل ذلك يدفع نحو الاستقرار (Hartono & Matusin, 2020:141) ، وبالنظر لكون سياسة التوزيع المثلى هي عبارة عن تعظيم ثروة المساهمين فانه بالإمكان تفحص قدرة الادارة على تحقيق اهداف الشركة و احداها توزيع الارباح لانعكاسه على اسعار الاسهم السوقية (Weng & et all,2001:5) ، قدم (Ali,2018) طريقة القيمة الاقتصادية المضافة EVA لتقييم

الشركة من قبل المساهمين لتحديد مقدار مساهمة الشركة في تعظيم ثروة المساهمين فاذا قررت ادارة الشركة جعل EVA نهج اساس
ستتمكن من تعظيم ثروة المساهمين (Ali,2018:90).

ثانياً: جدلية العلاقة بين سياستي التوزيع والاحتجاز والقيمة السوقية

The dialectical relationship between the policies of distribution and detention and market value

بالرغم من كون الادبيات تستشهد بأعمال (Modigliani & Miller) لبدء الحديث عن الجدلية المتأصلة حول سياسات توزيع
الارباح الا ان الاشارة المعرفية تعود بالأصل الى نظرية (Williams,1938) حول هيكل راس المال اذ قدم الباحث فكرة عدم اهمية
سياسة توزيع الارباح اذا ما كان فرد او مؤسسة تمتلك جميع السندات او الاسهم (Ang & Ciccone,2011:2)، الا ان وضع
الافتراضات و التنظير بشكل معمق من قبل (Modigliani and Miller,1961) قدم الذريعة للباحثين لمجادلة اعمالهما .

اثارت افتراضات (Modigliani and Miller,1961) حول توزيعات التدفقات النقدية امام الباحثين الجدل الواسع حول
واقعية الافتراضات وفي ظل افتراضاتهم فأية سياسة لتوزيع مقسوم الارباح غير ذات اهمية، ولعدم واقعية الافتراضات انطلقت جملة
من الادبيات التي قدمت تفسيرات مختلفة لسياسات توزيع الارباح بعدها احدى القرارات الثلاث الاساسية في الادبيات المالية
(Demirgüneş,2015:419)، فتركزت افتراضات (Modigliani and Miller,1961) ضمن اربعة نقاط الاولى عقلانية
المستثمرين واطاحة المعلومات امام الجميع وعدم وجود لتكلفة المعاملات وعدم وجود مستثمر مهيمن على جميع مفاصل سوق الاسهم،
والثانية عدم وجود ضرائب وثالثا ثبات سياسة الاستثمار لدى الشركات و اخيرا قدرة المستثمرين على التنبؤ بالأسعار المستقبلية
ومقدار الارباح التي سوق توزع و معدل خصم موحد على جميع الاوراق المالية (PhD et all,2020:21)، وبناءً على فرضيات
(Miller and Modigliani,1961) فان سياسة توزيع الارباح لا تؤثر على قيمة الشركة مالم تكن هنالك استثمارات او قرارات
تشغيلية فأية مدفوعات الى المساهمين سيؤدي الى فقدان بالقيمة بمقدار المدفوعات (REES & VALENTINCIC, 2013:647).

تمثل الاتجاه السابق بمدرسة (Modigliani and Miller,1961) وعلى الرغم بعدم واقعية الافتراضات الان ان الدراسات الحالية
تشير الى وجود بعض القطاعات عكست طبيعة سياستها بتوزيع الارباح اتفاقها مع الفكرة الاساسية لنظريتهما بعدم وجود صلة بين
سياسة توزيع الارباح و بين القيمة السوقية اذ قدم (Budagaga,2020) دراسته التي تمخضت عن نتيجة عدم وجود صلة بين سياسة
توزيع الارباح و بين الاسعار السوقية في دول الشرق الاوسط (Budagaga,2020:25)، وسنحاول في دراستنا الحالية اثبات اتباع
الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لهذا المنهج من عدمه . الاتجاه الثاني تمثل بمدرسة الصلة الوثيقة بين سياسة
توزيع الارباح و القيمة السوقية و التي تمثل بما قدمه (Graham and Dodd,1934) و الذي افترض ان الدولار الموزع يمتلك
تأثير بمقدار اربعة مرات من المحتجز على القيمة السوقية لاسهم الشركات ومن هنا بدأ كل من (James Walter, Myron
(Gordon, and John Lintner)، بتقديم نماذجهم فمع ظروف السوق غير المؤكدة وعدم تماثل المعلومات قدمت افتراضاتهم في
نظرية طائر في اليد bird in hand و التي استندت الى الافتراضات الاتية (الشركات ممولة بالأسهم فقط وثبات معدل النمو وكلفة
راس المال اكبر من معدل النمو وعدم وجود ضرائب) (Tanushev,2016:300). ووفقاً لنظرية طائر في اليد اجمالي العوائد هي
عبارة عن عنصرى الارباح الموزعة و الارباح الرأسمالية وانطلاقاً من هذه الفكرة قدم Gordon and Lintner ان اية توزيعات
ستؤدي الى انخفاض اجمالي العوائد ومع استمرار المدفوعات فان اية ارباح رأسمالية ستختفي مستقبلاً لارتباط هذه الحقيقة بعدم
امكانية الاستثمار بدون احتجاز للأرباح، وعليه قدم Gordon and Lintner جدالهم بان المستثمرين يفضلون استلام التوزيعات
الحالية على المكاسب المستقبلية التي ستولد نتيجة احتجاز الارباح فأية استثمارات مستقبلية لابد وان تتطوي على مخاطر ناشئة
من عملية الاستثمار بعلاقة طردية (Benjamin, 2021:189)، في ذات المنطلق قدم (walter,1956) ان توزيع الارباح سيحجم
من قدرة الشركة على توفير التمويل الذي تحتاجه وعليه ستكون الاولوية لاحتجاز الارباح (Charbti,2020:12-13)، واخيراً اقترح
(Gordon,1959) ثلاث فرضيات لانفعاك المستثمر بشراء الاسهم الاولى الحصول على كلا من مقسوم الارباح اولاً والارباح المتحققة
ثانياً والفرض الثاني الحصول على مقسوم الارباح والثالثة قدرة الشركة على توليد الارباح (Al-Malkawi et all,2010:178). و
من هنا سيتم الاعتماد على طروحات (Gordon,1959) لحساب القيمة السوقية.

