

العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q

سامي نصر أبو شمالة
الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية

رامز عزمي بدير

جامعة الأزهر - غزة

سماح عفيف الفار

SAM Group - تركيا

فلسطين

الملخص

هدف الدراسة: هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين مقيساً بنموذج Tobin's Q. المنهجية: اعتمدت الدراسة المنهج القياسي التحليلي وذلك باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية في دراسة وتحليل وتفسير البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي (E-VIEWS8). البيانات وعينة الدراسة: اشتملت عينة الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، خلال الفترة من (2010-2016)، وعددها (16) شركة وذلك وفقاً لسجلات بورصة فلسطين. نتائج الدراسة: وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك أثراً إيجابياً وذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (إنتاجية الشركة، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، معدل نمو التدفقات النقدية) في الأداء المالي للشركة، ووجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (حجم الشركة، والربحية) على الأداء المالي. الخاتمة: أوصت الدراسة الشركات غير المالية بزيادة الطاقة الإنتاجية، وذلك لزيادة كمية الإنتاج، والعمل على توزيع الأرباح نقداً في نهاية كل عام على المساهمين، والعمل على إدارة تدفقاتها النقدية بشكل سليم، وكذلك أوصت الدراسة باستخدام نموذج Tobin's Q في قياس القيمة السوقية للشركات.

مصطلحات علمية: الأداء المالي، العوامل المؤثرة في الأداء المالي، نموذج Tobin's q.

1 - المقدمة

يعد تركيز الشركات على هدف تعظيم قيمتها من خلال زيادة القيمة السوقية لأسهمها بدلاً من التركيز فقط على تعظيم الربح بوصفه هدفاً حالياً أو مرحلياً، هو أحد أهم أهدافها بعيدة المدى، وحتى تستطيع الشركة تحقيق هذا الهدف فإنها تستند في اتخاذ قراراتها إلى العوامل التي تؤثر سلباً أو إيجاباً في قيمة الشركة السوقية؛ لذلك لا بد من معرفة أهم تلك العوامل.

تم تسلم البحث في 2018/3/26، التعديل الأول في 2018/7/1، التعديل الثاني في 2018/10/10، أجاز للنشر في 2018/11/25.

يحتاج المستثمر في البورصة إلى كثير من المعلومات التي تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح. لذلك اتجه الباحثون والمهتمون في مجال الاستثمار والتحليل المالي نحو تطوير مقاييس لتقييم الأداء المالي للشركات ومعرفة نتائجه، يتم الاسترشاد بها نحو تعظيم الثروة، حيث يمثل الأداء المالي محوراً مركزياً لمعرفة نجاح أو فشل الشركات في خططها وقراراتها الاستثمارية. من هذا المنطلق ظهرت مقاييس مالية لقياس مدى تحقيق الأهداف وهي: نسب السيولة، نسب الربحية، نسب الكفاءة، نسب الرفع المالي، والنسب السوقية وهي ما تعرف بالمقاييس المحاسبية أو التقليدية (حسين وآخرون، 2013).

ثم بعد ذلك تم تطوير مقاييس حديثة تعمل على تقييم الأداء المالي للشركات بناء على السوق؛ منها القيمة السوقية المضافة (MVA)، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، ونموذج Tobin's q والتي من خلالها يستطيع المستثمر اتخاذ القرارات السليمة، وقد تم التركيز في هذه الدراسة على نموذج Tobin's q، والذي يعد من المقاييس الحديثة التي يعتقد الباحثون أن هناك ضعفاً في اهتمام المستثمر العربي باستخدامها بشكل عام، والمستثمر الفلسطيني بشكل خاص عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم المتداولة في البورصة الفلسطينية (النعيمي، 2012).

وعلى الرغم من تراجع الأداء المالي لبورصة فلسطين من عام 2006 إلى عام 2012 إلى أن هناك تحسناً ملحوظاً في الأداء خلال الفترة من 2013 ولغاية 2018، وهو ما يتطلب من الباحثين التركيز على العوامل المؤثرة في هذا الأداء المالي باستخدام مقياس Tobin's q.

مشكلة الدراسة

يُعد تعظيم الأرباح من وجهة نظر المالكين والمساهمين مؤشراً غير كاف، حيث يُعبر عن نجاح الشركة وكفاءتها في استخدام مواردها في الأجل القصير. لذا فإن هدف تعظيم القيمة السوقية؛ أي تعظيم الأسهم في البورصة أوسع وأشمل من هدف تعظيم الربح، وتتأثر القيمة السوقية بعدة عوامل مالية وغير مالية؛ وهو ما يؤدي إلى انخفاضها أو الصعود بها بين الشركات (بودين، 2014).

وتقوم الأسواق المالية بدور بارز في الحياة الاقتصادية، ويُعد الاقتصاد العالمي اليوم اقتصاد أسواق مالية، لذلك فإن تعرضها للأزمات المالية سبب آثاراً مأساوية ومادية للاقتصاد العالمي (شندي، 2013).

وقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008، والتي انتقلت شرارتها من سوق العقار الأمريكي إلى أسواق المال العالمية، وأدت إلى تراجع حاد في أداء مؤشراتهما، ثم إلى هزة اقتصادية قوية طالت مختلف القطاعات الاقتصادية الإنتاجية وغير الإنتاجية (عبد السلام، 2013).

وظهرت آثار الأزمة العالمية في بورصة فلسطين، حيث كان هناك تراجع واضح على القيمة السوقية في عام 2008 مقارنة بعامي 2007 و 2006 حسب ملحق بورصة فلسطين الصادر في شباط 2017، والذي يُوضح أداء القطاعات المدرجة، حيث وجدنا صعوداً وهبوطاً خلال سنوات سابقة متتالية في القيمة السوقية لديها، كذلك وجدنا أن هناك تعافياً في الأداء من بعد أزمة 2008، وكان هناك ارتفاع في القيمة السوقية لعام 2016 عن العام 2015، ولمواجهة آثار الأزمة المالية العالمية فقد تتفاوت الشركات في درجة التأثير نتيجة لحجم وعمر ومستوى إنتاجية هذه الشركات أو ربما من خلال اتخاذها قرارات متعلقة بـ (السيولة، الرفع المالي، توزيعات الأرباح، مستويات الربحية، الحفاظ على نمو التدفقات النقدية، والمبيعات، وكذلك معدل دوران المخزون) وهذه العوامل هي محل دراسة من الباحثين للتحقق من تأثيرها في الأداء المالي مقيساً بنموذج Tobin's q.

