

أثر التدفقات النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم -دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المسعرة في بورصة الكويت خلال الفترة (2010-2017)  
**Impact of operating cash flows on share prices An Empirical- Study of a Sample of Institutions  
 Quoted in Kuwait Stock Exchange During the Period (2010-2017)**

فاطمة بن شنة<sup>1\*</sup>، حياة كعبوش<sup>2</sup>

<sup>1</sup>كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة / الجزائر  
<sup>2</sup>كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة / الجزائر

تاريخ الاستلام: 2019/10/25؛ تاريخ المراجعة: 2019/10/27؛ تاريخ القبول: 2019/01/20

**ملخص:** تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر التدفقات النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من خلال إحتبار ستة مؤشرات تمثلت في: نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى النتيجة الصافية، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الإنفاق الرأسمالي، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة، نسبة التوزيعات النقدية للأرباح إلى صافي التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى حقوق الملكية. واعتمدت الدراسة على عينة من مؤسسات مدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2010-2017، وباستخدام نماذج بانل تشير أهم نتائج الدراسة التطبيقية إلى مايلي: أن نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة تعتبر أهم متغير مفسر لتقلبات أسعار الأسهم في بورصة الكويت.

**كلمات المفتاحية:** قائمة التدفقات النقدية، أسعار الأسهم، مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية، نماذج بانل.

**تصنيف JEL:** C32 ، G11 ، G19.

**Abstract:** This study aims is to determine the impact of operating cash flows on the share prices of companies listed on the Kuwait Stock Exchange, by examining six indicators: net operating cash flows to net result ratio, net operating cash flows to total assets ratio, net operating cash flows to total expenditure Capital ratio, net operating cash flows to total current liabilities ratio, cash dividends to net operating cash flows ratio, net cash flows to equity ratio. The study was based on a sample of institutions listed on the Kuwait Stock Exchange during the period 2010-2017. Using the panel data models, the main results of the applied study indicate that the net operating cash flows to total current liabilities ratio is considered explanatory variable for the volatility of stock prices on the Kuwait Stock Exchange.

**Keywords:** cash flows statement, share prices, operating cash flows indicators, panel data models  
**Jel Classification Codes:** C32, G11, G19

\* Corresponding author, e-mail: [benchenna\\_fatma2008@hotmail.com](mailto:benchenna_fatma2008@hotmail.com)

**إ. تمهيد:** لقد عرفت عمليات التحليل عدة تطورات تزامنت مع تطورات القرنين الماضيين، وتعتبر المؤشرات المالية المبنية على الأرباح القاعدة العريضة لتطور التحليل المالي نحو أساليب أكثر تقدماً في هذا المجال، ونظراً للإنتقادات التي وجهت لمقاييس الأداء المبنية على الأرباح المحاسبية، برز التوجه إلى إستخدام مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية والتي تعتبر مؤشرات سهلة للتعبير عن أداء المؤسسة، كما تساعد على التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل للإستثمار، فبحكم أن العوائد التي تحققها الأسهم عبارة عن تدفقات نقدية محققة تم التنبؤ من خلالها بالتدفقات المتوقعة، كما أنها تدفقات محتملة لتحديد سعر سهم الحالي، فالعائد من السهم مرتبط بقيمة التدفقات النقدية كما يعتبر من أهم الأوراق المالية الإستثمارية طويلة الأجل في سوق الأوراق المالية.

ويعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من بين أهم الأسواق المالية العربية الناشئة، حيث يمتاز بمقارنة بنظائره الأخرى من الدول العربية بحجمه الكبير من حيث عدد الشركات التي يضمها، وإختلاف القطاعات التي تنتمي إليها تلك الشركات، كما يمكن إعتباره سوقاً يمكن إجراء أي

تحليل للأوراق المالية التي يقوم بعرضها وذلك لتوفره على مجموعة من المعلومات والبيانات حول آلية عمل المؤسسات المدرجة فيه، وهو الأمر المطلوب من طرف المساهمين من أجل إختيار الإستثمار المناسب وتحقيق العوائد المرغوبة. وعلى ضوء ما سبق، ونظرا للأهمية الكبيرة التي تحتلها الأسهم في السوق المالي كونها أكثر الأوراق المالية إنتشارا من حيث التداول من جهة، ومن جهة أخرى تعتبر قائمة التدفقات النقدية من أهم القوائم المالية كونها تعبر للأطراف ذوي المصلحة عن حركة دخول وخروج النقدية وفيها تم إستخدامها ومن أين تم تحصيلها، وتسعى هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين التغيرات الحاصلة على مستوى التدفقات النقدية وأثرها على أسعار الأسهم في بورصة الكويت بإستخدام بعض المؤشرات المبنية على التدفقات النقدية التشغيلية، والوصول بنتيجة حول مدى إهتمام المستثمر بقائمة التدفقات النقدية في سوق الكويت للأوراق المالية الذي يعتبر سوقا ناشئا. وعليه تتجلى معالم الإشكالية الأساسية للورقة البحثية والتي يمكن صياغتها على النحو التالي :

**ما مدى قدرة مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على تفسير أسعار السهم في سوق الكويت خلال الفترة (2010- 2017) ؟**

ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة ، فقد إعتدنا على الفرضية الأساسية التالية :

- الفرضية الأساسية :** تؤثر مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2017)، ولتسهيل عملية التحليل قمنا بتقسيم الفرضية الأساسية إلى فرضيات جزئية كما يلي :
- الفرضية الجزئية (1): توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى النتيجة الصافية وأسعار الأسهم.
  - الفرضية الجزئية (2): توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول وأسعار الأسهم.
  - الفرضية الجزئية (3) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي النفقات الرأسمالية وأسعار الأسهم.
  - الفرضية الجزئية (4) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة وأسعار الأسهم.
  - الفرضية الجزئية (5) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات النقدية للأرباح إلى صافي التدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم.
  - الفرضية الجزئية (6) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى حقوق الملكية وأسعار الأسهم.

