

## أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين

## The impact of the cash flow statement indicators in market value change of the industrial firms listed on the Palestine Stock Exchange

sshammala@ucas.edu.ps	الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية غزة - فلسطين	د. سامي نصر أبو شمالة
financialhani@gmail.com	كلية فلسطين التقنية دير البلح - فلسطين	أ. هاني جودت السويركي

## المستخلص :

يهدف البحث إلى إمكانية فحص لفحص أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، ولتحقيق هدف البحث اتبع الباحثان منهج التحليل القياسي الكمي. تكون مجتمع وعينة البحث من (13) شركة عن الفترة الممتدة (2015-2020). تم جمع البيانات من القوائم المالية السنوية للشركات محل البحث. اعتمد البحث على نموذج التأثيرات المشتركة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، وأسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات البحث. وقد توصل البحث إلى وجود أثر معنوي إيجابي لكل من (نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات ونسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة) على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، في حين كان أثر نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في القيمة السوقية سالباً، وفي المقابل لم يكن هناك أي أثر دال لنسبة التوزيعات النقدية ونسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ويوصي البحث بضرورة الاهتمام بمؤشرات قائمة التدفقات النقدية لتجويد القرارات الادارية المتعلقة بإدارة الشركة، والقرارات الاستثمارية المرتبطة بالمستثمرين.

**الكلمات المفتاحية:** - قائمة التدفقات النقدية، نسب الكفاءة، نسب الكفاية، التغير في القيمة السوقية، الشركات الصناعية، بورصة فلسطين.

## Abstract

This research aims to examine the ability of impact of the cash flow statement indicators in the change in the market value of the industrial firms listed on the Palestine Stock Exchange. The research population consisted of (13) firms during the period (2015-2020). Data were collected from the annual financial statements of the firms. The research relies on the Pooled effects model to analyze the cross-section data (Panel Data), and the multiple regression method to test the hypotheses. The research finds a positive significant impact of (the ratios of cash flows from operating activities to sales, the return on assets from operating cash flows, and cash flows from operating activities to total current liabilities) in the change in the market value. Also, the impact of the return on equity from operating cash flows on the change in market value ratio was negative. In contrast, there was no significant impact of the dividends and the cash flows from operating activities to total liabilities ratios on the change in the market value. The research recommends the need to pay attention to the indicators of the cash flow statement to improve the managerial investment decisions.

**Keywords:** Cash flow Statement, Efficiency Ratios, Adequacy Ratios, Change in Market Value, Industrial Firms, Palestine Exchange.

### المقدمة :

أصبح هدف المؤسسات في الوقت الحالي أشمل من تعظيم الأرباح، فأصبح الهدف تحقيق أقصى درجات النمو والبقاء ضمن مصاف كبريات المؤسسات عبر العالم عن طريق تعظيم حصتها السوقية بما يقابله من تحديات المنافسة القوية (لزهارى، 2018)، والتطور المتلاحق في كل مناحي الحياة والذي طال النظام المحاسبي في المؤسسات وثقافة ووعي مستعملي التقارير المالية (العبيدي، 2015) والذي زاد حتما من اهتمامها بكيفية استخدام الوسائل والإجراءات المتوفرة لديها، ولكون قائمة التدفقات النقدية المرآة العاكسة لصورة المؤسسة المالية، فهي القائمة التي تحدد صافي التدفقات النقدية لجميع أنشطة الوحدة الاقتصادية خلال الفترة المالية ذات الصلة، والتي تفصح عن السيولة الحقيقية للوحدة الاقتصادية، وتساعد المستثمرين على قياس قدرة الوحدة على الوفاء بالتزاماتها من المصادر الخاصة، وما إذا كانت تحتاج تمويل خارجي لذلك هي تعطيهم جميعاً (مؤسسات ومستثمرين) الوقت الكافي لدراسة البدائل التمويلية المتاحة بدلا من الاتجاه للمصادر التمويلية ذات الكلفة العالية، وبالتالي المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة (بومعزة، 2020).

يتمثل الهدف الرئيسي لإدارة أي الشركة في تعظيم حقوق المالكين، وهذا يتحقق بزيادة القيمة السوقية لثروة المالكين من خلال زيادة سعر السهم المتداول في السوق المالي (البصول، 2018). وتعتبر القيمة السوقية للشركات ذات أهمية لكافة الأطراف المستخدمة للتقارير المالية ومن أهم الأمور الجوهرية التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري، والمرتبطة بالقيمة السوقية للسهم الذي يتم تداوله في الأسواق المالية والذي يتغير قيمته باستمرار تبعاً للعديد من العوامل، فالقيمة السوقية للسهم والتي تنعكس على القيمة السوقية للشركة تعتبر وسيلة لترجيح نمو الشركة مستقبلاً، فتعظيم قيمة الأسهم يتبعه تعظيم قيمة الشركة السوقية (الشيخ صالح، 2014).

يتمثل الهدف الرئيسي لتحليل القوائم المالية في تحسين جودة القرارات الإدارية والاستثمارية، حيث تعتبر قائمة التدفقات النقدية من متطلبات الإفصاح الإلزامي من قبل الجهات المختصة لذلك كان لا بد من الاستفادة من مخرجات هذه القائمة للوصول إلى مؤشرات موجهة للقرارات الاستثمارية وبالتالي من المتوقع أن تنعكس على القيمة السوقية للشركات. وتأتي هذه الدراسة لفحص أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين.

**مشكلة البحث :** أن سعي إدارة الشركات إلى تعظيم القيمة السوقية لشركاتهم، يتطلب البحث عن كل العوامل التي من شأنها التأثير إيجاباً أو سلباً على هذه القيمة، ونتيجة لحالة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية الناشئة كبورصة فلسطين، قد تقوم الإدارة التنفيذية باستغلال كافة المعلومات التي بحوزتها عن الشركة والمتمثلة بالقوائم المالية لاتخاذ قرارات من شأنها التأثير على الأداء المالي للشركة وتعظيم قيمتها السوقية كهدف رئيسي للإدارة المالية. وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع أثر النسب المالية المشتقة من قائمتي الدخل والمركز المالي وكذلك بيانات الإفصاح المالي خاصة تلك المتعلقة بالحوكمة على القيمة السوقية للشركات ولكنها أغفلت أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية. وتوفر المعلومات المستندة إلى التدفق النقدي مزيداً من المعلومات المتعلقة بجودة السيولة والربحية والهيكل المالي للشركات مع البيانات المالية الأولية الأخرى. لذلك فإن استخدام مؤشرات قائمة التدفقات النقدية جنباً إلى جنب مع النسب المالية التقليدية سيساهم في تحليل أفضل للأوضاع المالية.