شكل 1: القيمة السوقية للشركات المدرجة



المصدر: ملحق بورصة فلسطين - شباط 2017

وبناءً على الدراسات السابقة؛ كدراسة (النعيمي، 2012) التي أوضحت أن المؤشرات التقليدية غير دالة بما يكفي للتنبؤ بأداء الشركات، وضرورة الاعتماد على المقاييس الحديثة مثل: نسبة q، أيضاً دراسة (Michael et al. 2014) أوصت باستخدام Tobin's q في أكثر من شركة متخصصة لمعرفة أدائها.

أهمية الدراسة

تظهر أهمية الدراسة من خلال أهمية موضوعها لمختلف الجهات من المستثمرين المتوقعين، والذين يسعون للحفاظ على استثماراتهم وتنميتها، وإدارة الشركة للتخطيط

السليم وتعزيز نقاط القوة ومعالجة الخلل، أما الدائنون فيهتمون بمدى قدرة هذه الشركات على الوفاء بالتزاماتها، وبالنسبة للعاملين فإنه يضمن لهم الاستقرار الوظيفي وارتفاع الأجور في حال تعظيم القيمة السوقية للشركات، وتعود أهمية هذه الدراسة على الحكومة بأن تقدم التسهيلات المطلوبة لتلك الشركات والتي ترفع من قيمتها السوقية، والتي من خلالها تستطيع الحكومة كسب المزيد من الضرائب والتي تعود على المجتمع بالفائدة من خلال الإصلاحات والمشاريع الحكومية التي تفيده. أيضا تظهر أهمية الدراسة في توجيه وتعديل مسارات وسلوكيات المحللين الماليين والمستثمرين في البورصة الفلسطينية بالاعتماد على الأساليب الحديثة وبخاصة أسلوب Tobin's Q في التعرف إلى الفرص الاستثمارية المتاحة واتخاذ قرار الاستثمار السليم والذي يرفع الأداء المالي للشركة.

أهداف الدراسة

يعد الأداء المالي من المؤشرات المالية المهمة على مدى نجاح الشركات في استخدام الموارد المتاحة. لذلك تهدف هذه الدراسة إلى التعرف إلى أثر العوامل المستقلة في الأداء المالي في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2010-2016). وهذه العوامل ممثلة بحجم الشركة، وعمر الشركة، وإنتاجية الشركة، ونسبة السيولة، والرافعة المالية، ونسبة توزيعات الأرباح النقدية، والربحية، ومعدل نمو التدفقات النقدية، ومعدل دوران المخزون، ومعدل نمو المبيعات، واستخدام مقياس Tobin's Q بوصفه مقياساً حديثاً لقياس القيمة السوقية لتلك الشركات والمعبرة عن الأداء المالي لها.

فرضيات الدراسة

للتعرف إلى العوامل المؤثرة في الأداء المالي باستخدام نموذج Tobin's q، ولتحقيق أهداف الدراسة تم تصميم الفرضيات الآتية:

- 1 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 2 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعمر الشركة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 3 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإنتاجية الشركة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 4 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

- 5 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 6 - هناك أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة توزيعات الأرباح في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 7 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 8 - هناك أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو التدفقات النقدية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 9 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران المخزون في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.
- 10 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو المبيعات في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

متغيرات الدراسة

تم تقسيم متغيرات الدراسة على النحو الآتي:

أولاً - المتغير التابع

الأداء المالي للشركات

لأغراض هذه الدراسة يتمثل الأداء المالي للشركات في القيمة السوقية للشركة.

القيمة السوقية

هي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة تتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم سعر السهم السوقى Market price بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان، ولكن القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم * عدد الأسهم) (النعمي والتيمي، 2009).

نموذج (Tobin's Q):

وتم تعريفه لأغراض هذه الدراسة على أنه النموذج الذي يمكن من خلاله قياس القيمة السوقية للشركات ويعتمد على وجود بيانات مالية ومحاسبية مستمدة من القوائم المالية (النجار، 2013).

وسيتم حساب قيمة Tobin's q وفق الصيغة المعدلة لأنموذج (Pruitt Chung).
$$\text{Approximate } Q = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT})/\text{TA}$$

إذ إن:

MVE: حاصل ضرب سعر سهم في نهاية العام بعدد الأسهم الاعتيادية المكتتب بها.
PS: القيمة النقدية للأسهم الممتازة القائمة للشركة.
DEPT: قيمة المطلوبات قصيرة الأجل - قيمة الموجودات قصيرة الأجل + القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل.
TA: هو القيمة الدفترية لمجموع موجودات الشركة (Chung, 1994).

ثانياً - المتغيرات المستقلة: العوامل الداخلية المؤثرة في الأداء المالي للشركات:

ولتحقيق أغراض هذه الدراسة شملت ما يأتي:

- 1 - **حجم الشركة:** يقصد بالحجم هو تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم؛ حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو إجمالي الودائع أو إجمالي المبيعات أو إجمالي القيمة الدفترية. ولأغراض هذه الدراسة تم استخدام لوغاريتم المبيعات مقياساً لحجم الشركة.
 - 2 - **عمر الشركة:** ويقصد به عدد السنوات التي مرت منذ تأسيس الشركة، حيث تم قياسه على أساس عدد السنوات التي مرت على الشركة منذ تأسيسها وحتى عام 2016، وهو التاريخ المعتمد من قبل الدراسة ويتم قياسه من خلال طرح العام 2016 من سنة تأسيس الشركة.
 - 3 - **الإنتاجية:** وتعني مقدرة الشركة على توفير السلع والخدمات المناسبة والمتنوعة للعملاء؛ حيث يتم قياس هذا المتغير باحتساب معدل دوران الأصول عن طريق قسمة صافي المبيعات على إجمالي الأصول (Zhu, 2014).
 - 4 - **نسبة السيولة:** وتمثل مقدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل المترتبة عليها، وتم قياس هذا المتغير بقسمة مجموع الأصول المتداولة على مجموع الالتزامات المتداولة (Abushammala & Suliman, 2014). وعرفها القاضي (2014) بأنها: "مؤشر على قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها عند استحقاقها. وتم قياسها من خلال قسمة مجموع الأصول المتداولة على مجموع الالتزامات المتداولة (Abushammala & Suliman, 2014).
- **الرافعة المالية:** الاستعانة بأموال الغير من خلال الاقتراض (النجار، 2013). وينبغي أن يحقق الرفع المالي إذا ما تم التعامل معه برشد وموضوعية عائداً أفضل على الموجودات، وتم قياس الرافعة المالية من خلال المعادلة الآتية (الشواورة، 2013):

الربح قبل الفائدة والضريبة

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة - فوائد الديون}}$$

5 - **نسبة توزيعات الأرباح النقدية:** هي النسبة التي تقوم الشركة بتحديدتها حسب ظروف واحتياجات الشركة ووضعها المالي. وتقوم بتوزيع هذه النسبة من أرباح الشركة المتحققة، ويتم حسابها من خلال قسمة الأرباح الموزعة على الأرباح صافي الأرباح (الشباني، 2014).