### **1.1- الإطار النظري لمؤشرات الأداء المبنية على أساس التدفقات النقدية التشغيلية :**

تعتبر التدفقات النقدية الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون في تحديد مستقبل أسعار الأسهم وبالتالي التنبؤ باتجاهها وحركتها وإختيار الوقت المناسب للشراء أو البيع. حيث تعد قائمة التدفقات النقدية من القوائم المالية الأساسية الضرورية، فهي تفصح عن المصادر التي تأتي منها النقدية وكيفية إنفاقها، حيث تمكن المستثمرين والدائنين من إتخاذ القرارات المتعلقة بالمؤسسة من خلال تفسير المتحصلات النقدية والمدفوعات النقدية التي حدثت خلال الفترة.<sup>1</sup>

وتمثل التدفقات النقدية التشغيلية التدفقات المتأتية من الأنشطة الرئيسية المولدة لإيرادات المؤسسة وكذلك الأنشطة الأخرى التي لا تعتبر أنشطة استثمارية أو تمويلية، وتنشأ التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل في المقام الأول عن طريق أنشطة توليد الإيراد الرئيسي للمؤسسة، ولذلك فإنها تنتج بصفة عامة من المعاملات والأحداث الأخرى التي تدخل في تحديد صافي الربح والخسارة. ويعد النشاط التشغيلي هو الأساس لتوليد الدخل والنقدية، ويستخدم للدلالة على مقدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية داخلية كافية لتغطية التدفقات النقدية الخارجة اللازمة للتشغيل.<sup>2</sup>

وتعتبر المؤشرات عن علاقة يمكن الاستفادة منها في تقييم النشاط الكلي للمؤسسة وأنشطتها الداخلية، حيث يكون لكل مؤشر (مقياس) معدل خاص به حتى يكون ذا مدلول وليس رقماً مهماً، كما يوضح مدى سماح يتراوح فيه الأداء الفعلي بحيث يكون أي إنحراف عن هذا المدى غير مرغوب فيه إذا كان في غير صالح المؤسسة.<sup>3</sup> وتنقسم مؤشرات الأداء المبنية على أساس التدفقات النقدية إلى المقاييس التالية:

#### أولاً : مقاييس تقييم جودة الأرباح:

تعتبر هذه المقاييس عن مدى إستمرارية التدفقات النقدية للشركة أكثر مما تعبر عنه إستمرارية الاستحقاق، حيث تقدم قائمة التدفقات النقدية معلومات يمكن بواسطتها التمييز بين صافي الدخل وبين صافي التدفق النقدي وذلك على إعتبار أن صافي الدخل يتم تحديده على أساس الاستحقاق، في حين يحدد صافي التدفق النقدي على الأساس النقدي. ومن أهم النسب التي يمكن اشتقاقها من قائمة التدفق النقدي لتستعمل لأغراض تقييم جودة أرباح المؤسسة نذكر مايلي<sup>4</sup> :

**1- نسبة كفاية التدفقات التشغيلية:** وهي تعبر عن نسبة التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية إلى الاحتياجات النقدية الأساسية. ويقصد بالاحتياجات النقدية الأساسية ما يلي: التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة التشغيلية، مدفوعات أعباء الديون، الإنفاق الرأسمالي اللازم للمحافظة على الطاقة الإنتاجية وسداد الديون المستحقة خلال السنة. وتعتبر هذه النسبة عن مقدرة المؤسسة على توفير ما يكفي من التدفقات النقدية التشغيلية لتغطية الاحتياجات النقدية الرئيسية، على وجه الخصوص سداد الديون.<sup>5</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

نسبة كفاية التدفقات التشغيلية = التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية / الاحتياجات النقدية الأساسية

**2- مؤشر النقدية التشغيلية :** وتمثل نسبة التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية إلى صافي الدخل. وهي نسبة مختلطة، فصافي التدفق النقدي التشغيلي يتم الحصول عليه من قائمة التدفق النقدي بينما نحصل على صافي الدخل من قائمة الدخل، والمؤشر العالي لهذه النسبة هو مؤشر إيجابي يبين إلى أي مدى نجحت المؤسسة في دعم أرباحها المتحققة عبر تدفقها التشغيلية أو بعبارة أخرى النجاح الذي حققته الأرباح الصافية في توليد تدفقات نقدية تشغيلية، وبالتالي كلما كان هذا المؤشر عالٍ دل على أداء جيد للمؤسسة.<sup>6</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية: مؤشر النقدية التشغيلية = التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية / صافي الدخل.

**3- مؤشر النشاط التشغيلي :** وتوضح هذه النسبة مدى مقدرة الأنشطة التشغيلية في الشركة على توليد التدفق النقدي التشغيلي.<sup>7</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية: مؤشر النشاط التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / ربح التشغيل قبل الفوائد

**4- العائد على الأصول من التدفق التشغيلي:** تبين هذه النسبة مدى قدرة أصول الشركة على المحافظة على توليد تدفق نقدي تشغيلي.<sup>8</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية: العائد على الأصول من التدفق التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / مجموع الأصول

**5- العائد على حقوق الملكية من التدفق التشغيلي:** تبين هذه النسبة مدى قدرة حقوق الملكية على المحافظة على توليد تدفق نقدي تشغيلي، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما كان ذلك مؤشراً إيجابياً على كفاءة المؤسسة، وكلما زادت كفاءة المؤسسة فإنها سوف تحقق سمعة جيدة تدفع المستثمرين إلى الإقبال على شراء أسهمها الأمر الذي يؤدي إلى التأثير على أسعار أسهمها.<sup>9</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية: العائد على حقوق الملكية من التدفق التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / حقوق الملكية

**6- نسبة التدفق النقدي التشغيلي:** وتعتبر بنسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات، حيث أن المبيعات مصدر أساسي للتدفقات النقدية الواردة للمؤسسة، والحصول على مؤشر عالٍ لهذه النسبة يبين كفاءة سياسة الائتمان المتبعة من قبل المؤسسة في تحصيل النقدية من زبائنها.<sup>10</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة التدفق النقدي التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / المبيعات

#### ثانياً: مقاييس تقييم السيولة :

تعتبر هذه المقاييس عن مدى قدرة الشركة على توفير المبالغ النقدية الكافية لأغراض معينة، حيث ترتبط قوة أو ضعف سيولة المؤسسة بمدى توفر صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية<sup>11</sup>، كما تقاس نسب السيولة المالية مدى مقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة (قصيرة الأجل)، وتقاس هذه النسب بتقييم مكونات الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.<sup>12</sup>

**1- نسبة تغطية النقدية:** تبين هذه النسبة مدى كفاية التدفقات النقدية التشغيلية لتغطية أنشطة الاستثمار والتمويل، والمؤشر العالي لهذه النسبة يعتبر دليلاً جيداً على سيولة المؤسسة وقدرتها على الإستمرار في أنشطتها الرئيسية دون أية مشاكل.<sup>13</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة تغطية النقدية = صافي التدفق النقدي التشغيلي / الإنفاق الرأسمالي

**2- نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون:** إن ارتفاع هذه النسبة مؤشر سيء وينبئ بمشاكل قد تواجهها المؤسسة في مجال السيولة اللازمة لدفع الفوائد المستحقة للديون. ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون = فوائد الديون / صافي التدفق النقدي التشغيلي