وحيث أن مؤشرات التدفقات النقدية ليست شائعة مثل النسب التقليدية فقد جاء هذه البحث للتعرف على أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. من خلال محاولة الإجابة على

التساؤل الرئيسي للبحث: ما أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

وينبثق من السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ما أثر نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 2- ما أثر نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 3- ما أثر نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 4- ما أثر نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 5- ما أثر نسبة التوزيعات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 6- ما أثر نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

**هدف البحث:** يهدف البحث إلى تبيان أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، والتي قد تؤثر إيجاباً في تعظيم القيمة السوقية لتلك الشركات. **أهمية البحث:** يستمد البحث أهميته من أهمية المشكلة التي يتناولها والتي تتمثل في تبيان أثر ست من مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك كما يلي:

**الأهمية العلمية:**

- تبرز الأهمية العلمية من اعتبار البحث الحالي حسب علم الباحث من أول الدراسات التي ربطت بين مؤشرات قائمة التدفقات النقدية بالتغير في القيمة السوقية للشركات في البيئة الفلسطينية.
- تبرز الأهمية العملية من تلبية حاجة كل الأطراف ذات العلاقة بالشركات الصناعية في البيئة الفلسطينية التي ترغب في بالاستفادة من هذه المؤشرات في تجويد القرارات الادارية والمالية لتعظيم قيمة الشركة السوقية، الأمر الذي قد يؤثر في القيمة السوقية لتلك الشركات والتي تمثل مؤشراً محورياً لنجاحها ونموها.

**فرضيات البحث:** لتحقيق اهداف البحث والإجابة على تساؤلاته، تم صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. وينبثق منها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
4. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

5. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التوزيعات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

6. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

#### الدراسات السابقة :

تناولت العديد من الدراسات موضوع قائمة التدفقات النقدية وأثرها على عدة نواحي. لذلك تم مراجعة العديد منها ذات الصلة بموضوع الدراسة، وحاول الباحث عرضها منهجياً، فبدأ بهدف الدراسة ومن ثم منهجيتها وانتهاءً بنتائجها. وفيما يلي أهم هذه الدراسات:

#### 1. (Al Zobi & Al Dhaimeh,2021)

**"The impact of cash flow statement components on stock volatility: Evidence from Qatar"**

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى قدرة مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على تفسير تقلبات أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة قطر، واستخدمت الدراسة البيانات المقطعية باستخدام برنامج E-views بالاعتماد على التقارير المنشورة لـ 44 شركة مدرجة في بورصة قطر (2013-2019)، وتوصلت الدراسة أن التدفقات النقدية تعطي معلومات مهمة للمستثمرين تنعكس في تحركات أسعار الأسهم مما يتسبب في حدوث تغيرات وتقلبات أكبر في عوائد الأسهم. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بقائمة التدفقات النقدية لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بشكل أفضل.

#### 2. (Joudeh, et. al., 2021)

**"The Effect of Using Accounting Measurement Bases (Cash and Accrual) on the Performance of the Industrial Companies Listed on Palestine Stock Exchange"**

هدفت الدراسة إلى قياس أداء الشركات الصناعية الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذجان أحدهما يعتمد على النسب المالية على أساس الاستحقاق والآخر يعتمد على أساس النسب المالية على أساس نقدي، استخدمت الدراسة المنهج الوصف التحليلي للتعرف على مشكلة الدراسة واختارت 13 شركة صناعية مدرجة في بورصة فلسطين واعتمدت على المعلومات التاريخية المنشورة من الفترة (2009-2018) واستخدم الباحث تحليل الانحدار الخطي لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وتوصلت الدراسة أن النموذج القائم على الاستحقاق كان له أداء أفضل في شرح العائد على الأصول. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالجانب النقدي للشركة حتى لا تتعرض الشركات لمشاكل العسر المالي الفني والحقيقي وبضرورة القيام بالمزيد من البحث المالي وغير المالي لبعض الشركات التي تعرضت لخسائر لسنوات متتالية لاكتشاف أسباب التراجع في أدائها للوصول إلى نقاط الخلل واقتراح الحلول الفعالة.

#### 3. (2020,Rahman, Sharma)

**"Cash flows and financial performance in the industrial sector of Saudi Arabia: With special reference to Insurance and Manufacturing Sectors"**

هدفت الدراسة إلى دراسة تأثير التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية على الأداء المالي لـ (5) شركات التأمين والشركات الصناعية في المملكة العربية السعودية. وتم الاعتماد في جمع البيانات على التقارير السنوية للشركات واستخدمت لحساب مختلف النسب المالية أسلوب الاحصاء الوصفي لقياس الارتباط والانحدار بين البيانات. وتوصلت الدراسة إلى أن التدفقات

النقدية التشغيلية لشركات التأمين والشركات الصناعية في المملكة العربية السعودية تؤثر ايجابا على أدائها المالي. وأوصت الدراسة بضرورة استخدام مقاييس أخرى لتقييم أداء الشركات المالي وضرورة اجراء الدراسات على عينة أكبر من الشركات.

#### 4. دراسة (ابراهيم، 2019) بعنوان: "اثر التدفقات النقدية على عوائد الأسهم دليل من بورصة عمان للأوراق المالية 2007

– 2017، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن"

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر التدفقات النقدية على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، تم قياس التدفقات النقدية من خلال أربع عناصر هي: التدفقات النقدية التشغيلية، والتدفقات النقدية الاستثمارية، والتدفقات النقدية التمويلية، والتدفقات النقدية الحرة وتم الاعتماد على متغيرات ضابطة مثل حجم الشركة، نمو الشركة، ونسبة المديونية. تكونت عينة الدراسة من (47) شركة صناعية خلال الفترة الواقعة ما بين (2007 – 2017)، وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية مثل الإحصاء الوصفي والسلاسل الزمنية. اظهرت النتائج بأنه يوجد أثر للتغير في الأنشطة النقدية من الأنشطة التشغيلية والتمويلية على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، بينما تبين أنه لا يوجد أثر للتغير في الأنشطة النقدية من الأنشطة الاستثمارية على عوائد الأسهم وأوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات الصناعية بعمل مقارنة ما بين القوائم المالية للسنوات القليلة الحالية مع السابقة، وربط ذلك في العائد على السهم في الشركة، مما يؤدي إلى رفع مستوى أداء الشركة.

#### 5. دراسة (سالم، 2019) بعنوان: "استخدام قائمة التدفقات النقدية المباشرة للتنبؤ بأرباح الشركات المساهمة في ضوء تطبيق

المعايير المحاسبية المصرية والدولية"

هدفت الدراسة إلى ايضاح مدى ملائمة استخدام قائمة التدفقات النقدية المباشرة للتنبؤ بأرباح الشركات المساهمة في ضوء تطبيق معايير المحاسبة المصرية والدولية. استخدمت الدراسة منهجية المقابلات وتوزيع استبانات على أفراد عينة الدراسة والتي تمثلت أساتذة المحاسبة بالجامعات المصرية، ومراجعي الحسابات والمحللين الماليين ومسؤولي الائتمان بالبنوك لجمع البيانات واستخدم أسلوب تحليل الانحدار analysis regression بواسطة حزمة البرامج الإحصائية SPSS وتوصلت الدراسة: أن قائمة التدفقات النقدية أداة جيدة لتوليد النقد والنقد المعادل وأن التدفقات النقدية المباشرة مؤشر جيد على ايضاح الرؤية المستقبلية ودرجة الربحية وأن التدفقات النقدية المباشرة يمكن لها التنبؤ بالأرباح المستقبلية متمثلة في التدفق النقدي المستقبلي والأرباح المستقبلية مما يساعد ذلك الأطراف ذات العلاقة في اتخاذ قراراتهم المالية والاستثمارية وكذلك تحديد رؤيتهم حول أنشطة الشركة المستقبلية. وأوصت الدراسة بضرورة تعميم الطريقة المباشرة للتدفقات النقدية على كافة الشركات المسجلة في البورصة المصرية وأن تكون قائمة التدفقات النقدية المباشرة الموحدة للشركة الأم تشتمل على نفس عناصر التدفق النقدي المباشر للشركات التابعة مع مراعاة الجوانب القانونية والظروف البيئية والاقتصادية لكل بلد.