6 - **الربحية:** أداة مهمة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها (الشواورة، 2013): "تهتم منشآت الأعمال في المقام الأول بكسب الأرباح. وتم استخدام معدل العائد على حق الملكية لقياس الربحية.

7 - **معدل نمو التدفقات النقدية:** يعرف التدفق النقدي بأنه: "حركة النقود من المشروع وإلى المشروع" (Abushammala & Suliman, 2014). ويرى كل من (النعيمي، والتميمي، 2009؛ خصاونة، 2011) أن إدارة التدفقات النقدية إدارة سليمة له تأثير مباشر في مستقبل الشركة. ويتم حسابها على أساس الفرق بين التدفق السنوي لسنين متتاليتين، مقسوما على التدفق النقدي في سنة الأساس.

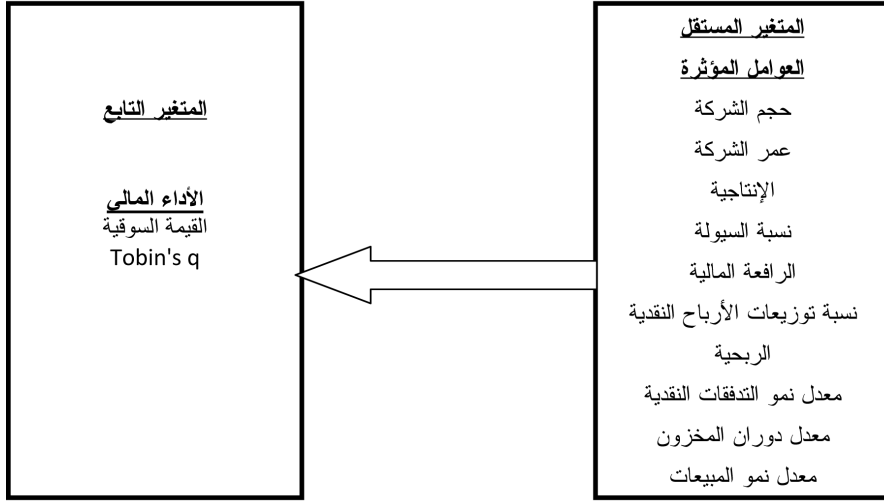
8 - **معدل دوران المخزون:** عدد مرات تصريف المخزون لدى الشركة، تأتي أهمية معدل دوران المخزون بالنسبة للمنشأة من أنه نسبة مالية ومؤشر مهم جدا لاستبانة مدى فاعلية أساليب الرقابة على المخزون بالمشروع. ويقاس من خلال تلك المعادلة الآتية (الشباني، 2014):

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{تكلفة البضاعة المباعة} / \text{متوسط المخزون}$$

$$\text{متوسط المخزون} = (\text{مخزون أول} + \text{مخزون آخر}) / 2$$

9 - **معدل نمو المبيعات:** تعد المبيعات عنصرا يتم الاعتماد عليه في إيجاد كثير من المعايير المالية التي تعتمد عليها المنظمات في تقييم أدائها، إضافة إلى أن معيار نمو المبيعات هو أحد معايير النجاح للمنظمة (خروبي، 2017). ويعد نمو المبيعات المرحلة الثانية من دورة حياة المبيعات، حيث يكون النمو سريعا والأرباح متزايدة ويزداد عدد المستهلكين، والمنافسة تزداد أي نشاط حركة المبيعات وزيادة الطلب على السلعة؛ ومن ثم تحقيق المكسب المراد (نجم، 2013). لقياس النشاط على طلب السلعة لدى الشركة ويتم قياسه من خلال (مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة الماضية) ÷ مبيعات السنة الماضية (النجار، 2013).

شكل رقم (1): أنموذج الدراسة



المصدر/ إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة

2 - الإطار النظري

يحتل الأداء المالي مكانة مهمة داخل الشركات حيث يقوم بدور مهم في قياس أداء الشركات وكفاءتها في استخدام مواردها وذلك من خلال المؤشرات التي تدلل على صحة المركز المالي لتلك الشركات.

ويرى الخطيب (2010) أن الأداء المالي يمثل قدرة الشركة على إنجاز أهدافها المالية، وهو الركيزة الأساسية في دعم مختلف الأعمال التي تمارسها الشركة، ويعبر عن الأداء المالي للشركة من خلال مؤشرات مالية مثل الربحية والسيولة وغيرها. أما (2010) Codjia فقد ربط الأداء المالي بالعائدات المالية للشركة، حيث ترد ضمن ملخص حسابي يعرض هذا العائدات بصورة تفصيلية؛ إذ يتم عرض حجم الإيرادات والمصروفات والربح أو الخسارة. وفي المقابل يؤكد (2011) Laurence على أن الأداء المالي هو بما تحققه الشركة من عائدات يلخصها سجل حسابي يستند إلى قياس السياسات والعمليات المرتبطة بالإطار المالي للشركة ضمن فترة زمنية معينة، وبالمقارنة مع شركات أخرى مشابهة.

وترجع أهمية الأداء المالي إلى أنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات، وترشيد القرارات المالية للمستخدمين (الخطيب، 2010).

وتنعكس عملية تقييم الأداء في صورة مجموعة من المؤشرات التي تقيس مدى نجاح الوحدة الاقتصادية وتطورها (الشهاوي ومصطفى، 2013) وتنقسم هذه المؤشرات إلى مؤشرات تقليدية ومؤشرات حديثة مثل نموذج Tobins' q والذي يأتي الحديث عنه.