**3- نسبة تغطية الدين:** وتدل هذه النسبة على الإجابة عن التساؤل التالي: هل ما تجلبه الشركة من نقدية كافية لتغطية التزاماتها؟ أو أهما بحاجة إلى تمويل خارجي كالإقتراض أو إصدار أسهم جديدة؟ وعندما تكون هذه النسبة مرتفعة يدل ذلك على أن الشركة لديها مشكلات في السيولة. ويتم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة تغطية الدين = صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية / متوسط الخصوم المتداولة

ثالثاً: مقياس تقييم سياسة التمويل :

من أهم النسب المفيدة في هذا المجال :

**1- نسبة تغطية التوزيعات النقدية:** توفر معلومات عن السياسة التي تتبعها إدارة المؤسسة في مجال توزيعات الأرباح ومدى إستمرار وإستقرار هذه السياسة، كما تعتبر مؤشراً لقدرة المؤسسة على توزيع أرباح نقدية عن طريق عرض مقلوب هذه النسبة.<sup>14</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

نسبة تغطية التوزيعات النقدية = التوزيعات النقدية للأرباح / صافي التدفق النقدي التشغيلي

**2- نسبة الفوائد والتوزيعات المقبوضة:** تقيس هذه النسبة الأهمية النسبية لعوائد الاستثمارات سواء في القروض أو في الأوراق المالية.<sup>15</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

نسبة الفوائد والتوزيعات المقبوضة = المتحصلات النقدية المحققة من إيرادات فوائد والتوزيعات / التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية

**3- نسبة الإنفاق الرأسمالي:** تقيس هذه النسبة الأهمية النسبية لمصادر التمويل الخارجي في تمويل الإنفاق الرأسمالي المستثمر في حيازة الأصول الإنتاجية الثابتة، وتخدم هذه النسبة فئتي المستثمرين والمقرضين بتوفير مؤشرات لهم عن كيفية إستخدام أموالهم ، كما تعكس سياسة المؤسسة في تمويل الأصول طويلة الأجل بمصادر تمويل طويلة الأجل.<sup>16</sup> ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

نسبة الإنفاق الرأسمالي = الإنفاق الرأسمالي الحقيقي / التدفقات النقدية الداخلة من القروض طويلة الأجل وإصدارات الأسهم والسندات

## 1.1- الدراسات السابقة:

تم تناول موضوع مؤشرات التدفقات النقدية وأثرها على أسعار الأسهم من قبل مجموعة من الدراسات نظراً للأهمية البالغة التي يكتسبها هذا الموضوع في الوقت الراهن، حيث أن هناك إختلاف بين هذه الدراسات من حيث الأهداف التي تسعى لتحقيقها كل دراسة، وكذلك في الأبعاد المكانية والزمنية وغيرها.....إلخ.

**أولاً: دراسة ( الجزيري وخيري علي، 1998 )<sup>17</sup>:** هدفت هذه الدراسة إلى دراسة بعض المتغيرات الداخلية لإدارة أداء الأسهم في بورصة الأوراق المالية في مصر، وباستخدام تحليل الإنحدار توصلت الدراسة إلى أن سعر السهم الواحد لا يتأثر بالتدفقات النقدية الخارجة والمتعلقة بالتوسع الإستثماري بينما يتأثر بانخفاض التدفقات النقدية التشغيلية، كما يتأثر سلباً وإيجاباً بقيمة صافي التدفقات النقدية، كما أشارت الدراسة إلى أهمية التطبيق السليم لإدارة التدفقات النقدية نظراً لتأثيرها على السهم فسعر السهم الواحد يعتمد أساساً على مستقبل التدفقات النقدية.

**دراسة ( الخليلية محمود، 1999 )<sup>18</sup>:** هدفت الدراسة إلى إختبار العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، حيث إمتدت الدراسة من 1985 إلى 1994، وقد إستخدمت عينة ممثلة من الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان، وباستخدام تحليل الإنحدار بين المتغيرات لفترة عشر سنوات ثم ثلاث سنوات، كانت النتيجة التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة متدنية وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعائد السهم وهذه العلاقة لم تتحسن بشكل ملحوظ عندما تم إطالة المدة.

**ثانياً: دراسة ( حداد فايز، 2001 )<sup>19</sup>:** هدفت الدراسة إلى إختبار العلاقة بين التدفقات النقدية من الإستثمار والتمويل والعوائد غير الإعتيادية، وقد شملت الدراسة على 44 شركة من الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين عام 1993 - 1998، وباستخدام تحليل الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية من الإستثمار والتمويل والعوائد غير الإعتيادية، إضافة إلى تدني القوة التفسيرية لجميع نماذج الإنحدار المستخدمة في الدراسة .

**ثالثاً: دراسة ( وليد زكرياء صيام وحسام الدين خداهش، 2003 )<sup>20</sup>:** هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين صافي التدفقات النقدية ونسبتها إلى كل من: "الإلتزامات طويلة وقصيرة الأجل ، حقوق الملكية، المبيعات" والقيمة السوقية للأسهم شملت 23 شركة صناعية مساهمة عامة من أصل 75 شركة مدرجة في بورصة الأردن عام 2002، بينما كانت الدراسة خلال الفترة من 1998 إلى 2001 ، وباستخدام تحليل

معامل بيرسون والإنحدار البسيط والمتعدد، كانت النتيجة التي توصلت إليها الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية نسبة إلى كل من "الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل، حقوق الملكية، المبيعات" والقيمة السوقية للسهم .

**رابعاً: دراسة (الخلايلة، 2004) <sup>21</sup>:** هدفت الدراسة إلى إختبار العلاقة بين المؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء المبنية على التدفقات ومدى قدرتها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم ، شملت الدراسة على 32 شركة مدرجة في سوق عمان خلال الفترة من 1984 إلى 1999، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية.

**خامساً: دراسة ( الخدّاش والعبادي، 2005) <sup>22</sup>:** هدفت الدراسة إلى قياس علاقة "كل من العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين" بالقيمة السوقية للسهم ، وقد شملت الدراسة على 26 شركة مدرجة في بورصة عمان سنة 2002 بشرط أن يكون قد تم تداول أسهم هذه الشركة لمدة 10 سنوات على الأقل، وباستخدام تحليل الارتباط، كانت النتيجة المتحصل عليها تشير إلى أن قائمة التدفقات النقدية توفر معلومات إضافية هامة لا تقدمها القوائم الأخرى ولها أهمية كبيرة في تقييم الوضع المالي للمؤسسة وبالتالي تؤثر على السعر السوقي للسهم .