#### 6. دراسة (البطاينة، عودة، 2018) بعنوان: "اثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية"

هدفت الدراسة إلى قياس أثر التدفقات النقدية من الأنشطة ( التشغيلية والاستثمارية والتمويلية) على القيمة السوقية للأسهم الشركات الصناعية وتم جمع البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية السنوية للشركات الصناعية الأردنية والمنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، وعددها (52) شركة خلال مدة الدراسة، للفترة ما بين (2007-2016). وتم استخدم المنهج الوصفي التحليلي لتحليل بيانات عينة الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج، أبرزها هنالك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من الأنشطة التشغيلية والأنشطة الاستثمارية على القيمة السوقية للشركات الصناعية. وفي ضوء هذه النتائج أوصت الدراسة بالاهتمام بموضوع التدفقات النقدية على أكثر من قطاع.

## 7. دراسة (لزهاوي، 2018) بعنوان: قياس أثر التغيرات في التدفقات النقدية على مستوى الاداء المالي في مؤسسات قطاع الصناعة "دراسة حالة لبعض المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2015"

هدفت الدراسة إلى قياس أثر التدفقات النقدية على مستوى الأداء المالي وذلك من خلال ايجاد العلاقة والأثر بين التدفقات النقدية والتشغيلية والنسب المشتقة منها (نسب الكفاية والكفاءة) مع الأداء المالي والذي تمثل بمؤشري الربحية والسيولة، استخدمت الدراسة الأسلوب الوصفي التحليلي وأسقطت الدراسة على 60 مؤسسة صناعية مساهمة في الجزائر خلال الفترة (2011-2015) واعتمدت على معطيات بانل عن طريق البرنامج الإحصائي (Eviews9). وتوصلت الدراسة إلى: وجود أثر متباين لصافي التدفقات النقدية التشغيلية وبعض نسب الكفاية والكفاءة على مؤشرات الربحية والسيولة ووجود أثر لكل من صافي التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم وحقوق الملكية والخصوم المتداولة على مؤشرات الربحية. وأوصت الدراسة بضرورة تركيز المحللون الماليون على أهمية وأثر الأداء النقدي لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية كونها أداة هامة لتقييم المؤسسات.

## 8. دراسة (الحسناوي، 2018): "المحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية ودوره في تقييم الأداء المالي"

هدفت الدراسة إلى ابراز أهمية التحليل المالي المعتمد على قائمة التدفقات النقدية ومقارنته مع التحليل المالي المعتمد على قائمتي الدخل والمركز المالي ومدى اسهام هذا لتحليل في توفير رؤية واضحة للمستفيدين من أداء الشركات. واعتمدت الدراسة على البيانات المالية التي تم الحصول عليها من التقارير السنوية لعينة الدراسة والتي شملت 6 شركات عراقية من القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق النقدية لمدة 6 سنوات من (2010-2016) وقد طبقت الدراسة التحليل المالي بأسلوب النسب المالية على القوائم المالية باستخدام برنامج Minitab وتوصلت الدراسة أن التحليل المالي للقوائم المالية أظهر أن قيم تسب المالية المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية أقل في قيمتها من قيم النسب المالية المستخرجة من قائمتي الدخل والمركز المالي للشركات عينة الدراسة والسبب هو الاعتماد على الأساس النقدي في إعداد قائمة التدفقات النقدية التي تظهر نتائج حقيقية وأكثر دقة. وأوصت الدراسة بضرورة تفعيل المعايير المحاسبية الدولية والقواعد المحاسبية العراقية المتعلقة بالزام الوحدات الاقتصادية بإعداد قائمة التدفقات النقدية لما للمعلومات التي تقدمها من أثر في ترشيد قرارات المستفيد.

### التعليق على الدراسات السابقة: من استقراء الدراسات السابقة اتضح ما يلي:

1. الدراسة هي من الدراسات القلائل التي تناولت أثر كفاية وكفاءة السيولة النقدية من خلال المؤشرات المالية المستخلصة من قائمة التدفقات النقدية وقد اعتمدت على ست مؤشرات مالية (ثلاثة منها تقيس الكفاءة وثلاثة أخرى تقيس الكفاية)، وهي بذلك تتوافق مع دراسة (لزهاوي، 2018).
2. تباينت الدراسات السابقة حول مؤشرات التدفقات النقدية، فمنها الذي اعتمد على مؤشرات الكفاية والكفاءة مثل (لزهاوي، 2018، الحسناوي، 2018)، بينما اعتمد البقية على قيم التدفقات النقدية (التشغيلية والتمويلية والاستثمارية) كمؤشرات للتدفقات النقدية.
3. تباينت نتائج الدراسات السابقة، فمنها الذي توصل إلى وجود أثر إيجابي لمؤشرات قائمة التدفقات النقدية على الأداء المالي، كدراسة (سالم، 2019، لزهاوي، 2018، Rahman, 2020, ALZobi and ALDhaimh, 2021). ودراسات أخرى توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات قائمة التدفقات النقدية والأداء المالي كدراسة (الحسناوي، 2018، Joudeh, et. al., 2021).
4. على حد علم الباحثان فإن الدراسة الحالية هي الأولى التي تربط مؤشرات قائمة التدفقات النقدية المتمثلة بنسب الكفاية والكفاءة بالتغير في القيمة السوقية للشركات، وكذلك الأولى التي تتناول تحليل نسب قائمة التدفقات النقدية في البيئة الفلسطينية.

## الإطار النظري للدراسة

**القيمة السوقية للشركات:** أرتبط مفهوم القيمة السوقية بهدف الإدارة الاستراتيجي والمتمثل في تعظيم ثروة المساهمين أو تعظيم القيمة السوقية للشركة، وذلك من خلال التركيز على زيادة سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية، والذي يرتبط طردياً مع القيمة السوقية للشركة. إلا أن سعر السهم الواحد لا يبين مقدار ما تساويه الشركة ككل، فقد يكون سعر سهم إحدى الشركات منخفضاً بينما قيمتها فعلياً أكبر من شركة أخرى تكون قيمة أسهمها مرتفعة، وذلك إذا كان عدد أسهم الشركة الأولى أكبر من الثانية (أبو زر، 2016).