ومن أجل رفع الأداء المالي "قيمة الأسهم" وما يتمخض عنها من رفع قيمة الشركة السوقية، أو خفضها يتطلب الاستخدام الأمثل للموارد والقدرة على التعامل مع البيئة الداخلية والخارجية التي تحيط بالشركة؛ وهو ما سيؤدي من ثم إلى رفع كفاءة الأداء المالي (بودين، 2014). وهناك عوامل كثيرة تؤثر في الأداء المالي للشركات وبدرجات متفاوتة، وتقسم تلك العوامل إلى مجموعتين رئيسيتين، وهما عوامل خارجية وعوامل داخلية (الخطيب، 2010)، وسيتم تناول العوامل الداخلية في هذه الدراسة مع التركيز على العوامل التي تم تناولها في مختلف الدراسات المذكورة في هذه الدراسة، وكان لها الأثر في القيمة السوقية للشركات، أيضاً تلك العوامل تستخدم من قبل الشركات محل الدراسة، وهذا واضح من واقع التقارير المالية السنوية لها والمنشورة على موقع بورصة فلسطين، وتتمثل تلك العوامل في (حجم الشركة، إنتاجية الشركة، عمر الشركة، نسبة السيولة، الرفع المالي، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، الربحية، معدل نمو التدفقات النقدية، معدل دوران المخزون، معدل نمو المبيعات).

نموذج Tobin's q: ظهر هذا النموذج في ستينيات القرن الماضي عام 1969 بوصفه نموذجاً بقياس الأداء المالي، وهو يمثل نسبة المقارنة بين القيمة السوقية لأصول المنشأة على القيمة الاستبدالية لها (Tobin, 1969). وقد أوضح العالم (Tobin) أن اختيار حرف (Q) كان اختياراً عشوائياً ولا يرتبط بأي مدلول (Chung & Pruitt, 1994) وينظر إليه على أنه أفضل المقاييس لأداء الشركات من أي إجراءات محاسبية أخرى مثل العائد على الموجودات و العائد على حقوق الملكية (Griliches & Hausman, 1986).

وقد قام عدد من الباحثين بتطوير عدد من النماذج اللوغاريتمية لتقدير هذه النسبة، ومن أهمها وأكثرها شيوعاً نموذج Lindenberg and Ross في عام 1981.

ويطلب نموذج Lindenberg and Ross، وهو نموذج لوغاريتمي أساسي في حساب قيمة Tobin's q ويطلق عليه اختصاراً (L-R Q)، حجم كبير من البيانات التفصيلية والمعقدة، وجهد حسابي كبير (Chung & Pruitt, 1994).

لذلك قام الباحثان (Chung & Pruitt 1994) بتطوير الصيغة التي جاء بها جيمس توبين بتقريب قيمة Q، ويبسط هذا التقريب المتطلبات البيانية والجهد الحسابي؛ حيث إن النموذج المقدم يعتمد على معلومات مالية ومحاسبية متوافرة في القوائم المالية. وقد اعتمد في تقدير القيمة الاستبدالية للأصول على القيمة الدفترية على افتراض أن لهما نفس القيمة، وقد كانت الصيغة البسيطة المستخدمة هي (Chung, Pruitt, 1994):

$$\text{Approximate } Q = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT})/\text{TA}$$

ويعد معيار الحكم على الأداء والربحية للشركة في معادلة Q هو قيمتها، فإذا كانت $Q > 1$ فإنه يشير إلى أن القيمة السوقية للشركة أعلى من قيمة موجوداتها، وتعكس الأداء الجيد والربحية العالية والعكس صحيح (Tobin & Brainard, 1969).

وتدرس العلاقة العوامل المؤثرة في الأداء المالي مقيساً بـ TobinsQ والتي بحسب المتغيرات السابق ذكرها هي:

حجم الشركة ويعد الحجم من العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات سلباً، فقد يشكل الحجم عائقاً لأداء الشركات؛ حيث إنه بزيادة الحجم فإن عملية إدارة الشركة تصبح أكثر تعقيداً، ومنه يصبح أداؤها أقل فعالية، وإيجاباً من حيث إنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة، وقد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء الشركات، وبينت أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية (الخطيب، 2010).

عمر الشركة: فالخبرة التي تمتلكها الشركة يتوقع أن تنعكس إيجاباً على أداء الشركة. **الإنتاجية:** وهي مقياس للكفاءة التي تتمتع بها الإدارة في عملية تحويل المدخلات المختلفة من عمل ومستلزمات إنتاج وغيرها إلى مخرجات تأخذ شكل سلعة أو خدمات (الكرخي، 2014). ويرى مانكنز (2017) أن الشركات العظيمة تهتم بالإنتاجية لا الكفاءة، وعلى القادة، إن كانوا راغبين حقاً في نمو شركاتهم، تبني العقلية الإنتاجية في عملهم وإزالة العقبات التنظيمية التي تمنع إنتاجية موظفيهم؛ حيث إذا أرادت الشركة فعلاً تحفيز الابتكار وزيادة نمو عوائدها، عليها التركيز أكثر على الإنتاجية لا الكفاءة ومن ثم ينعكس ذلك على الأداء المالي إيجاباً (الكرخي، 2014).

نسبة السيولة وإن السياسة الجريئة تؤدي إلى نسبة تداول أقل، والسياسة المتحفظة تؤدي إلى نسبة تداول أعلى. وتنعكس آثار السيولة على الربحية حسب الظروف الاقتصادية المحيطة وحسب الهدف منها (Abushammala & Suliman, 2014).

الرافعة المالية: ينبغي أن يحقق الرفع المالي إذا ما تم التعامل معه برشد وموضوعية عائداً أفضل على الموجودات، وهو الأمر الذي يترتب عليه تحقيق المزايا الآتية (الشواورة، 2013):

- تعظيم حقوق المساهمين نتيجة الفرق بالإيجابي بين قيمة العائد على الاستثمار وتكلفة الاقتراض.
 - ضمان استمرار سيطرة المساهمين الحاليين على الإدارة وعدم مشاركة مساهمين جدد في الأرباح المتحقق.
 - الاستفادة من الوفرة الضريبي نتيجة لخصم تكلفة الإقراض من الدخل الخاضع للضريبة.
- قد يؤدي الالتزام في السداد إلى تعزيز السمعة الائتمانية وزيادة القدرة على الاقتراض، إذا ما تم التعامل معها بحكمة وحرص شديد.