ثالثاً: سياسات التوزيع المثلى Optimal Distribution Policies

قدمت الشركات و من خلال التجربة والممارسة العديد من الاساليب المتبعة لتوزيع المقسوم ومنها سياسة التوزيع الثابتة والتي تعتمد على توزيع الارباح على نحو ثابت ويفضل المساهمين هذه الطريقة لأنها تخلصهم من المشاكل التذبذب في التوزيعات على الرغم من صغر حجم المقسوم الا انه يكون مقبول من قبل المساهمين (KANAKRIYAH,2020:532)، وبالنسبة للشركة فأنها ستتمكن من وضع خطة مستقرة لسياسة توزيع مقسوم الارباح تخلص الشركة من حالة الاربك و الذي سينعكس على مقبولية اسهم الشركة في الاسواق المالية و الذي سيؤدي الى رفع مستوى القيمة السوقية (Sead,2014,49) و سياسة التوزيع التصاعدي و هنا تقدم الشركة مقسوم الارباح على نحو علاقة طردية بين الارباح المتحققة و الموزعة، وهذا لا يعني توزيع جميع الارباح فلابد و ان يكون هنالك مقدار من الاحتجاز و بالتالي فأية توزيعات ستعكس ارتفاع قدرة الشركة على تحقيق الارباح لينعكس بذلك على ارتفاع القيمة السوقية و زيادة الاقبال على شراء اسهم الشركة وبالتالي ستكون الشركة في موقف تمويلي مناسب (Omar & Echchabi,2019:230)، وسياسة التوزيع النمطية واللانمطية وفقاً للسياسة النمطية يتم توزيع الارباح كنسبة ثابتة توزع خلال فترات الاستحقاق واية زيادة سيتم اضافتها الى النسبة المقررة وعند حصول اية انخفاض في الارباح يتم تقليل الارباح الى حد النسبة الثابتة، في حين ان اللانمطية عكس السابقة اذ يتم توزيع الارباح حسب اولويات الادارة (Livoreka et all,2014:394) ، توزيعات الاسهم : و يتم وفق هذه السياسة توزيع الاسهم المجانية بدلا من الارباح النقدية و يكون هذا الخيار ملائماً عندما يتعذر على الشركة تسديد المقسوم النقدي وفي ذات الوقت لا يمنع ذلك من حصول المساهمين على توزيعات نقدية خلال الفترات اللاحقة (Huerger,2018:2)، وعدم توزيع مقسوم نقدي وفقاً لهذه السياسة يتم توزيع اسهم جديدة على المساهمين بدلا من تسديدات نقدية وهذه نتيجة لاحتجاز الارباح الا ان الاثر السلبي لهذه السياسة سيؤدي الى انخفاض بالقيمة السوقية الا ان ميزة التخلص من تسديدات الضرائب ستكون دافعا محفزاً نحو تبني هذه السياسة (KANAKRIYAH,2020:532)، و يبقى السؤال الا هم اي من هذه السياسات هو الامثل، وبناء على تعدد السياسات السابقة الذكر يبدوا ان تبني اي من السياسات يعود لعدة عوامل منها اهمها وفرة مصادر التمويل والفرص الاستثمارية وعليه فان وفرة التمويل تستدعي من الشركة توزيع الارباح ووفرة الفرص الاستثمارية يعني احتجاز الارباح، العلاقة بين المساهمين واعضاء مجلس الإدارة. وهذا ما اكده (Laux,2011) اذ قدم جملة اعتبارات تحكم سياسة التوزيع: القيود القانونية (قد تفرض بعض البنود القانونية الاحتفاظ بنسبة من الارباح لغرض الايفاء بالتزامات معينة) و القيود التعاقدية (فاية تمويلات بالدين تتطلب تسديدات بتاريخ محدد) و الملاك (احتجاز الارباح من شأنه ان يحقق عوائد رأسمالية للمساهمين المؤثرين) ووفرة التمويل بالدين (بالاعتماد على وجود اسواق راس مال نشطة) (Laux,2011:27).

