

مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق " دراسة تطبيقية "**

د. عمر السر الحسن محمد د. موفق محمد رابعه

المملكة العربية السعودية

ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية في أداء الأسهم (أسعار الأسهم وعوائد الأسهم) وذلك من خلال تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة. واستخدام المنهج الوصفي التحليلي لوصف الظاهرة وتحليل التقارير المالية لعينة من الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 2010-2014م باستخدام نماذج الانحدار الخطي والسلاسل الزمنية. وتوصلت الدراسة الى أنه وفقاً لنموذج الانحدار التجميعي فان قيمة (ف) الاحتمالية (0.03) وهي اصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على سعر السهم السوقي ، كذلك المتغيرات مجتمعة تؤثر في العائد على السهم، وأن انخفاض كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية ساهم في عدم تركيز المستثمر على تحليل المؤشرات النقدية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الاوراق المالية . واوصت الدراسة على أنه ينبغي على الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية التركيز على التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية لانها توضح التدفقات الداخلة ومن ثم مقدرة الشركة على السداد او الاستمرار، وضرورة الاستفادة من دلالات القوة التفسيرية لمؤشرات الاداء المالي المبنية على التدفقات النقدية حيث اتضح أنها بشكل عام تسهم في تفسير الوضع المستقبلي للمنشأة والذي يترتب عليه عوائد مستقبلية.

الكلمات المفتاحية: الأداء المالي، التدفقات النقدية، سعر السهم، العائد على السهم.

المحور الأول: الإطار العام للدراسة

مقدمة الدراسة:

تعتبر التقارير المالية هي المصدر الأساسي لمؤشرات الأداء المالي والتي ازدادت أهميتها بعد الثورة الصناعية نتيجة التوسع في المشروعات الاقتصادية وظهور شركات المساهمة العامة والتطورات التي صاحبت عمليات التحليل المالي. وتشكل المؤشرات المالية (المبنية على الأرباح والمبنية على التدفقات النقدية) القاعدة العريضة لتطوير التحليل المالي نحو الأساليب الأكثر تقدماً في هذا المجال، بحيث تقلل الجهد والوقت للوصول إلى نتائج أكثر دقة وتعكس الواقع الحقيقي لأداء الشركة. ونظراً للانتقادات التي وجّهت لمقياس الأداء المبنية على الأرباح المحاسبية برز التوجه إلى استخدام مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية والتي تعتبر مؤشرات سهلة للتعبير عن أداء المنشأة والتي تساعد على التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل بصورة أفضل حيث أصبح المستثمرين يولون اهتماماً خاصاً بمقدرة المنشأة على توليد التدفقات النقدية ولا يقصرون النظر على المقدرة الربحية للمنشأة إضافة إلى مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها من تدفقاتها.

لذلك فان الدراسة تبين أثر مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية في أسهم الشركات المدرجة سوق الخرطوم للأوراق المالية.

مشكلة الدراسة: تكمن مشكلة الدراسة في أن مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية يكون لها أثر في أداء الشركات وأسهمها وعلى الأطراف المستفيدة من هذه المؤشرات كمعلومات تساعد في اتخاذ قراراتها الاقتصادية، وفي

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

كثير من الأحيان لا يعطي المستثمر إهتماماً لمؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية لإلتخاذ قرار شراء الأسهم أو التنبؤ بعائدات الأسهم مستقبلاً مما قد يؤثر ذلك على قرارة مستقبلاً، وعلية يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:  
السؤال الرئيس الأول: هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في سعر السهم السوقي؟ وتفرع منه الأسئلة التالية:

1. هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر نسبة صافي الدخل المعدل في سعر السهم السوقي؟

2. هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل رأس المال العامل في سعر السهم السوقي؟

3. هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر التدفقات النقدية من العمليات في سعر السهم السوقي؟

السؤال الرئيس الثاني: هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في العائد على السهم؟ وتفرع منه الأسئلة التالية:

1. هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر نسبة صافي الدخل المعدل في العائد على السهم؟

2. هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل رأس المال العامل في العائد على السهم؟

3. هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر التدفقات النقدية من العمليات في العائد على السهم؟

أهداف الدراسة: يعتبر الهدف الرئيس من الدراسة معرفة أثر مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية في أداء الأسهم (أسعار الأسهم وعوائد الأسهم) وذلك من خلال تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، من خلال الأهداف التالية:

1. التعرف على مفهوم وأهمية طبيعة مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية للشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

2. معرفة مدى اهتمام المستثمرين بمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في اتخاذ قرار شراء الأسهم أو التنبؤ بعائدات الأسهم.

3. قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم السوقي.

4. قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في العائد على السهم.

5. تقديم توصيات تسهم في الإجابة على تساؤلات الدراسة ويمكن الإستفادة منها في المجال التطبيقي.

أهمية الدراسة: تستمد الدراسة أهميتها العلمية والعملية من الآتي:

1. محدودية الدراسات العلمية التي تركز على الأثر الذي تلعبه مؤشرات الأداء المبنية على النقدية في التنبؤ بأسعار وعوائد الأسهم، حيث ركزت معظم الدراسات على مؤشرات الأداء التقليدية وعلاقتها بعوائد الأسهم، الأمر الذي يستدعي ضرورة تناول هذا الموضوع. كما تمثل إضافة علمية يُمكن تقديمها للباحثين في الحقل الأكاديمي من أجل إثراء البحوث في مجال دراسة العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وأداء الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

2. حاجة أسواق الأوراق المالية إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية لزيادة فاعلية الأداء المالي للشركات والتغيرات التي قد تطرأ عليها لترشيد واتخاذ قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خاصة وأن سوق الخرطوم للأوراق المالية يعتبر من الاسواق الناشئة. وتفسير مؤشرات الأداء المبنية

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

على التدفقات النقدية يُمكن من تحديد حجم الاستثمارات في أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وبالتالي الاستثمار السليم لأموال المستثمرين.

منهجية الدراسة: تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لوصف الظاهرة وتحليل التقارير المالية لعينة من الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 2010-2014م باستخدام نماذج الإنحدار الخطي والسلاسل الزمنية.

فرضيات الدراسة: تختبر الدراسة الفرضيات التالية:

الفرض الأول: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في سعر السهم السوقي. وتتفرع منه الفرضيات التالية:

1. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر نسبة صافي الدخل المعدل في سعر السهم السوقي.

2. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل رأس المال العامل في سعر السهم السوقي

3. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر التدفقات النقدية من العمليات في سعر السهم السوقي

الفرض الثاني: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في العائد على السهم. وتتفرع منه الفرضيات التالية:

1. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر نسبة صافي الدخل المعدل في العائد على السهم.

2. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل رأس المال العامل في العائد على السهم.

3. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر التدفقات النقدية من العمليات في العائد على السهم.

حدود الدراسة: تغطي الدراسة الحدود التالية: الحدود المكانية: عينة من المصارف السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، الحدود الزمانية: 2010-2014م.

التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة:

المتغير المستقل: مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية: من خلال المؤشرات التالية:

أ. التدفق النقدي الناتج عن عمليات التشغيل الى الاصول: ينتج هذا المقياس عن إضافة أو طرح التغيرات في الأصول المتداولة (فيما عدا النقدية والالتزامات المتداولة) ويساوي إجمالي التدفقات الناتجة عن التشغيل.

ب. التدفق النقدي من رأس المال الناتج عن عمليات التشغيل: هذا المقياس ينتج عن إضافة تعديل على الإرباح لاستبعاد أثر المكاسب والخسائر عن بيع الأصول والمكاسب والخسائر على الاستثمار التي يتم حسابها باستخدام طريقة الملكية واستنفاد علاوة أو خصم إصدار السندات والضرائب المؤجلة أي أن. صافي الدخل بعد إضافة الإهلاك والإطفاء. وينتج بعد إضافة مصروف الإهلاك إلى صافي الدخل.