نسبة توزيعات الأرباح النقدية: تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون بوصفه مردوداً ملموساً على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يملكونها، وأن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جارياً ينتظره المساهمين لينفقوه على السلع والخدمات التي يحتاجونها، لذلك فإن مستوى توزيع الأرباح وتغيرها له تأثير مباشر في السعر السوقي للسهم، لذا فإن قرار توزيع الأرباح يعد أحد قرارات السياسة التمويلية المهمة في الشركة، كما أن الأرباح المحتجزة مرتبطة بالقرارات الاستثمارية والتمويلية في الشركة (الميداني، 2015).

الربحية تهتم منشآت الأعمال في المقام الأول في كسب الأرباح، فمقدار الربح المتحقق هو مقياس كفاءة الأعمال. وكلما كبر حجم الأرباح ارتفعت الكفاءة، لذلك فبالإمكان قياس وتحليل أرباح منشآت الأعمال وذلك بدراسة ربحية استثماراتها المتحققة ومن ثم يتوقع أن تتحسن قيمتها السوقية (Barad, 2010).

معدل نمو التدفقات النقدية: إن إدارة التدفقات النقدية بشكل سليم له تأثير مباشر في مستقبل الشركة؛ حيث إن التدفقات النقدية تعطي قدرة للشركة على تسديد التزاماتها وذلك بسبب توافر السيولة المعقولة لديها، وشراء موجوداتها؛ حيث إن موقفها المالي يكون قوياً وتصنيفها الائتماني عالياً. وتعد التدفقات النقدية أحد الأسس المهمة في تحديد قيمة السهم. لذلك فنجاح الشركة في إدارة تدفقاتها النقدية له دور في زيادة أرباح الشركة وتحسين القيمة السوقية لأسهمها، وذلك بسبب العلاقة الطردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية لأسهم الشركة، فكلما زادت التدفقات النقدية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة زادت قدرة الشركة المالية على استثمار أموالها وتسديد التزاماتها لتوافر السيولة، ويترتب عليه الحصول على عوائد عالية تنعكس على القيمة السوقية للسهم، فزيادة أرباح الشركة تؤدي إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين، وينعكس ذلك إيجاباً على قيمة السهم (خربوش، 2003).

معدل دوران المخزون: تأتي أهمية معدل دوران المخزون بالنسبة للمنشأة من أنه نسبة مالية ومؤشر مهم جداً لاستبانة مدى فاعلية أساليب الرقابة على المخزون بالمشروع؛ حيث إن انخفاض هذه النسبة يعد مؤشراً يحتفظ بمخزون زائد من البضاعة راكداً تؤدي حتماً إلى زيادة في رقم الأصول المتداولة التي هي بالطبع المؤشر العام لقياس درجة سيولة الشركة، وعند حساب معدل دوران المخزون على المحلل المالي أن يستخدم تكلفة البضاعة المباعة بدلاً من المبيعات وذلك لأن المخزون يتم تحديده على أساس سعر التكلفة، بينما المبيعات يتم حسابها على أساس سعر البيع، مع مراعاة استخدام متوسط المخزون أيضاً (الشباني، 2014).

معدل نمو المبيعات: إن معيار نمو المبيعات أحد معايير النجاح للمنظمة (خروبي، 2017) ويعد نمو المبيعات المرحلة الثانية من دورة حياة المبيعات، حيث يكون النمو سريعاً والأرباح متزايدة، ويزداد عدد المستهلكين، والمنافسة تزداد أي نشاط حركة المبيعات وزيادة الطلب على السلعة، ومن ثم تحقيق المكسب المراد. ومن خلال نمو المبيعات يمكن التنبؤ

بالمبيعات؛ حيث يتم تحديد المتوقع من التدفق النقدي. وتستخدم الشركات التنبؤ بالمبيعات من أجل توقع المتطلبات من التدفق النقدي، وتعزيز إدارة المخزون بفاعلية، والسماح لإجراءات أفضل لفهم الأسواق والاستعداد لحالات الطوارئ. إن توقعات المبيعات لقطاع الأعمال تساعد في زيادة المبيعات في كثير من الأحيان، وهو ما يتطلب مزيداً من رأس المال. وتطلب البنوك ومؤسسات الإقراض أيضاً توقعات المبيعات لمراجعة الربحية التجارية قبل أن يتمكنوا من الموافقة على منح الائتمان، وتوقعات المبيعات تساعد متطلبات المدخلات للمشروع وتشكل الأساس لخطط الإنتاج في المنشآت (نجم، 2013).

3 - الدراسات السابقة

تم التطرق في سياق الدراسات السابقة إلى مجموعة من الدراسات ذات العلاقة بموضوع الدراسة، وتلخصت في ما يأتي:

هدفت دراسة Eydzadeh (2016) إلى التعرف إلى آثار معدل Tobin's q ومعدل النمو للأرباح التشغيلية على مستوى الاستثمار في الصناعة الكيماائية المدرجة في بورصة طهران، وتمثل مجتمع البحث بالشركات الصناعية الكيماائية المدرجة في بورصة طهران والبالغة (54) شركة خلال الفترة 2008-2014، وتم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد لإيجاد العلاقة بين المتغير التابع والمستقل.

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية مباشرة ذات دلالة إحصائية بين معدل Tobin's q ومستوى الاستثمار في شركات الصناعة الكيماائية.

وأوصت الدراسة المستثمرين والمحللين بالاعتماد على المعلومات التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة لتجنب الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر.

وأظهرت دراسة Nikolaus (2015) محددات الأداء المالي في كل من إندونيسيا وهولندا واشتمل مجتمع الدراسة على الشركات الأندونيسية والهولندية غير المالية وتكونت العينة من 276 شركة إندونيسية، و 62 شركة هولندية من القطاعات غير المالية، وتم قياس أداء الشركة من خلال نموذج Q، وتم اختبار علاقته بالرافعة المالية وتركيز الملكية والتضخم، بالإضافة إلى ذلك، تم تحليل تأثير متغيرات السيطرة وحجمها وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي.

وتوصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية هي مؤشر قوي على Q في كلا البلدين؛ حيث إن هناك تأثيراً سلبياً للرافعة المالية أعلى على الأداء في إندونيسيا مما كانت عليه في هولندا. في إندونيسيا، كانت النتائج أن تركيزاً أعلى للملكية يؤدي لتحسين الأداء، لكن النتائج الهولندية تشير إلى سلبية العلاقة بين التركيز والأداء المالي بالمقارنة مع الشركات ذات الملكية المنتشرة. وبالنسبة للتضخم هناك تأثير سلبى على الأداء المالي في أندونيسيا، بينما في هولندا كان الأثر إيجابياً بسيطاً؛ وذلك لأن معدل التضخم الأكثر اعتدالاً في هولندا، وقد

تبين أن الحجم له تأثير إيجابي على الأداء في إندونيسيا، وتأثير سلبي كبير في هولندا، بينما النمو لها تأثير إيجابي على كلا البلدين.

وأوصت الدراسة بعمل مزيد من الأبحاث على نفس المحددات، ولكن على شركات في بلدان لديها طبيعة مختلفة، وأيضاً عمل المزيد من الأبحاث والتي تقيس مزيداً من المحددات التي يمكن أن تؤثر في الأداء المالي للشركة.

أما دراسة القضاة (2015) فقد بينت العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية من عام 2005 إلى عام 2011 مقيساً بالعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، اشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات وقد بلغ عددها (73) شركة، تم استبعاد (8) منها لأنها موقوفة عن التداول، فأصبحت عينة الدراسة مكونة من (65)، وتم استخدام البرنامج الإحصائي (E-VIEWS).

توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي إيجابي للمتغيرات المستقلة مجتمعة: حجم الشركة، والمستثمر المؤسسي، ونسبة المديونية، وعمر الشركة، ونسبة السيولة، ورضا العملاء، والإنتاجية، ودرجة الرفع المالي (على الأداء المالي للشركة)، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي والمتغير المستقل المستثمر المؤسسي.

أوصت الدراسة أن تأخذ الشركات بعين الاعتبار تأثير المديونية في الأداء المالي للشركة وضرورة تطوير واتباع السياسات والإستراتيجيات للمحافظة على العملاء.

وأجرت دراسة العودات (2015) بيان أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على القيمة السوقية للبنوك التجارية الأردنية وفقاً لنموذج Tobin's Q كما تكون مجتمع الدراسة وعينتها من البنوك التجارية الأردنية والبالغ عددها 13 (بنكاً) عن الفترة الواقعة ما بين 2009 - 2014، حيث تم الاعتماد على التقارير المالية السنوية للبنوك غرض الدراسة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج النوعي (تحليل المضمون)، من خلال تطبيق مؤشر معد خصيصاً للبنوك التجارية الأردنية تضمن 28 فقرة، واستخدم الباحث كثيراً من الأساليب الإحصائية الوصفية مثل: (المتوسطات الحسابية، الانحرافات المعيارية)، بالإضافة إلى استخدام كل من تحليل الانحدار المتعدد أو البسيط لاختبار فرضيات الدراسة.

توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على القيمة السوقية للبنوك التجارية الأردنية وفقاً لنموذج Tobin's Q عند مستوى $a \leq 0.05$.

وأوصت الدراسة بضرورة القيام بدراسات مستقبلية لأثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في البنوك على متغيرات أخرى كنسب النمو في القروض وزيادة ولاء العملاء وودائعهم.

في حين هدفت دراسة (Khidmat & Rehman 2014) إلى معرفة أثر التدفقات النقدية وتكاليف الوكالة على أداء الشركات المدرجة في بورصة باكستان، وتمثلت عينة الدراسة من 123 شركة مدرجة في سوق باكستان للأوراق المالية، والتي تمثل ثمانية قطاعات مختلفة تم تحليلها لتحديد الارتباط النقدي الحر والتدفقات، وتكاليف الوكالة وأداء الشركات بعضها مع بعض للفترة 2003-2009.

وقد أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين التدفقات وتكاليف الوكالة، وتؤثر التدفقات النقدية تأثيراً سلبياً كبيراً في أداء الشركات، وتظهر الدراسة أيضاً تأثيراً سلبياً كبيراً على تكلفة الوكالة في أداء الشركة باستثناء نسبة دوران الأصول الإجمالية التي لها تأثير إيجابي.

كما أوصت الدراسة الحكومة بوضع قواعد للشركات للسيطرة على تكلفة الوكالة، حيث يتم استغلال المساهمين الأقلية من قبل المساهمين الأغلبية والإدارة، كذلك أوصت المستثمرين بالاستفادة من المعلومات الواردة في تلك الدراسة لإدارة محفظتها بكفاءة.

في حين هدفت دراسة النعيمي (2012) إلى التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's q دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية " .

وذلك من خلال تشخيص الفرص الاستثمارية وفهم المستثمر لأهمية الأساليب الحديثة في تقييم الأداء والربحية للفرص الاستثمارية المتاحة، وذلك باستخدام نموذج Tobin's q خلال الفترة الزمنية (2012-2015) وطبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 10 شركات؛ خمسة منها من القطاع الصناعي وخمسة من القطاع الخدمي؛ حيث تم استخدام أساليب التحليل المحاسبية التقليدية ومقارنتها بنموذج Tobin's q. وتم حساب قيمة نسب Tobin's q وفق الصيغة المعدلة لأنموذج (Pruitt Chung)، وتم استخدام معامل الارتباط Pearson، وللتنبؤ في الأداء المستقبلي لعينة البحث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (LOS) Ordinary Least Squares.

وأظهرت النتائج أن جميع شركات عينة البحث باستخدام مقياس Tobin's q سوف تحقق أداء وربحية جيدة خلال السنوات القادمة، وهي تشكل فرصاً استثمارية مناسبة للمستثمرين الحاليين والمرتقبين، ما عدا شركتين وكان استخدام نموذج Tobin's q أفضل وأدق في التنبؤ.

وأوصى الباحث بضرورة الاعتماد على المقاييس الحديثة مثل نسبة Q في تشخيص الفرص الاستثمارية المناسبة وأوصى بإجراء دراسات مماثلة على شركات أخرى ليستطيع المستثمر اختيار الفرصة الاستثمارية الأفضل.

وقد اختبرت دراسة الظاهر، والفقهاء (2011) العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة 2004-2008، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الحُقبة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004-2008.

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً معنوياً لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات؛ فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما.

وأوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وعلى زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

كما هدفت دراسة Muthoni et al. (2018) إلى تحديد أثر هيكل رأس المال بوصفه وسيطاً على العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي مقيساً بـ TobinQ للشركات غير المالية المدرجة في البورصة النيوزيلندية عن طريق دراسة 35 شركة في الفترة من 2008-2017. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر وسيط لهيكل رأس المال على العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي مقيساً بـ TobinQ، وأوصت بتقديم مبادرات تهدف لجذب المستثمرين للسوق.