المبحث الثاني: الاطار المنهجي**أولاً: مشكلة البحث Research Problem**

عدم الاستقرار باتباع سياسة توزيع مستقرة لأجل زمني معين يخلق امام المنظمة العديد من المشكلات منها الادارة باللاتاكد وما ينتج عنها من رغبة العديد من المساهمين الباحثين عن توزيعات الارباح الى البحث عن تلك المنظمات التي تقدم توزيعات مستقرة نوعاً ما والذي ينعكس على مشكلة التمويل التي ستتولد عن الصعوبة في ترويج المنظمة في الاسواق المالية و انعكاساته على انخفاض القيمة السوقية والتي ستحرك المساهمين الاخرين الباحثين عن المكاسب الرأسمالية بترك المنظمة انطلاقاً من افتراضات (Gordon,1963)، وفي ظل هكذا ظروف اصبح لزاماً على المنظمات اتباع سياسة توزيع تساعد على توفير التمويلات اللازمة عند الحاجة بالإضافة الى مقبولية في الاسواق المالية.

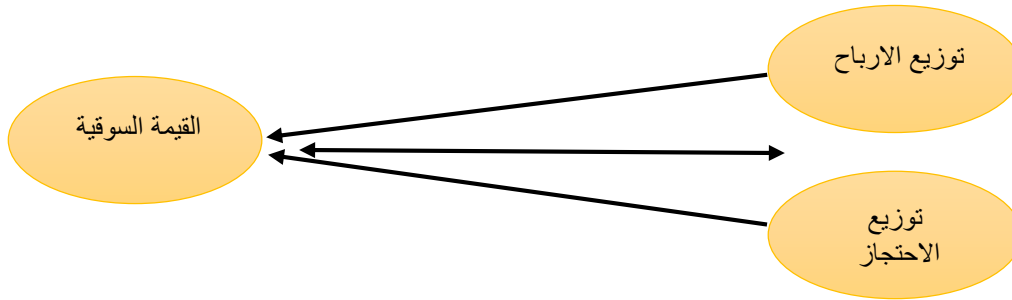
ثانياً: هدف البحث Research Objectives

في ظل افتراضات البحث الحالي و المستند الى ظروفات (Gordon,1963) سيهدف البحث الى الاتي:

1- قياس وضع الشركات الحالية من حيث انتمائها الى اي من مدارس القيمة السوقية.

- 2- تحديد السياسة التي من المفترض اتباعها من قبل الشركات في ظل معطيات البيئة الخارجية.
 3- تقديم الحالة المثلى من التوزيعات و الاحتجاز. (نعم تم ذلك في الفقرة (رابعا الجدول (4)) اذ تم اعادة تعيين سياسي التوزيع و الاحتجاز المثلى اذا ما رغبت المنظمة بتعظيم قيمتها السوقية)

ثالثاً: المخطط الفرضي للبحث Research hypothesis



رابعاً: فرضيات البحث Hypotheses

- 1- لا توجد علاقة بين سياسي التوزيع و الاحتجاز والقيمة السوقية.
 2- لا تؤثر سياسي التوزيع والاحتجاز في القيمة السوقية.

خامساً: مجتمع وعينة البحث community and research sample

- 1- المجتمع : تالف المجتمع من القطاع المصرفي الاهلي العراقي.
 2- المعاينة: تم اعتماد اسلوب المعاينة القصدية باختيار (المصرف التجاري العراقي- مصرف بغداد - مصرف بابل- المصرف الاهلي العراقي) كعينة للبحث في ضوء عدة معايير :
 أ. انتظام التداول خلال فترة المعاينة .
 ب. دقة النتائج .
 ج. وضوح البيانات في التقارير المنشورة اذ تعاني بعض المصارف من تضارب الارقام المنشورة بين صفحة و اخرى .

