

أثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر
دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2023-1999)

The Impact of Retained Earnings on the Market Value of Economic Institutions in
Algeria
A Case Study of the Saidal Group for the Period 2023-1999)

دليل محمد^{1*}، عياد صالح²

¹طالب دكتوراه ، جامعة أدرار ، Dalil.Mohamed@univ-adrar.edu.dz

²أستاذ التعليم العالي، جامعة أدرار ، Sa.ayad@univ-adrar.edu.dz

تاريخ الاستلام: 2025/04/08

تاريخ القبول: 2025/05/14

تاريخ النشر: 2025/06/30

الملخص:	Abstract :
هدفت الدراسة إلى محاولة تبين مساهمة الأرباح المحتجزة في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر وذلك من خلال قياس العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية في مجمع صيدال للفترة (2023-1999) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، تم التوصل إلى وجود علاقة طويلة المدى بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية في مجمع صيدال، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية في مجمع صيدال. الكلمات المفتاحية: الأرباح المحتجزة؛ القيمة السوقية؛ نموذج ARDL؛ الجزائر.	The study aimed to demonstrate the contribution of retained earnings to enhancing the market value of economic institutions in Algeria. This was achieved by measuring the relationship between retained earnings and market value in the Saidal Group for the period (1999-2023) using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model, The study found a long-run relationship between retained earnings and market value in the Saidal Group, in addition to a significant direct relationship between retained earnings and market value in the Saidal Group. Keywords: Retained Earnings; Market Value; ARDL Model; Algeria..

مقدمة:

تعد القيمة السوقية من المفاهيم الأساسية في مجال المال والأعمال، إذ تمثل القيمة التي يراها المستثمرون والسوق للمؤسسة. تساعد هذه القيمة المستثمرين على تقييم نمو المؤسسة وقدرتها على الربح، كما تعكس قدرة المؤسسة على جذب التمويل عبر إصدار الأسهم أو الحصول على القروض، مما يؤثر في استراتيجيات نموها وتوسعها.

إن تحليل القيمة السوقية يستلزم دراسة تأثيرات الاقتصاد الكلي والمنافسة السوقية، حيث تساهم هذه العوامل بشكل كبير في تحديد القيمة السوقية، وتعتبر الأرباح المحتجزة من المحددات المالية الهامة التي تؤثر مباشرة في القيمة السوقية للمؤسسات، إذ تعكس قدرة المؤسسة على إعادة استثمار الأرباح السابقة لتعزيز النمو والقدرة التنافسية، وفي ظل الاقتصاد العالمي الحالي تتجه العديد من المؤسسات إلى استثمار الأرباح المحتجزة في قطاعات جديدة أو توسيع نطاق عملياتها، مما يساهم في تحقيق الاستقرار المالي وزيادة القيمة السوقية.

ويساعد التحليل المتعمق للعوامل المؤثرة في القيمة السوقية على اتخاذ قرارات رشيدة تدعم القدرة التنافسية وتمكن المؤسسات من تحقيق نمو مستدام، إذ تسعى المؤسسات باستمرار لزيادة قيمتها السوقية لتعزيز مكانتها وجذب الاستثمارات اللازمة لدعم خطط النمو المستقبلية، حيث تهدف هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية في مؤسسة جزائرية مدرجة في السوق المالية، وتعتبر دراسة حالة مجمع صيدال نموذجا جيدا لتوضيح تأثير الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية، حيث يعد المجمع من الشركات الرائدة في صناعة الأدوية بالجزائر.

أ- الإشكالية:

من خلال ما تم التطرق إليه سابقا ونظرا للأهمية الكبيرة للأرباح المحتجزة ودورها الكبير في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر، نسعى من خلال هذه الورقة البحثية إلى الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى تأثير الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية لمجمع صيدال؟.

ب- الفرضيات:

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- هناك علاقة طويلة الأجل بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع صيدال؛
- وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع صيدال؛
- هل يعاني النموذج المقدر من مشاكل إحصائية تجعله غير مقبول.