وكان الهدف من دراسة Safarova (2010) بيان محددات الأداء للشركات المدرجة في نيوزيلندا على مدى الفترة 1996-2007 التي حدث خلالها ركود. وتم استخدام العائد على الأصول (ROA)، والربح الاقتصادي (EP) وتوبين (Q) بوصفه مؤشراً للأداء المالي، ومعرفة العوامل التي تحدد أداء الشركة. ودراسة ما إذا كانت الأهمية لهذه العوامل تتغير تبعاً لحالة الاقتصاد. واشتملت عينة الدراسة على 76 شركة، وقد استخدم نموذج الانحدار حيث شمل ثمانية عوامل رئيسية، والتي لها أكبر تأثير على الأداء التشغيلي للشركات في الأسواق الأخرى، وهذه العوامل هي: الأصول غير الملموسة، وحوكمة الشركات، والنقد في الصندوق، والرافعة المالية، والمخاطر المحددة للشركة، وحجمها، ونموها والأصول الملموسة.

وتوصلت الدراسة إلى نتائج دعمت نتائج الدراسات السابقة إلى حد ما. وتبين أن حجمها هو العامل الأكثر أهمية في تحديد أداء الشركة، يليه النمو. أما بالنسبة للرافعة المالية فإن الشركات الأقل استدانة تحصل على حصة أكبر من السوق، مقارنة بنظرائها من نوات

الرافعة المالية العالية. ويبدو أن هناك عوامل أخرى هامشية في ما يتعلق بالأداء التشغيلي بمستويات مختلفة من الأهمية.

وأوصت الدراسة الباحثين باستخدام عوامل إضافية تؤثر في أداء الشركة مثل تقلب الأرباح، وتأثير تكاليف الوكالة في أداء الشركة، واستخدام الحجم بوصفه متغيراً مستقلاً يؤثر في أداء الشركة مصنفاً بشركات صغيرة وكبيرة الحجم.

تبحث دراسة Ruslan (2018) في مدى قوة الأداء للشركات العاملة باللوجستيات في ماليزيا، من خلال قياس أثر كل من (عمر الشركة، حجم الشركة، معدل نمو الشركة والرافعة المالية) على الأداء المالي باستخدام مقياسين. القياس الأول هو الأداء المحاسبي مقيساً بالعائد على الأصول (ROA). القياس الثاني هو الأداء المرتكز على السوق من خلال هو TobinQ. بالنسبة لـ TobinQ، أظهرت النتائج وجود ارتباط إيجابي غير دال إحصائياً بين كلا من (الرفع المالي والحجم) و TobinQ، بينما يظهر (العمر والنمو) ارتباطاً سلبياً غير دال إحصائياً مع TobinQ.

واختبرت دراسة البطاينة (2010) أثر سياسات توزيع الأرباح في حجم تداول أسهم الشركات الخدمية. وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان. وقد أجرى الباحثون دراسة تحليلية لتحليل البيانات المالية للشركات الخدمية التي تم الحصول عليها من بورصة عمان للأوراق المالية، عن طريق نموذج الانحدار المتعدد.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين حجم التداول والأرباح الموزعة في الشركات الخدمية، كما كشف التحليل عن وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين حجم التداول والأرباح المحتجزة في الشركات الخدمية.

وأوصت الدراسة بضرورة مراعاة الشركات لسلوك المساهمين والمستثمرين وتحركاتهم؛ لكي تكون أكثر قدرة وحرصاً على ضبط الأمور التي قد تثير اهتمامهم وقراراتهم.

وأظهرت دراسة Koumanakos (2008) أثر إدارة المخزون الفعالة في تحسين الأداء المالي للشركة. وتمثل مجتمع الدراسة في القطاعات الصناعية التمثيلية الثلاثة في اليونان: تم اختيار الأغذية والمنسوجات والمواد الكيميائية، وقد امتدت فترة العينة من عام 2000 إلى عام 2002، وقد تم استخدام الانحدارات الخطية وطريقة المربعات الصغرى في تحليل البيانات.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي وذي دلالة إحصائية بين مستويات المخزون والأداء المالي للشركات، حيث ظهر أن ارتفاع مستوى المخزون يؤدي إلى انخفاض معدل العائد.

كما أوصت الدراسة البحوث المستقبلية بإجراء بحوث تؤكد النتائج المحاسبية لهذه الدراسة، وأيضاً عمل دراسات باستخدام مجموعات بيانات أكثر تفصيلاً.

وهدفت دراسة Michael *et al.* (2004) إلى التعرف إلى أداء صناعة الطيران العالمية من خلال تطبيق مقياس Tobin's q بوصفه مقياساً أساسياً وطبقت هذه الدراسة على 27 شركة للطيران من آسيا والمحيط الهادي وأوروبا وأمريكا الشمالية خلال الفترة من 1989-1999، وتم استخدام نموذج الانحدار.

وتوصلت الدراسة إلى أن معدل q للصناعة منخفض، وأن معدل q للنقلات الأوروبية أقل قيمة لنظرائها في غيرها من المناطق، وأن معامل الارتباط بين q والتدابير المالية الأخرى ضعيف باستثناء نسبة السعر إلى القيمة الدفترية، وأن هناك علاقة معنوية بين q وبعض المتغيرات التشغيلية والعوامل الاقتصادية.

وأوصت هذه الدراسة بأن هناك حاجة لاستخدام نموذج Tobin's q في أكثر من شركة متخصصة.

وأخيراً هدفت دراسة Reddy *et al.* (2001) إلى معرفة محددات الأداء المالي للشركات الهندية مقياساً بالربحية المحاسبية، والمخاطرة، والنمو، وTobin's q، واشتمل مجتمع الدراسة على 566 شركات هندية كبيرة على مدى إطار زمني من ثماني سنوات مقسمة إلى قسمين: الفترات: (1996-1992، و 2000-1996). واستخدمت الدراسة البيانات المالية للشركات، كذلك استخدمت الانحدار الخطي المتعدد لقياس أثر المحددات والمتمثلة في الحجم، العمر، حصة المساهمين، الرافعة المالية، وتأثيرات الصناعة والتنويع الدولي، والانتماء لمجموعة الأعمال على الأداء المالي.