سادساً: الادوات الكمية (المالية) Quantitative Tools

ضمن الاطار النظري للبحث تم التطرق الى مدرستي الصلة واللاصلة و لكون المدرسة الاولى افترضت عدم وجود صلة بين القيمة السوقية و سياسي التوزيع و الاحتجاز فانه سيتم التركيز على المدرسة الثانية المفترضة لوجود الصلة اذ سيتم الاعتماد على اعمال (Gordon,1963):

1-6 حساب القيمة السوقية (Gordon,1963:270):

$$P_o = \frac{E(1-b)}{k_e-br} \dots\dots\dots (1)$$

حيث ان :

E: الربح لكل سهم

b : نسبة احتجاز الارباح

k_e : كلفة راس المال الممتلك

br : معدل نمو مقسوم الأرباح

2-6 - معدل نمو مقسوم الأرباح (D'AMICO & BLASIS,2020:4) :

$$br = \frac{D_1 - D_0}{D_0} \dots\dots\dots (2)$$

حيث ان :

D_1 : مقسوم الأرباح للفترة الحالية

D_0 : مقسوم الأرباح للفترة السابقة

3-6 - ربح كل سهم : (Nuzula,2010:5)

$$EPS = \frac{R}{N} \dots\dots\dots (3)$$

حيث ان :

R : صافي الربح

N : عدد الأسهم

4-6 - المقسوم كل سهم : (Nuzula,2010:5)

$$DPS = \frac{D}{N} \dots\dots\dots (3)$$

حيث ان :

D : مقسوم الأرباح

5-6 - كلفة راس المال CAPM (Chen,2021:916) : $CAPM = (KE) = r_f + \beta_a(R_m - r_f) \dots\dots\dots (4)$

المبحث الثالث: الإطار العملي

أولاً: البيانات: تم الحصول على البيانات اللازمة لإتمام موضوعة البحث من خلال التقارير المنشورة في الهيئة العامة للأوراق المالية، للفترة من 2014-2021، إذ تم جمع البيانات الموضحة في الجدول (1) وذلك تبعاً للإيفاء بنموذج (GORDON) .

الجدول (1) بيانات القطاع المصرفي

السنة	الأرباح المحققة	المحتجز	الموزعة	عدد الاسهم	التدفقات النقدية من الاستثمار
المصرف التجاري العراقي					
2014	8293066547	887700172	7405366375	250000000000	230121441020
2015	6520377330	921451839	5598925491	250000000000	168087434337
2016	7440019000	7244864	7432774136	250000000000	-60876607000
2017	9924074000	14751001	9909322999	250000000000	-26649805000
2018	10864383000	7685737	10856697263	250000000000	49088084000
2019	6532195000	7651000	6524544000	250000000000	77802015000
2020	35456553000	38154085	35418398915	250000000000	2776023000

-101713842000	250000000000	12965641446	43614554	13009256000	2021
مصرف بغداد					
-58074121000	250000000000	13105375000	19741625000	32847000000	2014
185465708000	250000000000	7829882000	5430791000	13260673000	2015
-1735138000	250000000000	17892447200	2352581800	20245029000	2016
-2827755000	250000000000	4685682600	1436797400	6122480000	2017
7397271000	250000000000	3387137600	764964400	4152102000	2018
-19720828000	250000000000	5860995700	1437608300	7298604000	2019
-77757768000	250000000000	3009444000	17190627000	20200071000	2020
-283819638000	250000000000	25416220900	4564142100	29980363000	2021
مصرف بابل					
-3721206956	250000000000	4610503939	242658102	4853162041	2014
45573053405	250000000000	3400384731	178967617	3579352348	2015
11666417441	250000000000	367584658	6984108502	7351693160	2016
-927178407	250000000000	170012683	3230240973	3400253656	2017
5508227952	250000000000	188774602	3586717429	3775492031	2018
-6834276349	250000000000	66083689	1255590085	1321673774	2019
-318070465	250000000000	0	0	-11651985384	2020
-44598064747	250000000000	0	0	-4619256598	2021
المصرف الاهلي العراقي					
10604657021	250000000000	2356415825	6599809319	8956225144	2014
3013019167	250000000000	1985506680	2180593370	4166100050	2015
-2549819000	250000000000	17664481000	5872850000	23537331000	2016
-2519110000	250000000000	148271000	2817165000	2965436000	2017
-28716259000	250000000000	0	0	-7912541000	2018
-40458893000	250000000000	8248400000	915805000	9164205000	2019
-22214995000	250000000000	19775064136	52974864	19828039000	2020
-78363217000	250000000000	26064195630	57829370	26122025000	2021

تشكلت عينة البحث من اربعة مصارف العراقية للتجارة و بغداد و بابل و الاهلي العراقي و للفترة من 2014-2021 اذ تم جمع البيانات المتعلقة بالأرباح (صافي الربح بعد الفائدة و الضريبة) و مقدار الأرباح الموزعة و تم حساب المتبقي من الأرباح كمحتزة ، اما عدد الاسهم فكان 250 مليار سهم و تراوحت التدفقات النقدية بين السالب و الموجب و تبعاً للفترات الزمنية.

ثانياً: تحليل النتائج على وفق نموذج Gordon:

لتحديد القيمة السوقية على وفق نموذج Gordon تم اجراء العمليات الحسابية على وفق معلمات النموذج للحصول على القيمة السوقية .