ج- أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها على اعتبار الدور الكبير الذي تلعبه الأرباح المحتجزة في التأثير على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى تلك الأهمية الكبيرة للقيمة السوقية التي تعتبر من المعلومات الضرورية التي ينظر إليها المتعاملين في الأسواق المالية والمهتمين بها، على اعتبار أنها تعكس نظرة السوق المالية لفرص نجاح المؤسسة في الحاضر والمستقبل.

د- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة بشكل أساسي إلى إبراز العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر، وذلك من خلال قياس أثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية في مجمع صيدال للفترة (1999-2023).

هـ- منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة بالأساس على المنهجين الوصفي والتحليلي من خلال عرض الدراسات السابقة والعلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية، بالإضافة إلى استخدام الأسلوب الكمي والاستقرائي من أجل قياس أثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية لمجمع صيدال، وذلك بتقدير النموذج المعتمد في الدراسة وتفسير تلك النتائج المتوصل إليها.

أ. الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، نجد ما يلي:

- دراسة (Tran and Other, 2020): هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحتجزة وأداء الشركة في دولة فيتنام، حيث تلعب الأرباح المحتجزة دوراً حاسماً في دعم نمو الشركة، وفي هذا السياق تم التطبيق على عينة مكونة من 37 شركة مدرجة في قطاع الإنشاءات من بورصة فيتنام، باستخدام نماذج بانل الساكن للفترة (2006-2016)، وقد تم التوصل إلى وجود أثر طردي ومعنوي للأرباح المحتجزة على أداء الشركة لعينة الدراسة.

- دراسة (بوغنامة ويوسفي، 2022): حاولت الدراسة قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية في المؤسسات الاقتصادية، وقد شملت عينة الدراسة 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40، باستخدام نماذج بانل الساكن للفترة (2010-2021)، وقد خلصت الدراسة لوجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم مع القيمة السوقية، بالإضافة لوجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم مع الربح الموزع للسهم وربحية السهم.

- دراسة (الطيب، 2023): هدفت الدراسة إلى محاولة تأثير كل من الأرباح المحتجزة والتغير في القيمة العادلة للاستثمارات المالية على القيمة السوقية للأسهم، وذلك بالتطبيق على مؤسسات السوق المالية السعودية باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط للفترة (2019-2022)، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير غير معنوي للأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى وجود تأثير غير معنوي للتغير في القيمة العادلة على القيمة السوقية للأسهم.
- دراسة (Dahmash and Other, 2023): هدفت هذه الدراسة إلى محاولة إجراء دراسة قياسية مقارنة لأثر الأرباح المحتجزة بتلك الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للشركة في الأردن، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأردنية باستخدام نماذج بانل غير المتوازن للفترة (2010-2021)، وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي قوي ذي دلالة إحصائية لمعدل الأرباح الموزعة لكل سهم على القيمة السوقية للشركة، في حين أشار معدل الأرباح المحتجزة لكل السهم إلى تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية على القيمة السوقية للشركة.
- دراسة (Julius, 2025): هدفت الدراسة إلى محاولة قياس تأثير تمويل الأرباح المحتجزة على الأداء المالي لشركات التصنيع المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وذلك بالتطبيق على ثمانية شركات باستخدام تحليل التباين ونموذج الانحدار الخطي البسيط للفترة (2018-2022)، وتم التوصل إلى نتيجة أساسية مفادها وجود تأثير طردي ومعنوي لتمويل الأرباح المحتجزة على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية.

وبعد تسليط الضوء على بعض الدراسات السابقة التي تطرقت للعلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية، يتضح أن أغلب الدراسات تركز على قطاعات اقتصادية محددة، مما يحد من إمكانية تعميم النتائج على نطاق أوسع ويتطلب إجراء دراسات مقارنة بين القطاعات المختلفة، كما العديد من الدراسات اعتمدت على نماذج إحصائية بسيطة مثل: الانحدار الخطي أو نماذج البيانات الساكنة، مما قد لا يعكس بشكل كامل تعقيد العلاقة بين المتغيرات ويتطلب استخدام نماذج أكثر تطوراً مثل النماذج الديناميكية أو نماذج المعادلات الهيكلية بالتالي يجب أن تأخذ الدراسات المستقبلية في الاعتبار السياق المحلي والاقتصادي المحدد، حيث أن النتائج قد تختلف تبعاً للنظام القانوني، مستوى تطور السوق المالي، والظروف الاقتصادية السائدة، الأمر الذي يستدعي تحليلاً نقدياً يأخذ في الاعتبار هذه العوامل لتقديم فهم شامل ودقيق لهذه العلاقة.

II. العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في المؤسسة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على سعر السهم في السوق، فهي معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون نظير مساهمتهم في رأس مال المؤسسة، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات، ما يجعل المؤسسة تبحث على أفضل تسوية بين توزيع مبلغ ربح كافي بهدف تفادي استياء المساهمين، واستبقاء مبلغ كافي لدعم الخطط الاستثمارية المستقبلية

للمؤسسة (بلعشي و مزيان، 2021، صفحة 241)، فحينما تحقق المؤسسة أرباحا فإن هناك اثنين من البدائل الأساسية التي يمكن للمؤسسة أن تعتمدهما، فالبديل الأول هو الاحتفاظ بالأرباح داخل الشركة من أجل تحسين أو تطوير بعض الأشياء داخليا، والبديل الثاني هو توزيع الأرباح للمساهمين (الغانمي، 2015، صفحة 3). بالتالي تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطاتها، خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات ويظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر الأموال الخاصة، فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين، قد تقوم المؤسسة بتخصيص ذلك الجزء من الفائض في عدة حسابات مستقلة تتمثل في الاحتياطات والتي يتم تكوينها لتحقيق هدف معين مثل: احتياطي إعادة سداد القروض، أو إحلال وتجديد الآلات .. ألخ هذا الى جانب حساب الأرباح المدورة (عدمان، الصفحات 16-17).

ويشتري المستثمر الأسهم للحصول على أرباح رأسمالية محتملة وأيضا للتوزيعات المحتملة الحصول عليها، فالمؤسسات تشارك المستثمرين في الأرباح التي تحققها من خلال التوزيعات النقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مما يقوي أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت تجذب سياسة التوزيعات للمؤسسة الجمهور للاكتتاب في أسهمها لذا فإن المؤسسات التي تعلن عن توزيعاتها والتي تنشر في الجرائد المالية، فهي تحافظ على هذا المستوى من التوزيعات حتى لو حدث انخفاض في الربح، أو حدثت زيادة في الأرباح فهي لا تنعكس في التوزيعات، ورغم هذا فإنه توجد علاقة بين الأرباح والتوزيعات تفوق الزيادة في الأرباح ويمثل هذا النمو في التوزيعات، وقد يفضل المستثمر إعادة استثمار التوزيعات النقدية ويكون بذلك أكثر اهتمام بقيمة السهم من العائد الجاري (حنفي، 2003، صفحة 236).

واعتمدت شركات الأعمال خلال سنوات طويلة على الأرباح المحتجزة بصورة كبيرة كمصدر تمويل، ويعد التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة أحد أنواع التمويل بالملكية وهو الأقل كلفة من إصدار الأسهم العادية ويتمثل في احتجاز لأرباح الشركة لغرض إعادة استثمارها، فاللجوء إلى التمويل بالأرباح المحتجزة يفسر أن لدى الشركات عوائد يمكن استثمارها في المستقبل، الأمر الذي ينعكس إيجابيا على القيمة السوقية للشركات (القرشي، 2012، صفحة 9).

فنظرية التفضيل الضريبي التي قدمت من قبل (Miller and Scholes) عام 1978 تؤكد أن عامل الضريبة يقسم المستثمرين إلى زبائن مختلفين، إذ تؤثر الضرائب على كل من دخل المساهمين وكذلك أرباح الشركات، وأن ارتفاع معدلات الضريبة على الدخل من المقسوم مقارنة بمعدلات الضريبة على المكاسب الرأسمالية، سيققل من نسب دفع المقسوم ويزيد من نسب الاحتجاز، لذلك يفضل المستثمرين الخاضعين لمعدلات ضريبة عالية الاحتفاظ بأسهم الشركة التي تدفع مقسوم منخفض، بينما يفضل أولئك الخاضعين لمعدلات ضريبة منخفضة أسهم الشركة التي تدفع مقسوم عالي، وبالتالي احتجاز منخفض (الغانمي، الصفحات 16-17)، وحسب هذه النظرية فإن زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وتخفيض نسبة توزيعات الأرباح إلى تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي زيادة قيمة الشركة، حيث تفترض هذه النظرية أن الشركة سوف تخضع لضريبة تكون أكبر من الأرباح الرأسمالية، وبالتالي فإن المستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح لتحقيق أرباح رأسمالية ورفع القيمة السوقية