ج. التدفق النقدي من صافي الدخل المعدل: هذا المقياس ينتج عن إضافة تعديل بالإطفاء والإهلاك/الأصول وتم تعديل صافي الربح بمصروفات الإهلاك ومصروفات الإطفاء للأصول غير الملموسة وهو يعتبر مقياس تقليدي للتدفقات النقدية.

المتغير التابع: وهو المتغير الذي يقيس التغيرات في الأسهم من خلال:

أ. سعر السهم: هو سعر الاغلاق السوقي نهاية السنة أما السهم يعرف بأنه صك قابل للتداول، يصدر عن شركة مساهمة ويعطى المساهم حق يمثل حصته في رأس مال الشركة.

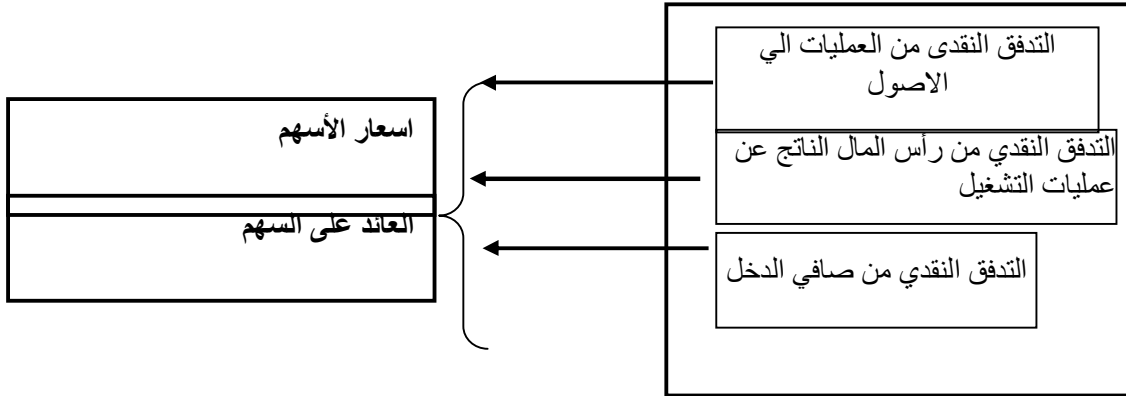
**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

ب. العائد على السهم: العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفزة والكافي لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.

شكل رقم (1) نموذج متغيرات الدراسة

المتغير المستقل (مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية)

المتغير التابع (الأسهم)



تنظيم الدراسة الدراسة: تم تقسيم الدراسة إلى أربعة محاور، المحور الأول الإطار العام للدراسة، والمحور الثاني الإطار النظري للدراسة، والمحور الثالث الدراسة التطبيقية، والمحور الرابع النتائج والتوصيات. المحور الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة

أولاً: مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية:

**1.** مفهوم مؤشرات الأداء النقدية: المؤشر هو عبارة عن علاقة يمكن الاستفادة منها في تقييم النشاط الكلي للمنشأة وأنشطتها الداخلية. ويكون لكل مؤشر (مقياس) معدل خاص به حتى يكون ذا مدلول وليس رقماً مبهماً، كما يتضمن مدى سماح يتراوح فيه الأداء الفعلي بحيث يكون أي انحراف عن هذا المدى غير مرغوب فيه إذا كان في غير صالح المنشأة<sup>(1)</sup>.

**2.** أسس اختيار المؤشرات المالية المبنية على التدفقات نقدية<sup>(2)</sup>:

قبل اختيار مجموعة المؤشرات اللازمة للتحليل المالي يجب مراعاة الأسس التالية:

أ. تحديد الأهداف من التحليل باستخدام المؤشرات المالية: فتحديد أهداف المشروع من التحليل يجب أن تكون واضحة، بحيث يتم تصميم مؤشرات من أجل قياس مدى تحقق الأهداف الموضوعية من الإدارة العليا أو المؤسسين أو الحكومة.

ب. اختيار المؤشرات المالية الملائمة للهدف.

ج. ملائمة البيانات ومعالجتها حسابياً: حيث من الواجب توافر شروط الملائمة والمصدقية والثبات في استخدام السياسات المحاسبية المختلفة من أجل المقارنة بشكل دقيق ثم توضيح الأرقام المطلقة بصورة نسب مفهومة.

د. تحليل وتفسير النتائج: بهدف التخطيط أو الحكم على مدى تحقيق الهدف المرسوم بعد إجراء عمليات المقارنة مع مؤشرات مماثلة مأخوذة للمشروع نفسه خلال مدة زمنية سابقة أو مؤشرات معيارية لفترات زمنية لاحقة أو قد تتم المقارنة أيضاً بمؤشرات معيارية أو فعلية عامة.

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "****3. أهمية مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية:**

تعد معلومات التدفقات النقدية الخاصة بالشركة مؤشراً جيداً وملائماً بمفردها، أول مصاحبة لغيرها من المعلومات المالية الأخرى تساعد المستثمرين والدائنين على تقييم تلك المنشأة وتحليل درجة الخطر الخاصة بها، وذلك إلى جانب تمكنهم من التنبؤ بالمدفوعات المتوقعة سدادها سواء اتخذت صورة التوزيعات، أو الفوائد التي تمثل في ذات الوقت المعلومات المطلوبة لتحديد القيمة السوقية للأوراق المالية الخاصة بتلك المنشأة. ومن أهم النقاط التي يشار إليها حول أهمية محاسبة التدفقات النقدية ما يلي (1):

أ. أن هناك فائدة كبيرة من استخدام مبادئ محاسبة التدفقات النقدية لأن حساب الأرباح والخسائر والميزانية التقليدية لا يقدمان قياساً موضوعياً سليماً للربح والمركز المالي للشركة مما يترك الفرصة للأحكام الشخصية ويؤدي إلى التناقص بين حسابات الشركة المختلفة.

ب. إن فصل الربحية عن السيولة عيب خطير من المحاسبة التقليدية، لذلك لا بد أن تهتم الشركة بهذين العاملين في نفس الوقت فالشركة التي تفشل دائماً في تحقيق أرباح في الأجل الطويل لن تستطيع الاستمرار والشركة التي لا تملك نقدية في الأجل القصير يمكن أن تنهار فجأة.

ثانياً: اسعار الأسهم:

**1. مفهوم سعر السهم:** يقصد به سعر الإغلاق، أما السهم هو صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول منشأة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من الأسهم، وتكون مسئولية المساهم محدوداً بمقدار ما يملكه من أسهم، وفيما يلي شرحاً موجزاً للأسهم المالية التي يجري التداول فيها بسوق الأوراق المالية (2):

**2. العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم:** من العوامل المؤثرة على سعر السهم في السوق المالية ما يلي (3):

أ. القيمة الدفترية للسهم: تؤثر القيم المحققة على سعر السهم بشكل كبير حيث غالباً ما يكون هناك علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وسعر السهم في السوق، أي أن زيادة قيم السهم الدفترية ترتبط بزيادة سعر السهم، وبالعكس من ذلك فإن انخفاض القيمة الدفترية للسهم ترتبط بانخفاض سعره في السوق.

ب. الأرباح المحققة: من المحددات الأساسية لسعر السهم ربحية المنشأة، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما انه ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض

ج. توزيعات الأرباح في نهاية كل سنة: تعتبر الزيادة في الأرباح النقدية الموزعة على السهم من فترة إلى أخرى أنباء سارة للمستثمر، على العكس من ذلك يعتبر الانخفاض في الأرباح النقدية أنباء سيئة بالنسبة له، (4).

د. التوقعات بخصوص مستقبل المنشأة ومدى قوة مركزها المالي: تعتبر التوقعات بخصوص مستقبل المنشأة وقوة مركزها المالي من العوامل المهمة في تحديد سعر السهم، لذلك إذا كانت التوقعات متفائلة بخصوص المنشأة استناداً إلى قوة مركزها المالي ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر في المستقبل (1).