حيث عرفت (الحيلن، 2016) القيمة السوقية للشركة بأنها "مجموع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية في متوسط أسعار اغلاقها في نهاية الفترة، وبذلك تمثل مؤشراً هاماً لقياس كفاءة السوق وتطور نموه". كما عرفها (المواس، 2017) بأنها "القيمة النظرية للأسهم المععلن عنها أثناء جلسة البورصة، وتم تسجيلها ضمن جداول بعد الجلسة المنعقدة، وفي ظل السوق الكفاء تتساوى مع قيمتها الحقيقية". كما عرفها (Suffah and Riduwan, 2016) بأنها "تصور المستثمرين المرتقبين عن الشركة، والتي غالباً ما ترتبط بأسعار إغلاق أسهم تلك الشركة".

**قائمة التدفقات النقدية:** هي سجل مالي يلخص المتحصلات والمدفوعات النقدية خلال فترة زمنية محددة وهي تساهم في إيضاح صحة الوضع المالي للشركة وقدرة الشركة على توليد تدفق نقدي يساهم في الوفاء بالالتزامات وهي تعكس كفاءة إدارة النقدية بالشركة وكفاية هذه النقدية لتمويل احتياجات الشركة، وهي إحدى القوائم المالية المطلوب الإفصاح عنها إلزامياً من قبل الجهات المختصة، وتوفر هذه القائمة معلومات حول الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

**الاعتبارات الواجب مراعاتها عند التحليل المالي لقائمة التدفقات النقدية:** عند تحليل قائمة التدفقات النقدية يتوجب أخذ مجموعة من العوامل بعين الاعتبار يمكن أن تؤثر على حجم وطبيعة التدفقات النقدية للمشروع، فمثلاً المؤسسات التي تتمتع بالاستقرار ووصلت إلى مرحلة النضج يجب أن تزيد تدفقاتها النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية عن التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة التشغيلية، وبالتالي تستطيع تمويل احتياجاتها النقدية للأنشطة الاستثمارية والتمويلية، أما المؤسسات التي لا تزال في مرحلة النمو فإنها تعاني من تدفقات نقدية سالبة من الأنشطة التشغيلية، وبالتالي تعتمد على التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية لتمويل احتياجاتها النقدية للأنشطة التشغيلية والاستثمارية (مطر، 2006).

العلاقات المالية للتوازن من خلال التغير في الخزينة خلال الفترة لكي تتمكن المؤسسة من توظيف كامل للأموال بشكل عقلاني وبأكبر فعالية ممكنة عليها المحافظة على مستوى سيولة يقارب الصفر، ومنه فإن التغير الإجمالي في الخزينة سيؤول وفي فترة معينة إلى الصفر، لأن الخزينة المثلى هي التي تقترب من الصفر، حيث أن (لزاهري، 2018):

$$\text{صافي التدفق النقدي} = \text{التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية} + \text{التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية} + \text{التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية}$$

أو = رصيد النقدية في نهاية الفترة - رصيد النقدية في بداية الفترة

يمكن ان يكون المحلل المالي أمام الحالات التالية (شونوف، 2012):

إذا كان صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيلية أكبر من صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمارية فإن المؤسسة قادرة على تمويل استثماراتها بواسطة أنشطة التشغيلية، في هذه الحالة يجب على المؤسسة عدم القيام بطلب رؤوس أموال خارجية جديدة لأنها قادرة على تسديد ديونها ؛

إذا كان صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية يساوي صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمارية فإن المؤسسة قادرة على تمويل استثماراتها بواسطة أنشطة التشغيلية، لكن تكون المؤسسة عديمة المناعة المالية أي أنها غير قادرة على تسديد ديونها ؛

إذا كان صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية أقل من صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، فإن المؤسسة ليست في مستوى يؤهلها لتمويل استثماراتها عن طريق تدفقاتها التشغيلية، وهي حالة عدم المناعة المالية، وهنا يجب أن تبحث عن مصادر تمويل خارجية كالقروض أو تزيد رأس المال الخاص بها.

### الجدول رقم (1): نسب الكفاية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية

المقياس	النسب المالية	التعليق
نسب الكفاية	مؤشر تغطية النقدية = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية اجمالي المطلوبات	توضح هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بالالتزامات الضرورية، وكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بهذه الاحتياجات
	نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون = التوزيعات النقدية صافي الربح بعد الفوائد والضرائب	توضح هذه النسبة السياسة التي تنتهجها الإدارة في توزيع الأرباح
	نسبة التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية إلى التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التمويلية = التدفقات النقدية الداخلة للأنشطة التمويلية اجمالي المطلوبات المتداولة	توضح هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بالالتزامات المتداولة، وكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بهذه الاحتياجات

المصدر: (شعيب، 2012؛ الخولي، الجندي، 2021)

### الجدول رقم (2): نسب الكفاءة المشتقة من قائمة التدفقات النقدية

المقياس	النسب المالية	التعليق
نسب الكفاءة	نسبة النقدية التشغيلية = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية حقوق الملكية	توضح هذه النسبة مدى قدرة أموال الملاك في المؤسسة على توليد تدفق نقدي تشغيلي.
	نسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية الى المبيعات = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية المبيعات	تعتبر المبيعات النقدية مصدرا أساسيا للتدفقات النقدية الواردة للمؤسسة، والحصول على مؤشر عال لهذه النسبة يثبت كفاءة سياسة الانتماء المتبعة من قبل المؤسسة في تحصيل النقدية من زبائنها.
	نسبة العائد على الأصول من التدفق النقدي التشغيلي = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية اجمالي الاصول	توضح هذه النسبة مدى قدرة موجودات المؤسسة من توليد تدفق نقدي تشغيلي.

المصدر: (عبد الرحمن، 2020؛ كافي، 2016)

**حدود البحث:**

**الحد الموضوعي:** يركز هذا البحث على ست من مؤشرات الكفاءة والكفاية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وهي موضحة بالجدولين أعلاه، وذلك لتناولها في معظم الدراسات السابقة، باعتبارها أهم المؤشرات وأكثرها تأثيراً على المتغير التابع والخاص بالبحث (التغير في القيمة السوقية للشركة).

**الحد المكاني:** أجري هذه البحث على شركات القطاع الصناعي والمدرجة ببورصة فلسطين، بسبب كبر عدد شركات القطاع بالمقارنة مع القطاعات الأخرى المدرجة في البورصة الفلسطينية وبسبب تجانس هذه الشركات.

**الحد الزمني:** يقتصر تطبيق هذا البحث على التقارير السنوية المنشورة للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين لفترة الزمنية والتي تمتد من بداية 2015 وحتى نهاية عام 2020 (ست سنوات). وتم اختيار بداية الفترة من العام (2015) حيث أن هذه الفترة شهدت ثباتاً في عدد الشركات المدرجة، وخلالها لم تخرج أو تضاف أي شركات جديدة للسوق. وتم اختيار نهاية الفترة العام (2020) لأنها تمثل أحدث مصدر تمكن الباحث من الحصول على بياناته حتى تاريخ أعداد البحث.