الجدول (2) القيمة السوقية على وفق نموذج Gordon

GORDEN	معدل نمو مقسوم الأرباح	تكلفة رأس المال	المقسوم لكل سهم	نسبة المحتزة	نسبة الموزعة	ربح كل سهم	السنة
المصرف التجاري العراقي							
0.284	-0.07309	0.0313	0.029621466	0.892959	0.107041	0.033172	2014
0.081	-0.24394		0.022395702	0.858681	0.141319	0.026082	2015
-0.100	0.327536		0.029731097	0.999026	0.000974	0.02976	2016
-0.131	0.333193		0.039637292	0.998514	0.001486	0.039696	2017
-0.676	0.095604		0.043426789	0.999293	0.000707	0.043458	2018
0.061	-0.39903		0.026098176	0.998829	0.001171	0.026129	2019

-0.032	4.428486		0.141673596	0.998924	0.001076	0.141826	2020
0.078	-0.63393		0.051862566	0.996647	0.003353	0.052037	2021
مصرف بغداد							
-0.098	0.572571	0.0379	0.0524215	0.6010176	0.398982	0.131388	2014
0.071	-0.40254		0.031319528	0.40954113	0.590459	0.053043	2015
-0.057	1.285149		0.071569789	0.11620541	0.883795	0.08098	2016
0.024	-0.73812		0.01874273	0.23467572	0.765324	0.02449	2017
0.043	-0.27713		0.01354855	0.18423545	0.815765	0.016608	2018
-0.034	0.730368		0.023443983	0.19697031	0.80303	0.00575	2019
0.023	-0.48653		0.012037776	0.85101815	0.148982	0.0808	2020
-0.014	7.445487		0.101664884	0.15223772	0.847762	0.119921	2021
مصرف بابل							
-0.056	0.365636	0.0359	0.018442016	0.05	0.95	0.019413	2014
0.046	-0.26247		0.013601539	0.05	0.95	0.014317	2015
0.002	-0.8919		0.001470339	0.95	0.05	0.029407	2016
0.001	-0.53749		0.000680051	0.95	0.05	0.013601	2017
-0.010	0.110356		0.000755098	0.95	0.05	0.015102	2018
0.000	-0.64993		0.000264335	0.95	0.05	0.005022	2019
0.000	-1		0	0	0	-0.04661	2020
0.000	0		0	0	0	-0.01848	2021
المصرف الاهلي							
0.027	-0.31289	0.0345	0.009425663	0.73689632	0.263104	0.035825	2014
0.041	-0.1574		0.007942027	0.52341359	0.476586	0.016664	2015
-0.009	7.896712		0.070657924	0.24951215	0.750488	0.094149	2016
0.001	-0.99161		0.000593084	0.95000027	0.05	0.011862	2017
0.000	-1		0	0	0	-0.03165	2018
0.000	0		0.0329936	0.09993284	0.900067	0.003663	2019
-0.058	1.397442		0.079100257	0.00267171	0.997328	0.079312	2020
-0.368	0.318033		0.104256783	0.00221382	0.997786	0.104488	2021

بالنظر الى النتائج الظاهرة في الجدول (2) يلحظ الاتي:

- 1- وجود قيم سالبة في عمود ربح كل سهم لدلالة على الخسارة المتحققة.
- 2- وجود أرقام صفرية في عمود نسبة توزيع الأرباح للدلالة على عدم تحقيق ارباح.
- 3- وجود قيم صفرية و سالبة في عمود معدل نمو مقسوم الأرباح للدلالة على النمو العكسي او عدم وجود نمو بالأساس، وهو مؤشر غاية بالأهمية على المصرف محل الدراسة العناية به.
- 4- تراوحت القيمة السوقية بين القيم السالبة و الموجبة و الصفر لتعكس بذلك الافتراضات التي نادى بها نموذج Gordon.

ثالثاً: اختبار الفرضيات على وفق مدخل Gordon

لغرض اختبار فرضيات الدراسة تم استعمال البرنامج الاحصائي EViews 12 ، و من خلال اختبار panel data تم الحصول على النتائج في الجدول (3) و عبر معلمته الموضحة .

الجدول (3) نتائج الاختبار الاحصائي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008727	0.040465	0.215667	0.8308
DIVI	-5.01E-12	3.06E-12	-1.637715	0.1123
R	1.98E-12	5.86E-12	0.337325	0.7383
R-squared	0.089169	Mean dependent var	-0.026887	
Adjusted R-squared	0.026353	S.D. dependent var	0.153173	
S.E. of regression	0.151141	Akaike info criterion	-0.852142	
Sum squared resid	0.662468	Schwarz criterion	-0.714729	
Log likelihood	16.63427	Hannan-Quinn criter.	-0.806593	
F-statistic	1.419535	Durbin-Watson stat	1.712443	
Prob(F-statistic)	0.258134			

من خلال ملاحظة النتائج في الجدول (3) يلاحظ عدم معنوية النموذج اجمالاً من خلال قيمة (F) المحسوبة و البالغة (1.419) والتي تدل عبر معنويتها البالغة (0.258) على عدم معنوية التأثير، وقد فسر النموذج عبر المعلمة R^2 ما قيمته (0.08) من التأثيرات الحادثة و هي نسبة منخفضة تعكس حالة عدم وجود علاقة بين سياستي التوزيع و الاحتجاز بالقيمة السوقية.