هـ. الأوضاع الاقتصادية العامة للبلد: تمثلها حالة النشاطات الاقتصادية والتي يشير لها الناتج والدخل القومي، حيث أن التوسع والانتعاش الاقتصادي الذي يصاحب النمو في الاقتصاد يؤدي إلى زيادة الطلب على السهم ويزداد سعره في السوق.

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

و. الشائعات في الأسواق المالية: تبدو هذه الظاهرة في الأسواق المالية للدول النامية وذلك في ظل غياب القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من جانب، وضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من جانب آخر، وكذلك عدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، بالإضافة إلى كثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية.

ز. حالة العرض والطلب على السهم في السوق المالي: ترتبط حالة العرض والطلب على السهم في السوق بعدة عوامل منها القيمة الدفترية للسهم وتوزيعات الأرباح والتوقعات بخصوص مستقبل الشركة.

ح. سعر الفائدة: إن الارتفاع في أسعار الفائدة من شأنه أن يخفض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية ومن الطبيعي سيكون لانخفاض الأرباح الموزعة آثار سلبية على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها في السوق المالي<sup>(2)</sup>.

ثالثاً: عائد السهم:

**1.** مفهوم عائد السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفزة والمكافي لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة<sup>(3)</sup>، يضافاً هو التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة<sup>(3)</sup> كما عرف بأنه إجمالي المكاسب أو الخسائر المتحققة على الاستثمار خلال فترة معينة من الزمن وتمثل توزيعات الأرباح النقدية للموجود خلال تلك الفترة فضلاً على التغيير في قيمة الموجود عن قيمتها الاستثمارية في بداية الفترة<sup>(1)</sup>.

**2.** العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم:

أ. عرض النقد (السيولة): يُعرف عرض النقد على أنه مجموعة النقد المتوفر للاستثمار في البورصة والاقتصاد ككل<sup>(2)</sup>.  
ب. أسعار الفائدة: معدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب، فيرتفع سعر السهم إذا انخفض سعر الفائدة، وينخفض سعر السهم بزيادة سعر الفائدة، أي أن العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة علاقة عكسية<sup>(3)</sup>.  
ج. سعر صرف العملة: يؤثر سعر صرف العملة على أسعار الأسهم من خلال عدة أشكال خاصة في الاقتصادات المتقدمة والمتكاملة مالياً مع العالمي<sup>(4)</sup>.

د. التضخم: يعتبر التضخم ذا أهمية كبيرة في الأسواق المالية وهاما للتمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، حيث أن المستثمرين يهتمون أكثر بالعائد الحقيقي الذي يقيس التحسن الذي تم إحرازه جراء الاستثمار<sup>(5)</sup>.

هـ. الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي: يتم استخدام هذا الرقم كمؤشر لمستوى النشاط الاقتصادي (الناتج القومي الحقيقي) مع أن هذا الرقم لا يمثل سوى قطاع واحد من الاقتصاد (القطاع الصناعي) إلا أنه مهم وديناميكي ويتأثر جيداً بحركة الاقتصاد الكلي.

**3.** أثر المؤشرات المالية في الأسهم:

هنالك وجهتي نظر حول دراسة أثر المؤشرات المالية على أسعار الأوراق المالية تتمثل في<sup>(2)</sup>:

الفريق الأول، يفترض عدم كفاءة السوق: في حالة عدم كفاءة السوق فإن السوق يستجيب بطريقة تلقائية ومنحازة لأي مؤشرات مالية إضافية دون أي نوع من التحليل، وهو وضع يعكس:

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

أ. عدم وعي وإدراك المستثمر، وبالتالي عدم القدرة على تفهم أثر السياسات المالية البديلة على الأرقام في القوائم المالية المنشورة.

ب. عدم وجود مصادر أخرى مهمة للمعلومات بجانب القوائم المالية التي تصدر عن الأسواق المالية. أن المحلل يعتبر في وضع محتكر للمعلومات المالية.

ج. نتيجة للوضعين السابقين يستجيب المستثمر بطريقة ميكانيكية لما هو وارد في القوائم المالية<sup>(2)</sup>.

الفريق الثاني، يفترض كفاءة السوق: في حالة كفاءة السوق فإن السوق يستجيب بطريقة منظمة ودقيقة لأي معلومات محاسبية بعد تحليلها.

رابعاً، الدراسات السابقة:

يعرض الباحثان عدد من الدراسات السابقة ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة وفقاً للمنهج التاريخي من الأقدم إلى الأحدث وذلك من خلال هدف ومشكلة ونتائج كل دراسة كما يلي:

1. دراسة، Ismail and Moon k.kim (1989)<sup>(3)</sup>: تمثلت مشكلة الدراسة في بحث علاقة التدفقات النقدية بمخاطر السوق وهدفت الدراسة والتي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية إلى البحث في القوة التفسيرية للتدفقات النقدية لمخاطر السوق، مقارنة بمعلومات الأرباح عن طريق دراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية وتدفقات الأموال ومخاطر السوق. وتوصلت الدراسة إلى أن متغير التدفقات النقدية وتدفقات الأموال كل على حده للانحدار الذي يستخدم فيه معامل الأرباح كمتغير مستقل يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية لتغير عوائد الأسهم. أما من ناحية أخرى فإن إضافة معامل الأرباح إلى الانحدار الذي يتضمن معامل التدفقات النقدية وتدفقات الأموال قد أدى إلى نتائج ضعيفة في القوة التفسيرية لمخاطر السوق وعوائد الأسهم غير العادية. كما وجدت الدراسة أن المعلومات الواردة في قائمة الدخل ما هي إلا جزء من مجموعة كبيرة من المعلومات الموجودة في التدفقات النقدية

2. دراسة، وابل بن علي الوابل (1996م)<sup>(1)</sup>: هدفت الدراسة إلى تحليل بيانات التدفقات والقرارات الاستثمارية وقرارات الإقراض وعلاقتها بسعر السهم، وذلك لإخراج بيانات مالية لا يستطيع مستخدمي القوائم المالية استنباطها بطريقة مباشرة. وتمثلت مشكلة الدراسة في اختبار العلاقة بين معلومات القوائم المالية وأسعار الأسهم للمنشآت السعودية. وتوصلت الدراسة إلى أن لكل من القائمتين محتوى إعلامي ذو دلالة لمتخذي القرارات، يلزم أن تحقق المنشأة تدفقات نقدية داخلية من النشاطات التشغيلية أي أن تحقق المنشأة أرباحاً وكذلك أن تكون قادرة على سداد التزاماتها، بيانات قائمة التدفقات النقدية موضوعية وأقل تعرضاً للتشويه والتحريف، خلاصة المقارنة بين قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية أفادت أن قائمة الدخل توضح قدرة المنشأة الكسبية ولا تظهر مدى سيولة المنشأة وقدرتها على سداد إلتزاماتها وجوده محتوى معلوماتي إضافي لقائمة التدفقات النقدية.