**الدراسة التطبيقية**

1. **مجتمع وعينة البحث:** يتمثل مجتمع وعينة البحث من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الزمنية 2015 – 2020 وعددها (13) شركة صناعية، واختيار عينة البحث تم وضع مجموعة محددات تمثلت في: توافر التقارير السنوية للشركات الصناعية خلال تلك الفترة، وأن تشمل على جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات البحث. يتكون مجتمع البحث من (78) مشاهدة تمثل حاصل ضرب عدد شركات القطاع الصناعي (13) \* عدد سنوات الدراسة (6). وبهذا تمثلت عينة البحث بعد استبعاد البيانات المفقودة من مجتمع البحث (50) مشاهدة.

2. **منهج البحث وطرق جمع البيانات:** اعتمد البحث الحالي على منهج التحليل القياسي الكمي، حيث تم جمع كافة البيانات اللازمة والخاصة بمتغيرات البحث من التقارير السنوية لشركات العينة، وتم الحصول على بيانات تلك التقارير السنوية من خلال موقع بورصة فلسطين. تم استخدام البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، حيث أنها تجمع بين بيانات الشركة الواحدة (Cross-Section)، ولفترة زمنية محددة (Time Series). وتم استخدام برنامج (E-Views12) الإحصائي لتحليل البيانات واختبار فرضيات البحث.

3. **متغيرات البحث وأسلوب قياسها:**

4. **المتغير التابع (التغير في القيمة السوقية للشركات):** تم قياس القيمة السوقية عن طريق ضرب أسعار أغلاق الأسهم بعدد الأسهم المكتتب بها في تاريخ نشر التقارير المالية (عبيد، 2017؛ الصرايرة، 2015؛ الشرقطي، 2015؛ Kohli & Saha, 2008). ومن ثم تطبيق المعادلة التالية للحصول على نسبة التغير في القيمة السوقية للشركات:

$$\text{[القيمة السوقية لسنة المقارنة - القيمة السوقية لسنة الأساس]} / \text{القيمة السوقية لسنة الأساس} * 100\%$$

**المتغيرات المستقلة (النسب المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية) (لزهراري، 2018):**

■ أولاً نسب الكفاءة:

1. نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات.

2. نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية.

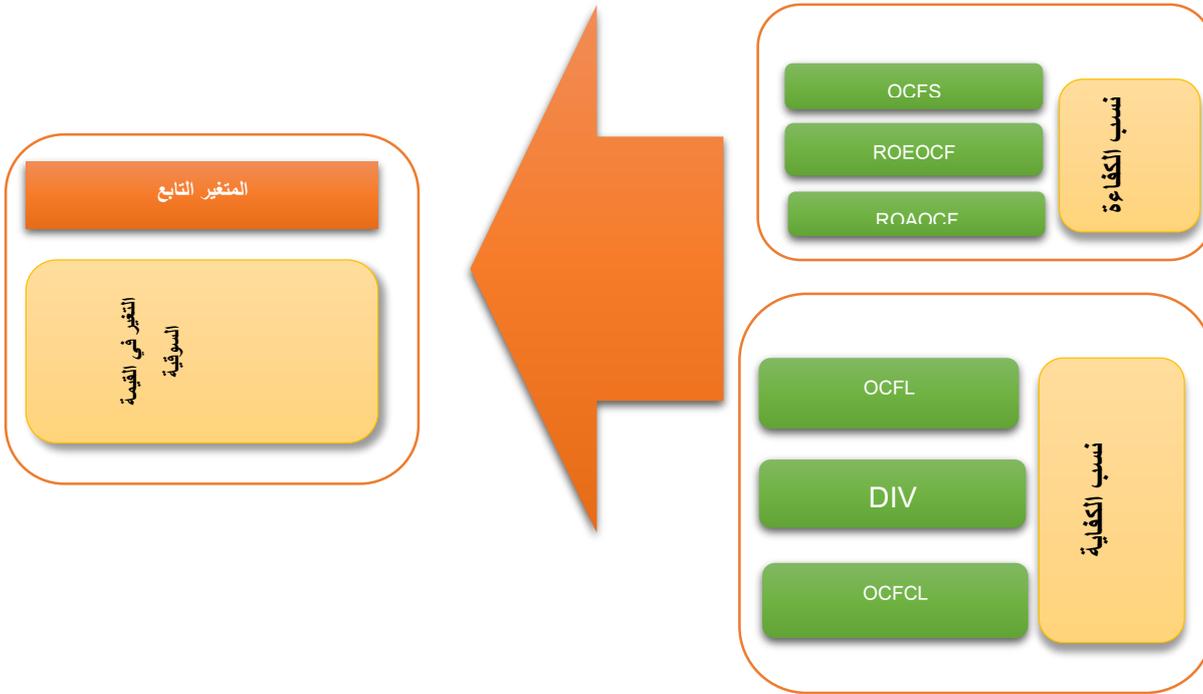
3. نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية.

■ ثانياً نسب الكفاية:

1. نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات.

2. نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون.

3. نسبة التوزيعات النقدية.  
 4. نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة.  
 5. أنموذج البحث:  
 يوضح الشكل رقم (1) العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة:



الشكل رقم (1)، أنموذج البحث، من أعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة

بناءً على مشكلة البحث، واختبار الفرضية الرئيسية للبحث، تم صياغة النموذج القياسي الآتي:

$$\Delta MV = \beta_0 + \beta_1(OCFS) + \beta_2(ROEOCF) + \beta_3(ROAOCF) + \beta_4(OCFL) + \beta_5(DIV) + \beta_6(OCFCL) + \varepsilon$$

حيث أن:

$\Delta MV$ : يعبر عن التغير في القيمة السوقية للشركات.

OCFS: نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات.

ROEOCF: نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية.

ROAOCF: نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية.

OCFL: نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات.

DIV: نسبة التوزيعات النقدية.

OCFCL: نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة.

$\beta_0$ : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.

$\beta_1 - \beta_6$ : معاملات الانحدار لآليات حوكمة الشركات.

$\varepsilon$ : الخطأ العشوائي.

6. تحليل بيانات البحث: اعتمد تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على أربع مراحل، بدأت بوصف لبيانات الدراسة، ومن ثم التحقق من ملاءمة نموذج الدراسة، ومن ثم تقدير نموذج الدراسة، وانتهاءً باختبار فرضياتها، وفيما يلي تحليل لهذه المراحل:

### التحليل الوصفي لمتغيرات البحث:

بالاعتماد على بيانات الشركات الصناعية للفترة (2015-2020) وعددها (13) شركة، يعرض الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	المقياس	المتوسط الحسابي	القيمة العليا	القيمة الدنيا	الانحراف المعياري
التغير في القيمة السوقية للشركات $\Delta MV$		0.08	1.73	-0.23	0.27
نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات OCFS		0.22	3.29	-0.87	0.63
نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية ROEOCF		0.05	0.39	-0.21	0.10
نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ROAOCF		0.03	0.16	-0.15	0.06
نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات OCFL		0.01	8.54	-4.38	1.88
نسبة التوزيعات النقدية DIV		0.26	2.11	-0.83	0.49
نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة OCFL		1.26	42.22	-72.65	15.94

يعرض الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وعلى النحو التالي:

(1) التغير في القيمة السوقية للشركات  $\Delta MV$ : يلاحظ أن معدل التغير في القيمة السوقية للشركات قد بلغ (8%) وانحراف معياري (27%)، مما يشير إلى أن التغير في القيمة السوقية للشركات لعينة الدراسة كان موجباً، وهو ما يمكن تفسيره بوجود نمو في القيمة السوقية للشركات الصناعية. وقد كانت أعلى نسبة نمو في الدراسة الحالية بمعدل (173%) لشركة سجائر القدس، وأعلى نسبة انخفاض بمعدل (-23%) لشركة مطاحن القمح الذهبي، مما يدل على تباين الأداء المالي للشركات عينة الدراسة.

(2) نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات OCFS: يلاحظ أن معدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات قد بلغ (22%) وانحراف معياري (63%)، وبلغت أعلى نسبة (329%) لشركة فلسطين للدائن، وأدنى نسبة (-87%) لمصانع الزيوت النباتية، مما يشير إلى قدرة المبيعات على توليد التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الصناعية.

(3) نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية ROEOCF: يلاحظ أن معدل العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية قد بلغ (5%) وانحراف معياري (10%)، وبلغت أعلى قيمة (39%) لشركة فلسطين للدائن، وأدنى قيمة (-21%) لشركة العربية لصناعة الدهانات مما يشير إلى انخفاض كفاءة إدارة أموال الملاك من قبل الإدارات التنفيذية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين.

(4) نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ROAOCF: يلاحظ أن معدل العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية قد بلغ (3%) وانحراف معياري (6%)، وبلغت أعلى نسبة (16%) لشركة العربية لصناعة الدهانات، وأدنى نسبة (-15%) لشركة مطاحن القمح الذهبي، مما يشير إلى انخفاض كفاءة إدارة الأصول من قبل الإدارات التنفيذية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين.

5) نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات OCFL: يلاحظ أن معدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات قد بلغ (1%) وبتحرف معياري (188%)، وبلغت أعلى نسبة (854%) للشركة الوطنية لصناعة الكرتون وأدنى نسبة (-438%) لنفس الشركة، مما يشير إلى عدم كفاية السيولة النقدية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، ومما قد يعرضها لمخاطر العسر المالي الفني والحقيقي، حيث أن متوسط قدرة الشركات على سداد المطلوبات من التدفقات النقدية التشغيلية قريبة جداً من الصفر.

6) نسبة التوزيعات النقدية DIV: يلاحظ أن معدل التوزيعات النقدية قد بلغ (26%) وبتحرف معياري (49%)، وبلغت أعلى نسبة (211%) لشركة بيزيت للأدوية، وأدنى نسبة كانت 0% للعديد من الشركات على فترات متباعدة وأعلى نسبة توزيع في أوقات الخسارة كانت (-83%) لمصانع الزيوت النباتية، مما يشير إلى حرص الإدارة التنفيذية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، على توزيع الأرباح النقدية للمساهمين، فنلاحظ أن الشركات الصناعية ببورصة فلسطين ألتزمت بتوزيع أرباح نقدية حتى في حالة الخسارة كما في حالة مصانع الزيوت النباتية، وذلك لقناعتها بتأثير التوزيعات النقدية على القرارات الاستثمارية للمساهمين والمضاربين، بما يعكس على القيمة السوقية لتلك الشركات.

7) نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة OCFCL: يلاحظ أن معدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات قد بلغ (126%) وبتحرف معياري (1594%)، وبلغت أعلى نسبة (4222%) لشركة مطاحن الذهبي، وأدنى نسبة (-7265%) لشركة سجائر القدس، مما يشير إلى وجود تذبذب كبير في التدفقات النقدية مقارنة بإجمالي المطلوبات المتداولة.

#### اختبار ملائمة النموذج:

##### أ. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test):

بالاعتماد على نظرية النهاية المركزية Central Limit Theory، والتي تنص على أنه من الممكن افتراض تحقق شرط التوزيع الطبيعي للعينات الكبيرة ( $n > 30$ )، وبما أن عينة البحث تزيد عن (30) مشاهدة، فإننا نستطيع افتراض التوزيع الطبيعي للبيانات بصرف النظر عن توزيع المجتمع الأصلي (Gujarati, 2004).

##### ب. اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Test):

تم فحص التداخل الخطي المتعدد بالاعتماد على معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor-VIF)، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (3) اختبار الارتباط الخطي المتعدد

VIF	المتغيرات المستقلة
2.23	نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات OCFS
2.78	نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية ROEOCF
2.75	نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ROAOCF
1.40	نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات OCFL
3.66	نسبة التوزيعات النقدية DIV
2.11	نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة OCFCL

يتضح من الجدول رقم (3) أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة المستقلة، أكبر من العدد (1)، وأقل من العدد (10) (عرفة وعبدالحكيم، 2015؛ نصر، 2019). هذا يعني خلو البيانات من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

#### ت. اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test):

يتم التأكد من خلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي، بإجراء اختبار (Durbin-Watson). ويعتمد هذا الاختبار على مقارنة قيمة (DW) الناتجة من نموذج الانحدار المتعدد، مع قيم (dl;du) الجدولية لعينة حجمها (n) وعدد متغيراتها (k). حيث يتم رفض وجود مشكلة الارتباط الذاتي إذا كانت قيمة DW تقع في المجال (du;4-du) (العمرى، 2013؛ المعاينة، 2021).

كانت قيمة (DW) المحسوبة = (2.258). ومن جدول القيم الحرجة لاختبار (DW) عند (k=6) و (n=50)، كانت القيم الحرجة (dl=1.123) و (du=1.639). مما يعني غياب مشكلة الارتباط الذاتي، لأنه قيمة DW تقع في المجال (1.680;2.361).

#### تقدير نموذج الدراسة:

لكون بيانات الدراسة من البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، هناك عدة نماذج خاصة بها، ينبغي الاختيار فيما بينها لتقدير النموذج الملائم لفرضية الدراسة الرئيسية، وذلك كما يلي:

(a) نموذج الانحدار المشترك أو التجميعي (Pooled Regression Model).

(b) نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model).

(c) نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model).

ولتحديد أي من هذه النماذج يتم اختياره واستخدامه في التحليل، سيتم استخدام اختبار (Lagrange Multiplier (Breusch-Pagan) من أجل الاختيار بين نموذج الانحدار المشترك ونموذج الآثار العشوائية. كما سيتم استخدام اختبار (Hausman Test) في حالة معنوية اختبار (Breusch-Pagan)، من أجل الاختيار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة (الصعوب، 2020). وكانت النتائج على النحو التالي:

جدول رقم (4) اختبار النموذج الملائم لفرضية الدراسة الرئيسية

Hausman Test		Lagrange Multiplier (Breusch-Pagan)	
Sig	Chi <sup>2</sup>	Sig	Chi <sup>2</sup>
-	-	0.251	1.317

تشير نتائج اختبار (Breusch-Pagan)، أن نموذج الانحدار المشترك يعتبر الملائم في تقدير نموذج الدراسة للفرضية الرئيسية، حيث كانت قيمة (Chi<sup>2</sup>) غير معنوية وكانت بمستوى دلالة أكبر من (0.05). ولذلك لا داعي لإجراء اختبار (Hausman Test).

#### اختبار فرضيات الدراسة:

لتحديد أي من مؤشرات قائمة التدفقات النقدية (نسب الكفاءة، نسب الكفاية)، لها أثر على التغير في القيمة السوقية للشركات، تم عرض نتائج اختبار الفرضية الرئيسية، حيث يعرض الجدول رقم (5) نتيجة اختبار الانحدار المتعدد وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (Panel Least Squares)، وذلك على النحو التالي:

## جدول رقم (5) اختبار نموذج الدراسة بالاعتماد على نموذج الانحدار المشترك

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	الدلالة الإحصائية. Sig
التغير في القيمة السوقية للشركات $\Delta MV$	نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات OCFS	0.258	3.061	0.004
	نسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية ROEOCF	-5.336	-2.911	0.006
	نسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ROAOCF	7.215	2.097	0.042
	نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات OCFL	0.009	0.364	0.717
	نسبة التوزيعات النقدية DIV	-0.186	-1.052	0.299
	نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة OCFL	0.006	2.400	0.021
	ثابت الانحدار	0.028	0.608	0.547
معامل التحديد $R^2$		0.242		
معامل التصحيح $Adj R^2$		0.136		
قيمة F المحسوبة		2.291		
مستوى الدلالة الإحصائية. Sig		0.05		
Durbin-Watson stat		2.258		

## نتائج اختبار الفرضية الرئيسية:

تنص الفرضية على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

نلاحظ من الجدول (5)، أن أثر المتغيرات المستقلة على التغير في القيمة السوقية كان أثراً معنوياً، حيث بلغت قيمة ( $F=2.291$ ) وبمستوى دلالة ( $Prob=0.05$ )، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الرئيسي، وعليه يمكن القول انه يوجد أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية لمؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين. كما بلغت قيمة معامل التصحيح ( $Adj R^2=0.136$ ) حيث تفسر هذه المتغيرات المستقلة ما نسبته (13.6%) من التغير الحاصل في المتغير التابع (التغير في القيمة السوقية للشركات)، والمتم لهذه النسبة تعني ان هناك متغيرات لم يتم اخذها في الدراسة تفسر ما نسبته (86.4%).

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى: تنص الفرضية على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات OCFS على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (0.258) وبمستوى دلالة (0.04) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات OCFS على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الفرعي الأول. ويعزو الباحثان هذه النتيجة، لارتباط المبيعات الوثيق بالأنشطة التشغيلية، حيث أن تحسن في كفاءة إدارة المبيعات ينعكس إيجاباً على ثقة المستثمرين وبالتالي يؤثر إيجاباً سعر سهم الشركة وقيمتها السوقية.

**نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية:** والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية ROEOCF على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (-5.336) وبمستوى دلالة (0.006) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود تأثير سلبي معنوي لنسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية ROEOCF على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، ما يثبت عدم صحة الفرض الفرعي الثاني، وبما يعني أن ارتفاع العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية يخفض من القيمة السوقية للشركات الصناعية، ويعزو الباحثان هذه النتيجة إلى أن غالبية تلك الشركات تعتمد على أنشطتها الاستثمارية أكثر من التشغيلية. وتتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (لزهارى، 2018).

**نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:** والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ROAOCF على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (7.215) وبمستوى دلالة (0.042) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لنسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ROAOCF على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الفرعي الثالث. ويعزو الباحثان هذه النتيجة، لارتباط إدارة أصول الشركة بكفاءة عملياتها التشغيلية، بما يعكس صورة ذهنية إيجابية لدى المساهمين الحاليين والمستثمرين المرتقبين تؤثر إيجاباً على القيمة للشركات.

**نتائج اختبار الفرضية الفرعية الرابعة:** والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات OCFL على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (0.009) وبمستوى دلالة (0.717) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود عدم تأثير معنوي لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات OCFL على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، وهو ما يثبت صحة الفرض الفرعي الرابع. ويعزو الباحثان هذه النتيجة، إلى أن إجمالي المطلوبات يتضمن مطلوبات طويلة الأجل تعتبر أقل أهمية من المتداولة بالنسبة للمستثمرين عند الحديث عن جودة أو كفاية السيولة في الشركة وبالتالي لم تكن مؤثرة على القرار الاستثماري والذي بدوره لم يؤثر على القيمة السوقية للشركات.

**نتائج اختبار الفرضية الفرعية الخامسة:** والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التوزيعات النقدية DIV على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (-0.186) وبمستوى دلالة (0.299) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود عدم تأثير معنوي لنسبة التوزيعات النقدية DIV على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، وهو ما يثبت صحة الفرض الفرعي الخامس. ويعزو الباحثان هذه النتيجة، إلى توافق هذه النتيجة مع نتائج التحليل الوصفي لمتغير التوزيعات النقدية والتي أشارت أن الشركات الصناعية تقوم بتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين سواء في أوقات الربح أو الخسارة، بما يفقد التوزيعات النقدية تأثيرها على القرارات الاستثمارية نظراً لعدم ارتباطها بالأداء المالي وبالتالي لا تتعكس على قيمتها السوقية.

**نتائج اختبار الفرضية الفرعية السادسة:** والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة OCFCL على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين".

أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (0.006) وبمستوى دلالة (0.021) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى تأثير إيجابي معنوي لنسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة OCFCL على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الفرعي السادس. وتتسم هذه النتيجة مع

نتيجة الفرضية الرابعة. والتي توصلت إلى أن القرار الاستثماري المتعلق بجودة السيولة النقدية يركز على قدرة التدفقات النقدية التشغيلية على تغطية المطلوبات المتداولة.

وبهذا يمكن التوصل إلى النموذج القياسي الذي يمثل نتائج الفرضية الرئيسية، على النحو التالي:

$$d(\Delta MV) = \beta_0 + 0.258*d(OCFS) - 5.336*d(ROEOCF) + 0.009*d(OCFL) + 7.215d(ROAOCF) + 0.006*d(OCFCL) - 0.186*d(DIV) + \varepsilon$$

### النتائج والتوصيات :

#### أولاً- النتائج:

يتمثل أهم نتائج البحث على النحو التالي:

1. حققت الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين نمواً في الفترة (2015-2020).
2. تتميز سيولة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين بالكفاءة.
3. تتميز سيولة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين بالكفاية النسبية.
4. أن نموذج أثر مؤشرات قائمة التدفقات النقدية على التغير في القيمة السوقية دال إحصائياً.
5. يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكلاً من (نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات ونسبة العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات المتداولة) على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
6. يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
7. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية (نسبة التوزيعات النقدية ونسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي المطلوبات) على التغير في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

#### ثانياً- التوصيات:

في ضوء نتائج البحث يوصي الباحثان بما يلي:

1. أهمية تحليل بيانات ومؤشرات قائمة التدفقات النقدية لتجويد القرارات الإدارية والاستثمارية.
2. التأكيد على إدارة الشركات بالتحقق من مدى كفاءة وكفاية التدفقات النقدية لما لها من أثر على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وعدم الاكتفاء بمؤشرات السيولة والربحية المشتقة من قائمتي المركز المالي والدخل.
3. تدريب العاملين في مجالات التحليل المالي على تحليل المؤشرات المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية.
4. إجراء المزيد من الدراسات بالتطبيق على قطاعات أخرى، أو استخدام مؤشرات أخرى من قائمة التدفقات النقدية، مثل مؤشرات النقد الحر وتقييم السياسة المالية.

## المصادر والمراجع

## أولاً- المراجع العربية:

- العبيدي، علي قاسم والمعموري، جاسم عيدان، علي كريم الخفاجي. (2010). أثر عملية خفض كلفة المزيج التسويقي في تقويم أداء منظمات الأعمال - دراسة تطبيقية في شركة بغداد للمشروبات الغازية، *مجلة جامعة بابل - العلوم الانسانية - العراق*، 18(02)، 439-407.
- لزهاربي، زواويد. (2018). قياس أثر التغيرات في التدفقات النقدية على مستوى الأداء المالي في مؤسسات قطاع الصناعة - دراسة حالة لبعض المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2015، *رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية* 51-58.
- الصعوب، خالد جمال الدين. (2020). أثر استخدام القيمة العادلة على جودة الأرباح في ظل خصائص مجلس الإدارة - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة جرش*، 62-63.
- بومعة، أميرة إخلاص. (2021). تقييم الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام قائمة التدفقات النقدية - دراسة حالة مؤسسة الغرف الصحراوية، *رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر*.
- البصول، عمر فتحي. (2018). أثر مؤشرات الربحية على سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة اربد الأهلية*، 2.
- الشيخ صالح، إيمان توفيق. (2014). أثر تطبيق مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المساهمة الأردنية، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية*، 2.
- عودة، أحمد حسام والبطينة، رأفت. (2018). أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية، *مجلة جامعة عمان العربية للبحوث - سلسلة البحوث الإدارية - الأردن*، 3(01)، 299-313.
- إبراهيم، هناء حسن. (2019). أثر التدفقات النقدية على عوائد الأسهم: دليل من بورصة عمان للأوراق المالية 2007-2017، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك*، 1-84.
- سالم، سليمان سالم. (2019). استخدام قائمة التدفقات النقدية المباشرة للتنبؤ بأرباح الشركات المساهمة في ضوء تطبيق المعايير المحاسبية المصرية والدولية، *مجلة البحوث المالية والتجارية - كلية التجارة - جامعة بورسعيد - مصر*، 2، 112-133.
- الحسناوي، دعاء كريم كاظم. (2018). المحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية ودوره في تقويم الأداء المالي - دراسة مقارنة بين قائمة التدفقات النقدية وقائمتي الدخل والمركز المالي بالتطبيق على عينة من الشركات الصناعية العراقية، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء*، 1-195.
- أبو زر، عمران إسحق. (2016). أثر استخدام نظم المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للشركات الأردنية، *رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الاسلامية*، 41.
- الحيلان، رزان محمود. (2016). أثر احتجاز الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، *رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت*، 28.
- شونف، شعيب. (2012). التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 196-197.
- عبد الرحمن، أمجد حسن. (2020). دراسة تأثير علاقة النسب المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية على مؤشرات الأداء المالي: (معدل دوران رأس المال العامل ورياح التشغيل وريحية السهم والقيمة السوقية للسهم ومعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية) - دراسة تطبيقية على شركات المقاولات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة الفكر المحاسبي - كلية التجارة - جامعة عين شمس - مصر*، 24(3)، 12-15.
- عبيد، إيمان محمد. (2017). أثر التحفظ المحاسبي في التقارير المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء*، 33.
- كافي، ياسمين. (2016). دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة المطاحن الواحات - تقرت - للفترة (2011-2015)، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة*، 9-10.
- الصريرة، حنان عبدالسلام. (2015). سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية على القطاع الصناعي الأردني، *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة مؤتة*، 48.
- الشرقطلي، هدى محمد. (2015). أثر التحفظ المحاسبي وعدم تماثل المعلومات على جودة الأرباح المحاسبية وقيمة الشركة السوقية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان عن الفترة (2006-2013)، *رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية المال والاعمال، جامعة العلوم الإسلامية العالمية*، 88.
- عرفة، نصر وعبدالحكيم، مجدي. (2015). أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري - دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة. *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية - كلية التجارة - جامعة بني سويف - مصر*، 3(1).

- الخولي، اسامة والجندي، خالد. (2021). دور مؤشرات التدفقات النقدية في تقدير الملاءة المالية بشركات التأمين المصرية: دراسة تطبيقية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة - كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ - مصر*، 7(11)، 168-169.
- نصر، سناء يوسف. (2019). أثر القيمة المضافة لنظم المعلومات المحاسبية على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية - فلسطين*، 1(28)، 145.
- المعاينة، عصام خالد. (2021). تقييم سياسة الاشتغال المالي في المملكة الأردنية الهاشمية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة مؤتة، 56.
- العمرى، الحاج. (2013). دراسة قياسية لأثر تكنولوجيات المعلومات والاتصال على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر (1995-2009)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 128.
- مطر، محمد. (2006). *الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)*، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 1-458.

### ثانياً- المراجع الأجنبية:

- Aboagye-Otchere, F., Bedi, I., & Kwakye, T. O. (2012). Corporate governance and disclosure practices of Ghanaian listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2(2), 140-141.
- Mo'taz Kamel Al Zobi Jordan, O., & Al-Dhaimesh, H. (2021). THE IMPACT OF CASH FLOW STATEMENT COMPONENTS ON STOCKS VOLATILITY: EVIDENCE FROM QATAR, *Investment Management and Financial Innovations*, 18(2), 365-373.
- Joudeh, O. A. A., Barakat, F. S., & Mahmoud, O. A. (2021). The Effect of Using Accounting Measurement Bases (Cash and Accrual) on the Performance of the Industrial Companies Listed on Palestine Stock Exchange. *International Journal of Financial Research*, 12(3), 393-406.
- Rahman, A., & Sharma, R. B. (2020). Cash flows and financial performance in the industrial sector of Saudi Arabia: With special reference to Insurance and Manufacturing Sectors. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(4), 76-84.
- Suffah, R., & Riduwan, A. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 5(2).
- Kohli, N., & Saha, G. C. (2008). Corporate governance and valuations: Evidence from selected Indian companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 5(3), 236-251.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. (4<sup>th</sup>), New York: McGraw-Hill Companies, 109.