للسهم (مخلوف، 2019، صفحة 16)، وبينما تلقي نظرية التفضيل الضريبي الضوء على دور الضرائب في قرارات توزيع الأرباح، فإنها تغفل عوامل هامة أخرى كالنمو وتكاليف الوكالة، وتفترض أسواقا غير كفوءة، مما يقلل من شموليتها في تفسير سلوك الشركات والمستثمرين في مختلف الظروف الاقتصادية والمؤسسية، وفي السياق الجزائري يمكن أن تكون هذه النظرية مناسبة، حيث يؤثر النظام الضريبي المتنوع على هيكل رأس المال للشركات، ومع ذلك قد تؤدي معدلات الفائدة المرتفعة وعدم الاستقرار الاقتصادي إلى حذر الشركات في اللجوء إلى الدين، لذا بينما توفر النظرية إطلالا لفهم سلوك الشركات فمن الضروري أخذ العوامل المحلية مثل: الإصلاحات الاقتصادية والاستقرار المالي في الاعتبار لتقييم فعاليتها بدقة.

III. دراسة قياسية لأثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية

سنحاول في هذا الجزء إجراء دراسة قياسية لأثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية، من أجل محاولة تبين العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر، وذلك على النحو الآتي:

1. عينة ومتغيرات الدراسة:

من أجل دراسة أثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر والإجابة على إشكالية الدراسة، تم اختيار مجمع صيدال كإحدى المؤسسات الاقتصادية الناشطة في سوق الأوراق المالية الجزائري بالاستعانة ببيانات لسلاسل زمنية سنوية بمجموع 25 مشاهدة للفترة الممتدة من 1999 إلى 2023، وذلك وفقا لمدى توفر البيانات لأكبر فترة ممكنة والتي من شأنها أن تضفي على الدراسة المصداقية، وتجعلها مقبولة من الناحية الإحصائية، إذ تم الحصول على جميع البيانات من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال، وكذلك الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، بالإضافة إلى الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وذلك للمتغيرين التاليين:

❖ **المتغير التابع:** وهو القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر، وقد تم اختيار سعر الإغلاق في نهاية السنة كمعبر للقيمة السوقية للسهم في نفس السنة، حيث تم الترميز له في هاته الدراسة بـ **VA**، ووحدة قياس هذا المتغير هي الدينار الجزائري؛

❖ **المتغير المستقل:** وهو نصيب السهم من قيمة الأرباح المحتجزة (غير الموزعة) لكل سنة، ويمثل الفرق بين نصيب السهم من الأرباح المحققة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة، وقد تم الترميز لهذا المتغير بالرمز **ADP**، ووحدة قياسه هي الدينار الجزائري.

2. اختبار الاستقرار:

يظهر الجدول 1 اختبار الاستقرار لديكي فيلر المطور (**ADF**) والذي يتضح من خلاله أن متغيري الدراسة غير مستقرة في المستوى ومستقرة عند الفرق 1، وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة 1 ((1)) (أنظر الملحق رقم 01).