3. دراسة، يوسف احمد محمد (1997م)<sup>(2)</sup>: هدفت الدراسة للتعرف على أهم العوامل التي تؤثر على مفهوم ومقاييس التدفقات النقدية مدى منفعتها لمتخذ القرار في السوق المصري للتنبؤ بالتدفقات النقدية وذلك من خلال طرح لإطار موضوعي لمراحل استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للحد من أخطاء التنبؤ. وتمثلت مشكلة الدراسة في اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية والقرارات الاستثمارية في السوق المصري. وتوصلت الدراسة إلى أنه ساعد استخدام أسلوب السلاسل الزمنية الإحصائي في الحصول نماذج تنبؤية ذات دقة إحصائية مرتفعة، أفضل مؤشر تنبؤ في الأجل

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

القصير هو مقياس التدفقات النقدية ومدى أهمية دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية والربح على مستوى المنشأة والقطاع وذلك لدعم المستوى الصناعي

4. دراسة، حسني على خريوش، 2003م<sup>(3)</sup>: هدفت الدراسة إلى قياس علاقة قائمة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية، تحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية. تمثلت مشكلة الدراسة في مدى العلاقة بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم في المدى الطويل والقصير، والعلاقة بين صافي التدفقات النقدية وحقوق الملكية. اتبعت الدراسة التحليل التحليلي الوصفي. توصلت الدراسة بتدني نسبة المستثمرين المستخدمين لقائمة التدفقات النقدية عند تقدير القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المالية المساهمة الأردنية، عدم وجود توعية كافية لدى المستثمرين بأهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية عند تحديد الأسعار الحقيقية لأسهم البنوك والشركات المالية الأردنية المساهمة.

5. دراسة، وليد زكريا صيام، حسام الدين خداش، 2003م<sup>(3)</sup>: هدفت الدراسة إلى تحديد أهمية قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضع المالي للشركة وانجازاتها المالية، وقياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم. تمثلت مشكلة الدراسة في مدى أهمية التدفقات النقدية وما توفره من معلومات، ومدى وجود علاقة بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية، وهل توجد علاقة بين القيمة السوقية ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات.

6. دراسة، محمود عبد الحليم الخاليلة (2004)<sup>(2)</sup>: هدفت الدراسة إلى اختيار مدى الارتباط بين مؤشرات الأداء المتبقية على الأرباح المحاسبية ومؤشرات الأداء المتعمدة على التدفقات النقدية ومدى قدرة كل منها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم. وتمثلت مشكلة الدراسة في اختبار العلاقة الارتباطية بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وأيهما أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم وما نسبة ما تفسره كل من هذه المؤشرات من التغيرات في عوائد الأسهم. توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج منها وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية، ومؤشرات الأداء المبنية على الأرباح أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم من مؤشرات الأداء النقدية ونسبة ما تفسره مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح من التغيرات في عوائد الأسهم يفوق ما تفسره مؤشرات الأداء النقدية .

7. دراسة، Ali al-Attar and Husam Al-Khadash (2005)<sup>(3)</sup>: هدفت الدراسة إلى تحديد المقياس الأفضل لقياس أداء المنشأة من خلال مقارنة مقياس الربح المحاسبي ومقياس التدفقات النقدية مع عوائد الأسهم. وخلصت الدراسة إلى عدة نتائج منها: العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية كأرقام محاسبية تتضمن معلومات تفيد في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، توجد علاقة بين عائد الأسهم وكلا من التدفقات النقدية والعوائد المحاسبية بنسب مختلفة، التدفقات النقدية أفضل من الأرباح المحاسبية في حالة النمو المتدني للعوائد وصغر حجم المنشأة كمقياس للأداء المالي.

8. دراسة، عبد الرحمن أحمد يوسف المخيزم (2008م)<sup>(1)</sup>: هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى الاختلاف في المتغيرات المحاسبية المؤثرة على أسعار الأسهم بالبورصة الكويتية في حالة اختلاف نشاط الشركات، وتحديد أهم المتغيرات



**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

الحاسبية المؤثرة على أسعار الأسهم، ومن ثم بناء نموذج للتنبؤ بسعر السهم للقطاعات الاقتصادية المختلفة. وتمثلت مشكلة الدراسة في التحقق من تأثير طبيعة نشاط الشركة على المتغيرات المؤثرة في سعر سهمها. وتوصلت الدراسة إلى نتائج منها: هنالك فروق بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم الكويتي في التفاعل مع المتغيرات، حيث توجد علاقة جوهرية ذات دلالة معنوية بين ربح السهم والقيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك وقطاع الصناعة، وجود علاقة جوهرية عكسية بين العائد، الربح الموزع والقيمة السوقية للسهم في كل من القطاع البنكي وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة، وجود علاقة جوهرية عكسية بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم .

**9.** دراسة، عبدالطيف بن محمد عبدالرحمن باشيخ (2010م)<sup>(2)</sup>: هدفت الدراسة إلى التعرف على أهمية مقاييس الأداء المبنية على الأرباح الحاسبية والتدفق النقدي في البنوك السعودية وتقييم القدرة التنبؤية لمقاييس الأداء المبنية على الأرباح الحاسبية والتدفق النقدي في التنبؤ بالتدفقات النقدية. وتمثلت مشكلة الدراسة في اختبار قدرة كل من مقاييس الأداء المبنية على الأرباح الحاسبية ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي في التنبؤ بالتدفقات المستقبلية للبنوك السعودية. وتوصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين مقاييس الأداء المبنية على الأرباح الحاسبية ومقاييس التدفقات النقدية التقليدية علاقة قوية وأن استخدام مقاييس الأداء المبنية على الأرباح الحاسبية في التنبؤ بالتدفقات التقليدية المستقبلية أفضل من استخدامها في التنبؤ بالتدفقات النقدية البديلة.

**10.** دراسة، الزين عمر الزين الأمين (2012م)<sup>(1)</sup>: هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى استخدام مقاييس التدفقات النقدية ومقاييس العائد الحاسبي بالبنوك التجارية بالسودان وإبراز أهمية مقاييس التدفقات النقدية ومقاييس العائد الحاسبي في تلك البنوك وأيهما أكثر قدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وتقييم القدرة التنبؤية لتلك المقاييس في التنبؤ بالتدفقات النقدية. وتمثلت مشكلة الدراسة في معرفة أي من مقاييس التدفقات النقدية ومقاييس العائد الحاسبي أفضل في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية بالبنوك التجارية السودانية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة احصائية بين مقاييس العائد الحاسبي وبين مقاييس التدفقات النقدية، مقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي أفضل من مقاييس الأداء المبنية على العائد الحاسبي عند التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية في البنوك التجارية في السودان واختلاف القدرة التنبؤية لمقاييس الأداء المبنية على العائد الحاسبي عن مقاييس الأداء المبنية على التدفقات النقدية سواء على المستوى المصرفي الواحد ام على مستوى جميع البنوك التجارية بالسودان.

**11.** دراسة، Ali Mazloom and Alireza Azarberahman (2013)<sup>(2)</sup>: هدفت الدراسة إلى التعرف على مقاييس الأداء المبنية على الأرباح والمبينة على التدفقات النقدية وعلاقتها بعوائد الأسهم وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة طهران. وتمثلت مشكلة الدراسة في بحث العلاقة الارتباطية بين مقاييس الأداء وعوائد الأسهم. قامت الدراسة باستخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة. وأظهرت نتائج الدراسة أن مقاييس الأداء المبنية على الإرباح أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم مقارنة مع مقياس الأداء المبنية على التدفقات النقدية. علاوة على ذلك فإن مقاييس الأداء المبنية على الإرباح تصور أداء الشركة بصورة أفضل من مقاييس الأداء المبنية على التدفقات النقدية في بعض الشركات ذات المستحقات الأعلى ولكن عند الشركات ذات المستحقات الأقل فإن أداء الشركة لا يمكن تصويره بشكل دقيق لا من قبل مقاييس الأداء المبنية على الأرباح ولا تلك المبنية على التدفقات النقدية.

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

12. دراسة، Ahmad Zakaria Siam، Ibrahim Marwan Khanji (2015م)<sup>(1)</sup>: هدفت الدراسة إلى تحليل اثر التدفقات النقدية على سعر السهم في البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وذلك من خلال قياس اثر التدفقات النقدية من العمليات والاستثمار والتمويل على سعر السهم في البنوك التجارية الأردنية. وقد تم استخدام المنهج التحليلي جنباً إلى جنب مع الأساليب الإحصائية الضرورية الأخرى. حيث تعتبر التقارير السنوية مصدراً للحصول على البيانات المالية ليتم استخدامها لأغراض تحليل البيانات. وتشير نتائج الدراسة إلى ان هناك تأثير محدود للتدفقات النقدية من العمليات والاستثمار والتمويل على القيمة السوقية لحصة البنوك التجارية الأردنية ونتيجة لذلك، هناك حاجة إلى مزيد من الاهتمام فيما يتعلق بسلوك التدفقات النقدية عند إجراء تقييم سعر السهم.