رابعاً: اعادة تعيين النتائج في ضوء الخوارزمية الجينية:

1- توظيف الخوارزمية الجينية لتقدير التحسينات المرتقبة على القيمة السوقية مستقبلاً: اذ تم من خلال الخوارزمية الجينية التنبؤ بمقدار التغييرات التي ستطرأ على ربحية الشركة في حالة اعادة وزن الارباح على كلا من الارباح الموزعة والمحتجزة. اذ تعد الخوارزمية الجينية احدى الطرق المستعملة بالتنبؤ.

الجدول (4) النسب المقدرة باستعمال الخوارزمية الوراثية

السنة	المصرف	نسبة توزيع الارباح	نسبة الاحتجاز	المصرف	نسبة توزيع الارباح	نسبة الاحتجاز	المصرف	نسبة توزيع الارباح	نسبة الاحتجاز	السنة
2014	المصرف الارباح	0.572	0.428	المصرف الارباح	0.594	0.406	المصرف الارباح	0.508	0.492	2014
2015		0.439	0.561		0.399	0.600		2015		
2016		0.507	0.493		0.317	0.683		2016		
2017		0.169	0.831		0.626	0.374		2017		
2018		0.375	0.625		0.510	0.489		2018		
2019		0.457	0.543		0.503	0.497		2019		
2020		0.515	0.485		0.489	0.511		2020		
2021		0.379	0.621		0.512	0.487		2021		

2- إعادة اختبار النتائج المتولدة عن الخوارزمية الجينية احصائيا باستعمال تحليل PANAL DATA

الجدول (5) نتائج تحليل PANAL DATA

Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.022207	0.015069	1.473673	0.1513
DIVI	-1.09E-12	1.48E-12	-0.735978	0.4677
R	-8.55E-12	2.26E-12	-3.783537	0.0007
R-squared	0.391260	Mean dependent var	-0.019063	
Adjusted R-squared	0.349278	S.D. dependent var	0.069994	
S.E. of regression	0.056462	Akaike info criterion	-2.821442	
Sum squared resid	0.092450	Schwarz criterion	-2.684029	
Log likelihood	48.14307	Hannan-Quinn criter.	-2.775893	
F-statistic	9.319709	Durbin-Watson stat	1.586457	
Prob(F-statistic)	0.000749			

من خلال ملاحظة النتائج في الجدول (5) يلاحظ ملائمة النموذج إذ كانت اقيام AKAIKA – SCHWARZ–HANNAN منخفضة للدلالة على الملائمة ، وكذا معنوية النموذج اجمالاً من خلال قيمة (F) المحسوبة والتي تدل عبر معنويتها البالغة (0.000) على معنوية التأثير ، وقد فسر النموذج ما قيمته (0.39) من التأثيرات الحادثة بالقيمة السوقية فقط ، ولتحديد مقدار تأثير اي من العاملين عن القيمة السوقية يتضح ان احتجاز الارباح يمتلك معنوية التأثير بقيمة بلغت عبر المعلمة T (-3.783) ومعنوية (0.000) وتدل السالبة على عكسية العلاقة بين الاحتجاز والقيمة السوقية فزيادة احتجاز الارباح ستخفض القيمة السوقية وبوجود هذه النتيجة وعكسية العلاقة نستدل على ايجابية التأثير لسياسية التوزيع على القيمة السوقية و هذا ما تؤكد قيمة DURBIN-WATSON والتي تجاوزت قيمتها 2 ، بالإضافة وبعد معرفة طبيعة العلاقة بين الاحتجاز والقيمة السوقية يمكن للشركة الان رفع القيمة السوقية من خلال عدم الاحتجاز للأرباح الا ضمن اضييق الحدود.