جدول 1: ملخص اختبار (ADF) لدراسة استقرارية المتغيرات

المتغير	عند المستوى			عند الفرق الأول			القرار	
	عدم وجود قاطع واتجاه	وجود قاطع	وجود قاطع واتجاه	عدم وجود قاطع واتجاه	وجود قاطع	وجود قاطع واتجاه		
	t-statistic							
	Prob							
VA	-0.09	-1.66	-1.83	-6.21	-5.97	-5.50	مستقر عند الفرق الأول	
	0.6400	0.4344	0.6511	0.000	010.00	0.0011		
ADP	0.36	-3.16	-4.45	-10.09	. 615-	-5.51	مستقر عند الفرق الأول	
	0.7809	0.0353	0.0088	0.0000	0.000	0.000		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

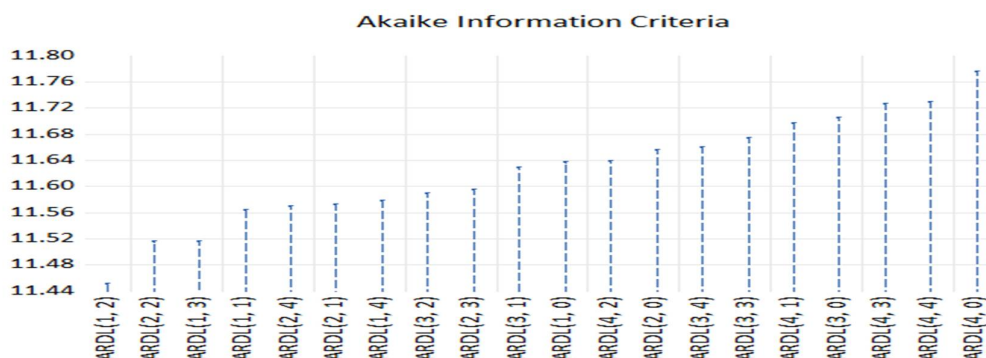
3. درجة التأخير:

بعد إجراء اختبار الاستقرارية ل ADF والذي تبين من خلاله أن متغيري الدراسة مستقرة عند الفرق الأول، بالتالي يمكن القول بأن النموذج الأنسب لهاته الدراسة هو نموذج ARDL على اعتبار أن هذا الأخير من بين شروط تطبيقه أن تكون متغيرات الدراسة مستقرة في المستوى أو عند الفرق الأول أو مزيج بينهما، وبالإضافة إلى قبول النموذج كونه يتوافق مع شروط تطبيقه فإن اختياره على غرار نماذج أخرى قد تتوافق أيضا مع هاته الشروط، كونه يتيح تحليل العلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات، مما يساعد في فهم الديناميكيات الاقتصادية بشكل أفضل، وأخيرا يساعد في تجنب مشكلات التعددية التي قد تظهر في نماذج أخرى، مما يجعله الخيار الأمثل لتحليل البيانات.

وقبل إجراء اختبار الحدود لنموذج ARDL وجب تحديد فترة الإبطاء المثلى لكل متغير وذلك كما هو موضح

في الشكل التالي:

شكل 01: درجة التأخير المثلى لنموذج ARDL



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.

يتم اختيار فترات الابطاء المثلى بناء على العديد من المعايير المخصصة لذلك، والتي بالإمكان الاستعانة بها من أجل اختيار درجة التأخير المثلى، ومن بينها معيار Akaike حيث يوضح الشكل أعلاه نتائج هذا المعيار، والتي يتبين من خلالها أن النموذج ARDL(1,2) هو النموذج المناسب للتقدير بالاعتماد على تحديد أقل درجة تأخير، حيث يعتبر هذا النموذج الأنسب من بين 20 نموذجا تم تقييمه، وسيتم اختبار الحدود انطلاقا من هذا النموذج.

4. اختبار الحدود:

للكشف على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة يتم استخدام اختبار الحدود (Bounds Test) والتي نتائجها موضحة في الجدول التالي:

جدول 2: اختبار الحدود (Bounds Test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	13.96924	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	23	10%	3.223	3.757
		5%	3.957	4.53
		1%	5.763	6.48
Finite Sample: n=30				
		10%	3.303	3.797
		5%	4.09	4.663
		1%	6.027	6.76

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

يتضح من نتائج الجدول أعلاه نتائج اختبار الحدود (Bounds Test)، حيث تستخدم القيم الحرجة في هذا الاختبار لتحديد ما إذا كانت إحصائية فيشر المحسوبة تشير إلى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وتتضمن هذه القيم نوعين: القيم العليا التي إذا تجاوزتها الإحصائية المحسوبة تشير إلى وجود علاقة طويلة الأجل، والقيم السفلى التي تدل على عدم وجود تكامل مشترك إذا كانت الإحصائية أقل منها، وإذا كانت القيمة المحسوبة بين هذين الحدين فإن النتائج تكون غير حاسمة، وبالتالي تساعد القيم الحرجة في اتخاذ قرارات مستندة إلى البيانات حول العلاقات الديناميكية بين المتغيرات المدروسة.