13. دراسة، د.عبد الرحمن عبد الله عبد الرحمن (2015م)<sup>(2)</sup>: هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير ممارسة تمهيد الدخل من قبل المصارف المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية على معدل العائد على حقوق المساهمين ومعدل العائد على اجمالي الاصول وسعر السهم السوقي للمصارف مع تحديد حجم المصرف كمتغير ضابط. وتمثلت مشكلة الدراسة في أن ممارسة الدخل عبر الفترات المالية يكون له انعكاس واثار على نسب معدلات العائد واسعار الاسهم وعلى الاطراف المستخدمة لهذه المؤشرات كمعلومات لاتخاذ القرارات الاقتصادية دون علمها بتلك الممارسة مما يؤدي الى توجيه هذه القرارات لتحقيق اغراض معينة مرغوب فيها من قبل الطرف الذي يمارس تمهيد الدخل، وتوصلت الى عدم وجود تأثير معنوي لممارسة تمهيد الدخل من قبل مصارف العينة على معد العائد على حقوق المساهمين بينما وجدت الدراسة تأثيراً معنوي على كل من معدل العائد على اجمالي الاصول وسعر السهم للمصارف في البورصة.

14. دراسة (Ogbonnaya, et.al, 2016)<sup>(3)</sup>: هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات التدفقات النقدية والأداء في المصارف النيجيرية والاستفادة من ذلك في تقييم الأداء للمصارف. تمثلت مشكلة الدراسة في البحث في العلاقة بين التدفقات النقدية والأداء في القطاع المصرفي في نيجيريا. وقد اعتمدت الدراسة اسلوب الارتباط لتحليل البيانات. واطهرت نتيجة الدراسة أن التدفقات النقدية التشغيلية لها علاقة إيجابية كبيرة وقوية مع الأداء في القطاع المصرفي في نيجيريا، وكشفت الدراسة أيضاً أن العلاقة سلبية وضعيفة بين التدفقات النقدية الاستثمارية والتدفقات النقدية التمويلية مع الأداء.

مما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

1. ركزت الدراسة الحالية على معرفة أثر مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية على الأسهم (عوائد واسعار) في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
2. أجريت الدراسة على 11 مصرف سوداني للوصول إلى اجابات توافق الوضع الحقيقي في للمصارف السودانية.
3. استخدم الباحثان التحليل المقطعي والسلال الزمنية في معرفة أثر المتغيرات من خلال تحليل التأثيرات العشوائية والتأثيرات السابقة واختبار والد.

#### المحور الثالث: الدراسة التطبيقية

أولاً، مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في المصارف السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية والتي تزاول نشاطها في الفترة من (2010م-2014م) وعددها (23) مصرف، وتبلغ عدد المشاهدات  $115 = (5 \times 23)$  مشاهدة، أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها بطريقة قصديه بعد أن تم إستبعاد المصارف التي تزاول نشاطها خلال فترة

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

الدراسة وتمثلت عينه الدراسة من (11) مصرفاً، وعدد المشاهدات  $(5*11) = 55$  مشاهدة، أي أن عينة الدراسة تمثل 49% من مجتمع الدراسة، وتغطي الدراسة أربعة سنوات (2010م- 2014م).

ثانياً، الأساليب الحصائية: اعتمد الباحثان على نماذج الانحدار الطولية والمقطعية من خلال برنامج النماذج الاقتصادية (E-Views) وذلك لجميع القطاعات بالتفصيل التالي:

1. تم استخدام نماذج البيانات الطولية والمقطعية (Panel and cross -section data model) وكيفية الاختيار في توفيق نماذج البيانات الطولية الثلاثة، نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، هذا بالإضافة إلى اختبار وضع التكامل. إن الفائدة الرئيسية من استخدام البيانات الطولية هي زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية<sup>(1)</sup>. وقد تم استخدام 3 نماذج الانحدار المتعلقة بمثل هذا النوع من البيانات وهما:

أ. نموذج الانحدار التجميعي: يعرف بأنه مشاهدات مقطعية مقاسه في فترات زمنية معينة ويعتبر من أبسط نماذج الانحدار الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة (جميع الفترات الزمنية) أي يهمل تأثير الزمن.  
 ب. النموذج في وضع التأثيرات الثابتة: يستخدم هذا النموذج ضمن استخدام نماذج البيانات الطولية، وكيفية الاختيار في توفيق نماذج البيانات الطولية الثلاث، نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.  
 ج. النموذج في وضع التأثيرات العشوائية: وفي هذا النموذج عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت متجانس لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.

2. تم حساب مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية للمصارف (عينة الدراسة) على مدار الخمسة سنوات.

3. تم أخذ أسعار عوائد الأسهم والنمو في الإيرادات لكل شركة على مدار الخمسة سنوات.  
 ثالثاً، اختبار فرضيات الدراسة:

إختبار الفرض الأول: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم السوقي. وتفرع منه الفرضيات التالية:

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر نسبة صافي الدخل المعدل في سعر السهم السوقي.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل رأس المال العامل في سعر السهم السوقي

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر التدفقات النقدية من العمليات في سعر السهم السوقي.

$$\text{The Model: } y_1 = B_0 + B_1 * X_1 + B_2 * X_2 + B_3 * X_3 + e$$

Y1: سعر السهم السوقي

X1: نسبة صافي الدخل المعدل:

X2: معدل رأس المال العامل:

X3: التدفقات النقدية من العمليات:

النموذج الأول: نموذج الانحدار التجميعي لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم.

جدول رقم (1): نموذج الانحدار التجميعي لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	10.9376	2.1810	5.0150	0.0001

## مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "

0.3930	-0.8721	17.9567	-15.6605	X1
0.0970	-1.7372	5.7821	-10.0447	X2
0.9256	-0.0945	54.4841	-5.1500	X3
5.8636	Mean dependent var		0.2582	R-squared
5.0207	S.D.dependent var		0.1523	Adjusted R-squared
6.0455	Akaike info criterion		4.6227	S.E.of regression
6.2405	Schwarz criterion		448.7485	Sum squared resid
6.0996	Hannan-Quinn criter.		-71.5683	Log likelihood
0.1524	Durbin-Watson stat		2.4370	F-statistic
			0.0930	Prob(F-statistic)

يُلاحظ من خلال الجدول رقم (1) أن جميع المتغيرات غير دالة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد للمتغيرات المستقلة على المتغير المفسر (سعر السهم السوقي) وهذا يقودنا إلى الشك في وجود علاقات الارتباط المتعددة بين المتغيرات وإذا ما وجد هنالك علاقة ارتباط قوية بين اثنين من المتغيرات المستقلة فإن ذلك يؤدي بالضرورة إلى جعل المتغيرات الدالة إحصائياً أي المعنوية غير دالة إحصائياً أو غير معنوية وهذا يؤدي إلى زيادة نسبة الخطأ المعياري والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض قيمة (ت) والذي بدوره يقود إلى جعل القيمة الاحتمالية عالية وهذا بدوره يقود إلى جعل المتغيرات الدالة إحصائياً غير دالة إحصائياً وسوف نقوم بعمل اختبار للارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة من خلال مصفوفة المتغيرات المستقلة ومن ثم كشف المتغيرات التي تسببت في المشكلة ومن ثم حذفها ثم تقدير النموذج من جديد. أيضاً نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.09) وهي أكبر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لا تؤثر على المتغير التابع.