خامساً: مقارنة القيم السوقية المقدره وفقاً نموذج Gordon

يتم مقارنة القيم السوقية مع اسعار الاسهم الحقيقية والمعلنة في سوق العراق للأوراق المالية والاتي: لتحديد صلاحية النسب الجديدة لتوزيع و احتجاز الارباح تم استعمال الانحراف المعياري لتحديد مقدار التشتت بين القيم الاصلية(اسعار الاغلاق السنوية) والمقدرة باستعمال نموذج GORDON تارة و الخوارزمية الجينية تارة اخرى وكالاتي:

الجدول (6) الانحراف المعياري لأسعار الاغلاق و نموذج GORDON و الخوارزمية الجينية

GORDEN الخوارزمية الجينية	GORDEN	اسعار الاغلاق	السنة	المصرف
0.04	0.284	0.66	2014	التجاري العراقي
0.02	0.081	0.41	2015	
-0.05	-0.100	0.48	2016	
0.03	-0.131	0.49	2017	
-0.01	-0.676	0.47	2018	
0.04	0.061	0.46	2019	
-0.01	-0.032	0.44	2020	
0.03	0.078	0.62	2021	
-0.060	-0.098	1.55	2014	بغداد
0.028	0.071	1.17	2015	
-0.147	-0.057	0.91	2016	
0.035	0.024	0.61	2017	
0.017	0.043	0.29	2018	
-0.021	-0.034	0.46	2019	
-0.024	0.023	0.41	2020	

GORDEN الخوارزمية الجينية	GORDEN	اسعار الاغلاق	السنة	المصرف	
-0.118	-0.014	1.03	2021	بابل	
0.029	-0.056	0.39	2014		
0.014	0.046	0.29	2015		
-0.012	0.002	0.33	2016		
0.013	0.001	0.3	2017		
-0.047	-0.010	0.19	2018		
0.004	0.000	0.11	2019		
0.000	0.000	0.07	2020		
0.000	0.000	0.1	2021		
-0.062	0.027	0.9	2014		الاهلي العراقي
0.015	0.041	0.55	2015		
-0.011	-0.009	0.41	2016		
0.008	0.001	0.47	2017		
0.000	0.000	0.34	2018		
0.000	0.000	0.61	2019		
-0.038	-0.058	0.92	2020		
-0.319	-0.368	1.23	2021		
0.075	0.151	0.387	الانحراف المعياري		

ومن خلال الجدول (6) يلاحظ ان النتائج المتولدة من الخوارزمية الجينية حصلت على اقل قيمة انحراف معياري و هو احد مقاييس التشتت اذ كلما انخفضت قيمة انحراف القيم عن وسطها الحسابي اشر ذلك افضلية القيمة و البالغة (0.075)، وهذا يؤشر استقرار النتائج في حالة اعادة توزيع الارباح المتحققة بين سياستي التوزيع والاحتجاز بالنسبة للشركات التي تؤمن باثر التوزيع و الاحتجاز على القيمة السوقية و كذا دفع الملاك نحو هذا الاتجاه.

الخلاصة: استعرض البحث الأسس النظرية والعملية لسياستي التوزيع و الاحتجاز و اثرهما على تحديد القيمة السوقية، ونتيجة للتحليل الاحصائي اتضح بعدم وجود ارتباط بين سياستي التوزيع والاحتجاز مع القيمة السوقية وهو ما ذهبت اليه بعض الدراسات السابق ذكرها، تم تقديم فكرة اعادة وزن العنصري الاكثر تأثيرا على تحديد القيمة السوقية باستعمال الخوارزمية الجينية، قدمت نتائج التحليل و من خلال مقارنة نتائج القيمة السوقية في ظل الصيغة المالية التقليدية والصيغة المحسنة باستعمال الخوارزمية الجينية على افضلية التخصيص لنسبتي التوزيع و الاحتجاز وفق معطيات الخوارزمية الجينية لتقدم بذلك خطة عمل مستقبلية لأصحاب المصارف بإعادة النظر في السياسة المتبعة من قبلهم والمتعلقة بتعظيم ثروة الملاك، حاول الباحثين الاجابة عن السؤال الاساس لجميع الدراسات السابقة هل تعتبر عملية التوزيع او الاحتجاز ذات اثر على القيمة السوقية؟ ويبدو ان الاجابة تعتبر مسألة نسبية تبعا لعدة اعتبارات منها طبيعة البيئة الاقتصادية التي يعمل في ظلها المصرف واتجاهات المساهمين الربحية ومتبنيات الادارة، كل ذلك عزز من الدراسات السابقة التي اكدت على ان الشركات العاملة في دول الشرق الاوسط لا تؤثر قرارات التوزيعية على القيمة السوقية و هذا ما اثبتته الدراسة الحالية، ورغبة بتعزيز الاسس المعرفية للدراسات السابقة تم اقتراح استعمال الخوارزمية الجينية لإعادة وزن موجودات معادلة Gordon في ظل افتراض ان المصارف تسعى نحو تعظيم ثروة الملاك، و كانت النتيجة بان على المصارف اتباع سياسة توزيع الارباح اذا ما رغبت بتعظيم قيمتها السوقية والذي سينعكس على قدرتها المستقبلية بتسويق نفسها في الاسواق المالية.

References:

1. Ali, Taslim Fadli(2018), THE INFLUENCE OF ECONOMIC VALUE ADDED AND MARKET VALUE ADDED ON CORPORATE VALUE, RJOAS, 2(74).
2. Al-Malkawi ,Husam-Aldin Nizar & Rafferty, Michael & Pillai ,Rekha (2010), Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence, International Bulletin of Business Administration, Issue 9 .
3. Ang, James S. & Ciccone, Stephen J. (2018), DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY, <https://www.researchgate.net/publication/287362277> .