**سادساً: دراسة (Ali Mazloom and Alireza Azarberahman، 2005) <sup>23</sup>:** هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة مقياس الأداء المبنية على الأرباح والمبنية على التدفقات النقدية بعوائد الأسهم، وشملت الدراسة 65 شركة مدرجة في بورصة طهران، وباستخدام نموذج الإنحدار البسيط والمتعدد لإختبار الفرضيات تم التوصل إلى أن مقياس الأداء المبنية على الأرباح أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم مقارنة مع مقياس الأداء المبنية على التدفقات النقدية، إضافة إلى أن مقياس الأداء المبنية على الأرباح تصور أداء الشركة بصورة أفضل من مقياس الأداء المبنية على التدفقات النقدية في بعض الشركات ذات المستحقات الأعلى ولكن عند الشركات ذات المستحقات الأقل فإن أداء الشركة لا يمكن تصوره بكل المقاييس.

**سابعاً: دراسة ( Ali al-Attar and Husam Al-Khadash، 2005) <sup>24</sup>:** هدفت الدراسة إلى تحديد المقياس الأفضل لقياس أداء المنشأة من خلال مقارنة مقياس الربح المحاسبي ومقياس التدفقات النقدية مع عوائد الأسهم، وكانت أهم النتائج المتحصل عليها أن العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية كأرقام محاسبية تتضمن معلومات تفيد في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إضافة إلى أنه توجد علاقة بين عائد الأسهم وكلا من التدفقات النقدية والعوائد المحاسبية بنسب مختلفة حيث تفسر العوائد المحاسبية 3.9 % من العلاقة بينما تفسر التدفقات النقدية 4 % منها، وبالتالي إعتبرت الدراسة أن التدفقات النقدية أفضل من الأرباح المحاسبية في حالة النمو المتدني للعوائد وصغر حجم المنشأة كمقياس للأداء المالي.

**ثامناً: دراسة ( علي الفضل والآخرون، 2007) <sup>25</sup>:** كان الهدف منها الكشف عن قدرة مقياس التدفقات النقدية "نسبة كفاية التدفقات النقدية، نسبة النقدية التشغيلية، نسبة التدفقات النقدية الضرورية، نسبة تغطية النقدية، نسبة توزيعات الأرباح، نسبة الإنفاق الرأسمالي" في تفسير العوائد السوقية غير عادية للأسهم، وشملت الدراسة 27 شركة ضمن القطاع الصناعي من أصل 72 شركة مدرجة في بورصة عمان، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير مهم لمقاييس التدفقات النقدية على العوائد السوقية غير عادية للأسهم إضافة إلى أن معامل التحديد لنموذج الإختبار يبين أن التدفقات النقدية تفسر 23 بالمائة من العوائد السوقية غير عادية للأسهم .

**تاسعاً: دراسة ( سامح العطوط و مفيد الظاهر، 2010) <sup>26</sup>:** كان الهدف من الدراسة إختبار أثر التدفقات النقدية "مقاييس جودة السيولة، الربحية ، ومقاييس تقييم سياسة التمويل" على العوائد العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، شملت الدراسة 10 مؤسسات من أصل 25 مؤسسة والداخلية في تكوين مؤشر سوق فلسطين، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات التشغيلية وعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، إضافة إلى عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والتدفقات التمويلية والاستثمارية، مما يعني وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم في السوق، كما قدمت الدراسة في الأخير توصية بخصوص إجراء دراسة أخرى لاحقاً للتحقق من النتائج وذلك لتغير الفترة والتي يتغير عندها مستوى كفاءة السوق.

**عاشراً: دراسة ( توفيق حسن عبد الجليل، 2012) <sup>27</sup>:** هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تقييم المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية لكفاية وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية، وقد شملت الدراسة 23 شركة مساهمة عامة أردنية مدرجة في بورصة عمان لعام 2010، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليتها، إضافة إلى عدم إهتمام المستثمر في بورصة عمان بكفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية عند إتخاذ قرار الاستثماري .

**حادي عشر : دراسة ( راغب الغصين و منال الموصللي، 2013) <sup>28</sup>:** هدفت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المقاييس المشتقة من قائمة التدفقات النقدية "جودة الربحية، السيولة، المرونة، وسياسة التمويل" والقرار الإستثماري ولتحقيق هذا الهدف شملت الدراسة على عينة حجمها

10 شركات مدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية من مجموع 22 شركة مدرجة، وإختبار الفرضيات تم الإعتماد على التقارير المالية المرحلية التي تصدرها سوق دمشق للأوراق المالية من الربع الأول لسنة 2010 إلى غاية الربع الأول من سنة 2012، وباستخدام تحليل الانحدار البسيط، تم التوصل إلى عدم وجود علاقة بين القرار الإستثماري وكل من مقاييس جودة الربحية، وسياسة التمويل، بينما توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القرار الاستثماري ومقاييس سيولة ومرونة الشركات إضافة إلى التدفق النقدي الحر .

ثاني عشر: دراسة ( Abdul Nafea Al Zararee and Abdulrahman Al-Azzawi ، 2014 )<sup>29</sup>: هدفت الدراسة إلى تحليل ودراسة أثر نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة ، وشملت العينة مجموعة من شركات قطاع الأدوية الأردنية خلال الفترة 2004 إلى 2010، وباستخدام تحليل البيانات المقطعية توصلت الدراسة إلى أن نسبة التدفقات إلى حقوق الملكية لها علاقة موجبة وأثر كبير على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة .

ثالث عشر: دراسة ( KHosro Faghani Makrani and Mohammad Reza Abdi ، 2014 )<sup>30</sup>: هدفت الدراسة إلى دراسة أثر كل من القيمة الدفترية والأرباح الصافية والتدفقات النقدية على أسعار الأسهم وذلك خلال الفترة من 2007 إلى 2012، وشملت الدراسة 55 شركة مدرجة في بورصة طهران سنة 2014، ومن أجل إختبار الفرضيات تم إستخدام تحليل الانحدار، وتوصلت الدراسة إلى أن أثر القيمة الدفترية أكبر من أثر الأرباح الصافية والتدفقات النقدية على قيمة الأسهم، إضافة إلى أن تأثيرات هذه المتغيرات على أسعار الأسهم لم تتغير في فترة طويلة.

رابع عشر: دراسة ( Remon Gunanta, Erly sherlita, Suci Fuji Lestari ، 2015 )<sup>31</sup>: هدفت الدراسة إلى الحصول على دليل تجريبي على أثر التدفقات النقدية وربحية السهم على أسعار الأسهم، بالتالي تم إختيار 123 شركة ذات الصناعة التحويلية المدرجة في بورصة أندونيسيا والتي تم تداول أسهمها خلال الفترة من 2008 إلى 2012 ، ومن أجل إختيار الفرضيات تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد ومعامل التحديد، اختبار T و F، وكانت النتيجة المتحصل عليها تدل على وجود علاقة وتأثير كبير وقوي لكل من التدفقات النقدية و لمؤشر ربحية السهم على أسعار أسهم المؤسسات ذات الصناعة التحويلية المدرجة في بورصة أندونيسيا خلال فترة الدراسة .