## جدول رقم (2) نموذج الانحدار التجميعي لمؤشرات الأداء المالي وسعر السهم بعد حذف المتغير (X3)

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	10.8926	2.0797	5.2376	0.0000
X1	-15.9864	17.2211	-0.9283	0.3633
X2	-10.3661	4.5705	-2.2680	0.0335
R-squared	0.2579	Mean dependent var		5.8636
Adjusted R-squared	0.1905	S.D.dependent var		5.0207
S.E.of regression	4.5173	Akaike info criterion		5.9659
Sum squared resid	448.9394	Schwarz criterion		6.1122
Log likelihood	-71.5736	Hannan-Quinn criter		6.0065
F-statistic	3.8232	Durbin-Watson stat		0.1587
Prob(F-statistic)	0.0376			

يُلاحظ من خلال الجدول رقم (2) أنه بعد حذف المتغير (X3) أصبح متغير معدل رأس المال العامل ذو دلالة إحصائية، بمعنى أنه يؤثر على سعر السهم السوقي ونجد العلاقة بينهما علاقة عكسية. بمعنى كلما زادت نسبة معدل رأس المال انخفضت في المقابل قيمة سعر السهم السوقي وذلك واضح من خلال الإشارة السالبة للمعامل (-10.366). أيضاً نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.03) وهي أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على سعر السهم السوقي.

النموذج الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة ومؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم.

## جدول رقم (3): نموذج التأثيرات الثابتة لمؤشرات الأداء المالي وسعر السهم بعد حذف المتغير (X3)

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	6.3889	1.0152	1.0163	0.3205
X1	-0.5027	3.8540	0.2117	0.8343

## مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "

0.1689	1.4224	2.3927	-1.1944	X2
5.8636	Mean dependent var		0.97	R-squared
5.0207	S.D.dependent var		0.96	Adjusted R-squared
2.95	Akaike info criterion		0.94	S.E.of regression
3.29	Schwarz criterion		15.95	Sum squared resid
3.04	Hannan-Quinn criter		-29.85	Log likelihood
0.95	Durbin-Watson stat		110.82	F-statistic
0.000				Prob(F-statistic)

تشير النتائج من خلال الجدول رقم (3) أن جميع المتغيرات غير دالة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد تأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير المفسر (سعر الأسهم). وأيضاً نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.000) وهي تقترب من الصفر أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة تؤثر على سعر السهم السوقي وتفسير ذلك لأن اختبار (ف) يتم على مستوى المجتمع وليس عينة الدراسة. بمعنى أنه قد تكون عينة الدراسة غير كافية. أما إذا نظرنا إلى قيمة معامل التحديد (0.97) فنجدها عالية جداً أي المتغيرات تفسر 97% من الاختلافات في عائدات السهم وال 3% المتبقية تفسرها عوامل أخرى خارج إطار النموذج.

النموذج الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية ومؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم.

## جدول رقم (4)

نموذج التأثيرات العشوائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم بعد حذف المتغير (X3)

القيمة الاحتمالية	إحصاء	الخطأ المعياري	المعامل	المتغيرات
0.0214	2.4772	2.5791	6.3889	C
0.8973	-0.1305	3.8520	-0.5027	X1
0.6167	-0.5078	2.3523	-1.1944	X2
0.46	Mean dependent var		0.01	R-squared
0.90	S.D.dependent var		-0.07	Adjusted R-squared
2.95	Akaike info criterion		0.94	S.E.of regression
3.29	Schwarz criterion		19.46	Sum squared resid
3.04	Hannan-Quinn criter.		-29.85	Log likelihood
0.95	Durbin-Watson stat		0.15	F-statistic
0.86				Prob(F-statistic)

يتضح من خلال الجدول رقم (4) أن جميع المتغيرات غير دالة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد للمتغيرات المستقلة أثر على المتغير المفسر (سعر السهم السوقي). ويظهر ذلك من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.859) وهي أكبر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغير التابع. عليه سوف يسعد الباحثان هذا النموذج (نموذج التأثيرات العشوائية) ويذهبان للمفاضلة بين النموذجين (نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة) لاختيار أحد النموذجين لتقدير النموذج وذلك من خلال إحصاءه ووالد (Wald Statistics) أدناه.

اختبار والد - Wald Test:

فرض العدم: كل المتغيرات الوهمية تساوي الصفر اي:

$c(1)=c(2)=c(3)=0$  وهي عبارة عن معاملات القطاعات. بمعنى أن النموذج التجميعي هو الأنسب - pooled regression model

الفرض البديل: نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب - Fixed effect model

## مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "

## جدول رقم (5)

اختبار والد لتحديد نموذج المناسب لاختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم

Probability	df	Value	Test Statistic
0.1272	(3, 22)	2.1159	F-statistic
0.0959	3.0000	6.3476	Chi-square

نلاحظ من الجدول رقم (5)، أن قيمة (ف) الاحتمالية (0.13) وهي أكبر من (0.05)، لذلك نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، بمعنى أن النموذج المناسب للتقدير هو نموذج الانحدار التجميعي وذلك من خلال الجدول فان قيمة (ف) الاحتمالية (0.03) وهي أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على سعر السهم السوقي لذلك نقبل الفرض البديل الذي ينص على أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم السوقي.

إختبار الفرض الثاني: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية في العائد على السهم. وتتفرع منه الفرضيات التالية:

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر نسبة صافي الدخل المعدل في العائد على السهم.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل رأس المال العامل في العائد على السهم.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر التدفقات النقدية من العمليات في العائد على السهم.

المعادلة:

$$\text{The Model: } y_2 = B_0 + B_1 * X_1 + B_2 * X_2 + B_3 * X_3 + e$$

Y2: العائد على السهم

X1: نسبة صافي الدخل المعدل

X2: معدل رأس المال العامل

X3: التدفقات النقدية من العمليات

النموذج الأول: نموذج الانحدار التجميعي لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية والعائد على السهم

## جدول رقم (6)

الانحدار التجميعي لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية والعائد على السهم

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	0.0821	0.0972	0.8439	0.4082
X1	-0.3446	0.8006	-0.4305	0.6712
X2	0.6573	0.2578	2.5496	0.0187
X3	-2.0088	2.4293	-0.8269	0.4176
R-squared	0.2582		Mean dependent var	0.27
Adjusted R-squared	0.1488		S.D.dependent var	0.2234
S.E.of regression	0.2061		Akaike info criterion	-0.1751
Sum squared resid	0.8921		Schwarz criterion	0.0199
Log likelihood	6.19		Hannan-Quinn criter.	-0.1211
F-statistic	2.40		Durbin-Watson stat	0.36

## مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "

0.0967	Prob(F-statistic)
--------	-------------------

من الجدول رقم (6) يتضح أن جميع المتغيرات غير دالة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد للمتغيرات المستقلة أثر على المتغير المفسر (العائد على السهم)، وهذا يقودنا إلى الشك في وجود علاقات الارتباط المتعددة بين المتغيرات، وإذا ما وجد هنالك علاقة إرتباط قوية بين اثنين من المتغيرات المستقلة فإن ذلك يؤدي بالضرورة إلى جعل المتغيرات الدالة إحصائياً أي المعنوية غير دالة إحصائياً، أو غير معنوية وهذا يؤدي إلى زيادة نسبة الخطأ المعياري والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض قيمة (ت) والذي بدوره يقود إلى جعل القيمة الاحتمالية عالية وهذا بدوره يقود إلى جعل المتغيرات الدالة إحصائياً غير دالة إحصائياً أي غير معنوية، وسوف نقوم بعمل اختبار للارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة وذلك من خلال مصفوفة المتغيرات المستقلة ومن ثم كشف المتغيرات التي تسببت في المشكلة ومن ثم حذفها ثم تقدير النموذج من جديد. وأن قيمة (ف) الاحتمالية (0.09) وهي أكبر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لا تؤثر على العائد على السهم.