4. Benjamin, Mafiejor Michael (2021), Analysis Of Dividend Policies, Theories, And Models, International Journal of Business & Law Research 9(3).
5. Benjamin, Michael (2021), Analysis Of Dividend Policies, Theories, And Models, International Journal of Business & Law Research 9(3) .
6. Budagaga, Akram Ramadan (2020), Dividend policy and market value of banks in MENA emerging markets: residual income approach, Journal of Capital Markets Studies. Published by Emerald, Vol. 4 No. 1 .
7. Charbti, Sana (2020), Dividend policy, irrationality approaches and behavioral corporate finance : theory and evidence, HAL Id: tel-02936213.
8. D'AMICO, Guglielmo & BLASIS, Riccardo DE (2020), A review of the Dividend Discount Model:from deterministic to stochastic models, arXiv:2001.00465v1 [q-fin.GN].
9. Demirgüneş,Kartal (2015), Determinants of Target Dividend Payout Ratio: A Panel Autoregressive Distributed Lag Analysis, International Journal of Economics and Financial Issues 5(2).
10. Hartono, Powell Gian & Roosmalina, Matusin Anita (2020), The Determinants of Dividend Policy on Real Estate, Property, and Building Construction Companies Listed in IDX using Unbalanced Panel Data Approach, TIJAB (The International Journal of Applied Business), Vol. 4 No. 2.
11. Junya, INOSE (2018), Firm Value and Retained Earnings: Optimal dividend policy with retained earnings, RIETI Discussion Paper Series 18.
12. KANAKRIYAH, Raed (2020), Dividend Policy and Companies' Financial Performance, Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 7 No 10.
13. Kureychick,V M & Kaplunov,T G (2019), Time series forecasting method based on genetic algorithm for predicting the conditions of technical systems, Journal of Physics: Conference Series 1333 .
14. Laux, Judy (2011), Topics In Finance Part VII—Dividend Policy, American Journal of Business Education ,Volume 4, Number 11.
15. Livoreka, Besnik & Hetemi ,Alban & Shala, Albulena & Hoti, Arta & Asllanaj, Rrustem (2014), Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo, International Conference on Applied Economics (ICOAE),14.
16. M. J., Gordon (1959), DIVIDENDS, EARNINGS, AND STOCK PRICES, JSTOR, Vol. 41, No. 2.
17. Margaretha, Farah & Firzitya (2015), THE EFFECT OF CASH DIVIDEND, RETAINED EARNINGS,AND STOCK PRICE OF MANUFACTURING COMPANY LISTED IN INDONESIA STOCK EXCHANGE, Journal The WINNERS, Vol. 16 No. 1.
18. Nuzula, Nila Firdausi (2010), Dividend policy, Faculty of Administrative Science, Universitas Brawijaya.
19. Omar, Mohammed Mispah Said & Abdelghani Echchabi (2019), Dividend Policy and payout practices in Malaysia: A qualitative analysis, Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies.
20. Bello, A.A. & Olarinde, Muftau O. & Abdullahi, Hussainatu (2020), Dividend Preference Theory and the Dividend Irrelevance paradigm in maximising shareholders wealth in Nigeria: A Theoretical Comparison, IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Volume 11, Issue 3.
21. REES, WILLIAM & VALENTINCIC, ALJOSA (2013), Dividend Irrelevance and Accounting Models of Value, Journal of Business Finance & Accounting, 40(5) & (6).
22. Resende, Alfredo(2020),Empirical evidence of the Gordon's growth model accuracy on US stocks' valuation, Dissertation submitted in partial fulfilment of requirements for the International MSc in Management at Universidade Católica Portuguesa and the MSc in Management, at ESCP Business School Paris
23. Sead,Omerhodžić (2014), Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy, Tuzla University, Faculty of Economy,Tuzla, Bosnia and Herzegovina, UDC: 658.155.2 JEL: G35, G12 ID: 207708172.
24. Susanto,Antoni & Tirok, Junius (2013), DIVIDEND PAYOUT RATIO: FACTORS THAT AFFECT IT, AND SUBSEQUENT EARNING GROWTH, Journal of Applied Finance and Accounting, 6(1) .
25. Tanushev, Christian (2016), Theoretical Models of Dividend Policy, UNWE Publishing Complex, Issue 3.
26. Weng, Ming-Jang & Tsai, Min-Shann & Wu, Jyh-Lin (2001), The Theory of Optimal Dividend Policy: An Intertemporal Approach and Empirical Evidences.
27. Zameer, Hashim & Rasool, Shahid & Iqbal, Sajid & Arshad, Umair (2013), Determinants of Dividend Policy: A Case of Banking Sector in Pakistan, Middle-East Journal of Scientific Research 18 (3).