وقد بلغت قيمة إحصائية فيشر المحسوبة 13,96 (F-statistic=13,96)، وهي أكبر من الحدود العليا عند جميع مستويات المعنوية المختلفة، بالتالي قبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود تكامل مشترك، ومنه وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيري الدراسة، بالتالي فإن اختبار الحدود يظهر أن هناك علاقة قوية ومستدامة بين متغيري الدراسة، وهذه النتيجة تعزز استخدام نموذج ARDL لفهم الروابط بين متغيري الدراسة بشكل أفضل.

5. تقدير نموذج ARDL:

بعد التأكد من وجود تكامل مشترك بين متغيري الدراسة وجب تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل، حيث يتم تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل والقصير كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول 3: نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل والقصير

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(VA)				
Selected Model: ARDL(1, 2)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 03/26/25 Time: 12:31				
Sample: 1999 2023				
Included observations: 23				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	303.3591	68.29046	4.442189	0.0003
VA(-1)*	-0.834353	0.138985	-6.003206	0.0000
DPA(-1)	1.336451	0.288972	4.624842	0.0002
D(DPA)	-0.115468	0.222355	-0.519298	0.6099
D(DPA(-1))	-0.883113	0.293120	-3.012810	0.0075
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPA	1.601780	0.328198	4.880530	0.0001
C	363.5859	36.90129	9.852932	0.0000
EC = VA - (1.6018*DPA + 363.5859)				

من خلال المعادلة طويلة الأجل لنموذج ARDL يتبين ما يلي:

- جاءت قيمة المعلمة المقدرة للحد الثابت معنوية لأن القيمة الاحتمالية المقابلة له أقل من 0.05 ($P < 0.05$). بالتالي فإذا كانت قيمة نصيب السهم من قيمة الأرباح المحتجزة معدومة، فإن القيمة لسهم مجمع صيدال سيرتفع بحوالي 363.5859 وحدة.
- وجود علاقة طردية معنوية بين نصيب السهم من قيمة الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، وهي تتوافق بشكل عام مع النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، لأن إشارة معامل نصيب السهم من قيمة الأرباح المحتجزة موجبة، بالإضافة إلى أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 ($P < 0.05$) ويفسر ذلك بأن الأرباح المحتجزة تعكس التزام المؤسسة بنموها المستقبلي مما يعزز ثقة المستثمرين ويزيد من الطلب على الأسهم، فاستخدام الأرباح المحتجزة لتمويل المشاريع الجديدة يعكس رؤية إستراتيجية للنمو، بينما يوفر الاستقرار المالي حماية ضد التقلبات الاقتصادية مما يجعل مجمع صيدال أكثر جاذبية للمستثمرين، كما أن عملية تحسين التصنيف الائتماني بفضل الأرباح المحتجزة بإمكانه إن يسهم في تقليل تكاليف التمويل، مما يعزز القدرة التنافسية ويزيد من القيمة السوقية بشكل عام.

6. الاختبارات التشخيصية:

- من أجل اختبار النموذج المقدر فيما يتعلق بالمشاكل الإحصائية التي قد تشوبه، والتي تجعل منه غير مقبول إحصائياً، من أجل ذلك تم القيام بالاختبارات التشخيصية ونتائجها جاءت كالتالي:
- يشير الملحق رقم 2 إلى اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، حيث يتضح أن قيمة اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي $(I-B=0.4336)$ أكبر من 0.05، وبالتالي قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن بواقي النموذج المقدر تتبع توزيع طبيعي (أنظر الملحق 02)؛
- يشير الملحق رقم 3 إلى اختبار الارتباط الذاتي للبواقي باستخدام (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)، حيث يتضح أن القيمة الإحصائية $(F=1.8847)$ والاحتمال المقابل لها أكبر من 0.05، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي (أنظر الملحق 03)؛
- يشير الملحق رقم 4 إلى اختبار تجانس تباين حد الخطأ باستخدام (ARCH Test)، حيث يتضح أن القيمة الإحصائية $(F=0.1907)$ والاحتمال المقابل لها أكبر من 0.05، مما يدل على أن هناك تجانس في حد الخطأ العشوائي؛
- يشير الملحق رقم 5 إلى اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج، حيث يتضح من خلاله أن النموذج يتسم بالاستقرار والثبات (أنظر الملحق 04).

خاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة قياس الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، وذلك بالتطبيق على إحدى هاتيه المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2023، وذلك بغية الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة في "إلى أي مدى تؤثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية لمجمع صيدال للفترة (2023-1999)؟"، وذلك من خلال تناول عدد من الدراسات السابقة، بالإضافة إلى العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، كما تم الاستعانة بنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) على اعتباره النماذج الملائم لبيانات هاتيه الدراسة، حيث توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج والتي جاءت أهمها كما يلي:

- وجود علاقة طويلة الأجل بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع صيدال للفترة (2023-1999)، وفي ذلك إشارة لنمو مستقبلي واعد، مما يزيد القيمة الحالية للشركة في نظر المستثمرين على المدى الطويل، هذه النتيجة تدعم بشكل كبير فكرة أن قرارات الاستثمار الحالية تؤثر على توقعات النمو المستقبلية؛
- وجود علاقة طردية معنوية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع صيدال، لأن إشارة معامل الأرباح المحتجزة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0.05$ ، مما يعكس ثقة المستثمرين في قدرة الشركة على استثمار هذه الأرباح بكفاءة، وبالتالي هذه العلاقة تدعم فكرة أن قرارات الشركة تعكس معلومات قيمة للمستثمرين؛

- بعد القيام بجميع الاختبارات التشخيصية اتضح بأن نموذج الدراسة المقدر يخلو من جميع المشاكل الإحصائية، بالتالي تعتبر النتائج موثوقة وصحيحة مما يزيد الثقة في أن العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية حقيقية وليست ناتجة عن أخطاء إحصائية، هذا يؤكد أن النموذج المستخدم يعكس الواقع بشكل جيد.

❖ التوصيات:

- من أجل دراسة أثر الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر مثل: مجمع صيدال، وجب النظر في عدة جوانب بإمكانها أن تساهم في تحسين الأداء العام وزيادة القيمة السوقية. وفيما يلي بعض التوصيات التي يمكن أن تساهم في تعزيز قيمة سوق المجمع:
- إعادة استثمار الأرباح المحتجزة: ينبغي لمجمع صيدال أن يضع إستراتيجية واضحة لإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في مشاريع تعزز النمو، مثل: تطوير منتجات جديدة أو تحسين الإنتاجية.
- تحسين الشفافية: من المهم تحسين الشفافية في استخدام الأرباح المحتجزة، ويمكن تحقيق ذلك من خلال تقارير مالية واضحة للمستثمرين توضح أثر هذه الأرباح على النمو والتطور.
- تعزيز الابتكار: يعد الاستثمار في البحث والتطوير إستراتيجية فعالة، بالتالي ويجب تخصيص جزء من الأرباح المحتجزة لتمويل مشاريع الابتكار التي تمكن المجمع من إطلاق منتجات جديدة تلبي احتياجات السوق المتغيرة.
- التوسع في أسواق جديدة: ينبغي للمجمع أن يستكشف إمكانية التوسع في أسواق جديدة، سواء على المستوى المحلي أو الدولي، لما من شأنه أن يساعد على زيادة حجم أعمالها وبالتالي قيمتها السوقية.