جدول رقم (7): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة والعائد على السهم

	X1	X2	X3
X1	1	0.26353	0.308808
X2	0.26353	1	0.620843
X3	0.308808	0.620843	1

من الجدول رقم (7) نلاحظ أن المتغير (X1) له قيمة احتمالية عالية (0.671) وكلما زادت القيمة الاحتمالية للمتغير بعدت الدلالة الإحصائية لذا سوف نقوم بحذفه ومن ثم تقدير النموذج من جديد.  
تقدير النموذج بعد حذف المتغير (X1)

جدول رقم (8): الانحدار التجميعي لمؤشرات الأداء المالي والعائد على السهم بعد حذف المتغير (X1)

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	0.0802	0.0953	0.8413	0.4093
X2	0.6466	0.2518	2.5678	0.0176
X3	-2.2096	2.3395	-0.9444	0.3552
R-squared	0.2487		Mean dependent var	0.27
Adjusted R-squared	0.18		S.D.dependent var	0.2234
S.E.of regression	0.2061		Akaike info criterion	-0.251
Sum squared resid	0.90		Schwarz criterion	-0.10
Log likelihood	6.07		Handan-Quinn criter.	-0.2085
F-statistic	3.64		Durbin-Watson stat	0.33
Prob(F-statistic)				0.04

من الجدول رقم (8) نلاحظ أن بعد حذف المتغير (X1) أصبح المتغير معدل رأس المال العامل ذو دلالة إحصائية، بمعنى أنه يؤثر على العائد على السهم والعلاقة بينهما علاقة عكسية. بمعنى كلما زادت نسبة معدل رأس المال انخفضت في المقابل قيمة العائد على السهم وذلك واضح من خلال الإشارة السالبة للمعامل (-10.366)، أيضاً نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.04) وهي أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على عائد السهم.  
النموذج الثاني، النموذج في وضع التأثيرات الثابت:

## مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "

جدول رقم (9): النموذج في وضع التأثيرات الثابتة لمؤشرات الأداء المالي والعائد على السهم بعد حذف المتغير (X1)

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	0.1578	0.1025	1.5398	0.1410
X2	0.0000	0.2025	0.0001	0.9999
X3	2.9834	1.9842	1.5036	0.1500
R-squared	0.90		Mean dependent var	0.27
Adjusted R-squared	0.88		S.D.dependent var	0.2234
S.E.of regression	0.08		Akaike info criterion	-2.0078
Sum squared resid	0.1163		Schwarz criterion	-1.666
Log likelihood	32.09		Hannan-Quinn criter.	-1.91
F-statistic	29.007		Durbin-Watson stat	1.27
Prob(F-statistic)	0.000			

من الجدول رقم (9) يلاحظ الباحثان أن جميع المتغيرات غير دالة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد أثر للمتغيرات المستقلة على المتغير المفسر (العائد على الأسهم). أيضاً نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.000) وهي تقترب من الصفر وأصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة تؤثر على عائد السهم. وتفسير ذلك لأن اختبار (ف) يتم على مستوى المجتمع وليس عينة الدراسة بمعنى أنه قد تكون عينة الدراسة غير كافية. أما إذا نظرنا إلى قيمة معامل التحديد (0.90) فنجدها عالية جداً أي المتغيرات تفسر 90% من الاختلافات في عائدات السهم وال 10% المتبقية تفسرها عوامل أخرى خارج إطار النموذج.

النموذج الثالث: النموذج في وضع التأثيرات العشوائية

## جدول رقم (10)

النموذج في وضع التأثيرات العشوائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية والعائد على السهم بعد حذف

المتغير (X1)

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	إحصاء	القيمة الاحتمالية
C	0.1511	0.1487	1.0163	0.3205
X2	0.0412	0.1949	0.2117	0.8343
X3	2.6992	1.8977	1.4224	0.1689
R-squared	0.1008		Mean dependent var	0.0371
Adjusted R-squared	0.0191		S.D.dependent var	0.0783
S.E.of regression	0.0776		Sum squared resid	0.1324
F-statistic	1.2333		Durbin-Watson stat	1.0647
Prob(F-statistic)	0.3107			

تشير النتائج في الجدول رقم (10) إلى أن جميع المتغيرات غير دالة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد للمتغيرات المستقلة على المتغير المفسر (العائد على الأسهم). فمن خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.31) وهي أكبر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغير التابع. عليه يرى الباحثان استبعاد هذا النموذج (نموذج التأثيرات العشوائية) والذهاب للمفاضلة بين النموذجين (نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة) لاختبار أحد النموذجين لتقدير النموذج وذلك من خلال إحصاءه ووالد (Wald Statistics) أدناه.

استخدم اختبار والد - Wald Test:

فرض العدم: كل المتغيرات الوهمية تساوي الصفر أي:



**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

$c(1)=c(2)=c(3)=0$  وهي عبارة عن معاملات القطاعات..معنى النموذج التجميعي هو الأنسب - pooled regression model

الفرض البديل: نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب - Fixed effect model

جدول رقم (11): اختبار والد لتحديد نموذج المناسب لاختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والعائد على السهم

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	2.6341	(3, 22)	0.0752
Chi-square	7.9024	3.0000	0.0481

نلاحظ من خلال الجدول رقم (12) أن قيمة (ف) الاحتمالية (0.07) وهي أكبر من (0.05)، لذلك نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، بمعنى النموذج المناسب للتقدير هو نموذج الانحدار التجميعي ووفقاً لهذا النموذج وبعد حذف المتغير (X1) أصبح المتغير معدل رأس المال العامل ذو دلالة إحصائية، بمعنى أنه يؤثر على العائد على السهم ونجد العلاقة بينهما علاقة عكسية بمعنى كلما زادت نسبة معدل رأس المال انخفضت في المقابل قيمة العائد على السهم وذلك واضح من خلال الإشارة السالبة للمعامل (-10.366)، أيضاً نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.04) وهي أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على عائد السهم.

المحور الرابع: النتائج والتوصيات

أولاً، النتائج: يمكن تلخيص النتائج التي توصل لها الباحثان من خلال الإطار النظري واختبار فرضيات الدراسة في النقاط التالية:

النتائج العامة:

1. انخفاض كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية ساهم في عدم تركيز المستثمر على تحليل المؤشرات النقدية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.
2. وعي المستثمرين المتعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية أثر سلباً على نشر المعلومات المبنية على التدفقات النقدية إلكترونياً وكذلك تداول أسعار الأسهم.
3. هناك عوامل أخرى يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الخرطوم للأوراق المالية أكبر من الاعتماد على مؤشرات مشتقة من قائمة التدفقات النقدية.

النتائج الخاصة:

1. أظهرت نتائج الإختبارات أنه وفقاً لنموذج الانحدار التجميعي فإن قيمة (ف) الاحتمالية (0.03) وهي أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على سعر السهم السوقي لذلك نقبل الفرض البديل الذي ينص على أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المبنية على التدفقات النقدية وسعر السهم السوقي. وتتفق مع دراسة (حسني علي خربوش، 2003م)، التي أكدت أهمية التدفقات النقدية في تسعير الأسهم بالرغم من تدني نسبة المستثمرين المستخدمين لقائمة التدفقات النقدية عند تقدير القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المالية المساهمة الأردنية، ودراسة (Ibrahim Marwan, 2015) أن هناك تأثير محدود للتدفقات النقدية من العمليات والاستثمار والتمويل على القيمة السوقية لحصة البنوك التجارية الأردنية، وتفسر هذه النتيجة ما فسرتة النتيجة (ج) أن بعض المؤشرات لا تؤثر في أسعار الأسهم.