ما يميز هذه الدراسة أنها تناولت سوق الأوراق المالية للكويت الذي يعتبر من أهم الأسواق الناشئة، حيث تناولت الموضوع بدراسة تفسير أسعار الأسهم بناء على مقاييس الأداء المبنية على التدفقات النقدية نظرا للإنتقادات التي وجهت للمقاييس المبنية على الأرباح المحاسبية. إضافة إلى إستخدام هذه الدراسة التحليل بنماذج بانل من أجل دراسة أثر مقاييس التدفقات النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم مقارنة بالدراسات السابقة التي اعتمدت على التحليل باستخدام الانحدار البسيط .

## II الطريقة والأدوات المستخدمة:

1.1- مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في مجموع الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية ماعدا المؤسسات المصنفة ضمن القطاع المالي والخدمات المالية والتأمين، كالبنوك، شركات التأمين... إلخ وغيرها من الشركات التي تنتمي إلى تلك القطاعات. أما عينة الدراسة تمثلت في مجموعة من المؤسسات عددها 20 مؤسسة مدرجة في بورصة الكويت، وقد تم تحديد العينة بناء على الاعتبارات التالية:

- تداول أسهم المؤسسة خلال الفترة من 2010 إلى 2017.
- توفر القوائم المالية المرحلية للمؤسسة خلال فترة الدراسة .
- لم يتم توقف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة .
- أن تتوفر البيانات المنشورة الخاصة بالشركات على المعلومات اللازمة خلال فترة الدراسة .

## 2.11- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة :

من أجل تحديد متغيرات الدراسة ومن خلال تحليل الدراسات السابقة وبالنظر إلى الإشكالية المطروحة في الدراسة، تم تحديد كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بما يخدم البحث العلمي كما يلي:

- المتغير التابع : تمثل المتغير التابع في سعر الإغلاق<sup>32</sup> للأسهم المتداولة في بورصة الكويت .
- المتغيرات المستقلة : تتمثل المتغيرات المستقلة في مجموعة من المقاييس المستمدة من قائمة التدفقات النقدية المنشورة ضمن التقرير المالي للشركات عينة الدراسة وكانت على النحو التالي :

• X1 = صافي التدفق النقدي التشغيلي / النتيجة الصافية بعد الضريبة،

• X2 = صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول.

- X3 = صافي التدفق النقدي التشغيلي / الإنفاق الرأسمالي،
- X4 = صافي التدفق النقدي التشغيلي / الخصوم المتداولة .
- X5 = التوزيعات النقدية للأرباح / صافي التدفق النقدي التشغيلي.
- X6 = صافي التدفق النقدي التشغيلي / حقوق الملكية.

### 3.11- تحليل نتائج الدراسة :

بغية إختبار الفرضيات التي وضعناها أجرينا عدة إختبارات وفقا للمنهج المستخدم في تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يعرف بنماذج بانل .

#### أولاً: تحليل مصفوفة الارتباط بين المتغيرات:

بما أن هذه الدراسة تبحث عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، فإن أول خطوة يجب القيام بها هي التحقق من وجود علاقة بين المتغيرات من خلال تنفيذ تحليل الارتباط *Corrélation*، ومن ثم التعبير عن هذه العلاقة من خلال معادلة والتي تقدمها أساليب الإنحدار ، حيث تمثل قيم مصفوفة الارتباط معاملات الارتباط بين المتغيرات مثنى مثنى، فهي مصفوفة متناظرة ، لذا يمكن الإستغناء عن أحد أنصافها العلوي أو السفلي، حيث تكون عناصر القطر الرئيسي تساوي الواحد كون الارتباط بين المتغيرة ونفسها يكون تاما . وتبين إشارة معامل الارتباط الموجبة والسالبة إلى طبيعة العلاقة بين المتغيرين سواء علاقة طردية أو علاقة عكسية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط قوة العلاقة بين المتغيرين فكلما كانت تميل إلى الواحد كلما كانت العلاقة أقوى، والعكس صحيح، لكن قبل الحكم نهائيا على طبيعة العلاقة وقوتها لا بد من الأخذ بعين الإعتبار دراسة دلالاته الإحصائية، حيث يمكن أن يعطي معامل الارتباط قيمة للإرتباط بينما لا توجد دلالة إحصائية له في الواقع.

وتشير نتائج الجدول رقم (01) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين كل من المتغيرين  $x_1$  و  $x_4$  حيث بلغت درجة الارتباط 0.27 و 0.203 على التوالي عند القيمة الإحتمالية  $sig$  0.009 و 0.10 على التوالي وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.05 . كما نلاحظ وجود علاقة عشوائية ليس لديها دلالة إحصائية بين كل من المتغير  $x_2$  ،  $x_3$  ،  $x_5$  ،  $x_6$  بدرجة إرتباط 0.074 ، 0.076 ، 0.098 ، 0.32- على التوالي عند القيمة الإحتمالية 0.353 ، 0.341 ، 0.220 ، 0.688 على التوالي.

#### ثانياً: نتائج إختبار نموذج علاقة تأثير مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم

سنحاول تقدير تأثير مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم وذلك بإستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي: النموذج التجميعي، النموذج الثابت والنموذج العشوائي. ونقوم بتقدير معاملات النماذج، بعد ذلك نقوم بإجراء الإختبارات اللازمة لإختيار بين النماذج الثلاثة. وبالإستعانة برنامج 9 *eviws* نقدر معالم النماذج الثلاثة والنتائج مبينة في الجدول رقم (02).

#### 1- المفاضلة بين النماذج:

تتم المفاضلة بين النماذج المتحصل عليها ( النموذج التجميعي ، نموذج التأثيرات الثابتة ، نموذج التأثيرات العشوائية ) وفقا لمرحلتين:

#### 1-1- المفاضلة بين النموذج التجميعي من جهة ، وكل من نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى :

ويتم ذلك عبر إجراء اختبار مضاعف *Lagrange Brunch-Pagan LM* ، ويقوم هذا الإختبار على أساس فرضيتين هما :

$H_0$  : نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم .

$H_1$  : نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية هو الملائم .

إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار  $prob < 0.05$  نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$  ، وبالتالي فإن النموذج الملائم هو النموذج التجميعي. أما إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار  $prob > 0.05$  نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض  $H_0$  ، فإن نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية هو الملائم. ما يستدعي المفاضلة بين كل من نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية كل على حدا. ومن خلال نتائج الجدول رقم (03) الذي يبين نتائج المفاضلة بإستخدام إختبار *LM* أن القيمة الإحتمالية لإختبار *Bruesch-Pagan* تقارب الصفر حيث كانت تساوي 0.000 وهي أقل من 0.05 وعليه نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$  ومنه فإننا سنستبعد النموذج التجميعي ونلجأ للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية .

#### 1-2- المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية :

وتتم عملية المفاضلة بين النموذجين بإستخدام إختبار *Hausman* ، ويقوم هذا الإختبار على أساس فرضيتين هما :

$H_0$  : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم .

H1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم .

إذا كانت القيمة الاحتمالية للإختبار  $0.05 < \text{prob}$  نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$ ، وبالتالي فإن النموذج الملائم هو النموذج التأثيرات الثابتة. أما إذا كانت القيمة الاحتمالية للإختبار  $0.05 > \text{prob}$  نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض  $H_0$ ، فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم. وتشير نتائج إختبار Hausman في الجدول رقم (04) أن القيمة الاحتمالية للإختبار كانت تساوي 0.0001 وهي قيمة أقل من 0.05 وعليه فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي فإن النموذج المناسب هو نموذج التأثيرات الثابتة. كما تمكنا من تحديد أثر كل وحدة مقطعية إلى أسعار الأسهم ، ومن خلال نتائج الجدول رقم (05) نلاحظ أن المؤسسات محل الدراسة والتي تمثل عينة الدراسة تختلف من حيث تأثيرها على أسعار الأسهم من مؤسسة إلى أخرى، وذلك يعود إلى أن جميع المؤسسات ليست بالضرورة متشابهة في جميع خصائصها فكل مؤسسة لديها مجموعة من العوامل والخصائص التي تؤثر وتتأثر بها ، وبالنتيجة فإن ذلك يؤثر على أسعار الأسهم . حيث نجد أن قيم هذه الآثار تتراوح بين أعلى قيمة للأثر الثابت للمؤسسة كان 382.8609 الخاص بالمؤسسة الثالثة عشر وأدنى قيمة -39.45349 للمؤسسة الثانية عشر.

## 2- الإختبارات الإحصائية للنموذج الملائم

بعد القيام بالتقديرات وتحديد النموذج الملائم، تأتي مرحلة الإختبارات الإحصائية للنموذج المختار، والتي تتم من خلال :

- إختبار جودة التوفيق .
- إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة .
- إختبار المعنوية الكلية للنموذج .

### 1-2 - إختبار جودة التوفيق $R^2$ :

من خلال ملاحظة معامل التحديد  $R^2$  والذي يقدم تقديراً لنسبة التغيرات التي تفسرها المتغيرات المستقلة من مجموع التغيرات الحاصلة للمتغير التابع، ومن خلال نتائج تقدير النموذج ذو التأثيرات الثابتة في الجدول رقم (06) فإننا نلاحظ أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  تساوي 0.895282 أي أن النموذج يفسر 89.53 % من التغيرات الكلية لأسعار الأسهم، بينما يعود ما نسبته 10.47 % إلى متغيرات أخرى لم ندرجها خلال الدراسة.

### 2-2- إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

وتتم من خلال مقارنة القيمة الاحتمالية للمعاملات  $\text{prob}$  بالقيمة 0.05 فإذا كانت أقل فإن للمعالم معنوية إحصائية والعكس صحيح. ومن خلال نتائج تقدير النموذج في الجدول رقم (06) لاحظنا أن المعالم المقدرة والمتمثلة في الحد الثابت، والمعلمة المرتبطة بالمتغير  $x_4$  لها معنوية إحصائية فهي أقل من 0.05 وهذا يعني أنها تختلف عن الصفر .

### 3-2 - إختبار المعنوية الكلية للنموذج :

وتتم من خلال مقارنة القيمة المحسوبة  $FC$  لفيشر بالقيمة الجدولة، فإذا كانت أكبر فإن للنموذج معنوية إحصائية والعكس صحيح، كما يمكن مقارنة  $\text{prob}$  للقيمة المحسوبة لفيشر بالقيمة 0.05 فإذا كانت القيمة أقل من 0.05 فإن للنموذج معنوية إحصائية والعكس صحيح. ومن خلال نتائج تقدير النموذج في الجدول رقم (06) لاحظنا أن القيمة الاحتمالية للنموذج تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05 أي أن النموذج معنوية إحصائية كلية، وأن ما يفسر معامل التحديد ما نسبته 89.53 % له معنوية إحصائية.

## III. مناقشة النتائج وتفسيرها:

بناءً على نتائج دراسة تأثير مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم، سوف نقوم بمناقشة تحليل النتائج وإختبار فرضيات الدراسة ثم تفسيرها.

### أولاً : مناقشة النتائج وإختبار الفرضيات

بعد تحليل النتائج المتوصل إليها في الدراسة سنقوم في هذا الجزء بمناقشتها وإختبار فرضيات الدراسة.

الفرضية الأساسية : تؤثر مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2017)، والتي إندرج تحتها الفرضيات التالية:

- تمثلت الفرضية الجزئية (1): توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى النتيجة الصافية وأسعار الأسهم، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.1159 وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 ما يؤدي بنا إلى نفي صحة الفرضية.
- تمثلت الفرضية الجزئية (2): توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول وأسعار الأسهم، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.4627 وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 ما يؤدي بنا إلى نفي صحة الفرضية.
- تمثلت الفرضية الجزئية (3) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي النفقات الرأسمالية وأسعار الأسهم، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.8805 وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 ما يؤدي بنا إلى نفي صحة الفرضية.
- تمثلت الفرضية الجزئية (4) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة وأسعار الأسهم، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.0353 وهي أقل من 0.05 ما يؤدي بنا إلى إثبات صحة الفرضية.
- تمثلت الفرضية الجزئية (5) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات النقدية للأرباح إلى صافي التدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.9032 وهي أكبر من 0.05 ما يؤدي بنا إلى نفي صحة الفرضية.
- تمثلت الفرضية الجزئية (6) : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى حقوق الملكية وأسعار الأسهم، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.5300 وهي أكبر من 0.05 ما يؤدي بنا إلى نفي صحة الفرضية.

### ثالثا: تفسير النتائج

حاولنا من خلال هذه الدراسة إختيار مجموعة من المقاييس وإختبار أثرها على أسعار الأسهم، وذلك إعتبار أن هذه المقاييس تعتبر ذات دلالة وأكثر منطقية. وبالنظر إلى الدراسات السابقة والتي رأينا إختلافا في نتائجها فمنها من يقبل مقياسا على أنه يؤثر على سعر السهم، والآخر ينفي أي علاقة بينه وبين أسعار الأسهم. وبعد إجراء الإختبارات كانت النتائج أيضا مطابقة لبعض الدراسات ومنافية لأخرى، ويمكن اعتبار ذلك الإختلاف يعود إلى إختلاف الأسواق التي تم تطبيق الدراسة عليها، فسوق الكويت يعتبر من أقوى الأسواق الناشئة العربية. ولذلك نجد النتائج والتي مثلها نموذج التأثيرات الثابتة لنماذج بانل أنها تدل على عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى النتيجة الصافية، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول ونسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى حقوق الملكية وأسعار الأسهم، وكانت هذه النتائج مخالفة لنتائج دراسة (سامح العطوط ومفيد الظاهر، 2010) والذي أثبتت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذه المقاييس وأسعار الأسهم، حيث فسروه بإهتمام المستثمرين في سوق فلسطين. بمقاييس الربحية عند إتخاذ قرار بيع أو شراء الأسهم. بينما في الدراسة الحالية فإن المستثمرين في سوق الكويت لا يهتمون بمقاييس الربحية عند إتخاذهم للقرار الاستثماري في الأسهم، وبالمقابل نلاحظ إهتمامهم بمقاييس تقييم سيولة المؤسسة حيث كان المقياس الوحيد الذي كان له دلالة إحصائية من بين المتغيرات المدروسة هو نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة. حيث لاحظنا وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة وأسعار الأسهم، أي أن المستثمر في سوق الكويت للأوراق المالية يكون أكثر تفاعلا بمستقبل السهم كلما كانت حجم سيولة المؤسسة أكبر، وهذه النتيجة كانت مطابقة للنتيجة التي توصلت إليها دراسة ( سامح العطوط ومفيد الظاهر، 2010 ) بخصوص المستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية، بينما كانت النتيجة معاكسة للنتيجة التي توصلت إليها دراسة (حسام خداش و كريات صيام، 2003) في دراستهم حيث أنهم لم يجدوا أي علاقة ذات دلالة إحصائية، أي أن المستثمر في سوق عمان للأوراق المالية لا يهتم بمقياس السيولة وهذا منطقي وذلك لاهتمامه بربحية المؤسسة فقط.

أما ما يخص المقياس (نسبة التوزيعات النقدية للأرباح إلى صافي التدفقات النقدية التشغيلية) فنلاحظ أنه لا توجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين أسعار الأسهم وكانت مطابقة لنتائج دراسة (حسام خداش و كريات صيام، 2003) وبينما متعارضة مع نتائج دراسة (الخداش والعبادي، 2005).

وبناء على ما سبق، وبالإضافة إلى القدرة التفسيرية للنموذج المقدر والتي تساوي 89.5 % ، فإنه يمكن القول بأن المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية يهتمون بقائمة التدفقات النقدية وبالتحديد مقياس قياس جودة سيولة المؤسسة (نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة) ، وبالتالي فإن 89.5 % من إجمالي التغير في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال (2010 – 2017) يفسره اهتمام المستثمر بسيولة المؤسسة، بينما تعود ما نسبته 10.5 % إلى متغيرات أخرى لم ندرجها في الدراسة.

#### IV. خلاصة :

حاولنا من خلال هذه الدراسة تفسير التقلبات الحاصلة على مستوى أسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت بدلالة مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية ، وذلك بإختبار القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المبنية على الأساس النقدي في تفسير أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة من 2010 إلى 2017. توصلت الدراسة إلى أن تحليل نتائج نموذج الأثر الثابت عن إختيار المقياس الوحيد وهو نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الخصوم المتداولة كمتغير مفسر لتقلبات أسعار الأسهم وبدلالة إحصائية، حيث يساهم هذا المتغير في تفسير التغيرات التي تطرأ على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال (2010 – 2017) بنسبة 89.5 % . كما كشف التحليل أيضا عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من مقياس تقييم جودة الأرباح ومقاييس تقييم سياسة التمويل والمتغير التابع أسعار الأسهم ، وهو ما يدل على أن هذه المقاييس لا تفسر تغيرات التي تطرأ أسعار الأسهم ، وبالتالي هذه المقاييس لا تؤثر على تقلبات أسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت. وعليه تعتبر مقاييس تقييم جودة السيولة كمفسر لأسعار الأسهم، أي أن المستثمرون في سوق الأوراق المالية الكويت يهتمون بسيولة المؤسسة أكثر، لذلك توصي الدراسة بضرورة التوعية بأهمية قائمة التدفقات النقدية لإتخاذ القرار الاستثماري، وإعطاء أهمية أكبر في إعداد التدفقات النقدية ؛

#### - ملاحق :

جدول رقم (01) : مصفوفة الارتباط لبيرون مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية مع أسعار الأسهم

Corrélations		Y	x1	x2	x3	x4	x5	x6
Y	Corrélation de Pearson	1	,207**	,074	,076	,203*	,098	-,032
	Sig. (bilatérale)		,009	,353	,341	,010	,220	,688
	N	160	160	160	160	160	160	160
x1	Corrélation de Pearson	,207**	1	-,043	,435**	,259**	,115	,283**
	Sig. (bilatérale)	,009		,590	,000	,001	,148	,000
	N	160	160	160	160	160	160	160
x2	Corrélation de Pearson	,074	-,043	1	-,010	-,005	,022	,110
	Sig. (bilatérale)	,353	,590		,898	,952	,778	,166
	N	160	160	160	160	160	160	160
x3	Corrélation de Pearson	,076	,435**	-,010	1	,199*	,091	,016
	Sig. (bilatérale)	,341	,000	,898		,012	,253	,841
	N	160	160	160	160	160	160	160
x4	Corrélation de Pearson	,203*	,259**	-,005	,199*	1	,112	,500**
	Sig. (bilatérale)	,010	,001	,952	,012		,158	,000
	N	160	160	160	160	160	160	160
x5	Corrélation de Pearson	,098	,115	,022	,091	,112	1	,028
	Sig. (bilatérale)	,220	,148	,778	,253	,158		,721
	N	160	160	160	160	160	160	160
x6	Corrélation de Pearson	-,032	,283**	,110	,016	,500**	,028	1
	Sig. (bilatérale)	,688	,000	,166	,841	,000	,721	
	N	160	160	160	160	160	160	160

\*\* . La corrélacion est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

\* . La corrélacion est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات برنامج SPSS 20

جدول رقم (02): نتائج التقدير بنماذج بانل لعلاقة تأثير مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	(*)209.7798	(*)220.6675	(*)220.1574
X1	(*)27.21539	-6.634840	-5.114013

2.696878	2.363493	11.53666	<b>X2</b>
0.522298	1.629527	-24.91472	<b>X3</b>
(*)1.428731	(*)1.289549	(*)4.573457	<b>X4</b>
-0.071178	-0.198113	2.778700	<b>X5</b>
-0.965476	-0.679187	(*)-7.486872	<b>X6</b>
0.043250	(*)0.895282	(*)0.121068	<b>R<sup>2</sup></b>

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9 (\*) معنوية المعلمة عند 0.05

### الجدول رقم (03): النتائج التقديرية لاختبار المفاضلة LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	311.6521 (0.0000)	2.303670 (0.1291)	313.9558 (0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

### الجدول رقم (04): النتائج التقديرية لاختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	26.028515	6	0.0002

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-6.634840	-5.114013	0.172953	0.0003
X2	2.363493	2.696878	0.071691	0.2131
X3	1.629527	0.522298	1.252110	0.3224
X4	1.289549	1.428731	0.002755	0.0080
X5	-0.198113	-0.071178	0.010747	0.2208
X6	-0.679187	-0.965476	0.006143	0.0003

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

### الجدول رقم (05): الآثار المقطعية لنموذج التأثيرات الثابتة

FIRM	Effect
1	-169.3985
2	131.4302
3	144.2585
4	-49.58162
5	-144.9496
6	-155.1067
7	-154.9192
8	-154.8868

9	-165.9866
10	296.2968
11	68.36249
12	-39.45349
13	382.8609
14	373.0135
15	-137.8107
16	-141.5947
17	40.41733
18	221.2453
19	-169.5118
20	-174.6855

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (06) : النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات الثابتة لسعر السهم بدلالة مؤشرات التدفقات النقدية التشغيلية

Dependent Variable: Y  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/05/18 Time: 14:44  
Sample: 2010 2017  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 20  
Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	220.6675	6.318955	34.92151	0.0000
X1	-6.634840	4.193190	-1.582289	0.1159
X2	2.363493	3.208966	0.736528	0.4627
X3	1.629527	10.81791	0.150632	0.8805
X4	1.289549	0.606513	2.126168	0.0353
X5	-0.198113	1.626062	-0.121836	0.9032
X6	-0.679187	1.078654	-0.629662	0.5300

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.895282	Mean dependent var	218.3400
Adjusted R-squared	0.875745	S.D. dependent var	201.5174
S.E. of regression	71.03462	Akaike info criterion	11.51188
Sum squared resid	676152.9	Schwarz criterion	12.01159
Log likelihood	-894.9502	Hannan-Quinn criter.	11.71480
F-statistic	45.82494	Durbin-Watson stat	1.156320
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

#### - الإحالات والمراجع :

<sup>1</sup> - محمود حمام ، أميرة دباش (2015) ، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية - دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل - ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، العدد الرابع، صص 65-83 .

<sup>2</sup> - لزهراري زواويد (2019) ، أثر النسب المشتقة من التدفقات النقدية التشغيلية على سيولة المؤسسات الصناعية - دراسة لبعض المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2015 ، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية ، المجلد 6 ، العدد 1 ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر- ، صص 38 .

- 3 - شراب صباح، (2006) أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، ص 61.
- 4 - راغب الغصين، منال الموصللي (2013)، أهمية مقاييس التدفقات النقدية في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية - دراسة تطبيقية-، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة تشرين، المجلد 35، العدد 2، ص 212.
- 5 - المرجع سابق، ص 213.
- 6 - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة (2011)، تحليل القوائم المالية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة، عمان - الأردن، ص 217.
- 7 - محمد مطر (2006)، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني - الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية -، ط 2، دار وائل للنشر، ص 163.
- 8 - نفسه.
- 9 - كرار سليم عبد الزهر حميدي (2014)، أثر التدفقات النقدية التشغيلية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد (3)، العدد (7)، ص 72.
- 10 - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص 218.
- 11 - محمد مطر، مرجع سابق، ص 164.
- 12 - ماهر موسى درغام، سوزان عطا درغام (2010)، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفق المعيار الخاسبي 7 - دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين - المجلة العربية للإدارة، جامعة الدول العربية، القاهرة، المجلد الثلاثون، العدد الثاني، ص 51.
- 13 - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص 218.
- 14 - مرجع سابق، ص 165.
- 15 - نفسه.
- 16 - نفسه.
- 17 - الجزيري (1998)، خيرى على، محددات إدارة أداء السهم في بورصة الأوراق المالية، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 58، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر.
- 18 - الخلايلة محمود (1991)، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، مجلة دراسة العلوم الادارية، العدد 1، مجلد 25، الجامعة الاردنية.
- 19 - حداد فايز سليم (2001)، العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعائد الغير عادي، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 28، العدد 1، الأردن.
- 20 - وليد زكريا صيام وحسام الدين خدش (2003)، تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مجلة سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 1.
- 21 - محمود عبد الحليم الخلايلة (2004)، مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم، المجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، المجلد 11، العدد 2.
- 22 - حسام الدين الخدش ومحمد عيسى العبادي (2005)، علاقة كل من العائد الخاسبي والتدفقات النقدية الى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 32، العدد 1.
- 23 - Ali Mazloom and Alireza Azarberahman (2013), **The Association between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns: some Iranian evidence**, International Journal of Accounting and Financial Reporting, ISSN 2162-3082, Vol. 3, No. 1, page 24-18.
- 24 - Attar, Ali and Al-khasash, Husam (2005), **The effect of contextual Factors on the information content of cash flow in Explaining Stock Prices : The Case of Amman Stock Exchange**, Jordan Journal of Business Administration, Volume 1, No 1 : 121-132.
- 25 - مؤيد محمد علي الفضل، طارق توفيق يوسف وحمدي طعمة كاظم، قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 4، 2007، من ص 126 الى ص 147.
- 26 - سامح مؤيد العطعوط، مفيد الظاهر (2010)، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم - دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية-، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، لعدد 21، تشرين الأول 2010، ص من 53 إلى 78.
- 27 - توفيق حسن عبد الجليل (2012)، أثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 4، السنة 2012، من ص 965 إلى ص 709.
- 28 - راغب الغصين، منال الموصللي، مرجع سابق.
- 29 - Abdul Nafea Al Zararee and Abdulrahman Al-Azzawi (2014), **The Impact of Free Cash Flow on Market Value of Firm**, Global Review of Accounting and Finance Vol. 5. No. 2, pp 56 – 63
- 30 - KHosro Faghani Makrani and Mohammad Reza Abdi (2014), **The effects of book value, net earning and cash flow on stock price**, Management Science Letters, Semnan, Iran, pp2129-2132.
- 31 - Remon Gunanta, Erly Sherlita, Suci Fuji Lestari (2015), **The effects of the statement of cash flows and earning per share (EPS) on stock prices: Empirical study on manufacturing industry in Indonesia**, international Conference on Accounting Studies (ICAS) 2015, Johor Bahru, Johor, Malaysia, pp 521-527.
- 32 - تم استخدام سعر الاغلاق لأنه اخر سعر يحدد للسهم عند اغلاق جلسة التداول.

### كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

فاطمة بن شنة ، حياة كعبوش (2020)، أثر التدفقات النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المسعرة في بورصة الكويت خلال الفترة (2010-2017) ، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 7 (العدد 1)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص. ص 269-282.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.  
المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

**Algerian Review of Economic Development** is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.