IV. قائمة المراجع

- أحمد ملين بوغنامة، و رفيق يوسف. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40-. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 5(2).
- الصادق محمد سالم الطيب. (2023). إختبار تأثير كل من الأرباح المحتجزة والتغير في القيمة العادلة للاستثمارات المالية على القيمة السوقية للأسهم "دراسة تطبيقية". المجلة العربية للنشر العلمي، 6(60).
- حسام علي حسين فياض الغانمي. (2015). أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير علوم في إدارة الأعمال. كربلاء، العراق: كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

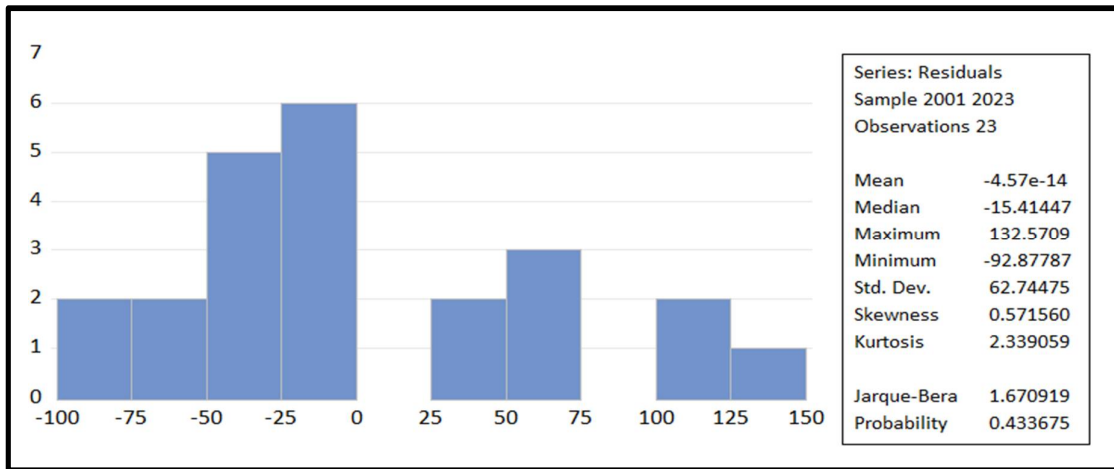
- سليمان وسيم مخلوف. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية). مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال. سوريا: الجامعة الافتراضية السورية.
- عبد القادر حنفي. (2003). بورصة الأوراق المالية. الاسكندرية، مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر.
- عبد المالك بلعشي ، و سعيد مزيان. (2021). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015-2018. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 8(2).
- فائزة عدمان. (2017/2016). سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة -دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 -2013 باستخدام نماذج بانل-. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.
- فتحية مزهر عبد الرضا القريشي. (2012). التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات: دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، 2(2).
- Dahmash and Other, F. (2023). The Retained Earnings Effect on the Firm's Market Value: Evidence from Jordan. *Int. J. Financial Stud*, 11(89).
- Julius, I. (2025). INFLUENCE OF RETAINED EARNINGS FINANCING ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF MANUFACTURING FIRMS QUOTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE. *International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom*, 13(1).
- Tran and Other, H. A. (2020). Study On Relationship Between Retained Earnings And Firm Performance: Evidence From Vietnam. *PPJBR*, 11(1).

V. قائمة الملاحق:

ملحق 1: نتائج الاستقرارية لاختبار ADF

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)			
Null Hypothesis: the variable has a unit root			
<u>At Level</u>			
With Constant	t-Statistic	VA -1.6647	DPA -3.1603
	Prob.	0.4344 n0	0.0353 **
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.8388	-4.4537
	Prob.	0.6511 n0	0.0088 ***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.0944	0.3621
	Prob.	0.6400 n0	0.7809 n0
<u>At First Difference</u>			
With Constant	t-Statistic	d(VA) -5.9771	d(DPA) -10.1943
	Prob.	0.0001 ***	0.0000 ***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.5004	-10.0044
	Prob.	0.0011 ***	0.0000 ***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-6.2185	-10.0987
	Prob.	0.0000 ***	0.0000 ***

ملحق 2: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي



ملحق 3: نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.884712	Prob. F(2,16)	0.1841
Obs*R-squared	4.385396	Prob. Chi-Square(2)	0.1116

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.190794	Prob. F(1,26)	0.6659
Obs*R-squared	0.203974	Prob. Chi-Square(1)	0.6515

ملحق 5: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي