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**  
 2. اظهرت نتائج الإختبارات أنه وفقاً لنموذج الانحدار التجميعي وبعد حذف المتغير (X1) أصبح المتغير معدل رأس المال العامل ذو دلالة إحصائية، بمعنى انه يؤثر على العائد على السهم ونجد العلاقة بينهما علاقة عكسية. بمعنى كلما زادت نسبة معدل رأس المال انخفضت في المقابل قيمة العائد على السهم وذلك واضح من خلال الإشارة السالبة للمعامل ( - 10.366)، أيضا نلاحظ من خلال قيمة (ف) الاحتمالية (0.04) وهي أصغر من (0.05) وهذا دليل على أن المتغيرات المستقلة أصبحت تؤثر على عائد السهم. وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة (Ismail and Moon k.kim,1989) في أن التدفقات النقدية وتدفقات الأموال كل على حده للانحدار الذي يستخدم فيه معامل الارباح كمتغير مستقل يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية لتغير عوائد الأسهم، و(دراسة يوسف احمد، 1997م) بانه أفضل مؤشر تنبؤ في الأجل القصير هو مقياس التدفقات النقدية ومدى أهمية دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية والربح على مستوى المنشأة والقطاع وذلك لدعم المستوى الصناعي.

ثانياً، التوصيات. من خلال نتائج الدراسة يقدم الباحثان مجموعة من التوصيات التالية:

1. ينبغي على الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية التركيز على التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية لأنها توضح التدفقات الداخلة ومن ثم مقدرة الشركة على السداد او الاستمرار.
2. ضرورة الاستفادة من دلالات القوة التفسيرية لمؤشرات الاداء المالي المبنية على التدفقات النقدية حيث اتضح أنها بشكل عام تسهم في تفسير الوضع المستقبلي للمنشأة والذي يترتب عليه عوائد مستقبلية.
3. إجراء المزيد من الدراسات التي تبحث في المتغيرات ذات الأثر الأكبر في رغبة المستثمر عند تداول أسهم الشركات والتي تؤثر على قرار المستثمر في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
4. العمل على توفير المؤشرات النقدية على موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية حتى يتمكن مستخدم المعلومة من الاستفادة من هذه المؤشرات.
5. ضرورة دراسة تأثير العوامل الاخرى غير مؤشرات الاداء المالية المبنية على التدفقات النقدية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الخرطوم للأوراق المالية خاصة وان السوق يوصف بضعف الكفاءة.
6. إلزام الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بعرض مؤشراها ربع سنوية ونصف سنوية حتى يستفيد متخذ القرار من تقييم الوضع الحالي للشركة.

## المراجع

- (1) حسين خشارمة، تقييم أداء شركات القطاع العام في الأردن من وجهة نظر الشركات نفسها والأجهزة المسؤولة عنها، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 29، العدد الثاني، 2002م، ص 297.
- (2) محمد إبراهيم النوايسة، تحليل ومناقشة القوائم المالية، (عمان: د.ن، 1998م)، ص 56.
- (1) مشعل جهز المطيري، تحليل وتقييم الاداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية إدارة الأعمال، جامعة الشرق الاوسط ، عمان ، 2003م، ص 30-31.
- (2) انس البكري، وليد الصافي، الأسواق المالية والدولية (عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2002م)، ص 119
- (3) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003م)، ص 234.
- (4) اجمع العربي للمحاسبين القانونيين، تمويل الأعمال والإدارة المالية، الأردن (عمان: مطابع شمس، 2001م)، ص 268.

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

- (1) شراب صباح، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، قدمت للجامعة الإسلامية - غزة، 2006م، ص 61.
- (2) فاحر حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، (الرياض، دار المريخ، 2002م)، ص 123.
- (1) Ramesh babu.G., investment management, anmd publications.PVT.LTD ,2006, P.28 .
- (3) فايز سليم حداد، الإدارة المالية، (عمان: دار الحاق للنشر والتوزيع، 2009م)، ص 128.
- (1) Gitmon.Lawnece j, principles of managerial finance 10 Additor, (State: Wesley , 2003),P214
- (2) صباح البدري ورتاب خوري، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 24، العدد الأول، 1997م، ص 215.
- (3) Civelek , Mehet and Ritab khori, Stock Volatility and Macroeconomic Variabes Amman Stock Exchange Abhath Al- Yarmouk, vol 7 no3,1999 , p15.
- (4) منذر الشرع وفوزي الخطيب، سوق عمان المالي ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 10، العدد الثالث، 1999م، ص 32.
- (5) Wasser fallen, Walter, Macroeconomics News and the Stock Market, Journal of Banking and Finance, vol 13, no4,200,p 618.
- (2) عبد الله إبراهيم عثمان يوسف، مرجع سابق، ص ص 80، 81.
- (2) د.عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، ( الكويت: دار السلاسل، 1990م ) ، ص 372
- (3) Ismail and Moon k.kim, On The Association Of Cash Flow Variables With Market Risk: Furthre Evidence ,The Accounting Review vol.IXiv , No.1,1989.
- (1) وابل بن علي الوابل، المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية دراسة تحليلية مقارنة بالقياس الى ارباح الاستحقاق، مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، الرياض، المجلد 36، العدد الثاني، 1996م.
- (2) يوسف احمد محمد، المحاكاة التاريخية والمستقبلية للقدرة التنبؤية لمفاهيم التدفق النقدي والربح المحاسبي دراسة تطبيقية لقاء الغزل والنسيج، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، العدد الثامن، 1997م.
- (3) حسني على خريوش، تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، الكويت المجلد 10، العدد الأول، 2003م.
- (3) وليد زكريا صيام وحسام الدين خداهش، تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية، مجلة سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد الأول، 2003م.
- (2) محمود عبد الحليم الخلايلة، مؤشرات الأداء المبنية على الإيراح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم، المجلة العربية للعلوم الادارية، جامعة الكويت، المجلد 11، العدد الثاني، 2004م.
- (3) Ali al-Attar and Husam Al-Khadash, The Effect of Contextual Factors Information Content of Cash Flows in Explaining Stock Prices-The Case of Amman Stock Exchange, Jordan of Business Administration, Volume 1,No.1,2005
- (1) عبد الرحمن أحمد يوسف المخيزم، دراسة أثر طبيعة النشاط على المؤشرات المالية والمحاسبية المستخدمة في تحديد أسعار الأسهم ، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 2008م.

**مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "**

(2) عبدالطيف بن محمد عبدالرحمن باشيخ، استخدام مقاييس الاداء المبنية علي الارباح المحاسبية والتدفقات النقدية للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية دراسة تطبيقية علي البنوك التجارية السعودية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، 2010م.

(2) الزين عمر الزين الأمين، المفاضلة بين قدرة مقياس التدفقات النقدية ومقياس العائد المحاسبي في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية بالبنوك التجارية، رسالة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة غير منشور، جامعة بخت الرضا، كلية الدراسات العليا، 2012م.

(2) Ali Mazloom and Alireza Azarberahman ,The Association between Various Earnings and Cash Flow Measures Of Firm Performance and Stock Returns: Some Iranian Evidence, Journal Of Accounting and Financial Reporting, VO1.3, No.1, 2013.

(1) Ibrahim Marwan Khanji, Ahmad Zakaria Siam, The Effect of Capital Competence on the Jordanian Banks Profitability, International Journal of Economics and Finance , Vole 7, No 6, 2015.

(2) د. عبد الرحمن عبد الله عبد الرحمن، اثر ممارسة تمهيد الدخل على معدلات العائد واسعار الاسهم السوقية، دراسة تبيقية، بحث منشور في مجلة كلية التجارة العلمية، جامعة النيلين كلية التجارة، المجلد، 1 ، العدد الأول ، 2015م.

(3) Ogbonnaya, et al, Relationship Of Cash Flow Ratios And Financial Performance Of Listed Banks In Emerging Economies – Nigeria Example, European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research Vol.4, No.4, 2016.

(1) زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، المجلد 21، العدد الأول، 2012م، ص 267.