



تحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بعوائد الأسهم من منظور محاسبي - دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المسجلة بالبورصة المصرية

د/ نعمه حرب مشابط

مدرس المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة دمنهور

An Analysis of Financial Ratios Derived from Statement of Cash Flows and their Relationship to the Stock Returns: An accounting Perspective.

An Empirical Study on Listed Companies in the Egyptian Stock Exchange

ملخص البحث

وأوضحت النتائج أن العلاقة بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية على مستوى شركات العينة. كما اتضح أن النسب التي لها علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بعوائد الأسهم تقتصر على نسبتي معدل العائد النقدي على الأصول، ومعدل العائد النقدي على حقوق الملكية.

ويتقسيم عينة الدراسة إلى قطاعات اتضح أن العلاقة على مستوى كل القطاعات إيجابية، ولكنها ذات دلالة إحصائية في قطاعات؛ الإنشاءات ومواد البناء، الرعاية الصحية والأدوية، والاتصالات.

الكلمات المفتاحية: قائمة التدفقات النقدية؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ النسب المالية؛ عوائد الأسهم.

استهدف البحث دراسة وتحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بعوائد الأسهم. ولتحقيق هذا الهدف تم القيام بدراسة نظرية وتطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

وتوصلت الدراسة النظرية إلى اشتقاق عدة نسب مالية من قائمة التدفقات النقدية يمكن استخدامها في تفسير عوائد الأسهم، وهي نسب؛ كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية، معدل العائد النقدي على الأصول، معدل العائد النقدي على حقوق الملكية، ومؤشر التدفق النقدي التشغيلي.

ولاختبار مدى قدرة تلك النسب على تفسير عوائد الأسهم في الشركات المصرية تم القيام بدراسة تطبيقية على ٣٢ شركة مسجلة بمؤشر القطاعات بالبورصة المصرية عن الفترة من ٢٠١٠م حتى

Abstract

The purpose of this research Study and analysis of financial ratios derived from Statement of cash flows and their relationship to the stock returns from accounting perspective.

To achieve this goal has been done theoretical study, and Empirical Study on listed companies on the Egyptian Stock Exchange.

the theoretical study Concluded a several financial ratios derived from Statement of cash flows, that can be used to explain stock returns, namely the adequacy of operating cash flow ratio, the proportion of operating cash flow to the total change in cash flow, the rate of cash return on assets, the rate of cash return on owners' equity, The index of operating cash flow.

To test the ability of these ratios to interpret stock returns in Egyptian companies, have been doing An Empirical

study on 32 listed companies on sectors index in Egyptian Stock Exchange, for the period from 2010 to 2015.

The results revealed that the relationship between financial ratios derived from cash flows statement and stock returns positive and statistically significant. And the ratios that have a positive relationship and statistically significant are the rate of cash return on assets, and the rate of cash return on owners' equity.

When dividing the sample in sectors, results indicated that the positive relationship to the level of all sectors, but statistically significant in the construction and building materials sectors, health care and pharmacology sector, and telecommunications sector.

Keywords: Statement of cash flows; operating cash flows; financial ratios; stock returns

١/ مقدمة البحث

الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية، وأوجه إنفاقها على الأنشطة المختلفة، ومن هنا نبعت أهمية قائمة التدفقات النقدية لمستخدمي القوائم المالية بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص (Khanji & Siam, 2015).

وتزايد استخدام قائمة التدفقات النقدية في الوقت الحاضر حتى أصبحت معلوماتها من أهم مدخلات القرار لمستخدمي القوائم المالية، من خلال اشتقاق نسب مالية تمثل أحد أدوات التحليل المالي والتي تعطي صورة واضحة عن الأداء المالي للوحدة الاقتصادية (خميس والجراح، ٢٠٠٧).

وبالرغم من أهمية النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية إلا أنه لا يمكن تجاهل عوائد الأسهم كأحد أهم النسب التي يُعتمد عليها في اتخاذ القرارات، لذلك يسعى المستثمرون في الوقت الحاضر إلى استخدام النسب المالية المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم (Stone & Niemeyer, 2005)، فهل يفعل المستثمرون في مصر نفس الشيء؟ وإن كان الأمر كذلك فهل يوجد دليل على ذلك؟ هذا ما يسعى البحث للإجابة عليه نظريا وعمليا.

٢/ مشكلة البحث

اتضح من مقدمة البحث أن قائمة التدفقات النقدية ظهرت بسبب الحاجة إلى معلومات مفيدة تستخدم في اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، من حيث مدى قدرتها على توليد النقد واستخداماته. لذلك حظيت تلك القائمة باهتمام خاص من المستثمرين والمحللين الماليين، وعلى وجه الخصوص النسب المالية المستخرجة منها، وذلك لأن الاعتماد على النسب المالية المستخرجة من قائمتي الدخل والمركز المالي فقط لا تعطيان الصورة الكافية عن الأداء

مما لاشك فيه أن الهدف الأساسي للمحاسبة هو توفير معلومات مفيدة بشأن الوحدات الاقتصادية لتساعد مستخدمي تلك المعلومات في اتخاذ القرارات المختلفة. والوسيلة لتوفير تلك المعلومات هي القوائم المالية (Pouraghajan, et al., 2012)، وهناك فئات عديدة تستخدم القوائم المالية أهمها فئة المستثمرين، مما ينبغي جعلهم في بؤرة الاهتمام وتلبية احتياجاتهم المستمرة للمعلومات (قايد، ٢٠٠١). لذلك قدم النظام المحاسبي قديما قائمتي الدخل والمركز المالي حيث يتم إعدادهما على أساس الاستحقاق، وكانت تلك القائمتان تليان احتياجات المستثمرين من المعلومات. وبمرور الوقت اتضح أنهما لا تستطيعان تلبية كل احتياجات المستخدمين وخاصة المستثمرين، لأنهما تتضمنان معلومات تحتوي على العديد من المستحقات والمخصصات والتي تتطلب استخدام الحكم الشخصي عند إعدادهما (Hughes, et al., 2010)، مما يحد من معرفة مدى قدرة الوحدة الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية الفعلية، والتي تمثل عصب الحياة لها. وظهر ذلك بوضوح بعد إفلاس بعض الوحدات الاقتصادية بسبب عدم توافر التدفقات النقدية الكافية لتلبية احتياجاتها المختلفة بالرغم من ربحيتها المرتفعة (Edmonds, et al., 2011)، وخير مثال على ذلك شركة (W.T.Grant) الأمريكية والتي أعلنت إفلاسها بالرغم من إفصاحها عن أرباح، واتضح حينها أنه إذا قام أي شخص بتحليل تدفقاتها النقدية كان سينضح له القصور الشديد في النقدية (حماد، ٢٠٠٧، ص ١٧٤). لذلك ازدادت حاجة مستخدمي القوائم المالية إلى معلومات توضح مدى قدرة الوحدة

- هل تختلف نتائج العلاقات السابقة باختلاف القطاع الصناعي التي تنتمي إليه الشركة المسجلة بالبورصة المصرية.

٣/ أهداف البحث

يستهدف البحث دراسة وتحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية. كما يستهدف تحديد النسب المالية المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية والتي تستطيع تفسير عوائد الأسهم ومن ثم إمكانية استخدامها في التنبؤ بعوائد الأسهم.

٤/ أهمية ودوافع البحث

تتبع أهمية البحث من أهمية عوائد الأسهم كمؤشر مالي يمثل أحد أهم متغيرات القرارات الاقتصادية المختلفة عامة والاستثمارية خاصة، فضلاً عن أهمية قائمة التدفقات النقدية في اشتقاق مؤشرات مالية تساعد على رسم صورة شمولية عن الأداء المالي للوحدة الاقتصادية تعمل على تدعيم الاعتماد على عوائد الأسهم في اتخاذ القرارات.

ومن أهمية البحث يمكن اشتقاق دوافع الباحثة لإجراء هذا البحث، وتمثل أهمية التدفقات النقدية والمؤشرات المالية المستخرجة منها وأهمية عوائد الأسهم دافعاً لدى الباحثة لمعرفة العلاقة بينهما ومدى قدرة التدفقات النقدية على تفسير عوائد الأسهم. بالإضافة إلى تحديد النسب المالية التي تساهم في تفسير تلك العلاقة. كما أن توقع الباحثة أن نتائج هذا البحث قد تخدم مستخدمي القوائم المالية بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص يمثل أحد أهم دوافع البحث.

المالي للوحدة الاقتصادية، لذلك يسعى البحث إلى دراسة وتحليل النسب المالية الهامة التي تشتق من قائمة التدفقات النقدية وتستخدم في قياس الأداء المالي للوحدة الاقتصادية، وعلاقتها بأهم مؤشر مستخرج من القوائم المالية المعدة على أساس الاستحقاق وهو العائد على السهم. وتأسيساً على ما سبق يمكن بلورة مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية.

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية.

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد النقدي على الأصول وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد النقدي على حقوق الملكية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

٥/ حدود البحث

الوحدات الاقتصادية عادةً إلى الاحتفاظ بقدر معقول من النقد عندما تتوقع حدوث أحداث سلبية، كما تحتفظ به في حالة توقع أحداث إيجابية لاستغلال الفرص الاستثمارية (Chen, et al., 2016). وعندما تحتفظ الوحدات الاقتصادية بالنقد فإنها تقصح عن ذلك في قوائمها المالية.

ومن المعروف أن نظام المعلومات المحاسبي يُنتج مجموعة من القوائم المالية التي تلبي احتياجات أصحاب المصلحة، وينبغي أن تعرض هذه القوائم نتائج عمليات الوحدة الاقتصادية بشكل موضوعي بحيث تعطي صورة صادقة وعادلة عن الأداء المالي (Jeletic, 2012).

ولقد تفاوتت أهمية القوائم المالية التي ينتجها النظام المحاسبي عبر الزمن فكانت تحتل قائمة المركز المالي مكانة بارزة بين القوائم المالية الأخرى من حيث أهميتها خلال الفترة من القرن السابع حتى القرن العشرين، ثم تراجع لتأخذ مكانها قائمة الدخل، من حيث اعتبارها أداة هامة لتقييم أداء الوحدات الاقتصادية. وبعد تأسيس مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) عام ١٩٧٣ فقد أولى كل القوائم المالية نفس درجة الأهمية، ومن ثم قام النظام المحاسبي بإنتاج قوائم مالية مترابطة ومتكاملة لتحقيق الغرض منها (حسين وزوينة، ٢٠١١).

وتمثل قائمة التدفقات النقدية ثالث قائمة تعدها الوحدات الاقتصادية ضمن التقارير المالية السنوية، من حيث الترتيب وليس الأهمية (Nurnberg, 2006)، وقد يرجع ذلك إلى أن قائمتي الدخل والمركز المالي يتم إعدادهم على أساس الاستحقاق والذي يستلزم إجراء بعض التقديرات التي تتم على

يقصر البحث على دراسة العلاقة بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، ومن ثم تحديد النسب التي يمكن أن تفسر عوائد الأسهم وتستخدم في التنبؤ بها، دون الدخول في كيفية التنبؤ بهذه العوائد من خلال تلك النسب. كما أن عينة البحث تقتصر على الشركات المسجلة بمؤشر القطاعات بالبورصة المصرية، ما عدا قطاع الخدمات المالية والمصرفية. كما تقتصر فترة الدراسة على ست سنوات فقط من عام ٢٠١٠م حتى عام ٢٠١٥م. وأخيراً قابلية النتائج للتعميم ستكون مشروطة بضوابط اختيار عينة البحث.

٦/ خطة البحث

لتحقيق هدف البحث، وفي ضوء مشكلته وأهميته ودوافعه وحدوده، سوف يستكمل البحث على النحو التالي:

- ١/٦ قائمة التدفقات النقدية من منظور محاسبي
- ٢/٦ عوائد الأسهم وعلاقتها بالتدفقات النقدية
- ٣/٦ تحليل العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم واشتقاق فروض البحث
- ٤/٦ منهجية البحث
- ٥/٦ نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

١/٦ قائمة التدفقات النقدية من منظور

محاسبي

مما لا شك فيه أن التدفقات النقدية تمثل مصدر الحياة لأي وحدة اقتصادية، ويمكن اعتبارها مؤشر لتحديد مدى استمرار واستقرار أو فشل الوحدة الاقتصادية، لأن التدفقات النقدية تمثل أداة فاعلة لتوليد الربح (Murty & Misra, 2004)، وتسعى

¹ <http://www.fasb.org>

موارد الوحدة الاقتصادية، حيث تقدم معلومات عن مجالات استخدام القروض وكيفية تمويل التوسعات الاستثمارية بالإضافة إلى مقدار التوزيعات النقدية للمساهمين (العمودي والخيال، ٢٠١١).

وتتأثر التدفقات النقدية بعدة عوامل أساسية وأبرزها (حسانين، ٢٠٠٤) في؛ نمو المبيعات والذي يقيس أثر تغير المبيعات على صافي النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية، وتغير نسبة مجمل الربح، وتغير نسبة المصروفات البيعية والإدارية والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة أو انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية، وتغير نسب رأس المال العامل. وتلك العوامل تفسر التغيرات في التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مع التنبيه أن التغير السلبي في المبيعات يؤدي إلى مشكلات نقدية كبيرة خاصة إذا كانت نسبة مجمل الربح إلى المبيعات منخفضة ونسبة المصروفات البيعية والإدارية إلى المبيعات مرتفعة.

كما أن التغير في نسب رأس المال العامل ليس بنفس خطورة تغير نسب الربحية حيث يمكن القضاء على التغير السلبي لنسب رأس المال العامل من خلال زيادة حجم المبيعات وزيادة نسبة مجمل الربح إلى المبيعات.

وخلاصة القول أن قائمة التدفقات النقدية من أهم القوائم المالية التي تقوم بإعدادها إدارة الوحدات الاقتصادية وتحتوي بالتفصيل على التدفقات النقدية الداخلة إليها وكذلك التدفقات النقدية الخارجة عنها، وذلك بشكل يوضح مصادر تلك التدفقات من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية وأخيرا التمويلية. ومن ثم تحديد التغيرات التي طرأت على رصيد النقدية وما في حكمها وأيضاً أسباب ومصادر هذا التغير.

أساس الحكم الشخصي، وبالتالي الاعتماد عليهما فقط محل جدل. ولكن الأمر ليس كذلك بالنسبة لقائمة التدفقات النقدية لأنها تُعد على الأساس النقدي (التيمي، ووجر، ٢٠١٣)، وذلك على الرغم من أن الأرباح المدرجة في قائمة الدخل تمثل المعلومات الأولية لإعداد قائمة التدفقات النقدية، ولكن تكمن المشكلة في أن الأرباح تكون عادةً عرضة للتلاعب من قبل الإدارة لما لها من طبيعة خاصة تهيئ الفرصة للتلاعب فيها، لذلك يقوم المستثمرون دائما بالمفاضلة بين الأرباح والتدفقات النقدية للاعتماد عليهما كمدخلات لاتخاذ القرارات (Cheng, et al., 2013).

ومن الجدير بالذكر أن المفاضلة بين الأرباح والتدفقات النقدية كمعلومات أساسية لاتخاذ القرارات الاقتصادية ظهر بظهور قائمة التدفقات النقدية، ولا يزال هذا الجدل موجود إلى الآن. لذلك سنتناول فيما يلي قائمة التدفقات النقدية من حيث، تطورها التاريخي، وأهدافها، وبالتالي أهميتها، وكيفية إعدادها من خلال معايير المحاسبة. ثم نتناول تحليل تلك القائمة ومن ثم النسب المالية المشتقة منها، وأهميتها في تقييم أداء الوحدة الاقتصادية.

١/١/٦ موقع قائمة التدفقات النقدية

من الإفصاح المحاسبي

تُعد قائمة التدفقات النقدية أحد القوائم المالية التي ينتجها النظام المحاسبي والتي توضح مصادر الأموال واستخداماتها في فترة زمنية معينة بغرض تحديد أسباب التغير في رصيد النقدية (العطوط والظاهر، ٢٠١٠)، وتحتوي هذه القائمة على معلومات مكملة للمعلومات المدرجة في قائمتي المركز المالي والدخل. كما توضح كيفية توزيع

٢/١/٦ التطور التاريخي لقائمة التدفقات النقدية

لقد مرت قائمة التدفقات النقدية بعدة تطورات منذ ستينيات القرن الماضي حتى وصلت إلى شكلها الحالي، حيث تغيرت خلالها في الشكل والمضمون وذلك للحصول على قائمة مالية تتكامل مع القوائم المالية الأخرى وتحقق الغرض منها. ولقد أوضح (الأزهر ودينوري، ٢٠١٣) أن الوحدات الاقتصادية الأمريكية أول من أعد هذه القائمة بصفة اختيارية في نهاية الخمسينات من القرن العشرين حيث بدأت في شكل بيان تحليلي بسيط يسمى قائمة مصادر الموارد واستخداماتها، وكانت تقتصر على المقارنة لقائمتين متتاليتين للمركز المالي، بحيث يتم تحديد مصادر الزيادة أو النقص الحادث في هاتين القائمتين على مدار الفترة المحاسبية.

وفي عام ١٩٦١م أوصى المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين AICPA بتغيير مسمى هذه القائمة لتصبح قائمة تحليل التدفقات النقدية والمالية، وطلب من الوحدات الاقتصادية الأمريكية إصدار هذه القائمة ونشرها بعد مراجعتها من مراقب الحسابات، وفي عام ١٩٦٣م قام بتغيير اسمها إلى قائمة مصادر الأموال واستخداماتها.

وزادت أهمية هذه القائمة في عام ١٩٧٠م عندما طلب سوق الأوراق المالية الأمريكي SEC من الوحدات الاقتصادية المسجلة لديه أن تتضمن التقارير المالية السنوية المقدمة إليه قائمة مصادر الأموال واستخداماتها (الأزهر ودينوري، ٢٠١٣).

وفي عام ١٩٧١م أصدر المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين رأي مجلس مبادئ المحاسبة (APB) رقم ١٩ وأوصى فيه بتغيير مسمى قائمة مصادر الأموال واستخداماتها ليصبح قائمة التغيرات

في المركز المالي وأن يتم مراجعتها من قِبَل مراقب الحسابات (حماد، ٢٠٠٧، ص ٢٠١).

وفي عام ١٩٨٧م أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB الإصدار رقم ٩٥ (SFAS No. 95) الذي ألزم الوحدات الاقتصادية الأمريكية بإعداد قائمة التدفقات النقدية، بحيث تحل محل قائمة التغيرات في المركز المالي، كما أوصى بتصنيف التدفقات النقدية في هذه القائمة إلى تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية وتدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية وتدفقات نقدية من الأنشطة التمويلية (حماد، ٢٠٠٧، ص ٢٠٢).

وفي عام ١٩٩٣م أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB معيار المحاسبة الدولي رقم ٧ (IAS No. 7) بشأن قائمة التدفقات النقدية، وأوصى أن تعد هذه القائمة كجزء لا يتجزأ من البيانات المالية التي تعدها الوحدات الاقتصادية بشكل دوري.

وفي عام ١٩٩٧م ظهرت قائمة التدفقات النقدية في مصر بصدور قرار وزير الاستثمار المصري رقم ٥٠٣ لسنة ١٩٩٧م والذي ألزم الوحدات الاقتصادية التي تطرح أوراقا مالية في اكتتاب عام باستخدام معايير المحاسبة المصرية (الشامي، ١٩٩٨)، وتضمنت هذه المعايير المعيار رقم ٤ بشأن إعداد قائمة التدفقات النقدية.

ومن الجدير بالذكر أنه تم تعديل معايير المحاسبة المصرية عام ٢٠١٥م بقرار وزير الاستثمار المصري رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥م ويبدأ العمل بالمعايير المعدلة اعتبارا من أول يناير ٢٠١٦م.^٢

^٢ الجهاز المركزي للمحاسبات

<http://www.asa.gov.eg>

وبالتالي يمكن إيجاز أهداف قائمة التدفقات النقدية توفير معلومات مكملة للمعلومات التي يتم الإفصاح عنها في القوائم المالية الأخرى بحيث يتم الإفصاح عن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من الأنشطة المختلفة للوحدة الاقتصادية وهذه المعلومات تمكن مستخدمي القوائم المالية من تقييم سيولة ومرونة الوحدة الاقتصادية وجودة أرباحها والتنبؤ بمعدلات نموها.

وترى الباحثة أن هذه الأهداف تتماشى مع احتياجات مستخدمي القوائم المالية من المعلومات، حيث أنهم يحتاجون معلومات تساعد على تقييم ربحية الوحدة الاقتصادية، وجودة هذه الأرباح، ومدى قدرة الوحدة على مواجهة التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل، بالإضافة إلى معدلات النمو المتوقعة، وهذه المعلومات تمكن من اتخاذ قرارات اقتصادية سليمة.

٤/١/٦ أهمية قائمة التدفقات النقدية

تتبع أهمية قائمة التدفقات النقدية من أهمية النقد لأي وحدة اقتصادية، فالنقد يحظى بقبول عالمي لأنه أهم أصل سائل تحتاجه الوحدات الاقتصادية للقيام بعملياتها التشغيلية ولدفع التزاماتها وتوزيعاتها (Hadzhikotev, 2013). ولقد اتضح من التطور التاريخي لقائمة التدفقات النقدية أن تلك التطورات نبعت من حاجة مستخدمي القوائم المالية للمعلومات التي تحتويها هذه القائمة، والتي ازدادت بعد ملاحظة أن العديد من الوحدات الاقتصادية التي حققت معدلات مرتفعة للربحية خرجت من السوق وكان السبب هو افتقارها للسيولة الكافية للوفاء بالتزاماتها واعتمادها في التخطيط على قائمة الدخل فقط (التميمي ووجر، ٢٠١٣). لذلك اتجه النظر

ومن العرض السابق للتطور التاريخي لقائمة التدفقات النقدية يتضح أنها مرت بعدة مراحل إلى أن وصلت للشكل الحالي، وترى الباحثة أن التطور لهذه القائمة نتج عن تطور حاجة مستخدمي القوائم المالية للمعلومات. فبتحليل تلك المراحل يتضح أن كل مرحلة تزداد فيها المعلومات المفيدة للمستخدمين عن التدفقات النقدية وحركة النقد عن المرحلة السابقة لها.

٣/١/٦ أهداف قائمة التدفقات النقدية

إن الهدف الأساسي لقائمة التدفقات النقدية هو توفير معلومات عن حركة النقدية الناتجة من المتحصلات والمدفوعات خلال فترة معينة عن الأنشطة التشغيلية للوحدة الاقتصادية بالإضافة إلى توفير معلومات عن التدفق الداخل والخارج من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية، أي أنها تهدف إلى تحديد مصادر النقد وأوجه إنفاقه (Khanji&Siam, 2015).

ومن ذلك الهدف يمكن اشتقاق عدة أهداف فرعية منها؛ توفير معلومات تساعد مستخدمي القوائم المالية على تقييم جودة أرباح الوحدات الاقتصادية (Laswad & Baskervill, 2007)، بالإضافة إلى توفير معلومات تمكن من التنبؤ بقدرة الوحدة الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية المستقبلية التي تساعد في إعداد الموازنات التقديرية والتخطيط الجيد للتوسعات (Jeletic, 2012).

كما تهدف إلى توفير معلومات يمكن من خلالها تحليل المرونة المالية للوحدة الاقتصادية ودرجة سيولتها، وأيضاً تحديد الفترة الزمنية اللازمة لتحويل الأصول إلى نقدية وهو ما يُعرف بدورة تحويل النقدية (حسين وزويبة، ٢٠١١).

ومما سبق يمكن القول أن أهمية قائمة التدفقات النقدية تتبع من أهمية النقد للوحدة الاقتصادية ومن ثم أهمية المعلومات التي تحتويها تلك القائمة، وفي الواقع ازدادت أهمية قائمة التدفقات النقدية والمعلومات المشتقة منها بسبب أوجه القصور المتلازم للمعلومات المشتقة من قائمة الدخل، ويرى (Grey, et al., 2013) أن أهم أوجه هذا القصور هو عرضة رقم صافي الربح للتلاعب من قبل الإدارة لتحقيق أغراض معينة. وقد يرجع ذلك إلى المرونة التي تتسم بها مبادئ المحاسبة عند تطبيق السياسات والطرق المحاسبية. ويتفق مع هذا الرأي (Cheng, et al., 2013) فقد أوضح أن الأرباح عرضة للتلاعب بسبب ما تحتويه من مستحقات. لذلك يسعى حالياً مستخدمو القوائم المالية إلى البحث عن المعلومات الأقل تأثراً بالتلاعبات المحاسبية (Arinović-Barac, 2011).

ويوضح (Baik, et al., 2015) أن مستخدمي القوائم المالية يعتقدون أن قائمة التدفقات النقدية أقل عرضة للتلاعب بالمقارنة بقائمة الدخل لذلك ازداد اهتمام مستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين والمحللين الماليين بالمعلومات المدرجة في قائمة التدفقات النقدية وذلك بعد انهيار العديد من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة انرون وورلدكوم، وذلك لأن تلك الانهيارات أفقدت المستثمر ثقته في سوق رأس المال وقللت من اعتماده على الأرباح في توقع الأداء المستقبلي للوحدات الاقتصادية، والاتجاه نحو التدفقات النقدية كوسيلة لتقييم الأداء الحالي والتنبؤ بالأداء المستقبلي (Edmonds, et al., 2011).

نحو أهمية قائمة التدفقات النقدية وأهمية المعلومات التي يمكن أن توفرها وتكون ملائمة لاتخاذ القرارات. وتوفر قائمة التدفقات النقدية بشكلها الحالي معلومات ملائمة لاتخاذ القرارات من قبل المستثمرين خاصة في الأسواق الناشئة (Al-Attar & Al-Khadash, 2005)، بحيث يمكن من خلال هذه المعلومات التعرف على مستوى سيولة الوحدة الاقتصادية ومرونتها المالية وبالتالي تحديد مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

ولقد ازدادت أهمية قائمة التدفقات النقدية بسبب اعتقاد بعض أصحاب المصلحة أن المؤشر على تحقق الأرباح هو أن يكون صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية موجب، كما يعتقدوا أن هذه الأنشطة هي المولدة للإيرادات وليس صافي الربح المدرج في قائمة الدخل (الأزهر ودينوري، ٢٠١٣).

كما يمكن تحديد أهمية قائمة التدفقات النقدية من خلال معيار المحاسبة المصري رقم ٤ بشأن قائمة التدفقات النقدية، حيث نص على أن أهمية هذه القائمة تتطلق من المعلومات التي تحتويها وتمكن مستخدمي القوائم المالية من تقييم التغيرات الحادثة على صافي أصول المنشأة وهيكلها المالي، وكذلك قدرة المنشأة على التأثير على مبالغ وتوقيت التدفقات النقدية بما يسمح لها بتفويق أوضاعها مع الظروف والفرص المتغيرة، كما تمكن مستخدمي القوائم المالية من تطوير نماذج بغرض تقييم ومقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية لمنشآت مختلفة، كما أنها تساعد في مقارنة الأداء التشغيلي لوحدات مختلفة نظراً لأنها تستبعد الآثار الناتجة من استخدام معالجات محاسبية مختلفة لنفس المعاملات والأحداث.

بإصدار معايير للمحاسبة والذي اهتم بإصدار معيار بشأن قائمة التدفقات وهو معيار المحاسبة الأمريكي رقم ٩٥ (SFAS No. 95).

ولقد صدر هذا المعيار عام ١٩٨٧ ليحل محل رأي مجلس مبادئ المحاسبة APB رقم ١٩ الخاص بإعداد قائمة التغير في المركز المالي. وتطلب هذا المعيار إعداد قائمة التدفقات النقدية كجزء من المجموعة الكاملة للقوائم المالية التي تصدرها الشركات. كما يتطلب تصنيف التدفقات من حيث المقبوضات والمدفوعات على أساس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية وتقديم تعريف لكل فئة.

وترك المعيار الحرية للوحدات الاقتصادية في إعداد هذه القائمة بالطريقة المباشرة التي تعرض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بتوضيح المدفوعات والمقبوضات. أو بالطريقة غير المباشرة والتي تتحدد التدفقات النقدية التشغيلية فيها من خلال تسوية صافي الربح بالعناصر غير النقدية، ويتم التسوية من خلال العناصر مؤجلة السداد وكل المستحقات المستقبلية، وأيضاً من خلال العناصر الداخلة في احتساب صافي الربح والتي لا تؤثر على المقبوضات والمدفوعات التشغيلية.

كما طلب المعيار من الوحدات الاقتصادية إذا استخدمت الطريقة المباشرة فإن التوافق بين صافي الربح وصافي التدفق النقدي التشغيلي ينبغي أن يُوضح في جدول منفصل في الإيضاحات المتممة.^٣ وبعد عدة سنوات من إصدار معيار المحاسبة الأمريكي، صدر عن مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB عام ١٩٩٢م معيار المحاسبة الدولي رقم ٧ (IAS No.7). ويحل هذا المعيار محل

وترى الباحثة أن التلاعب في الأرباح المحاسبية يمثل أهم الأسباب التي حولت وجهة نظر مستخدمي القوائم المالية نحو قائمة التدفقات النقدية والتي تتميز بأنها أقل عرضة للتلاعب في أرقامها بسبب عدم احتوائها على تقديرات محاسبية تعتمد في تحديدها على الحكم الشخصي. كما يمكن القول أن الأرباح المحاسبية يكثر التلاعب فيها لأنها بؤرة اهتمام مستخدمي القوائم المالية حيث أنها تمثل المعلومات الأساسية التي يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة لذلك يتم التلاعب فيها بما يتمشى مع أهداف الإدارة. وأكثر وسيلة للتلاعب هي المستحقات والتقديرات المحاسبية، ولأن قائمة التدفقات النقدية لا تحتوي على مستحقات أو تقديرات محاسبية فإنها من وجهة نظر مستخدمي القوائم المالية أقل عرضة للتلاعب.

وتخشى الباحثة أن يكون الاتجاه المتزايد في الوقت الحاضر نحو الاعتماد على المعلومات والمؤشرات المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم أداء الوحدات الاقتصادية الحالي وتوقع الأداء المستقبلي سبباً في أن تلجأ الإدارة إلى أساليب مبتكرة للتلاعب فيها بما يتمشى مع أهدافها، وقد تكون أحد هذه الأساليب هو الاختيار المتعمد لإجراء العمليات التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية.

٥/١/٦ قائمة التدفقات النقدية من منظور

معايير المحاسبة المالية

اتضح فيما سبق تزايد الاهتمام بقائمة التدفقات النقدية بسبب أهميتها لمستخدمي القوائم المالية، وانعكس ذلك الاهتمام على معايير المحاسبة التي صدرت بشأنها. وتمثل معايير المحاسبة الأمريكية منبع كل المعايير، ويعد مجلس معايير المحاسبة المالية FASB من أهم المنظمات المهنية المنوطة

³ <http://www.fasb.org>

بعملات أجنبية بحيث يتم استخدام سعر الصرف للعملة الأجنبية في تاريخ التدفق النقدي. والبنود الاستثنائية حيث يتم تبويب التدفقات النقدية المتعلقة بها حسب الأنشطة المسببة لها إلى تشغيلية أو استثمارية أو تمويلية، والإفصاح عنها في جزء منفصل من القائمة. والفوائد وتوزيعات الأرباح المحصلة والمدفوعة يتم تبويبها بطريقة متسقة من فترة إلى أخرى كبنود خاصة بالأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية. وضرائب الدخل حيث يتعين الإفصاح عن التدفقات النقدية الناتجة عنها بشكل منفصل وتصنيفها كتدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية، ماعدا الحالات التي ترتبط بشكل خاص بالأنشطة التمويلية والاستثمارية. والاستثمار في شركات تابعة وزميلة ومشتركة حيث ينبغي الإفصاح عن التدفقات النقدية التي تحدث بين الوحدة الاقتصادية وبين الشركة المستثمر فيها. أما في حالة شراء شركات تابعة و وحدات أخرى والتخلص منها ينبغي إظهار مجموع التدفقات النقدية الناتجة عن ذلك كبنود مستقل مع تبويبه ضمن التدفقات النقدية المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية.

ومن العرض السابق لمعاري قائمة التدفقات النقدية الأمريكي والدولي يتضح أن هناك أوجه شبه كثيرة بين متطلبات المعيارين، من حيث؛ نطاق التطبيق، ومكونات النقدية وما يعادلها، وكيفية تبويب وعرض التدفقات النقدية حسب الأنشطة الرئيسية وهي أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل، كما يُجيز المعياران استخدام أي من طريقتي إعداد التدفقات النقدية التشغيلية سواء بالطريقة المباشرة أو غير المباشرة.

وبالرغم من أوجه الشبه الكثيرة بين المعيارين إلا أن هناك بعض الاختلافات في تبويب بعض

المعيار الدولي بشأن إعداد قائمة التغيرات في المركز المالي الصادر عام ١٩٧٧.

ويتطلب هذا المعيار إعداد قائمة بالتدفقات النقدية وعرضها كجزء مكمل للقوائم المالية لكل فترة من الفترات التي تقوم الوحدة الاقتصادية بإعداد بيانات مالية عنها، كما تطلب تبويب التدفقات تبعا لطبيعة الأنشطة المتعلقة بها إلى تدفقات من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية، والتمويلية.

وأوضح المعيار أن يتم إعداد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بالطريقة المباشرة، بحيث يتم بموجبها الإفصاح عن المبالغ الإجمالية المحصلة والمدفوعة للبنود الأساسية. أو الطريقة غير المباشرة بحيث يتم فيها تعديل رقم صافي الربح أو الخسارة بأثر العمليات غير النقدية وأية بنود مؤجلة أو مستحقة مرتبطة بمقبوضات أو مدفوعات سابقة أو مستقبلية وكذلك بنود قائمة الدخل أو النفقات المرتبطة بتدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية.

ويرجع المعيار استخدام الطريقة المباشرة للتقرير عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، لأنها تقدم معلومات قد تفيد في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتي قد لا تكون متوفرة في ظل الطريقة غير المباشرة. وعند التقرير عن التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية ينبغي على الوحدة الاقتصادية التقرير في جزء منفصل بالقائمة عن إجمالي البنود الرئيسية للمقبوضات والمدفوعات الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية والتمويلية.⁴

كما تتناول المعيار المشكلات التي يمكن أن تظهر عند إعداد تلك القائمة ومنها؛ التدفقات النقدية

⁴ <http://www.ifac.org>

بعرض تلك التدفقات بالطريقة التي تكون أكثر ملاءمة لأعمالها. ويوضح المعيار أن التدفقات النقدية المتعلقة بأنشطة التشغيل تنشأ من الأنشطة الرئيسية المولدة للإيراد، ولذلك فإنها تنتج بصفة عامة من المعاملات والأحداث الأخرى التي تدخل في تحديد صافي الربح أو الخسارة.

كما يوضح أن الإفصاح المستقل عن التدفقات النقدية المتعلقة بأنشطة الاستثمار هاما، لأن هذه التدفقات تمثل المدى الذي تم الإنفاق في حدوده للحصول على أصول تهدف إلى توليد دخل وتدفقات نقدية مستقبلية. وينبغي ألا يتم تبويب المبالغ التي يتم إنفاقها كأنشطة استثمارية إلا لو ترتب على ذلك الإنفاق الاعتراف بأصل في قائمة المركز المالي.

كما أوضح المعيار أن الإفصاح المستقل عن التدفقات النقدية المتعلقة بأنشطة التمويل يعد هاما لأنه يساعد على التنبؤ باحتياجات أصحاب رأس مال الوحدة الاقتصادية من التدفقات النقدية المستقبلية.

ويترك المعيار حرية الاختيار للوحدة الاقتصادية لعرض التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل باستخدام الطريقة المباشرة أو غير المباشرة. أما التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار والتمويل فيتم عرضها بصورة منفصلة للفئات الرئيسية لكل من إجمالي المقبوضات النقدية وإجمالي المدفوعات النقدية الناتجة من أنشطة الاستثمار والتمويل.

ويوضح المعيار أن التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية ينبغي تسجيلها بعملة التعامل للوحدة الاقتصادية في تاريخ التدفق النقدي. أما الفوائد وتوزيعات أرباح الأسهم ينبغي تبويبها بطريقة متسقة من فترة لأخرى إما كأنشطة تشغيل أو استثمار أو تمويل. كما ينبغي الإفصاح عن التدفقات النقدية

بنود التدفقات النقدية بين الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، بالإضافة إلى بعض متطلبات العرض والإفصاح. ومن تلك الاختلافات المرونة التي تحظى بها بعض البنود مثل الفوائد والتوزيعات عند تبويبها على الأنشطة الرئيسية لقائمة التدفقات النقدية في المعيار الدولي. ويرى (Baik, et al., 2015) أن هذه المرونة جعلت منها أحد وسائل التلاعب في قائمة التدفقات النقدية لتحقيق أهداف الإدارة، بحيث تقوم الوحدات الاقتصادية التي لديها مدفوعات كبيرة للفوائد تتجه إلى إدراجها ضمن التدفقات النقدية الاستثمارية بدلا من التدفقات النقدية التشغيلية بهدف زيادة التدفقات النقدية التشغيلية.

لذلك فضل (Atwood, et al., 2011) معيار المحاسبة الأمريكي رقم ٩٥ عند استخدام التدفقات النقدية كمؤشر لتوقع التدفقات النقدية المستقبلية، وذلك لأن هذا المعيار أقل مرونة من المعيار الدولي عند تبويب عناصر قائمة التدفقات النقدية، وبالتالي يكون هذا المعيار أكثر نفعاً للمستثمرين.

وبالنسبة لمعيار المحاسبة المصري بشأن التدفقات النقدية فهو معيار المحاسبة المصري رقم ٤ الذي صدر أول مرة عام ١٩٩٧م وكان آخر تعديل عليه عام ٢٠١٥م بقرار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥م، وبموجب هذا المعيار ينبغي على الوحدات الاقتصادية في مصر أن تعد قائمة للتدفقات النقدية وأن تعرض هذه القائمة كجزء متمم لقوائمها المالية لكل فترة يتم عنها إصدار قوائم مالية.

ويتطلب المعيار عرض التدفقات النقدية في القائمة مبوبة إلى تدفقات نقدية من أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل. وتقوم الوحدة الاقتصادية

⁵ <http://www.asa.gov.eg>

وبالنظر لمعايير المحاسبة الأمريكية والدولية والمصرية يتضح أنه تم تحديد طريقتين لإعداد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وتركوا الخيار لاستخدام أحدهما للوحدة الاقتصادية وهما الطريقة المباشرة وغير المباشرة. وبالرغم من الحرية في اختيار الطريقة إلا أن (Hughes, et al., 2010) أوضح أن المعايير الأمريكية تفضل الطريقة المباشرة ولكن تتحيز للطريقة غير المباشرة من خلال طلب المعيار من الوحدات التي تستخدم الطريقة المباشرة أن تعد التدفقات النقدية التشغيلية بالطريقة غير المباشرة في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية، أما إذا استخدمت الطريقة غير المباشرة فإنها لا تحتاج لعرض الطريقة المباشرة في الإيضاحات المتممة.

وترى الباحثة أن المرونة في المعايير لاختيار الطريقة لعرض التدفقات النقدية التشغيلية قد يرجع إلى الاعتقاد بعدم اختلاف المحتوى المعلوماتي للطريقتين وبالتالي تستخدم الوحدات الاقتصادية الطريقة التي تراها ملائمة لها، لأنه في ظل الطريقتين يتم توفير معلومات مفيدة لمستخدمي القوائم المالية تساعد في اتخاذ القرار. ويؤكد على ذلك (Hughes, et al., 2010) حيث يوضح أن السبب في مرونة استخدام الطريقة المباشرة أو غير المباشرة يرجع إلى اعتقاد واضعي المعايير أن مستخدمي القوائم المالية يستطيعون من خلال الطريقة غير المباشرة تقدير المدفوعات للموردين والمقبوضات من العملاء. وهذا هو السبب من عدم مطالبة المعيار الأمريكي بإعداد التدفقات بالطريقة المباشرة عند استخدام الطريقة غير المباشرة، ولكنه أوضح أن هناك اختلاف كبير بين الأرقام للمدفوعات والمتحصلات التي تم تقديرها من قائمة

المرتبطة بالضرائب على الدخل بشكل منفصل وتبويبها كتدفقات نقدية ناتجة من أنشطة التشغيل ما لم يكن من الممكن ربطها مباشرةً بأنشطة تمويل أو استثمار محددة. وبالنسبة للاستثمارات في شركات تابعة وشقيقة ومشروعات مشتركة فينبغي الاقتصار على عرض التدفقات النقدية التي تتم بين الوحدة الاقتصادية والجهة المستثمر فيها. كما ينبغي عرض إجمالي التدفقات النقدية الناتجة عن الحصول على أو فقد السيطرة على الشركات التابعة أو أنشطة الأعمال الأخرى بشكل منفصل وتبويبها كأنشطة استثمار. كما ينبغي استبعاد معاملات الاستثمار والتمويل التي لا تتطلب استخدام النقدية أو ما في حكمها من قائمة التدفقات النقدية. وينبغي الإفصاح عن مثل تلك المعاملات في مكان آخر في القوائم المالية.

ومن العرض السابق لمعيار المحاسبة المصري رقم ٤ بشأن إعداد قائمة التدفقات النقدية يتضح أنه يتوافق مع معيار المحاسبة الدولي رقم ٧ (IAS No.7) إلى حد التطابق وبالتالي فإن الانتقادات الموجهة إلى المعيار الدولي ستوجه إلى المعيار المصري.

ويتضح من المعايير السابق عرضها لإعداد قائمة التدفقات النقدية أنه يتعين على الوحدات الاقتصادية إعداد قائمة التدفقات النقدية بعد إعداد قائمتي الدخل والمركز المالي، حيث يتطلب إعداد قائمة التدفقات النقدية توافر بيانات قائمة الدخل للفترة المالية وقائمتين للمركز المالي لبدية ونهاية الفترة المالية، ثم يتم تحديد صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وهي تلك التدفقات التي ترتبط بأنشطة تشغيل الوحدة الاقتصادية والتي تكون سببا في توليد الإيراد.

صافي التدفق النقدي للفترة، ويتم إضافته إلى رصيد أول الفترة للنقدية وما في حكمها لاستخراج رصيد آخر الفترة.

وبذلك فإن إعداد الوحدة الاقتصادية لقائمة التدفقات النقدية يمكنها من معرفة الأسباب الأساسية للتغير في رصيد النقدية من أول الفترة لآخر الفترة، بالإضافة إلى معرفة مصادر هذا التغير، ومن ثم إمكانية تقييم الأداء المالي للوحدة الاقتصادية من تلك المعلومات.

٦/١/٦ تحليل قائمة التدفقات النقدية

لقد اهتم المحللون الماليون كثيراً برقم صافي الربح كأحد العناصر الهامة في القوائم المالية، والذي يوفر معلومات عن نجاح أو فشل الوحدة الاقتصادية في تحقيق أهدافها. ولكن رقم صافي الربح ينطوي على استحقاقات وبعض التقديرات التي لا تخلو من الحكم الشخصي، لذلك فإن الاعتماد عليه بمفرده قد يكون مضللاً (التميمي ووجر، ٢٠١٣). كما أن الاعتماد في التحليل المالي على قائمتي الدخل والمركز المالي فقط لا يعطيان صورة حقيقية كاملة عن أداء الوحدة الاقتصادية، ولا سيما فيما يخص التدفقات النقدية للأنشطة المختلفة للوحدة الاقتصادية مما يسبب مشكلة للمستثمرين والمحللين الماليين عند تقييم أداء الوحدة الاقتصادية من حيث السيولة والمرونة المالية والقدرة التشغيلية (Jooste, 2006).

وترى الباحثة أن الاعتماد فقط على تحليل قائمة الدخل لتقييم أداء الوحدة الاقتصادية يؤدي إلى معرفة اتجاه الأرباح ولكن لا يمكن تحديد مدى استمرارية وجودة هذه الأرباح. كما أن الاقتصار في التحليل على قائمة المركز المالي يُمكن من معرفة

التدفقات النقدية المعدة بالطريقة غير المباشرة عن المفتح عنها فعلا في القائمة المعدة بالطريقة المباشرة. لذلك أوصى بأن تعد الوحدات الاقتصادية قائمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بالطريقتين وذلك لتحقيق الهدف منها.

وتؤيد الباحثة هذه التوصية لأن هناك اختلاف في المحتوى المعلوماتي بين الطريقتين بخلاف ما يتم الاعتقاد به، ولتحقيق الهدف من قائمة التدفقات النقدية يُفضل إعداد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بالطريقتين بحيث يتم استخدام الطريقة المباشرة في صلب القوائم المالية وإعدادها بالطريقة غير المباشرة في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية. وبعد إعداد التدفقات النقدية التشغيلية يتم تحديد صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية وهي التدفقات التي ترتبط بأنشطة الاستثمار واقتناء أو استبعاد الأصول طويلة الأجل والاستثمارات الأخرى. ثم يتم تحديد صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية وهي التدفقات التي ترتبط بالأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات رأس المال المملوك والمقترض (رشاد، ٢٠٠٤).

ويعد تقسيم قائمة التدفقات النقدية إلى تدفقات من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية من أفضل التقسيمات التي توفر معلومات تحقق الهدف منها، حيث أوضح (Khanji & Siam, 2015) أن تقسيم قائمة التدفقات النقدية بهذا التقسيم يؤدي إلى كشف نقاط القوة والضعف في الوحدة الاقتصادية من حيث قدرتها على الوفاء بالالتزامات والمصروفات التمويلية والتوزيعات سواء في المدى القصير أو الطويل.

ويعد تحديد صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الثلاث بشكل مستقل يتم تجميعهم للحصول على

الوحدات الاقتصادية التي تحقق أرباح مرتفعة تكون ناجحة، لأن الأرباح بدون تدفقات نقدية داخلية تجعل الوحدة الاقتصادية غير قادرة على المحافظة على سيولتها ومن ثم لا تستطيع تحقيق أرباح مستقبلية. وبالتالي يمكن القول أن النقد يولد الربح ولكن ليس دائماً الأرباح تولد نقد.

٧/١/٦ النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية

يهتم المحللون الماليون بمؤشرات الأداء بشكل عام ومؤشرات الأداء المحاسبية بشكل خاص. ولقد تطورت مؤشرات الأداء على مر الزمن فبعد الاعتماد فقط على الإيرادات كمؤشر للأداء تم الاتجاه نحو الأرباح، ومع استمرار الجدل حول الاعتماد على الأرباح كمؤشر للأداء تم الاتجاه نحو مؤشرات الأداء المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية وذلك كبديل أو مكمل لمؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح (الخلايلة، ٢٠٠٤).

وتعد النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية أداة هامة في يد المحللين الماليين لتقييم أداء الوحدات الاقتصادية، وذلك بسبب تأثير النسب المالية المعدة على أساس الاستحقاق والتي تُشتق من قائمتي الدخل والمركز المالي بالتلاعبات المحاسبية بسبب احتوائها على الاستحقاقات والتقديرية، وأيضاً المرونة في اختيار السياسات المحاسبية. (Arinović-Barac, 2011).

ويرى (Jooste, 2006) أن استخدام النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية كمؤشرات مالية لتقييم أداء الوحدة الاقتصادية تساعدها على المحافظة على الأداء التشغيلي والتوسع باستثمارات جديدة بدون تمويل خارجي كما تمكنها من سداد القروض ودفع التوزيعات. كما تساعد تلك النسب

مواطن القوة والضعف للوحدة الاقتصادية في لحظة زمنية معينة وليس خلال فترة.

وكل ما سبق يمثل بواعث الطلب للاعتماد على قائمة التدفقات النقدية في التحليل المالي، وتأسيساً على ما سبق فإن تحليل قائمة التدفقات النقدية يعد خطوة هامة عند التحليل المالي للوحدات الاقتصادية لأن هذه القائمة تمثل حلقة الوصل بين قائمة المركز المالي وقائمة الدخل، وبالتالي تمكن من تحقيق أهم أهداف التحليل المالي وهو كشف جوانب القوة والضعف في أنشطة الوحدة الاقتصادية، والمساعدة في عملية التخطيط واتخاذ القرارات (أحمد، ٢٠٠٨).

وتتحقق تلك الأهداف بسبب ما توفره قائمة التدفقات النقدية من معلومات بحيث يتمكن المحلل المالي من تحديد التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية، بالإضافة إلى تحديد الاحتياجات النقدية لسد العجز المالي أو استخدام الفائض النقدي المتاح (Subatnieks, 2005). كما يوضح (Jung, 2015) أن تحليل قائمة التدفقات النقدية يقلل من عدم تماثل المعلومات ويُمكن من إمكانية توقع الأرباح طويلة الأجل للوحدة الاقتصادية بدقة أكبر من الاعتماد فقط على قائمة الدخل.

ومما سبق يمكن القول أن تحليل قائمة التدفقات النقدية اكتسب أهمية كبيرة بسبب ما توفره من معلومات مفيدة تدعم المعلومات المستخرجة من تحليل قائمتي الدخل والمركز المالي، وذلك لأن حلقة الوصل بين هاتين القائمتين هي قائمة التدفقات النقدية. وبذلك فإن الاقتصار على تحليل قائمة الدخل لتقييم الأداء قد يكون مضللاً. وترى الباحثة أن السبب في ذلك قد يرجع إلى أن ليس كل

الإدارة في التخطيط الجيد للنقدية وإمكانية التنبؤ بالفشل المالي (Fawzi, et al., 2015). ويوضح (Chiou, 2015) أن النسب المالية النقدية قادرة على التنبؤ بشكل فاعل لأنها تحتوي على معلومات تاريخية عن التدفقات النقدية وما يكتنفها من عناصر عدم التأكد، وبالتالي تستطيع أن تتوقع نمو أو تدهور النقدية في المستقبل.

ويتضح مما سبق أهمية النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية كمؤشرات لقياس أداء الوحدة الاقتصادية ولتحقيق الهدف من هذه المؤشرات ينبغي اختيار النسب المالية النقدية بعناية لتعكس الأداء المالي للوحدة الاقتصادية بشكل صحيح. ولا يوجد مجموعة شاملة من النسب المالية النقدية متفق عليها ولكن يتم اشتقاق النسب المالية من المعلومات المدرجة بقائمة التدفقات النقدية تبعا للهدف المراد تحقيقه (Jooste, 2006).

وتتعدد الأهداف التي يمكن تحقيقها فقد يكون الهدف قياس سيولة الوحدة الاقتصادية لذلك يتم الاعتماد على نسبة كفاية التدفقات التشغيلية، مؤشر التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات، ومعدل العائد النقدي على الأصول (Subatnieks, 2005). أما (Arinović-Barac, 2011) فقد استخدم نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، نصيب السهم من التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة تغطية التدفقات النقدية التشغيلية للفوائد، ونسبة التدفق النقدي الحر إلى التدفقات النقدية التشغيلية، لقياس سيولة الوحدة الاقتصادية أو كما أطلق عليها الاستدامة المالية financial sustainability. أما (الأزهر ودينوري، ٢٠١٣) فقد أوضح أن سيولة الوحدة الاقتصادية تعبر عن قدرتها على توليد تدفقات نقدية كافية لتلبية

الاحتياجات الأساسية المحددة ضمن رؤية واستراتيجية الوحدة الاقتصادية، واعتمد على نفس النسب التي اعتمد عليها (Subatnieks, 2005) بالإضافة إلى معدل العائد النقدي على المبيعات، نسبة تغطية فوائد الديون من التدفقات النقدية ونسبة تغطية التوزيعات.

كما أن التنبؤ بالفشل المالي للوحدات الاقتصادية يمثل أحد أهداف النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية، ولتحقيق هذا الهدف اعتمد (Murty & Misra, 2004) على معدل العائد النقدي على الأصول، نسبة تغطية الديون من التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات، معدل العائد النقدي على حقوق الملكية، نسبة التدفقات النقدية إلى الأصول المتداولة، نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية إلى الفوائد، نسبة التدفقات النقدية إلى رأس المال، ونسبة التدفقات النقدية إلى رأس المال العامل. كما اعتمد (الحيوي وأحمد، ٢٠١٥) على نفس النسب السابقة للتنبؤ بالفشل المالي وأضاف عليها نسبة تغطية التدفقات التشغيلية للتدفقات الاستثمارية والتمويلية، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى النفقات الرأسمالية، مؤشر النقدية التشغيلية، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى الإيرادات، ومعدل العائد النقدي على الأصول الثابتة.

كما يمكن استخدام النسب المالية النقدية في تقييم أداء الوحدة الاقتصادية فقد استخدم (العمودي والخيال، ٢٠١١) مجموعة من النسب المالية النقدية لتحقيق هذا الهدف حيث استخدم نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية، كما استخدم نفس النسبة ولكن

هذه النسبة من أهم النسب التي تستخدم كمؤشر لسيولة الوحدة الاقتصادية، وتظهر بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية} = \text{صافي التدفق النقدي التشغيلي} / \text{الالتزامات المتداولة}$$

ب- نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية

وتوضح هذه النسبة مقدار التدفقات النقدية التشغيلية من إجمالي التدفقات (العمودي والخيال، ٢٠١١) وبالتالي يمكن قياس مدى قدرة التدفقات النقدية التشغيلية على تمويل الأنشطة الاستثمارية ومدى وجود تدفق نقدي حر متاح للدائنين والملاك، وتتضح هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية} = \text{صافي التدفق النقدي التشغيلي} / \text{إجمالي التغير في التدفقات النقدية}$$

ج- معدل العائد النقدي على الأصول

ويتمثل هذا المعدل في نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول، وتعد هذه النسبة مكافئ لمعدل العائد على الأصول ولكن معدل العائد النقدي يستخدم صافي التدفق النقدي التشغيلي بدلا من صافي الربح، ويستخدم هذا المعدل كمؤشر للتدفقات النقدية التشغيلية المتولدة من الأصول وكلما زادت هذه النسبة دل على قدرة الوحدة الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية من استخدامها للأصول (الخلايلة، ٢٠٠٤؛ Ball, et al., 2016)، وتظهر هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد النقدي على الأصول} = \text{صافي التدفق النقدي التشغيلي} / \text{إجمالي الأصول}$$

بالنسبة للتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية، كما استخدم نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الالتزامات طويلة الأجل، بالإضافة إلى نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، ومعدل العائد النقدي لحقوق الملكية، وأخيرا مؤشر النقدية التشغيلية. أما (Jeletic, 2012) فقد استخدم نسبة التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم، معدل العائد النقدي على الأصول، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الالتزامات ورأس المال، ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى رأس المال. أما (Grey, et al., 2013) فلقد قام بتقييم الأداء من خلال نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة تغطية التدفقات النقدية التشغيلية للفوائد، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى النفقات الرأسمالية، نصيب السهم من التدفقات النقدية التشغيلية، معدل العائد النقدي على الأصول، ومعدل العائد النقدي على حقوق الملكية.

ويتضح مما سبق أن هناك مجموعة كبيرة ومتنوعة من النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية والتي تمثل مؤشرات هامة يتم من خلالها تحقيق أهداف محددة للتحليل المالي، كما يتضح أن النسب المالية المستخدمة لقياس كل هدف لا تختلف كثيرا من هدف لآخر أي أنه يوجد نسب مالية تمثل قاسم مشترك لقياس كل الأهداف ويمكن توضيح هذه النسب على النحو التالي:

أ- نسبة كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

وتقيس هذه النسبة مدى قدرة الوحدة الاقتصادية على سداد الالتزامات قصيرة الأجل من التدفقات النقدية التشغيلية، (الأزهر ودينوري، ٢٠١٣)، وتعد

د- معدل العائد النقدي على حقوق الملكية

ويعبر هذا المعدل عن نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي حقوق الملكية، وتعد هذه النسبة المكافئ لمعدل العائد على حقوق الملكية ولكن بدلا من استخدام صافي الربح في قياس معدل العائد يتم استخدام التدفقات النقدية التشغيلية (Murty & Misra, 2004)، ويوضح هذا المعدل النقدية المتولدة من حقوق الملكية، وتظهر هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد النقدي على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي التدفق النقدي التشغيلي}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

هـ- مؤشر التدفق النقدي

وتعد هذه النسبة مكافئ لمعدل العائد على التدفقات النقدية التشغيلية، والذي يفسر العلاقة بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية وصافي الدخل، ويوضح نسبة الأرباح النقدية من صافي الأرباح السنوية المحتسبة على أساس الاستحقاق، وكما ارتفعت هذه النسبة زادت مصادقية بيانات قائمة الدخل والعكس صحيح (Subatnieks, 2005). ويستخدم هذا المؤشر في قياس جودة الأرباح، لأنه يوضح الجزء النقدي من صافي الربح أو الجزء القابل للتحويل والذي يعد أحد صفات جودة الأرباح (العطوط والظاهر، ٢٠١٠)، ويمكن توضيح هذا المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\text{مؤشر التدفق النقدي} = \frac{\text{صافي التدفق النقدي التشغيلي}}{\text{صافي الربح}}$$

وتمثل النسب السابق عرضها النسب النقدية المشتركة لقياس الأهداف المختلفة من تحليل قائمة التدفقات النقدية. وتحليل تلك النسب يتضح أنها تعتمد فقط على التدفقات النقدية التشغيلية حيث يوضح (Subatnieks, 2005; Jooste, 2006)

أنه لتحقيق أهداف التحليل المالي لقائمة التدفقات النقدية يُفضل استخدام النسب المالية المعتمدة على التدفقات النقدية التشغيلية، وذلك لأنها تعبر عن النشاط الرئيس للوحدة الاقتصادية وبالتالي تمثل مقياسا جيدا للسيولة وجودة الأرباح وتقييم الأداء.

لقد اتضح فيما سبق أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية، وأهمية المؤشرات النقدية المستخرجة منها كوسيلة مكملة لتحليل قائمتي الدخل والمركز المالي. وبالرغم من الاهتمام المتزايد لتحليل قائمة التدفقات النقدية والاعتماد عليها في استخراج مؤشرات يتم من خلالها تحقيق أهداف عديدة، للاعتقاد بأنها خالية من التحريفات وتلاعبات الإدارة، إلا أن (Nurnberg, 2006) أوضح أن التدفقات النقدية ليس كما يتوقع البعض بعيدة عن تلاعبات الإدارة ولكن أحيانا تقوم الإدارة بالتلاعب في أرقام التدفقات النقدية مما قد يُظهر مفهوم جديد وهو إدارة التدفقات النقدية Cash flows management وهو يكافئ مفهوم إدارة الأرباح. ويرى (Jeletic, 2012) أن تلك التلاعبات يمكن أن تحدث بسبب المرونة في معايير المحاسبة عن التدفقات النقدية.

وبالرغم من الانتقادات الموجهة إلى قائمة التدفقات النقدية والذي يتبلور في أنها قد تكون عرضة للتلاعب من قِبل الإدارة إلا أن الباحثة ترى أن فرص التلاعب في هذه القائمة لا تقارن بفرص التلاعب في قائمة الدخل، لذلك لا تزال التدفقات النقدية مفضلة في التحليل المالي عن الأرباح. وبذلك يمكن استخدام تحليل قائمة التدفقات النقدية كمكمل أو لإثبات صحة التحليل المعتمد على قائمة الدخل.

وبذلك يمكن القول أن تحليل قائمة التدفقات النقدية اكتسب أهميته من أهمية المحتوى المعلوماتي

القوانين السارية على الوحدات الاقتصادية والتي تحدد ما يوزع منه وما يحتجز منه.

كما أنه يستخدم في التنبؤ بمستقبل الوحدة الاقتصادية من حيث الربحية والتدفقات النقدية والنمو من التمويل الذاتي. وبذلك ينظر له المستثمر كمؤشر هام لاتخاذ القرارات، وذلك لأنه رقم محاسبي غني بالمعلومات التي تدمج بين الأرباح التاريخية المحققة خلال الفترة والتي من خلالها يمكن تحديد التوقعات المعقولة والتي قد تحدث في المستقبل بدون احتمال وقوع أحداث استثنائية، ومن ثم تقييم فرص استمرار الوحدة الاقتصادية (Ganguli, 2011).

ولأهمية العائد على السهم فإن أحد متطلبات معايير المحاسبة هو الإفصاح عنه في قائمة الدخل، لذلك نتناول فيما يلي أهمية عوائد الأسهم ومؤشراته ومعايير الإفصاح عنه وأخيرا علاقته بالتدفقات النقدية.

١/٢/٦ أهمية عوائد الأسهم

إن الإفصاح عن أرباح الوحدات الاقتصادية يوفر معلومات عن الأحداث المختلفة التي تمت خلال السنة، ويوضح (محمود، ٢٠١٣) أن الربح المحقق للسهم العادي أحد مقاييس الربحية الجيدة التي تستخدم لقياس الأداء ويعد من المعلومات الهامة لأغراض التحليل المالي، بحيث يمكن معرفة وضع الوحدة الاقتصادية بمقارنة هذا الرقم مع ما تحققه الوحدات الأخرى في نفس القطاع. كما يوضح أن أهمية العائد على السهم تتبع من أنه يمكن استخدامه في التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية ومعدلات النمو الداخلي.

ويؤكد على ذلك (Stone & Niemyer, 2005) فيوضح أن العائد على السهم يهتم به كل من

لهذه القائمة المبني على الأساس النقدي والذي يختلف عن المحتوى المعلوماتي لقائمتي الدخل والمركز المالي المبني على أساس الاستحقاق. ويسعى المستثمرون والمحللون الماليون في الوقت الحاضر إلى تفسير عوائد الأسهم من خلال قائمة التدفقات النقدية لذلك سنتناول فيما يلي علاقة النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية بعوائد الأسهم.

٢/٦ عوائد الأسهم وعلاقتها بالتدفقات النقدية

يحتاج المستثمرون المعلومات اللازمة التي توضح لهم حقيقة مستوى أداء الوحدة الاقتصادية والوضع المالي لها وهو ما يوفره الإفصاح المحاسبي الذي يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة (باشيخ، ٢٠١٤). ويعد العائد على السهم أو ما يُطلق عليه ربحية السهم (Earning per share) (EPS) من أهم الإفصاحات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات، وذلك لأن العائد على السهم يمثل مؤشر مالي يحتوي على العديد من المعلومات الحالية للوحدة الاقتصادية والتي يمكن استخدامها في توقع ما يحدث في المستقبل (الرطام، ٢٠٠٩). وترى الباحثة أن تلك التوقعات تختلف باختلاف قرار المستثمر، فإذا كان القرار هو الاحتفاظ بالسهم فإنه يتوقع توزيعات الأرباح، أما إذا كان القرار هو البيع للسهم فإنه يتوقع المكاسب الرأسمالية.

ويعد العائد على السهم أحد المقاييس الهامة لربحية الوحدة الاقتصادية والذي يستخدم كمقياس للأداء من خلال تحليله مالياً. ويوضح (أحمد، ٢٠١٣) أن أهمية العائد على السهم تتبع من أنه يقيس النشاط الطبيعي للوحدة الاقتصادية قبل أن تمتد إليه يد الإدارة بالتوزيع وقبل أن تتحكم فيه

وبالرغم من المزايا العديدة التي تتحقق من الإفصاح عن عوائد الأسهم إلا أنه يشوبه بعض العيوب أوضحها (Stone & Niemeier, 2005) في انخفاض مصداقية العائد على السهم بسبب التلاعب في الأرباح المحاسبية لتحقيق أهداف معينة من خلال البدائل المحاسبية المسموح بها في معايير المحاسبة، بالإضافة إلى ممارسات الغش التي قد توجد في القوائم المالية.

وترى الباحثة أن تلك العيوب التي تكثفت العائد على السهم جعلت مستخدمي القوائم المالية، وخاصة المستثمرين البحث عن بدائل له، مثل التدفقات النقدية لكل سهم والذي يعد من وجهة نظر مستخدمي القوائم المالية أقل عرضة للتلاعب من صافي الربح، لذلك يسعى البحث فيما يلي إلى تحديد مؤشرات عوائد الأسهم ومن قم تحديد العلاقة بين عوائد الأسهم والتدفقات النقدية.

٦/٢/٢ مؤشرات عوائد الأسهم

يعد العائد على السهم مقياساً جيداً لربحية السهم، كما يعد أكثر المقاييس انتشاراً لأنه ينطوي على مجموعة من المعلومات المفيدة لأصحاب المصلحة بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص، حيث يوضح نصيب كل مساهم من صافي ربح الوحدة الاقتصادية (Grey, et al., 2013).

ويوضح (جهماني، ٢٠٠٤) أن العائد على السهم يتمثل في صافي الربح مقسوماً على عدد الأسهم العادية المكتتب فيها. أما (محمود، ٢٠١٣) فيوضح أنه يحتسب بقسمة الأرباح من العمليات المستمرة بعد طرح أرباح الأسهم الممتازة على المتوسط المرجح للأسهم العادية، كما يوضح أن الأرباح من العمليات المستمرة يمثل الدخل المتحقق من نشاط الوحدة الاقتصادية الرئيس، أما أرباح

المساهمين، المستثمرين، الإدارة، المحللين الماليين، وغيرهم من أصحاب المصلحة، بحيث يستخدم لتقييم أداء إدارة الوحدات الاقتصادية لخلق القيمة للسهم العادي.

أما (Grey, et al., 2013) فأوضح أن الدافع وراء الإفصاح عن العائد على السهم هو لاستخدامه لمعرفة مدى تحقيق الوحدة الاقتصادية لأهدافها أو بمعنى آخر يستخدم كأحد الوسائل لتقييم أداء الإدارة، وهذا يتفق مع (Stone & Niemeier, 2005).

كما يوضح (Al-Attar & Al-Khadash, 2005) أن الوحدات الاقتصادية تُفصح عن عائد السهم لأن المستثمرين والمحللين الماليين يستخدمون هذا الرقم للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

ومما سبق يمكن بلورة أهمية الإفصاح عن عوائد الأسهم في؛ أنه يمكن الوحدات الاقتصادية من تقييم أدائها ومدى تحقيق أهدافها، ويؤدي ذلك إلى سهولة مقارنة أداء الوحدة الاقتصادية مع مثيلاتها في نفس القطاع. وإذا تحقق ذلك فإنه يمكن استخدام الإفصاح عن عوائد الأسهم في التنبؤ بالأرباح المستقبلية للوحدة الاقتصادية وتدفقاتها النقدية ونموها الداخلي.

وبذلك يحقق الإفصاح عن عوائد الأسهم عدة مزايا لخصها (باشيخ، ٢٠١٤) في؛ توازن السوق، تحسين قرارات المستثمرين، الحد من المضاربة على الأسهم، تقليل عامل المخاطرة، اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة سواء متعلقة بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم، بالإضافة إلى الحد من قرارات الخروج من السوق وأيضاً زيادة حركة التداول في السوق.

الأسهم الممتازة فإنها نصيب تلك الأسهم من صافي الربح، أما المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية فإنه عدد الأسهم العادية التي تتأثر بزيادة أو انخفاض عدد الأسهم العادية مرجحة بالزمن.

أما (Stone & Niemeier, 2005) فيفرق بين العائد على السهم الأساسي والعائد على السهم المخفض، فالأول يتم احتسابه بقسمة صافي الربح على المتوسط المرجح لعدد الأسهم، أما الثاني فيتم احتسابه بنفس الطريقة ولكن مع زيادة المتوسط المرجح بالأسهم المخفضة.

على السهم المخفض فيعكس التخفيض المحتمل للعائد على السهم الذي يمكن أن يحدث إذا تم تحويل الأوراق المالية أو عقود أخرى إلى أسهم عادية.

أما معيار المحاسبة الدولي بشأن العائد على السهم صدر عن مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB عام ١٩٩٧ برقم ٣٣ (IAS No.33)^٧، ويطبق هذا المعيار على الوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها العادية أو أسهمها العادية المحتملة، وكذلك الوحدات التي هي في طور إصدار أسهم عادية أو أسهم عادية محتملة في أسواق الأوراق المالية.

ومن الجدير بالذكر أن الأسهم المخفضة هي أسهم ممتازة أو سندات أو أي أوراق مالية يُنتظر تحويلها مستقبلاً إلى أسهم عادية (محمود، ٢٠١٣)، ويزيادة عدد الأسهم العادية ينخفض العائد عليها لذلك يُطلق عليها العائد المخفض على السهم أو ربحية السهم المخفض.

وينصح مما سبق اختلاف الدراسات في تحديد الأرباح المستخدمة في قياس العائد على السهم والفيصل في ذلك هو معايير المحاسبة لذلك نتناول فيما يلي معايير المحاسبة بشأن العائد على السهم.

ويُقاس العائد على السهم الأساسي عن طريق قسمة صافي ربح الفترة أو خسارتها المنسوب لحملة الأسهم العادية بعد طرح أرباح الأسهم الممتازة على متوسط عدد الأسهم العادية خلال الفترة.

ولقد تم إصدار معيار المحاسبة الأمريكي رقم ١٢٨ (SFAS NO. 128) عام ١٩٩٧ بشأن القياس والإفصاح عن العائد على السهم، ويطبق على الوحدات الاقتصادية التي لديها أسهم عادية حالية أو أسهم عادية محتملة. ويحل محل رأي مجلس مبادئ المحاسبة APB رقم ١٥.

ويدرج في تحديد صافي الربح أو الخسارة للفترة جميع بنود الإيرادات والمصروفات المعترف بها خلال الفترة بما فيها مصروف الضرائب والبنود غير العادية وحقوق الأقلية، وتطرح قيمة صافي الربح المنسوب لحملة الأسهم الممتازة من صافي الربح للفترة (أو تضاف إلى صافي خسارة الفترة) من أجل احتساب صافي الربح أو الخسارة للفترة والمنسوبة لحملة الأسهم العادية.

وينتطلب هذا المعيار الإفصاح عن العائد على السهم الأساسي في حالة هيكل رأس المال البسيط، كما يتطلب العرض المزدوج للعائد على السهم الأساسي والمخفض في قائمة الدخل للوحدات

وتتمثل قيمة أرباح الأسهم الممتازة التي تطرح من صافي ربح الفترة في قيمة أي توزيعات أرباح على

⁷ <http://www.ifac.org>

⁶ <http://www.fasb.org>

بنفس درجة الوضوح لكل الفترات المعروضة. ويتم العرض حتى لو كان سالبا (خسارة السهم).

كما يتطلب المعيار الإفصاح عن المقادير المستخدمة كبسط في احتساب العائد على السهم الأساسي والمخفض، وتسوية تلك القيم مع صافي الربح أو الخسارة للفترة. بالإضافة إلى الإفصاح عن المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المستخدم كمقام في احتساب العائد على السهم الأساسي والمخفض وتسوية تلك المقامات مع بعضها البعض.

ويصدر هذا المعيار جعل القوائم المالية المعدة على أساس معايير المحاسبة الدولية قابلة للمقارنة مع القوائم المالية المعدة على أساس معايير المحاسبة الأمريكية.

وبالنسبة لمعيار المحاسبة المصري بشأن العائد على السهم أو كما أطلق عليه في هذا المعيار نصيب السهم في الأرباح فهو معيار المحاسبة المصري رقم ٢٢، وكان آخر تعديل له عام ٢٠١٥^٨.

ويطبق هذا المعيار على الوحدات الاقتصادية التي تكون أسهمها العادية الحالية أو المحتملة مقيدة في أسواق الأوراق المالية المصرية، وأيضاً الوحدات التي في طريقها لإصدار أسهم عادية فعلية أو محتملة في سوق الأوراق المالية.

ويقاس النصيب الأساسي للسهم في الأرباح باستخدام الأرباح أو الخسائر الخاصة بحاملي الأسهم العادية للوحدة الاقتصادية، والأرباح أو الخسائر من الأنشطة المستمرة الخاصة بحاملي الأسهم العادية إذا تم عرضها. ويحسب بقسمة صافي أرباح أو خسائر الفترة الخاصة بحملة الأسهم

أسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح تم الإعلان عنها بخصوص الفترة، وكذلك إجمالي قيمة توزيعات الأرباح لأسهم ممتازة مجمعة للأرباح للفترة سواء تم الإعلان عنها أم لا.

ويتحدد المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية بعدد الأسهم العادية القائمة في بداية الفترة بعد تعديله بعدد الأسهم العادية التي قامت الوحدة الاقتصادية بإعادة شرائها (أسهم الخزانة) أو المصدرة خلال الفترة مضروباً بمعامل الترجيح الزمني، وهذا المعامل هو عدد الأيام التي تكون خلالها الأسهم المحددة قائمة كنسبة من إجمالي عدد الأيام في الفترة.

ويتطلب المعيار الدولي احتساب العائد على السهم المخفض، ولغرض احتسابه ينبغي تعديل صافي الربح المنسوب لحملة الأسهم العادية والمتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة بتأثيرات جميع الأسهم العادية المحتملة.

ويرتفع صافي ربح الفترة والمنسوب للأسهم العادية بقيمة توزيعات الأرباح بعد الضريبة وبالفائدة المعترف بها خلال الفترة فيما يتعلق بالأسهم العادية المحتملة، ويعدل بأي تغييرات في الإيرادات والمصروفات التي ستنتج من تحويل أسهم عادية محتملة. ويرتفع المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة بالمتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية الإضافية التي ستكون قائمة بافتراض تحويل جميع الأسهم العادية المحتملة.

ويتطلب المعيار أن تعرض الوحدة الاقتصادية العائد على السهم الأساسي والمخفض في صلب قائمة الدخل لكل فئة من الأسهم العادية التي لها حق مختلف للمشاركة في صافي الربح للفترة. ويجب عليها عرض العائد على السهم الأساسي والمخفض

⁸ <http://www.asa.gov.eg>

بعد الضريبة المستحقة للأسهم الممتازة القابلة للتحويل لأسهم عادية، وكذلك إضافة الفوائد التي تم حسابها خلال الفترة بالنسبة للديون القابلة للتحويل لأسهم عادية، كما يتم تسوية الأرباح بأية تغييرات أخرى في الإيرادات أو المصروفات والتي قد تنتج من تحويل الأسهم العادية المحتملة إلى أسهم عادية. كما يعدل المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة بإضافة المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية الإضافية والتي ستكون قائمة بافتراض تحويل كافة الأسهم العادية المحتملة إلى أسهم عادية.

ولقد تطلب المعيار المصري بعرض نصيب السهم في الأرباح الأساسية والمخفضة في قائمة الدخل والنتاج عن النشاط العادي المستمر والمتعلق بحملة الأسهم للوحدة الاقتصادية، وينبغي على الوحدة عرض حصة السهم في الأرباح الأساسية والمخفضة وإبرازها بشكل متساو عن كافة الفترات المعروضة.

وفي حالة توقف العمليات يجب الإفصاح عن حصة السهم في الأرباح الأساسية والمخفضة للعمليات المتوقفة إما في صلب قائمة الدخل أو في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية. كما ينبغي عرض النصيب الأساسي في الأرباح والمخفض للسهم حتى لو كانت الأرقام المفصّل عنها سالبة.

كما يطلب المعيار الإفصاح عن المبالغ المستخدمة في بسط معادلة حساب كل من النصيب الأساسي في الأرباح والمخفض للسهم وكذلك تسوية هذه المبالغ مع صافي الربح أو الخسارة للفترة على أن تتضمن تلك التسوية تأثير كل نوع من الأدوات المالية على حدة على نصيب السهم في الأرباح. كما يتم الإفصاح عن المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المستخدمة كمقام في معادلة حساب كل من

العادية للوحدة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة خلال الفترة.

ولغرض حساب النصيب الأساسي للسهم في الأرباح فإن المبالغ الخاصة بحاملي الأسهم العادية للوحدة الاقتصادية تتمثل في الربح أو الخسارة من الأنشطة المستمرة ويتم تعديلها بتوزيعات أرباح الأسهم الممتازة (بعد الضرائب)، والفروق الناتجة عن سداد الأسهم الممتازة وتأثير الحالات المشابهة الناتجة عن الأسهم الممتازة والتي يتم تبويبها ضمن حقوق الملكية. كما يتم طرح نصيب العاملين وحصة مجلس الإدارة من الأرباح.

ويتحدد المبلغ الخاص بنصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح والذي يتم طرحه من صافي ربح الفترة بتوزيعات الأرباح الخاصة بالأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح والتي يتم إعلان توزيعها عن الفترة، وإجمالي التوزيعات المطلوبة للأسهم الممتازة المجمعة للأرباح سواء تم إعلان التوزيع أو لا، ولا تتضمن توزيعات الأرباح عن الفترة الخاصة بالأسهم الممتازة أية توزيعات تم دفعها أو إعلانها للأسهم مجمعة الأرباح والمتعلقة بفترات سابقة.

والعدد الأساسي للأسهم العادية يحسب على أساس المتوسط المرجح لهذه الأسهم القائمة خلال الفترة ويتم الترجيح بعامل الوقت على أساس عدد الأيام التي يظل فيها عدد من الأسهم قائماً بالنسبة إلى إجمالي عدد أيام الفترة.

ولأغراض حساب النصيب المخفض للسهم في الأرباح يعدل كلا من صافي الربح الخاص بحاملي الأسهم العادية والمتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة بالآثار الناتجة عن كل الأسهم العادية المحتملة المسببة لهذا الانخفاض. حيث يعدل صافي ربح الفترة المتاح للأسهم العادية بإضافة مبلغ التوزيعات

أما النسبة الأخرى فهي عائد السهم المخفض والتي يتم احتسابها بقيمة صافي الربح مطروحا منه توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل وإضافة فائدة السندات القابلة للتحويل بعد الضريبة على المتوسط المرجح للعدد الأقصى للأسهم العادية القائمة والمحتملة (معيار المحاسبة المصري رقم ٢٢)، وتظهر هذه النسبة في المعادلة التالية:

$$\text{عائد السهم المخفض} = (\text{صافي الربح} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل} + \text{فائدة السندات القابلة للتحويل بعد الضرائب}) / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة والمحتملة}$$

وتوضح هذه النسبة التخفيض في عائد السهم الذي يحتمل حدوثه في المستقبل إذا تم تحويل الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية مما يزيد عدد الأسهم وبالتالي تخفيض عائد السهم. ويتضح مما سبق أن معايير المحاسبة اهتمت بالعائد على السهم من حيث قياسه وعرضه والإفصاح عنه وذلك يدل على أهمية هذا الرقم بالنسبة لمستخدمي القوائم المالية عامة والمستثمرين خاصة.

٣/٦ تحليل العلاقة بين التدفقات النقدية

وعوائد الأسهم واشتقاق فروض البحث

تقيم الوحدات الاقتصادية أداؤها محاسبيا باستخدام أساس الاستحقاق والأساس النقدي، وينتج عن أساس الاستحقاق قائمتي الدخل والمركز المالي، أما الأساس النقدي فينتج عنه قائمة التدفقات النقدية. وقائمة التدفقات النقدية والمؤشرات الناتجة منها والتي تستخدم كمقياس لأداء الوحدة الاقتصادية ليست بديلة للمؤشرات الناتجة من قائمتي المركز المالي والدخل والتي تستخدم كمقياس للأداء وأهم

النصيب الأساسي في الأرباح والمخفض للسهم وكذلك التسوية بين الرقمين.

ويتضح مما سبق أن طريقة احتساب العائد على السهم يختلف باختلاف هيكل تمويل الوحدة الاقتصادية، فإذا كان هيكل التمويل بسيط فإنه يتكون فقط من الأسهم العادية ولا يتضمن على أسهم ممتازة قابلة للتحويل أو أية أوراق مالية يمكن تحويلها إلى أسهم عادية (محمود، ٢٠١٣)، لذلك يتم احتساب نسبة واحدة لعائد السهم وتمثل نصيب السهم الواحد من صافي الربح ويمكن توضيحه بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على السهم} = \text{صافي الربح المتاح للمساهمين} / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}$$

ويتأثر المتوسط المرجح للأسهم فقط بالزيادة عن طريق إصدار أسهم إضافية أو توزيعات أرباح في شكل أسهم أو تجزئة الأسهم. أو بالنقص عن طريق شراء أسهم الخزينة.

أما إذا كان هيكل التمويل مركب فإنه يحتوي على أوراق مالية يمكن تحويلها لأسهم عادية مستقبلا مثل السندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل وحقوق شراء الأسهم وشهادات حقوق تملك الأسهم (محمود، ٢٠١٣). وفي هذه الحالة يتم احتساب نسبتين لعائد السهم؛ الأولى العائد على السهم الأساسي ويتم احتسابها من خلال قسمة صافي الربح مطروحا منه توزيعات الأسهم الممتازة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية (معيار المحاسبة المصري رقم ٢٢)، وتتضح هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{عائد السهم الأساسي} = (\text{صافي الربح} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}$$

وترى الباحثة أن هذه النتيجة لا تتناقض مع نتائج الدراسات السابقة ذكرها، وذلك لأن اختلاف مكان الدراسة أدى إلى اختلاف النتائج التي تم التوصل إليها، حيث أن الدراسات التي توصلت إلى إيجابية العلاقة كانت في أسواق مال لدول متقدمة، أما التي توصلت إلى عدم وجود علاقة فإنها تمت في سوق مال ناشئ. والذي يؤكد على ذلك هو ما توصل إليه (أحمد، ٢٠١٣) بأن تلك العلاقة إيجابية ولكنها ضعيفة، حيث تم تطبيق الدراسة أيضا على أحد أسواق المال الناشئة وهو سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية.

وتجدر الإشارة إلى أن الدراسات السابقة عرضها اهتمت بدراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، ولكن يوجد دراسات أخرى اهتمت بمدى تأثير وتفسير التدفقات النقدية لعوائد الأسهم السوقية ومن ثم التأثير على سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية. ومن هذه الدراسات؛ دراسة (حداد، ٢٠٠١) حيث اختبر العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية والعوائد غير العادية السوقية للأسهم في سوق الأوراق المالية الأردني، وتوصل إلى عدم استقرار العلاقة بينهما كما توصل إلى انخفاض القوة التفسيرية لجميع النماذج المستخدمة في الدراسة مما جعله يتوصل إلى عدم وجود علاقة هامة بين التدفقات النقدية سواء أكانت تلك التدفقات من الأنشطة التشغيلية أم الاستثمارية أم التمويلية وبين العوائد السوقية غير العادية للسهم. أما (شبيطة وأبو نصار، ٢٠٠٥) فتناول العوامل المؤثرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم السوقية، واختبر نموذج التدفقات النقدية التشغيلية، ونموذج صافي التدفق النقدي، ونموذج الريح المحاسبي. وتوصل إلى أن هذه النماذج لها قوة

هذه المؤشرات هي عوائد الأسهم (Al-Attar & Al-Khadash, 2005)، والإفصاح عن تلك المؤشرات سواء الناتجة عن قائمة التدفقات النقدية أو قائمتي الدخل والمركز المالي يؤدي إلى زيادة المعلومات المتاحة أمام مستخدمي القوائم المالية والتي تساعدهم في اتخاذ قرارات رشيدة.

ويوضح (Jones, 2003) أن العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم مستقرة وتزداد مع الاقتصادات القوية. ويؤكد على ذلك (Bierman & Haas, 2009) حيث يوضح أن التدفقات النقدية التشغيلية تمثل أحد العوامل المؤثرة والمفسرة للأرباح، وبالتالي المؤثرة والمفسرة لعوائد الأسهم. ويتفق معه (Cheng, et al., 2013) ولكنه يشترط أن تكون الأرباح ذات جودة حتى تستطيع التدفقات النقدية تفسيرها.

أما (Narayan & Westerlund, 2014) فيوضح أن هذه العلاقة قوية ويؤكد على أن التدفقات النقدية تمثل أحد محددات عوائد الأسهم، ومن ثم يمكن استخدام هذه التدفقات في التنبؤ بالعائد على السهم والذي يمثل أحد متغيرات القرارات الاستثمارية.

ولقد حدد (Chen, et al., 2016) نوع هذه العلاقة وأوضح أنها علاقة إيجابية أي أن عوائد الأسهم تزداد مع زيادة الأصول النقدية للوحدة الاقتصادية.

وتأسيسا على ما سبق يمكن تحديد العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم بأنها علاقة إيجابية قوية. وبالرغم من ذلك فلم يتوصل (Salehi, et al., 2011) إلى علاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، ولقد قام بتطبيق دراسته على الوحدات الاقتصادية الإيرانية.

تكون كفاءة السوق لديها متوسطة أو منخفضة. وكفاءة السوق المرتفعة توضح أن سعر السهم يعكس كل المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق أي أن أداء الوحدة الاقتصادية المصدرة للسهم ينعكس على سعر السهم (البيير، ٢٠٠٨).

أما الكفاءة المتوسطة أو المنخفضة فإن سعر السهم عادة لا يعكس أداء الوحدة الاقتصادية سواء جزئياً أو كلياً، ولكن يوجد عوامل أخرى تؤثر في السعر (البيير، ٢٠٠٨)، لذلك سنعمد أكثر على النتائج التي تم التوصل إليها من دراسات تمت في أسواق مرتفعة كفاءة.

ويتأمل نتائج الدراسات السابق عرضها سواء التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم أو عوائد الأسهم السوقية يتضح أنها تُصب في مصلحة هدف البحث وهو دراسة وتحليل العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، لذلك ترى الباحثة أنه بالرغم من اختلاف أهداف تلك الدراسات إلا أنها تتبلور في فكرة مدى قدرة التدفقات النقدية على تفسير التغيرات في أرباح الوحدات الاقتصادية ومن ثم تفسير التغيرات في عوائد الأسهم.

وذلك لأن عندما نستنتج أن التدفقات النقدية قادرة على التنبؤ بربحية السهم والتوزيعات والتدفقات النقدية المستقبلية فإن ذلك دليل على أن التدفقات النقدية والنسب المالية المشتقة منها قادرة على تفسير عوائد الأسهم. وترى الباحثة أنه بما أن الدراسات التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وطُبقت على وحدات اقتصادية في دول لديها أسواق مالية ذات كفاءة توصلت إلى أن العلاقة إيجابية فإن هذه النتيجة هي الواقعية، أما نتائج الدراسات الأخرى فقد تأثرت بعوامل أخرى.

تفسيرية، ولكن قوة نموذج الربح المحاسبي أكبر من قوة نمودجي التدفقات النقدية.

ولقد تناول (Consler, et al., 2011) قوة التدفقات النقدية والأرباح في التوقع بالتوزيعات ومن ثم توقع عائد السهم السوقي، وتوصل إلى أن التدفقات النقدية تستطيع توقع التوزيعات أكثر من الأرباح. وبالتالي يمكن للتدفقات النقدية توقع عائد السهم السوقي من خلال توقع التوزيعات المستقبلية للسهم.

أما (Chiou, 2015) فقد اختبر العلاقة بين التدفقات النقدية وقدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم السوقية وتوصلت إلى أن التدفقات النقدية قادرة على توقع التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي تتوقع العائد على السهم السوقي المستقبلي. ولقد أيد (Cheung & Jiang, 2016) تلك النتيجة حيث توصل إلى إيجابية العلاقة بين التدفقات النقدية وخاصة التدفق النقدي الحر وعوائد الأسهم السوقية.

ويتضح من النتائج التي تم التوصل إليها عند اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم السوقية أنها تشبه إلى حد كبير النتائج التي تم التوصل إليها عند اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، حيث تم التوصل إلى أن العلاقة قد تكون إيجابية أو غير هامة أو لا يوجد علاقة. كما اتضح أن العلاقة الإيجابية ظهرت في دول ذات أسواق مالية متقدمة. أما العلاقة غير الهامة أو عدم وجود علاقة ظهرت في دول ذات أسواق مالية ناشئة.

وترى الباحثة أن التمييز بين نوعية أسواق المال التي تمت بها الدراسات يرجع إلى كفاءة السوق حيث عادة تتميز أسواق المال المتقدمة بنسبة مرتفعة من كفاءة السوق، أما الأسواق الناشئة عادة

التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

الفرض الرابع: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد النقدي على الأصول وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

الفرض الخامس: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد النقدي على حقوق الملكية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

الفرض السادس: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر التدفق النقدي وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

ولاختبار فروض البحث السابقة سيتم القيام بدراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية لذلك نتناول فيما يلي الدراسة التطبيقية.

٤/٦ منهجية البحث

استهدف البحث دراسة وتحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بعوائد الأسهم من منظور محاسبي، ولتحقيق هذا الهدف تم القيام بالدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث التي تم اشتقاقها من الدراسة النظرية. لذلك سنتناول فيما يلي مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة، وأسلوب تجميع البيانات، ثم تحليلها، وأخيراً نتائج اختبار الفروض كما يلي:

وتعتقد الباحثة أنه لتفسير عوائد الأسهم فإن الهدف من التحليل المالي يكون تقييم السيولة، الربحية، جودة الأرباح، وتقييم الأداء للوحدة الاقتصادية بشكل عام حتى يمكن التنبؤ بالفشل المالي لها، واتضح أن النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وتم عرضها في الجزء السابق من البحث تمثل القاسم المشترك لمجموعات النسب المستخدمة لتحقيق تلك الأهداف، لذلك يمكن القول أن هذه النسب كافية لتفسير عوائد الأسهم، لذلك سيتم الاكتفاء بهذه النسب كمؤشرات أو نسب مشتقة من قائمة التدفقات النقدية لمعرفة أثرها على عوائد الأسهم. ولأن العلاقة التي تم التوصل إليها في الدراسة النظرية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم كانت إيجابية فإنه يمكن اشتقاق فروض البحث من خلال افتراض أن العلاقة بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم إيجابية في سوق المال المصري أي في الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية. وتظهر فروض البحث كما يلي:

الفرض الأول: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

الفرض الثاني: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

الفرض الثالث: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة

١/٤/٦ مجتمع وعينة البحث

٣٤% من مجتمع الدراسة البالغ (٩٥) شركة، ويوضح ملحق رقم (١) أسماء الشركات التي تمثل عينة الدراسة.

٢/٤/٦ متغيرات البحث

بالنظر إلى فروض الدراسة التي تم اشتقاقها من الدراسة النظرية يمكن تحديد المتغيرات المستقلة والتابعة كما يلي:

١/٢/٤/٦ المتغيرات المستقلة: النسب المالية

المشتقة من قائمة التدفقات النقدية

لقد اعتمدت الباحثة على خمسة نسب مالية مشتقة من قائمة التدفقات النقدية لتحقيق هدف الدراسة، وهي النسب التي تم التوصل إليها من الدراسة النظرية ومن المتوقع أن تفسر عوائد الأسهم وتؤثر عليه. وبالتالي سيتم اختبار علاقة كل نسبة على حده على عوائد الأسهم، ومن ثم يتم اعتبار كل نسبة متغير مستقل كما يلي:

المتغير المستقل الأول: نسبة كفاية التدفقات

النقدية التشغيلية OCF/CL

ويقاس هذا المتغير بقسمة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل وهذه النسبة من المؤشرات الهامة لقياس سيولة الوحدة الاقتصادية (الأزر ودينوري، ٢٠١٣).

المتغير المستقل الثاني: نسبة التدفقات النقدية

التشغيلية إلى إجمالي التدفقات

النقدية OCF/NCF

ويقاس هذا المتغير بقسمة صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية على إجمالي التغير في التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية (العمودي والخيال، ٢٠١١).

يتضمن مجتمع الدراسة كافة الشركات المسجلة في مؤشر القطاعات^٩ في البورصة المصرية. وذلك ليتضمن مختلف الصناعات قياساً على: (Jooste, 2006; Narayan & West- erlund, 2014) وذلك بخلاف الخدمات المالية المصرفية وغير المصرفية، وذلك لما لها من طبيعة خاصة في التحليل المالي.

وتجدر الإشارة إلى أن مؤشر القطاعات تم تدشينه بالبورصة المصرية في سبتمبر عام ٢٠٠٧م ليسهم في مساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بصورة أفضل^{١٠}. ويتضمن ذلك المؤشر على الصناعات المختلفة الموجودة في مصر مقسمة إلى اثني عشر قطاعاً هما؛ قطاع الموارد الأساسية، قطاع الكيماويات، قطاع الإنشاءات ومواد البناء، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع الرعاية الصحية والأدوية، قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، قطاع المنتجات المنزلية والشخصية، قطاع الإسكان والعقارات، قطاع الاتصالات، قطاع السياحة والترفيه، قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية.

ولقد تم اختيار عينة الدراسة من الشركات المسجلة في ذلك المؤشر، مع مراعاة أن تنتهي السنة المالية لديها في ٣١ من ديسمبر، وأن تتوفر القوائم المالية للشركة بانتظام خلال فترة الدراسة التي تبدأ عام ٢٠١٠م وتنتهي عام ٢٠١٥م.

ولقد أسفر تطبيق الشروط السابقة عن اختيار (٣٢) شركة لتمثل عينة الدراسة والتي تمثل نسبة

^٩ يوجد لدى البورصة المصرية العديد من المؤشرات منها؛ مؤشر القطاعات ومؤشر النيل بالإضافة إلى المؤشرات التالية (EGX 100, EGX 70, EGX 50 EWI, EGX 30, EGX 20 Capped, S&P\EGX ESG)

^{١٠} <http://www.egx.com.eg>

٢/٢/٤/٦ المتغير التابع: العائد على السهم EPS

يعد العائد على السهم أحد المؤشرات الهامة المستخدمة من قبل المستثمرين والمحللين الماليين لأنه مؤشر ينطوي على معلومات خصبة عن أداء الوحدة الاقتصادية. ويقاس هذا المتغير بقسمة صافي الربح المتاح للمساهمين على المتوسط المرجح لعدد الأسهم. وفي حالة وجود أسهم ممتازة فإنه يقاس بقسمة صافي الربح بعد خصم التوزيعات للأسهم الممتازة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية. (معيار المحاسبة المصري رقم ٢٢، Grey, et al., 2013;

ومن الجدير بالذكر أن معيار المحاسبة المصري (رقم ٢٢) طلب من الشركات المصرية التي لديها أوراق مالية قد تتحول إلى أسهم عادية أن تحتسب العائد على السهم الأساسي والمخفض. وتحليل القوائم المالية للشركات المسجلة بمؤشر القطاعات بالبورصة المصرية وتدخل ضمن عينة الدراسة اتضح أنه يوجد شركتان فقط تفصح عن عائد السهم المخفض مع عائد السهم الأساسي. لذلك ترى الباحثة أنه يمكن الاعتماد فقط على عائد السهم الأساسي وذلك لعدم توافر المعلومات الكافية لاحتساب عائد السهم المخفض.

ومن المتغيرات السابقة يمكن صياغة نموذج الدراسة كما يلي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 (OCF/CL) + \beta_2 (OCF/NCF) + \beta_3 (OCF/TA) + \beta_4 (OCF/TE) + \beta_5 (OCF/NI) + \varepsilon$$

حيث إن:

EPS العائد على السهم.

α : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.

$\beta_1 (OCF/CL)$: معامل الانحدار لنسبة كفاية التدفقات (OCF/CL) إلى إجمالي التدفقات النقدية.

$\beta_2 (OCF/NCF)$: معامل الانحدار لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية.

$\beta_3 (OCF/TA)$: معامل الانحدار لمعدل العائد النقدي

المتغير المستقل الثالث: معدل العائد النقدي**على الأصول OCF/TA**

ويقاس هذا المتغير بقسمة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي الأصول، ويمثل هذا المتغير أحد المؤشرات التي تستخدم في معرفة الربحية النقدية للوحدات الاقتصادية والتي تنتج من استخدام الأصول (Ball, et al., 2016).

المتغير المستقل الرابع: معدل العائد النقدي**على حقوق الملكية OCF/TE**

ويقاس هذا المتغير بقسمة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي حقوق الملكية، ويمثل هذا المتغير أيضا أحد المؤشرات الهامة المستخدمة في تحديد الربحية النقدية الناتجة من حقوق الملكية (Murty & Misra, 2004; Ball, et al., 2016).

المتغير المستقل الخامس: مؤشر التدفق**النقدي OCF/NI**

ويقاس هذا المتغير بقسمة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على صافي الدخل ويمثل هذا المتغير معدل العائد النقدي على صافي الدخل (Subatnieks, 2005).

البيانات التي تمزج بين بيانات السلاسل الزمنية حيث يتوفر بيانات عن ٦ سنوات لكل شركة، والبيانات المقطعية حيث تم توفير بيانات لعدد من الشركات يبلغ ٣٢ شركة (McManus, 2011). ويعد البرنامج الإحصائي^{١١} Eviews من البرامج التي تتلاءم مع طبيعة تلك البيانات، لذلك سيتم الاستعانة به في تحليل البيانات إحصائياً.

وسيتم تحليل البيانات على أربعة مستويات؛ الأول سيتم إجراء تحليل وصفي للمتغيرات المستقلة والتابعة، والثاني تحليل انحدار متعدد يختبر العلاقة بين كل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات وعوائد الأسهم، ولتحديد النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية والتي لها تأثير معنوي على عوائد الأسهم سيتم إجراء التحليل الثالث وهو تحليل انحدار بسيط بين كل نسبة مالية مشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، أما التحليل الرابع فهو تحليل الانحدار للنسب المالية وعوائد الأسهم بعد تقسيم عينة الدراسة إلى قطاعات، قياساً على (Narayan & Westerlund, 2014).

١/٤/٤/٦ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
يتم التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة ويوضح الجدول التالي التحليل الوصفي لكل متغيرات الدراسة:

على الأصول.

معامل الانحدار لمعدل العائد النقدي
على حقوق الملكية. :β4 (OCF/TE)

معامل الانحدار لمؤشر التدفق النقدي. :β5 (OCF/NI)

الخطأ العشوائي : ε

٣/٤/٦ أسلوب تجميع البيانات

لقد تم تجميع بيانات الدراسة التطبيقية من القوائم المالية للشركات عينة الدراسة والمندرجة في مؤشر القطاعات بالبورصة المصرية عن الفترة من ٢٠١٠م حتى ٢٠١٥م، قياساً على (Jooste, 2006; Consler, et al., 2011; Khanji & Siam, 2015) ، ولقد تم الحصول على القوائم المالية المنشورة للشركات من خلال الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية. www.egx.com. والموقع الإلكتروني مباشر مصر - www.mu-eg.com، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية لتلك الشركات.

٤/٤/٦ أسلوب تحليل البيانات

تُصنف بيانات الدراسة التطبيقية التي تم الحصول عليها من القوائم المالية المنشورة للشركات في عينة الدراسة عن الفترة من ٢٠١٠م حتى ٢٠١٥م على أنها PanelData وهي أحد أنواع

^{١١} تم الاستعانة بالإصدار التاسع للبرنامج، متاح على <http://www.eviews.com>

جدول رقم (١) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	EPS	OCF/CL	OCF/NCF	OCF/TA	OCF/TE	OCF/NI
Mean	1.636383	0.103281	-1.820306	0.040682	0.076854	0.554585
Median	0.29	0.120253	1.082522	0.036286	0.060014	0.61457
Maximum	71.67	16.75473	1540.928	0.390676	1.621687	72.38839
Minimum	-27.49	-30.78923	-3665.672	-0.614765	-0.95999	-197.8146
Std. Dev.	8.136298	2.880191	293.5518	0.121626	0.275045	17.31142
Skewness	5.466083	-5.402556	-9.402671	-0.579301	0.625944	-7.054378
Kurtosis	42.76373	76.41514	131.7933	9.278819	11.02294	94.00096
Jarque-Bera	13605.33	44052.26	135530.9	326.1274	527.4788	67841.85

ب- التحليل الوصفي لنسبة كفاية التدفقات النقدية

التشغيلية OCF/CL

يظهر الوسط الحسابي في جدول رقم (١) لهذه النسبة بقيمة ٠,١٠٣، وأعلى قيمة لها تبلغ ١٦,٧٥ أما أقل قيمة فإنها تبلغ -٣٠,٧٨ وترجع القيمة السالبة إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية سالبة.

ويتضح من التحليل الوصفي لهذا المتغير أنه لا يتوزع توزيعاً طبيعياً لأن درجة الالتواء تبلغ -٥.٤ أقل من صفر ودرجة التفرطح ٧٦.٤ أكبر من ٣.

ج- التحليل الوصفي لنسبة التدفقات النقدية

التشغيلية إلى صافي التدفق النقدي

OCF/NCF

اتضح من جدول رقم (١) أن الوسط لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي التدفق النقدي تبلغ - ١,٨٢، وأغلبية الشركات تحقق نسبة ١٠,٨%، ويتضح أيضاً أن هذا المتغير لا يتوزع توزيعاً طبيعياً لأن درجة الالتواء تبلغ - ٩.٤ أما درجة التفرطح فإنها تبلغ ١٣١ وتلك الدرجات بعيدة جداً عن درجات التوزيع الطبيعي.

ومن البيانات المتاحة في جدول رقم (١) سيتم

تحليل كل متغير على حدة كما يلي:

أ- التحليل الوصفي لمعدل العائد على السهم

(المتغير التابع) EPS

يتضح من الجدول أن الوسط الحسابي لمعدل العائد على السهم للشركات المسجلة في البورصة المصرية يبلغ ١.٦ جنيه للسهم، وأن أعلى عائد حققته الشركات خلال الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٥ هو ٧١ جنيه للسهم، كما أن أغلبية الشركات تحقق ٠,٣ جنيه للسهم.

ولاختيار نوع التوزيع الذي يتبعه معدل العائد على السهم فيتم تجديد درجة الالتواء Skewness والتي تبلغ ٥.٤٦ مما يدل على أن هذا المتغير لا يتوزع توزيعاً طبيعياً لأنه حتى يكون التوزيع طبيعياً ينبغي أن تكون درجة الالتواء صفراً (السواحي، ٢٠١١، ص ١١٥)، ويمكن التأكد من ذلك من خلال درجة التفرطح Kurtosis والتي تبلغ ٤٢.٧ والتي ينبغي أن تساوي ٣ في حالة التوزيع الطبيعي.

د- التحليل الوصفي لمعدل العائد النقدي على الأصول OCF/TA

ويتضح من جدول رقم (١) أن الوسط الحسابي لهذا المؤشر يبلغ ٥٥% وأن قيمة هذا المؤشر في أغلبية الشركات يبلغ ٦١.٤% أي أن أغلبية الشركات المسجلة في البورصة المصرية تبلغ تدفقاتها النقدية التشغيلية نسبة ٦١.٤% تقريبا من صافي الربح لديها.

كما يتضح أن هذا المتغير لا يتوزع توزيعا طبيعيا حيث أن درجة الالتواء تبلغ -٧ أما درجة التفرطح فإنها تبلغ ٩٤ وهذه الدرجات بعيدة عن درجات التوزيع الطبيعي.

وبالتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة يتضح أن كل المتغيرات لا تتوزع توزيعا طبيعيا وهذا قد يرجع إلى اختلاف طبيعة الشركات في عينة الدراسة، حيث ينطوي مؤشر القطاعات على جميع أنواع الصناعات الموجودة في مصر.

٢/٤/٤/٦ تحليل الانحدار المتعدد لكل النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم

يمكن توضيح العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من خلال النموذج التالي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 (OCF/CL) + \beta_2 (OCF/NCF) + \beta_3 (OCF/TA) + \beta_4 (OCF/TE) + \beta_5 (OCF/NI) + \varepsilon$$

وتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في هذا النموذج يتم إجراء هذا التحليل.

يتضح من جدول رقم (١) أن الوسط الحسابي لمعدل العائد النقدي على الأصول يبلغ ٤% وأغلبية الشركات لديها معدل ٣.٦%، ويتضح أن أعلى معدل حققته الشركات المسجلة بالبورصة المصرية يبلغ ٣٩% أما أقل معدل يبلغ -٦١,٤%، كما يتضح أن هذا المتغير لا يتبع التوزيع الطبيعي حيث تبلغ درجة الالتواء -٠,٥٧٩ أما درجة التفرطح فتبلغ ٩.٢٧.

هـ- التحليل الوصفي لمعدل العائد النقدي على حقوق الملكية OCF/TE

يظهر الوسط الحسابي في جدول رقم (١) لمعدل العائد النقدي على حقوق الملكية ٧.٦٨% وأغلبية الشركات تحقق معدل يبلغ ٦% ويتضح أن أعلى معدل حققته الشركات يبلغ ١٦٢% أما أقل معدل يبلغ -٩٥,٩%، كما يتضح من الجدول أن درجة الالتواء لهذا المتغير تبلغ ٠,٦٢٥ ودرجة التفرطح تبلغ ١١ أي أنه لا يتوزع توزيعا طبيعيا.

جدول رقم (٢)

تحليل الانحدار المتعدد للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 32				
Total panel (balanced) observations: 192				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.99757	0.613069	1.627173	0.1054
OCF/CL	-0.134681	0.220637	-0.610416	0.5423
OCF/NCF	0.000141	0.001978	0.071101	0.9434
OCF/TA	5.941609	7.20289	0.824892	0.4105
OCF/TE	5.428359	2.966726	1.829747	0.0689
OCF/NI	-0.010696	0.033936	-0.315189	0.753
R-squared	0.058447	Mean dependent var		1.636383
Adjusted R-squared	0.033136	S.D. dependent var		8.136298
S.E. of regression	8.000361	Akaike info criterion		7.027602
Sum squared resid	11905.07	Schwarz criterion		7.129398
Log likelihood	-668.6498	Hannan-Quinn criter.		7.06883
F-statistic	2.309173	Durbin-Watson stat		0.821226
Prob(F-statistic)	0.045901			

العلاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية تسعى الباحثة إلى تحديد النسب المالية المؤثرة والمفسرة لعوائد الأسهم، لذلك سيتم تحليل كل نسبة من النسب التي تمثل المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع على حدة وذلك كما يلي:

أ- تحليل الانحدار البسيط لنسبة كفاية التدفقات

النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم

لاختبار العلاقة بين نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم يتم إجراء انحدار خطي بسيط وتوضح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في النموذج التالي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 (OCF/CL) + \varepsilon$$

ويوضح جدول رقم (٣) نتائج تحليل الانحدار بين المتغير التابع والمتغير المستقل الأول نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية

ويتضح من الجدول السابق أن معامل التحديد R^2 يبلغ ٠,٠٥٨٤ أي أنه يمكن تفسير التغير في عوائد الأسهم من خلال النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية بنسبة ٥.٨٤% كما يتضح أن هذه العلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية وذلك لأن قيمة P-value تساوي ٠,٠٤٥ أقل من ٠,٠٥ وبالتالي فإن عوائد الأسهم تزداد مع زيادة التدفقات النقدية التشغيلية. ويمكن إرجاع انخفاض نسبة التفسير إلى أن سوق المال المصري سوق ناشئ لذلك يُتوقع انخفاض هذه النسبة حيث اتضح من الدراسة النظرية أن العلاقة بين قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأسواق الناشئة ضعيفة أو لا توجد علاقة (أحمد، ٢٠١٣، Salehi, et al., 2011).

٣/٤/٤/٦ تحليل الانحدار البسيط للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

بعد اختبار العلاقة بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم واتضح أن

جدول رقم (٣)

تحليل الانحدار البسيط لنسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010: 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 32				
Total panel (balanced) observations: 192				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.628765	0.588909	2.765731	0.0062
OCF/CL	0.07376	0.204871	0.360029	0.7192
R-squared	0.000682	Mean dependent var		1.636383
Adjusted R-squared	-0.004578	S.D. dependent var		8.136298
S.E. of regression	8.1549	Akaike info criterion		7.045477
Sum squared resid	12635.45	Schwarz criterion		7.079409
Log likelihood	-674.3658	Hannan-Quinn criter.		7.05922
F-statistic	0.129621	Durbin-Watson stat		0.824526
Prob(F-statistic)	0.719225			

ب- تحليل الانحدار البسيط لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي التدفقات وعوائد الأسهم يمكن تصوير العلاقة بين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي التدفقات وعوائد الأسهم بالنموذج التالي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 \text{OCF/NCF} + \varepsilon$$

ولاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمستقل في ذلك النموذج يتم إجراء انحدار خطي بسيط، ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج تحليل هذا الانحدار.

ويتضح من الجدول السابق أن معامل التحديد R^2 يبلغ ٠,٠٠٠٦٨ وهذا يدل على أن العلاقة بين نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم إيجابية، كما يعني أن ٠,٠٦٨% فقط من التغير في عوائد الأسهم يفسره التغير في كفاية التدفقات النقدية التشغيلية (السواحي، ٢٠١١، ص ١٠٩)، وبالرغم من أن العلاقة بين المتغيرين إيجابية إلا أنها ليس ذات دلالة إحصائية وذلك لأن قيمة P-value تساوي ٠,٧١٩٢ أكبر من ٠,٠٥ أي أن تأثير نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية ليس لها تأثيراً معنوياً على عوائد الأسهم.

جدول رقم (٤)

تحليل الانحدار البسيط لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي التدفقات وعوائد الأسهم

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010: 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 32				
Total panel (balanced) observations: 192				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.636045	0.588728	2.778949	0.006
OCF/NCF	-0.000186	0.002011	-0.092428	0.9265
R-squared	0.000045	Mean dependent var	1.636383	
Adjusted R-squared	-0.005218	S.D. dependent var	8.136298	
S.E. of regression	8.157498	Akaike info criterion	7.046114	
Sum squared resid	12643.51	Schwarz criterion	7.080046	
Log likelihood	-674.4269	Hannan-Quinn criter.	7.059857	
F-statistic	0.008543	Durbin-Watson stat	0.823659	
Prob(F-statistic)	0.926455			

ج- تحليل الانحدار لمعدل العائد النقدي للأصول

وعوائد الأسهم

تتحدد العلاقة بين معدل العائد النقدي للأصول
وعوائد الأسهم بالنموذج التالي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 (OCF/TA) + \varepsilon$$

ولتحليل تلك العلاقة يتم تحليل انحدار بسيط بين
المتغير التابع والمستقل، ويوضح جدول رقم (٥)
نتائج تحليل الانحدار بين معدل العائد النقدي على
الأصول وعوائد الأسهم.

وبتضح من جدول رقم (٤) أن معامل التحديد

R² يساوي ٠,٠٠٠٠٤٥، ويعني ذلك أن التغير في

عوائد الأسهم يمكن تفسيرها بنسبة ٠,٠٠٤٥ % فقط

من خلال نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى

صافي التدفقات. كما يتضح أن العلاقة بين المتغير

التابع والمستقل إيجابية ولكنها ليست ذات دلالة

إحصائية، وذلك لأن قيمة P-value تساوي

٠,٩٢٦٥، أكبر من ٠,٠٥ أي أن تأثير نسبة

التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي التدفقات ليس

لها تأثيراً معنوياً على عوائد الأسهم.

جدول رقم (٥)

تحليل الانحدار البسيط لمعدل العائد النقدي للأصول وعوائد الأسهم

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010: 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 32				
Total panel (balanced) observations: 192				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.107019	0.609094	1.817484	0.0707
OCF/TA	13.01216	4.76047	2.733377	0.0069
R-squared	0.037835	Mean dependent var	1.636383	
Adjusted R-squared	0.032771	S.D. dependent var	8.136298	
S.E. of regression	8.00187	Akaike info criterion	7.00759	
Sum squared resid	12165.69	Schwarz criterion	7.041522	
Log likelihood	-670.7286	Hannan-Quinn criter.	7.021332	
F-statistic	7.471348	Durbin-Watson stat	0.842387	
Prob(F-statistic)	0.006861			

ويتضح من الجدول السابق أنه يمكن تفسير التغيير في عوائد الأسهم بنسبة ٣.٧٨% من خلال معدل العائد النقدي على الأصول، وذلك لأن معامل التحديد R^2 يساوي ٠,٠٣٧٨ وهذه العلاقة إيجابية ولها دلالة إحصائية وذلك لأن قيمة P-value تساوي ٠,٠٠٦٨ أقل من ٠,٠٥ أي أن تأثير معدل العائد النقدي على الأصول له تأثير معنوي على تفسير عوائد الأسهم.

د- تحليل الانحدار لمعدل العائد النقدي لحقوق الملكية وعوائد الأسهم

تظهر العلاقة بين معدل العائد النقدي لحقوق الملكية وعوائد الأسهم بالنموذج التالي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 (OCF/TE) + \varepsilon$$

ولتحليل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل في هذا النموذج يتم إجراء تحليل انحدار بسيط والذي تظهر نتائجه في جدول رقم (٦)

جدول رقم (٦)

تحليل الانحدار البسيط لمعدل العائد النقدي لحقوق الملكية وعوائد الأسهم

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010: 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 32				
Total panel (balanced) observations: 192				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.107266	0.594609	1.862176	0.0641
OCF/TE	6.88468	2.087152	3.298599	0.0012
R-squared	0.054165	Mean dependent var		1.636383
Adjusted R-squared	0.049187	S.D. dependent var		8.136298
S.E. of regression	7.933674	Akaike info criterion		6.990472
Sum squared resid	11959.21	Schwarz criterion		7.024404
Log likelihood	-669.0853	Hannan-Quinn criter.		7.004214
F-statistic	10.88076	Durbin-Watson stat		0.818511
Prob(F-statistic)	0.00116			

هـ- تحليل الانحدار لمؤشر التدفق النقدي التشغيلي وعوائد الأسهم

يمكن توضيح العلاقة بين مؤشر التدفق النقدي التشغيلي وعوائد الأسهم بالنموذج التالي:

$$EPS = \alpha + \beta_1 (OCF/NI) + \varepsilon$$

ولتحليل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل في النموذج السابق يتم إجراء تحليل انحدار بسيط ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج هذا التحليل.

وبالنظر للجدول السابق يتضح أن معامل التحديد R^2 يبلغ ٠,٠٥٤ أي أن التغيير في عوائد الأسهم يمكن تفسيره من خلال معدل العائد النقدي على حقوق الملكية بنسبة ٥.٤% كما يتضح أن هذه العلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية وذلك لأن قيمة P-value تساوي ٠,٠٠١٢ أقل من ٠,٠٥ أي أن معدل العائد النقدي على حقوق الملكية له تأثير معنوي على عوائد الأسهم.

جدول رقم (٧)

تحليل الانحدار البسيط لمؤشر التدفق النقدي التشغيلي وعوائد الأسهم

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010: 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 32				
Total panel (balanced) observations: 192				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.633422	0.588996	2.773234	0.0061
OCF/NI	0.005339	0.034095	0.156601	0.8757
R-squared	0.000129	Mean dependent var		1.636383
Adjusted R-squared	-0.005133	S.D. dependent var		8.136298
S.E. of regression	8.157155	Akaike info criterion		7.04603
Sum squared resid	12642.44	Schwarz criterion		7.079962
Log likelihood	-674.4189	Hannan-Quinn criter.		7.059773
F-statistic	0.024524	Durbin-Watson stat		0.824348
Prob(F-statistic)	0.875726			

انحدار متعدد بين كل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات وعوائد الأسهم لكل قطاع على حدة لتحديد القطاعات التي يمكن لتدفقاتها النقدية تفسير عوائد أسهمها. ثم إجراء تحليل انحدار بسيط لكل نسبة مشتقة من قائمة التدفقات النقدية (المتغيرات المستقلة) وعوائد الأسهم لكل قطاع على حدة.

ويوضح الجدول التالي (جدول رقم (٨)) نتائج تحليل الانحدار ملخصاً في معامل التحديد R^2 لكل نسبة من النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، ومستوى المعنوية P -value لكل قطاع، ويحتوي ملحق رقم (٢) على نتائج هذا التحليل مفصلاً.

يتضح من جدول رقم (٧) أن معامل التحديد R^2 يبلغ ٠,٠٠٠١٢٩ أي أنه يمكن تفسير عوائد الأسهم من خلال مؤشر التدفق النقدي التشغيلي بنسبة ٠,٠١٢% وهذا يدل على أن العلاقة إيجابية ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية لأن قيمة P -value تساوي ٠,٨٧٥٧ أكبر من ٠,٠٥ أي أن تأثير مؤشر التدفق النقدي التشغيلي ليس له تأثيراً معنوياً على تفسير عوائد الأسهم.

٤/٤/٦ تحليل الانحدار للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع لكل قطاع

لتحديد مدى اختلاف النتائج السابقة باختلاف قطاع الصناعة الذي تنتمي إليه الشركات سيتم تقسيم عينة الدراسة إلى قطاعات وإجراء تحليل

جدول رقم (٨)

معامل التحديد ومستوى المعنوية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع لكل قطاع

مستوى المعنوية	معامل التحديد R ²					اسم القطاع
	OCF/NI	OCF/TE	OCF/TA	OCF/NCF	OCF/CL	
----	0.0422	0.2488	0.3298	0.354	0.437	قطاع الموارد الأساسية
----	0.229	0.4058	0.3591	0.000006	0.2349	قطاع الكيماويات
0.000	0.0546	0.5608	0.6808	0.0357	0.6107	قطاع الإنشاءات ومواد البناء
0.301	0.0010	0.2929	0.2575	0.00995	0.1960	قطاع الأغذية والمشروبات
0.000	0.0132	0.5584	0.07987	0.05685	0.7065	قطاع الرعاية الصحية والأدوية
0.687	0.0046	0.01866	0.03877	0.01481	0.0389	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
----	0.2838	0.3593	0.3646	0.20199	0.3735	قطاع المنتجات المنزلية والشخصية،
0.997	0.0147	0.00086	0.000008	0.000005	0.00004	قطاع الإسكان والعقارات
0.000	0.0636	0.525	0.0487	0.03117	0.0990	قطاع الاتصالات
0.277	0.02077	0.19703	0.19703	0.063895	0.0511	قطاع السياحة والترفيه

حيث بلغت ٠,٧٠٦٤ أي يمكن تفسير عوائد الأسهم لهذا القطاع من خلال كفاية التدفقات النقدية التشغيلية بنسبة ٧٠%.

أما نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي التدفقات فإن أعلى قيمة لمعامل التحديد كانت في قطاع الموارد الأساسية حيث تبلغ ٠,٣٥٤ أي يمكن تفسير عوائد الأسهم لقطاع الموارد الأساسية بنسبة ٣٥,٤% من خلال نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي التدفقات.

أما معدل العائد النقدي على الأصول فإن أعلى معامل تحديد في قطاع الرعاية الصحية حيث يبلغ ٠,٧٩٨٧ أي أن معدل العائد النقدي على الأصول يستطيع تفسير عوائد الأسهم في قطاع الرعاية الصحية بنسبة ٧٩,٧٨%.

بتحليل النتائج الواردة في جدول رقم (٨)

وملحق رقم (٢) يتضح أن النسب المالية المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية تستطيع أن تفسر عوائد الأسهم بنسبة ٩٠% في قطاعات الإنشاءات ومواد البناء، الرعاية الصحية والأدوية، والاتصالات، حيث أن معامل التحديد R² لتلك القطاعات أعلى من ٠,٩، كما أن قيمة P-value لتلك القطاعات أقل من ٠,٠٥ أي أن النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية لها تأثير معنوي على عوائد الأسهم.

ولتحديد النسب التي تؤثر معنويًا على عوائد الأسهم لكل قطاع تم تحليل انحدار بسيط بين كل نسبة مشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، ويتضح من جدول رقم (٨) أن أعلى قيمة لمعامل التحديد R² لنسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية كانت في قطاع الرعاية الصحية والأدوية

وبالنسبة لمعدل العائد النقدي على حقوق الملكية فإن أعلى معامل تحديد في قطاع الإنشاءات ومواد البناء وأيضا قطاع الرعاية الصحية، حيث يبلغ معامل التحديد R^2 على الترتيب ٠,٥٥٨، ٠,٥٦٠، أي أنه يمكن تفسير عوائد الأسهم في قطاعي الإنشاءات ومواد البناء والرعاية الصحية من خلال معدل العائد النقدي على حقوق الملكية بنسبة ٥٦% تقريبا.

أما مؤشر التدفق النقدي فإن أكبر معامل تحديد كان في قطاع المنتجات المنزلية والشخصية، حيث بلغ ٠,٢٨٣٨، أي أنه يمكن تفسير عوائد الأسهم في هذا القطاع من خلال مؤشر التدفقات النقدية بنسبة ٢٨%. ومن نتائج التحليل الإحصائي للقطاعات يمكن القول أن عند تقسيم الشركات المسجلة بالبورصة المصرية إلى قطاعات أثر ذلك على نتائج التحليل الإحصائي، حيث دعم العلاقات الإيجابية بين النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم كما أمكن تحديد القطاعات التي لديها هذه العلاقة وذات دلالة إحصائية.

وعند تحليل العلاقة بين نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية أن العلاقة بينهما إيجابية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية، وهذا يؤدي إلى قبول **الفرض الثاني للبحث جزئيا.**

كما اتضح عند تحليل العلاقة بين نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية أن العلاقة بينهما إيجابية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية، وهذا يؤدي إلى قبول **فرض البحث الثالث جزئيا.**

وعند تحليل العلاقة بين معدل العائد النقدي على الأصول وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية اتضح أن العلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية، لذلك تم قبول **فرض البحث الرابع.**

كما اتضح من تحليل العلاقة بين معدل العائد النقدي على حقوق الملكية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية أن العلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية، لذلك تم قبول **فرض البحث الخامس.**

ومن نتائج التحليل الإحصائي للشركات المسجلة بالبورصة المصرية إلى قطاعات أثر ذلك على نتائج التحليل الإحصائي، حيث دعم العلاقات الإيجابية بين النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم كما أمكن تحديد القطاعات التي لديها هذه العلاقة وذات دلالة إحصائية.

ومن نتائج التحليل الإحصائي اتضح أن العلاقة بين مؤشرات التدفقات النقدية وعوائد الأسهم إيجابية وذات دلالة إحصائية وهذه النتيجة تتماشى مع نتيجة الدراسات السابقة (Jones, 2003; Bierman & Haas, 2009; Chen, et al., 2016) أي أنه يمكن تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال قائمة التدفقات النقدية والنسب المالية المشتقة منها، وبالتالي يتم قبول **الفرض الأول للبحث**، ولكن بتحليل تلك العلاقة نجدها ضعيفة وهذا يتماشى مع ما توصلت له دراسة (أحمد، ٢٠١٣) حيث طبق

١/٥/٦ نتائج البحث

استنتجت الباحثة عدة نتائج من الدراسة النظرية والتطبيقية التي تناولت العلاقة بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وهي:

أ- تمثل قائمة التدفقات النقدية أحد أهم القوائم المالية التي ينتجها النظام المحاسبي وتحتوي على معلومات محاسبية مفيدة لمستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين والمحللين الماليين، وذلك يرجع إلى أنها تعد على الأساس النقدي والذي يختلف عن أساس الاستحقاق الذي يستخدم في إعداد باقي القوائم المالية.

ب- اتضح من الدراسة النظرية أنه لا يمكن الاعتماد فقط على قائمة التدفقات النقدية لقياس الأداء المالي للوحدة الاقتصادية، ولكنها تحتوي على معلومات مكملة للمعلومات في القوائم المالية الأخرى، حيث تعطي صورة أوضح وأشمل للأداء المالي بحيث يمكن من خلالها معرفة مصادر النقدية وكيفية استخدامها في الجوانب الاستثمارية والتمويلية، بالإضافة إلى إمكانية قياس جودة الأرباح للوحدة الاقتصادية وسيولتها وبالتالي إمكانية التنبؤ بمعدلات النمو المتوقعة.

ج- أُسنتج من الدراسة النظرية أن عوائد الأسهم تمثل أهم الإفصاحات التي يحتاجها مستخدمو القوائم المالية خاصة المستثمرين عند اتخاذهم للقرارات المختلفة في سوق المال، لأنه يحتوي على معلومات عديدة عن الأداء المالي للوحدة الاقتصادية وبالتالي يتم استخدامه كمؤشر لقياس الوضع الحالي والتنبؤ بالوضع المستقبلي.

د- بتحليل قائمة التدفقات النقدية اتضح أنه يوجد خمسة نسب مالية يمكن اشتقاقها من هذه

أما عند تحليل العلاقة بين مؤشر التدفق النقدي التشغيلي وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية اتضح أن العلاقة إيجابية ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية، مما يؤدي إلى قبول الفرض السادس جزئياً.

وخلص القول أن نسبتي معدل العائد النقدي على الأصول ومعدل العائد النقدي على حقوق الملكية هما النسبتان التي لهما تأثير إيجابي ومعنوي على عوائد الأسهم. أما نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي التغير في التدفقات النقدية، ومؤشر النقدية لهما تأثير إيجابي ولكن ليس معنوياً، وهذا يتمشى مع نتائج دراسة (Ball, et al., 2016) حيث توصل إلى أن معدلات الربحية التي تعد على أساس نقدي تؤثر على عوائد الأسهم.

وترى الباحثة أن معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية من أهم النسب المالية التي يحتاجها المستثمر لتحليل الأداء المالي للوحدة الاقتصادية، ولأن الاتجاه الحالي كما اتضح من الدراسة النظرية نحو الاهتمام بالتدفقات النقدية كمقياس للأداء المالي للوحدات الاقتصادية، ولذلك تتبع أهمية معدل العائد النقدي للأصول، ومعدل العائد النقدي لحقوق الملكية كمؤشرات مالية تستخدم من قبل المستثمرين في معرفة التغيرات في عوائد الأسهم ومن ثم إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم، لذلك يمكن وصف تلك النسبتين بمعدلات الربحية النقدية.

٥/٦ نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث

المقترحة

بعد عرض الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن التوصل إلى نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة، وذلك على النحو التالي:

المالي للوحدات الاقتصادية بجانب المؤشرات المالية المستخرجة من قائمتي الدخل والمركز المالي، مما يؤدي إلى توفير صورة أكثر شمولية عن الأداء للوحدات الاقتصادية.

ج- التوجيه الصحيح لمعدي قائمة التدفقات النقدية في الشركات المصرية من خلال العمل على تطوير معارفهم ومهاراتهم فيما يخص قائمة التدفقات النقدية، وذلك من خلال عقد دورات تدريبية تحقق هذا الهدف، وتعكس فكر الإدارة بشأن أهمية ذلك.

د- زيادة الاهتمام الأكاديمي بموضوع التدفقات النقدية وزيادة تركيز البحوث على هذا الموضوع، ولاسيما المؤشرات المالية المشتقة منها وقدرتها على التقييم الحالي والمستقبلي للأداء المالي للوحدات الاقتصادية.

٣/٥/٦ مجالات البحث المقترحة

في ضوء نتائج البحث التي تم التوصل إليها والتوصيات، يمكن إقتراح مجالات البحث التالية والتي ترى الباحثة أنها قد تكون هامة في المستقبل:

أ- دراسة تحليلية لأهمية المؤشرات المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية على قرارات المستثمرين مع دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

ب- دراسة وتحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بعوائد الأسهم السوقية مع دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

ج- دراسة وتحليل المؤشرات المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بالتنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية مع دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

القائمة، وقد يكون لها علاقة بعوائد الأسهم وهي نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي التدفقات النقدية، معدل العائد النقدي على الأصول، معدل العائد النقدي على حقوق الملكية وأخيرا مؤشر التدفقات النقدية التشغيلية.

هـ- استنتاج من الدراسة التطبيقية أن العلاقة بين النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، كما أستنتج أن معدل العائد النقدي على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية هما النسبتان التي تؤثران تأثيرا معنويا على عوائد الأسهم. وبهذه النتيجة يمكن اعتماد المستثمرون على تلك النسبتين في التنبؤ بعوائد الأسهم، وبالتالي الاعتماد عليهما في اتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة، كما استنتج أن تقسيم عينة الدراسة إلى قطاعات دعم نتائج البحث التي تم التوصل إليها من الدراسة التطبيقية.

٢/٥/٦ توصيات البحث

من نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية التي تم التوصل إليها توصي الباحثة بما يلي:

أ- زيادة اهتمام هيئة سوق المال المصرية والهيئات المهنية في مصر بقائمة التدفقات النقدية والنسب المالية المستخرجة منها، ومطالبة الشركات المسجلة بالبورصة المصرية بنشر المؤشرات الهامة المشتقة من قائمة التدفقات النقدية.

ب- توجيه أنظار المستثمرين والمحللين الماليين إلى قائمة التدفقات النقدية والمؤشرات المالية المستخرجة منها واستخدامهما في قياس الأداء

- د- دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم مع دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.
- الأرياح "مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد ٣٦، العدد ٩٥، الصفحات: ٨٧ - ١٠٨.
- الحليوي، الخموسي، و أحمد، أحمد الشريف

مراجع البحث

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أحمد، عبد الناصر شحدة (٢٠٠٨) "الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة وجودة الأرباح وذلك من وجهة نظر محلي الائتمان في البنوك التجارية الأردنية ومحلي الأوراق المالية في بورصة عمان" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإدارية والمالية-جامعة الشرق الأوسط.
- أحمد، عماد محمد (٢٠١٣) "قياس أثر الإفصاح عن التدفقات النقدية على عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي : دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٢، الصفحات: ١٣٥٧-١٣٩٩.
- الأزهر، عزه، والدينوري، سالمى (٢٠١٣) "قائمة التدفقات النقدية: الوجه الأخر للوضع المالية" مجلة رؤى اقتصادية - كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد ٥، الصفحات: ٢٧ - ٣٥.
- البير، نادر (٢٠٠٨) " قياس كفاءة سوق الأسهم السعودي على المستوى الكلي والقطاعي" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٢، الصفحات: ٤٧٣ - ٥٠١.
- التميمي، عباس، ووجر، إستقلال (٢٠١٣) "دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تقييم جودة
- الأرياح "مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد ٣٦، العدد ٩٥، الصفحات: ٨٧ - ١٠٨.
- الحليوي، الخموسي، و أحمد، أحمد الشريف (٢٠١٥) "مدى أهمية النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية للتنبؤ بالفشل المالي في الشركات الصناعية العامة في ليبيا" مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، المجلد ١٥، العدد ١، الصفحات ١٧٧-١٨٨.
- الخلايلة، محمود عبدالحليم (٢٠٠٤) "مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية" المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد ١١، العدد ٢، الصفحات ١٨٣-٢٠٤.
- الرطام، عامر محمد (٢٠٠٩) "متطلبات الإفصاح عن ربحية السهم وتأثيرها على قرارات المستثمرين في ضوء المعايير المحاسبية الدولية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية بدولة الكويت" مجلة الفكر المحاسبي، المجلد ٣١، العدد ٢، الصفحات: ٤٢١ - ٤٥٦.
- السواعي، خالد محمد (٢٠١١)، "Eviews والقياس الاقتصادي" دائرة المكتبة الوطنية - الأردن، متاح على: <http://www.dar-alketab.com>
- الشامي، مصطفى أحمد (١٩٩٨) "أثر اختلاف المعايير المحاسبية على المحتوى المعلوماتي لقوائم التدفقات النقدية بالتطبيق على المنشآت المالية" مجلة آفاق جديدة للدراسات التجارية، المجلد ١٠، العدد ٤، الصفحات: ١١ - ٤٧.

- العطوط، مؤيد، والظاهر، مفيد (٢٠١٠) "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم" دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية" مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد ٢١، الصفحات: ٥٣ - ٧٨.
- العمودي، أمال، والخيال، توفيق (٢٠١١) "دراسة العلاقة بين نسب التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم (دراسة تحليلية على الشركات المساهمة السعودية)" مجلة جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، مجلد ٢٥، العدد ٢، الصفحات: ١٣٥ - ١٨١.
- باشيخ، عبد اللطيف محمد (٢٠١٤) "أثر ربحية السهم على قرارات المستثمرين في السوق المالي السعودي في ضوء المعيار المحاسبي السعودي رقم ٢٠: دراسة ميدانية" مجلة إريد للبحوث والدراسات-العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد ٧١، العدد ٣، الصفحات: ٤٥ - ٨٣.
- جهاماني، عمر عيسى (٢٠٠٤) "قدرة ربحية السهم وتدفقه النقدي على التنبؤ بربحية السهم وتدفقه النقدي المستقبلي" مجلة المنارة للبحوث والدراسات، المجلد ١، العدد ٢، الصفحات: ٣٧٧ - ٤٠٤.
- حداد، فايز (٢٠٠١) "العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية" مجلة دراسات - العلوم الإدارية، المجلد ٢٨، العدد ١، الصفحات: ١٤-١.
- حسانين، محمد إسماعيل (٢٠٠٤) "المفهوم الفازي لدراسة العوامل المؤثرة في التدفقات النقدية ودورها الأساسي في تقييم أداء المنشآت"
- المجلة المصرية للدراسات التجارية، مجلد ٢٨، العدد ٢، الصفحات: ٢١٥ - ٢٤٣.
- حسين، رحيم، وزوينة، بن فرج (٢٠١١) "قائمة التدفقات النقدية مدخل رئيسي في تطوير النظام المحاسبي في الجزائر" الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة، ديسمبر.
- حماد، طارق عبد العال (٢٠٠٧)، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان نظرة حالية ومستقبلية"، الدار الجامعية - الاسكندرية، مصر.
- خميس، بشير، والجراح، إدريس (٢٠٠٧) "الأبعاد التي تقيسها نسب السوق ونسب التدفقات النقدية التشغيلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية" المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، مجلد ٣، العدد ١، الصفحات: ٧٢ - ٨٤.
- رشاد، محمد رأفت (٢٠٠٤) "استخدام التدفقات النقدية في ترشيد القرارات الاستراتيجية: دراسة تطبيقية بقطاع الأعمال العام" مجلة البحوث الإدارية، المجلد ٢٢، العدد ٤، الصفحات: ٧٩ - ٩٤.
- شبيطة، معاذ، و أبونصار، محمد (٢٠٠٥) "الربح المحاسبي والتدفقات النقدية كمقياس أداء المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان" مجلة دراسات - العلوم الإدارية، المجلد ٣٢، العدد ٢، الصفحات: ٢٧٩ - ٢٩٨.
- قايد، متولي أحمد (٢٠٠١)، "تنظير العلاقة بين مقاييس محاسبة التدفقات النقدية و مقاييس

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

1. Al-Attar, A. and Al-Khadash, H. (2005), "The Effect of Contextual Factors on the Information Content of Cash Flows in Explaining Stock Prices -The Case of Amman Stock Exchange", **Jordan Journal of Business Administration**, Vol. 1, No. 1, pp. 121-132.
 2. Arinović-Barac, Ž. (2011) "Predicting Sustainable Financial Performance Using Cash Flow Ratios: A Comparison Between LDA And ANN Method" **Sarajevo Business and Economics Review**, Vol. 31, pp. 31-58.
 3. Atwood, T.J., Drake, M.S., Myers, J.N., and Myers, L.A. (2011), "Do earnings reported under IFRS tell us more about future earnings and cash flows?", **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 30, Iss. 2, March–April, pp. 103- 121.
 4. Baik, B., Chob, H., Choic, W., and Leed, K.(2015), "Who classifies interest payments as financing activities? An analysis of classification shifting in the statement of cash flows at the adoption of IFRS", **Journal of Accounting and Public Policy**, December, available at <http://www.elsevier.com>
 5. Ball, R., Gerakos J., Linnainmaa J.-T., and Nikolaev, V. (2016), "Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns", **Journal of Financial Economics**, accepted manuscript, March, available at <http://www.elsevier.com>
 6. Bierman, H.J, and Hass, J.E. (2009), "Explaining Earnings Per Share Growth", **Journal of Portfolio Management**; Vol. 35, No. 4, pp. 166-169.
- الدخل المحاسبي و قياس فحوى المعلومات المشتركة و التبادلية المنبثقة عن النموذجين معاً في مجالات النمو و إحتتمالات النمو المستقبلي دراسة ميدانية" **مجلة الفكر المحاسبي**، مجلد ٥، العدد ١، الصفحات: ٩٣ - ١٥٤ .
- محمود، حسن توفيق (٢٠١٣) "التنبؤ بربحية السهم العادي (EPS) من خلال الأرباح والتدفقات النقدية للشركات الصناعية" **مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية**، العدد ٨، الصفحات : ٧ - ٢٤ .
- وزارة الاستثمار (٢٠١٥) "معايير المحاسبة المصرية" معيار المحاسبة المصري رقم ٤ (قائمة التدفق النقدي). متاح على: <http://www.efsa.gov.eg>
- ----- (٢٠١٥) "معايير المحاسبة المصرية" معيار المحاسبة المصري رقم ٢٢ (نصيب السهم في الأرباح). متاح على: <http://www.efsa.gov.eg>

7. Chen, J., Jia, Z., and Sun, P. (2016) "Real option component of cash holdings, business cycle, and stock returns", **International Review of Financial Analysis**, accepted manuscript, March, available at <http://www.elsevier.com>
8. Cheng, C.S.A., Johnston, J., and Liu, C. Z. (2013), "The supplemental role of operating cash flows in explaining share returns", **International Journal of Accounting & Information Management**, Vol. 21, Iss. 1, pp. 53 – 71.
9. Cheung, W.M. and Jiang, L. (2016), "Does free cash flow problem contribute to excess stock return synchronicity?", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 46, pp. 123-140.
10. Chiou, C. (2015), "Understanding the Cash Flow-Fundamental Ratio" **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 5, No. 1, pp.148-157.
11. Consler, J., Lepak, G.M. and Havranek, S.F. (2011), "Earnings per share versus cash flow per share as predictor of dividends per share", **Managerial Finance**, Vol. 37, Iss. 5, pp. 482 – 488.
12. Edmonds, C.T., Edmonds. J.E., and Maher, J.J. (2011), "The impact of meeting or beating analysts' operating cash flow forecasts on a firm's cost of debt", **Advances in Accounting**, Vol. 27, Iss. 2, Dece, pp.242–255.
13. Fawzi, N.S., Kamaluddin, A., Sanusi, Z.M. (2015), "Monitoring Distressed Companies through Cash Flow Analysis", **Procedia Economics and Finance**, Vol. 28, pp. 136-144.
14. Financial Accounting Standards Board, (1987) "**SFAS No. 95, Statement of Cash Flows**" available at <http://www.fasb.org>
15. -----, (1997) "**SFAS No. 128, Statement of Earnings per Share**" available at <http://www.fasb.org>
16. Ganguli, S.K. (2011), " Accounting Earning, Book Value and Cash Flow in Equity Valuation: An Empirical Study on CNX NIFTY Companies", **The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices**, Vol. X, No. 3, pp. 68-77.
17. Grey, C. Stathopoulos, K., and Walker, M. (2013), "The impact of executive pay on the disclosure of alternative earnings per share figures", **International Review of Financial Analysis**, Vol. 29, Sept, pp. 227-236.
18. Hadzhikotev, V. (2013), "Cash Flow Statement – Tool For Efficient Management Of The Financial Situation Of The Enterprise", **Romanian Economic and Business Review**, Special issue. pp. 44–49.
19. Hughes, M. Hoy, S. Andrew, B. (2010), "Cash flows: The Gap Between Reported and Estimated Operating Cash Flow Elements", **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, Vol. 4, No. 1, pp. 96-114.
20. International Accounting Standards Board, (1992) "**International Accounting Standard No 7 Inventories**" available at <http://www.ifrs.org>
21. -----, (1997) "**International Accounting Standard No 33 Inventories**" available at <http://www.ifrs.org>
22. Jeletic, T. (2012), "Cash Flow And Company Valuation Analysis: Practical Approach To INA PLC, The

- Biggest Croatian Oil Company "International Journal of Arts & Sciences, Vol. 5, No. 7, pp. 319-337.
23. Jones, Stewart (2003), "On the relationship between earnings, cash flow and returns an Australian postscript to Lev and Zarowin (1999)" **Review of Accounting & Finance**, Vol. 2, No. 1, Sep, pp. 73-85.
24. Jooste L. (2006), "Cash flow ratios as a yardstick for evaluating financial performance in African businesses", **Managerial Finance**, Vol. 32, Iss. 7, pp. 569 – 576.
25. Jung, S.H. (2015), "Are analysts' cash flow forecasts useful?", **Accounting and Finance**, Vol. 55, pp. 825–859.
26. Khanji, I.M. and Siam, A.Z. (2015), "The Effect of Cash Flow on Share Price of the Jordanian Commercial Banks Listed in Amman Stock Exchange", **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 7, No. 5, pp. 109- 115.
27. Laswad, F., and Baskerville, R.F. (2007), "An analysis of the value of cash flow statements of New Zealand pension schemes", **The British Accounting Review**, Vol. 39, Iss. 4, Dece, pp. 347–355.
28. McManus, P.A. (2011), "Introduction to Regression Models for Panel Data Analysis", Indiana University Workshop in Methods, October, available at <http://www.Ind-ia-na.edu>
29. Murty, A.V.N. and Misra, D.P. (2004), "Cash Flow Ratios as Indicators of Corporate Failure " **Finance India**, Sep 2004; Vol. 18, No. 3, Sep, pp. 1315-1325.
30. Narayan, P.K., and Westerlund, J. (2014), "Does cash flow predict returns?", **International Review of Financial Analysis**, Vol. 35, Oct, pp. 230–236.
31. Nurnberg, H. (2006), "The distorting effects of acquisitions and dispositions on net operating cash flow", **Accounting Forum**. Vol. 30, pp. 209-226.
32. Pouraghajan, A., Emamgholipour, M., Niazi, F. and Samakosh, A., (2012), "Information Content of Earnings and Operating Cash Flows: Evidence from the Tehran Stock Exchange", **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 4, No. 7, July, pp. 41-51.
33. Salehi, M., Ghavanini, M.A., and Hematfar, M. (2011), "A study of the relationship between the share and criterion of companies' performance using profit and cash flows: Some Iranian evidence", **African Journal of Business Management**, Vol.5, No.5, March, pp. 1896-1903.
34. Stone, K.E, and Niemeyer, R.D. (2005), "Integrating Earnings And Cash Flows Per Common Share" **The Journal of Theoretical Accounting Research**, Fall, pp. 63-76.
35. Subatnieks, K. (2005), "Concept of Cash Flow and Assessment of Cash Flow Ratios of Latvian Companies" **Organizacijø Vadyba: Sisteminiai Tyrimai**, Vol. 36, pp. 163-176.

ملاحق البحث

ملحق رقم (١) أسماء الشركات المستخدمة في عينة الدراسة

م	اسم الشركة	م	اسم الشركة
١	العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية	١٧	مدينة نصر للإسكان والتعمير
٢	سيدي كرير للبتروكيماويات	١٨	بالم هيلز للتعمير
٣	مصر للاسمنت - قنا	١٩	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك
٤	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري SCCD	٢٠	المتحدة للإسكان والتعمير
٥	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٢١	القاهرة للإسكان والتعمير
٦	جھينة للصناعات الغذائية	٢٢	القاهرة للاستثمارات والتنمية
٧	الاسماعيلية مصر للدواجن	٢٣	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير
٨	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ابييكو	٢٤	الشمس للإسكان والتعمير
٩	العبوات الطبية	٢٥	المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية
١٠	العبوات الدوائية المتطورة	٢٦	شمال افريقيا للاستثمار العقاري
١١	جى بى اوتو	٢٧	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
١٢	الخدمات الملاحية والبتروولية - ماريديف	٢٨	جلوبال تيلكوم القابضة
١٣	الكابلات الكهربائية المصرية	٢٩	المصرية للاتصالات
١٤	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق	٣٠	المصرية للمنتجات السياحية
١٥	النساجون الشرقيون للسجاد	٣١	اوراسكوم للفنادق والتنمية
١٦	مجموعة طلعت مصطفي القابضة	٣٢	شارم دريمز للاستثمار السياحي

ملحق رقم (٢) التحليل الإحصائي للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع لكل قطاع

قطاع الموارد الأساسية

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 1				
Total panel (balanced) observations: 6				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.40923			
OCF/CL	1117.528			
OCF/NCF	-2.30038			
OCF/TA	-2606.36			
OCF/TE	143.9592			
OCF/NI	5.899435			
R-squared	1	Mean dependent var	27.285	
S.D. dependent var	39.30701	Akaike info criterion	-49.983	
Sum squared resid	9.33E-24	Schwarz criterion	-50.1912	
Log likelihood	155.949	Hannan-Quinn criter.	-50.8166	
Durbin-Watson stat	2.481867			

قطاع الكيماويات

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 1				
Total panel (balanced) observations: 6				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.397035			
OCF/CL	1.875419			
OCF/NCF	0.000838			
OCF/TA	-30.2696			
OCF/TE	22.02414			
OCF/NI	-1.75154			
R-squared	1	Mean dependent var	1.623333	
S.D. dependent var	0.306115	Akaike info criterion	-51.7795	
Sum squared resid	1.55E-24	Schwarz criterion	-51.9877	
Log likelihood	161.3384	Hannan-Quinn criter.	-52.6131	
Durbin-Watson stat	1.599095			

قطاع الإنشاءات ومواد البناء

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 18				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.254695	0.483976	2.592473	0.0236
OCF/CL	11.03206	3.680593	2.997359	0.0111
OCF/NCF	-0.00905	0.011796	-0.767494	0.4576
OCF/TA	-37.7932	21.71042	-1.740784	0.1073
OCF/TE	25.01984	6.76694	3.697364	0.0031
OCF/NI	-4.33479	0.718055	-6.036842	0.0001
R-squared	0.924615	Mean dependent var	3.790722	
Adjusted R-squared	0.893204	S.D. dependent var	4.458593	
S.E. of regression	1.457054	Akaike info criterion	3.851911	
Sum squared resid	25.47606	Schwarz criterion	4.148702	
Log likelihood	-28.6672	Hannan-Quinn criter.	3.892835	
F-statistic	29.43637	Durbin-Watson stat	1.069126	
Prob(F-statistic)	0.000002			

قطاع الأغذية والمشروبات

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 12				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.03776	0.101989	-0.370262	0.7239
OCF/CL	0.036832	0.179997	0.204628	0.8446
OCF/NCF	0.004825	0.002895	1.666826	0.1466
OCF/TA	1.225688	7.007166	0.174919	0.8669
OCF/TE	0.733548	3.641898	0.201419	0.847
OCF/NI	0.000101	0.008668	0.011643	0.9911
R-squared	0.564646	Mean dependent var	0.17825	
Adjusted R-squared	0.201851	S.D. dependent var	0.192185	
S.E. of regression	0.171697	Akaike info criterion	-0.37932	
Sum squared resid	0.176878	Schwarz criterion	-0.13687	
Log likelihood	8.27594	Hannan-Quinn criter.	-0.46909	
F-statistic	1.556379	Durbin-Watson stat	1.531833	
Prob(F-statistic)	0.301019			

قطاع الرعاية الصحية والأدوية

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 18				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.289446	0.352443	0.821258	0.4275
OCF/CL	2.282955	1.819026	1.255042	0.2334
OCF/NCF	-0.0067	0.005369	-1.248775	0.2356
OCF/TA	25.33896	6.02678	4.204394	0.0012
OCF/TE	-13.7404	5.114683	-2.686458	0.0198
OCF/NI	-0.00542	0.025695	-0.210882	0.8365
R-squared	0.902078	Mean dependent var	1.239139	
Adjusted R-squared	0.861277	S.D. dependent var	2.779942	
S.E. of regression	1.035404	Akaike info criterion	3.168662	
Sum squared resid	12.86473	Schwarz criterion	3.465452	
Log likelihood	-22.518	Hannan-Quinn criter.	3.209585	
F-statistic	22.10929	Durbin-Watson stat	2.289152	
Prob(F-statistic)	0.000011			

قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 4				
Total panel (balanced) observations: 24				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.479835	0.159984	2.999271	0.0077
OCF/CL	0.052434	0.272618	0.192335	0.8496
OCF/NCF	0.000334	0.000463	0.720216	0.4806
OCF/TA	3.701947	3.944413	0.938529	0.3604
OCF/TE	-0.59013	0.486302	-1.213511	0.2406
OCF/NI	-0.00028	0.003878	-0.071956	0.9434
R-squared	0.146678	Mean dependent var		0.482371
Adjusted R-squared	-0.09036	S.D. dependent var		0.644733
S.E. of regression	0.673231	Akaike info criterion		2.25886
Sum squared resid	8.158308	Schwarz criterion		2.553374
Log likelihood	-21.1063	Hannan-Quinn criter.		2.336995
F-statistic	0.618805	Durbin-Watson stat		0.603904
Prob(F-statistic)	0.687225			

قطاع المنتجات المنزلية والشخصية

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 1				
Total panel (balanced) observations: 6				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.858439			
OCF/CL	-442.7586			
OCF/NCF	0.289962			
OCF/TA	6065.125			
OCF/TE	-3208.823			
OCF/NI	-0.993557			
R-squared	1	Mean dependent var		1.426667
S.D. dependent var	0.791648	Akaike info criterion		-36.5241
Sum squared resid	6.53E-18	Schwarz criterion		-36.7324
Log likelihood	115.5723	Hannan-Quinn criter.		-37.3577
Durbin-Watson stat	3.232468			

قطاع الإسكان والعقارات

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 72				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.360193	0.13488	2.670472	0.0095
OCF/CL	0.004553	0.03681	0.123679	0.9019
OCF/NCF	-6.18E-05	0.001869	-0.033051	0.9737
OCF/TA	-0.37979	1.983694	-0.191454	0.8488
OCF/TE	0.310224	0.749255	0.414043	0.6802
OCF/NI	-0.00615	0.016436	-0.37444	0.7093
R-squared	0.004379	Mean dependent var	0.357508	
Adjusted R-squared	-0.07105	S.D. dependent var	1.089389	
S.E. of regression	1.127424	Akaike info criterion	3.157404	
Sum squared resid	83.89164	Schwarz criterion	3.347126	
Log likelihood	-107.667	Hannan-Quinn criter.	3.232933	
F-statistic	0.058054	Durbin-Watson stat	2.722882	
Prob(F-statistic)	0.997715			

قطاع الاتصالات

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 12				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.34827	0.168471	-2.067223	0.0842
OCF/CL	4.081403	0.612675	6.661613	0.0006
OCF/NCF	-0.00034	0.000122	-2.835168	0.0298
OCF/TA	-21.6114	2.507075	-8.620171	0.0001
OCF/TE	3.661866	0.391679	9.349147	0.0001
OCF/NI	0.271991	0.075914	3.582897	0.0116
R-squared	0.980755	Mean dependent var	0.175	
Adjusted R-squared	0.964717	S.D. dependent var	2.283723	
S.E. of regression	0.428968	Akaike info criterion	1.451982	
Sum squared resid	1.10408	Schwarz criterion	1.694436	
Log likelihood	-2.7119	Hannan-Quinn criter.	1.362218	
F-statistic	61.15344	Durbin-Watson stat	3.144122	
Prob(F-statistic)	0.000046			

قطاع السياحة والترفيه

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2015				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 18				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.04809	0.24446	-0.1967	0.8474
OCF/CL	0.538021	2.897958	0.185655	0.8558
OCF/NCF	-0.12131	0.07641	-1.58759	0.1384
OCF/TA	-14.027	44.501	-0.315206	0.758
OCF/TE	10.41761	15.91348	0.654641	0.525
OCF/NI	0.084132	0.069542	1.209788	0.2497
R-squared	0.376144	Mean dependent var	0.004533	
Adjusted R-squared	0.116203	S.D. dependent var	0.8331	
S.E. of regression	0.783201	Akaike info criterion	2.610347	
Sum squared resid	7.360849	Schwarz criterion	2.907138	
Log likelihood	-17.4931	Hannan-Quinn criter.	2.651271	
F-statistic	1.447039	Durbin-Watson stat	1.434539	
Prob(F-statistic)	0.277087			