توصلت الدراسة إلى أن الحجم، والعمر، والتنويع الدولي والإنفاق التسويقي له أثر إيجابي في قيمتها السوقية، وأن نمط ملكية الشركة والرافعة المالية للشركة لها أثر سلبي في أدائها المالي.

وأوصت الدراسة بعمل مزيد من البحوث، سواء الكمية أو النوعية للتحقق من النتائج الأولية لهذه الدراسة، وعمل دراسات على القطاعات الصناعية، وكذلك عمل دراسات تستخدم عوامل أخرى لمعرفة مدى تأثيرها في الأداء المالي.

ثالثاً - تمييز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

في الوقت الذي ركزت فيه غالبية الدراسات السابقة على الأداء المحاسبي وفي ظل ندرة الدراسات التي استخدمت نموذج Tobin's q المطور، وهو المقياس الذي أثبتت الدراسات السابقة دقته العالية في القياس مقارنة بالمقاييس المحاسبية التقليدية والتي استندت عليه لقياس الأداء الحالي للشركات مقارنة بمقاييس أخرى للأداء الحالي ومنها معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، والدعم الاقتصادي EP، والربحية المحاسبية AP.

كما أن الدراسات العربية والإقليمية أهملت الأخذ بعين الاعتبار المحددات المؤثرة في الأداء المالي باستخدام نموذج Tobin's q. تأتي هذه الدراسة لتكون الأولى فلسطينياً في دراسة العوامل المؤثرة في الأداء المالي مقيساً بنموذج Tobin's q والذي من خلاله تستطيع تلك الشركات تقوية نقاط القوة، ومعالجة الضعف، وهو ما يرفع من القيمة السوقية للشركة، ومن ثم ينعكس إيجابياً على الاقتصاد الفلسطيني.

وتتميز الدراسة الحالية بأهمية الفترة بعد الأزمة المالية العالمية على مستوى السوق المحلية الفلسطينية والشركات غير المالية في بورصة فلسطين في ظل الحاجة لتحسين مستوى الأداء المالي بهدف التغلب على تبعات الأزمة المالية العالمية وتحقيق النمو الاقتصادي.

كذلك فإن الدراسات السابقة اقتصرت على مجموعة جزئية من العوامل المؤثرة في الأداء المالي مقيساً بـ Tobin's q في حين أن الدراسة الحالية قامت بتحليل أثر مجموعة عوامل داخلية مجتمعة يراها الباحثون مهمة لمعرفة أثرها في الأداء المالي مع التركيز على العوامل التي تم تناولها في مختلف الدراسات المذكورة في هذه الدراسة، وكان لها الأثر في القيمة السوقية للشركات، إضافة إلى أن تلك العوامل تستخدم من قبل الشركات محل الدراسة وهذا واضح من واقع التقارير المالية السنوية لها.

4 - محددات الدراسة

1 - **الحد الموضوعي:** ستقتصر الدراسة في حدها الموضوعي على دراسة نموذج Tobin's q ومعرفة العوامل الداخلية المؤثرة فيه، وذلك نظراً لتوسع العوامل الخارجية وإتاحة الفرصة للباحثين لتناول العوامل الخارجية في دراساتهم.

2 - **الحد المكاني:** تناولت الدراسة الشركات غير المالية (خدمية/ صناعية) المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً للشروط، وعددها 16 شركة، وقد تم استخدام الشركات غير المالية وذلك لاختلاف قوائمها المالية عن القوائم المالية للشركات المالية، لذلك تم التركيز عليها، وإتاحة الفرصة للباحثين لتناول الشركات المالية.

3 - **الحد الزمني:** ستطبق هذه الدراسة من عام (2010 إلى 2016)، وقد تم اختيار هذه الفترة لتوفر بيانات منشورة لدى معظم مفردات مجتمع الدراسة خلال هذه الفترة.

5 - منهجية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة اعتمدت الدراسة المنهج القياسي التحليلي في دراسة وتحليل وتفسير البيانات بالاعتماد على التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام البرنامج الإحصائي (E-VIEWS) بوصفه أداة من أدوات التحليل.

مصادر جمع البيانات

استخدم الباحثون مصدرين للحصول على البيانات بهدف اختبار فرضيات الدراسة، وتحقيق أهدافها:

- 1 - **البيانات الأولية:** قام الباحثون بجمع البيانات اللازمة للدراسة من خلال التقارير السنوية التي تصدر عن بورصة فلسطين والمنشورة على موقعها www.pex.ps.
- 2 - **البيانات الثانوية:** تم الحصول على البيانات عن طريق المصادر الثانوية المتمثلة في الكتب، والمراجع العربية والأجنبية، والدوريات والمقالات، والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث والمجلات العلمية والمهنية المتخصصة، وبعض المواقع ذات الصلة على شبكة الإنترنت.

6 - مجتمع وعينة الدراسة

تكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، خلال الفترة من عام (2010 وحتى 2016) وذلك وفقاً لسجلات بورصة فلسطين، وعددها (24) شركة. ولقد تم استثناء الشركات المالية نظراً لاختلاف القوائم المالية لديها عن القوائم المالية الخاصة بشركات محل الدراسة، ووضع الباحثون وفقاً للمنهجيات المتبعة للدراسات السابقة شرطين أساسيين لاعتماد الشركات ضمن الدراسة الحالية وهما:

- 1 - الشركة مدرجة في البورصة خلال سنوات الدراسة (2010-2016).
- 2 - أن تكون البيانات المطلوبة لهذه الشركات متوافرة خلال فترة الدراسة. وبلغت عينة الدراسة (16) شركة وفقاً للشروط أعلاه حيث لم تنطبق هذه الشروط على (8) شركات لذلك تم استثنائها.

7 - إجراءات الدراسة

أولاً - النموذج القياسي للدراسة

قام الباحثون بصياغة نموذج قياسي في صورة معادلة رياضية وفق أهداف وفرضيات الدراسة وقد تم تقدير المعادلة الآتية لدراسة وتحليل العوامل المستقلة وأثرها في العامل التابع:

$$(Y) = C + B1*X1 + B2*X2 + B3*X3 + B4*X4 + B5*X5 + B6*X6 + B7*X7 + B8*X8 + B9*X9 + B10*X10 + E$$

حيث إن:

Y: الأداء المالي للشركة مقيساً بـ Tobin's q

C: ثابت معادلة الانحدار

- X1: حجم الشركة
X2: عمر الشركة
X3: إنتاجية الشركة
X4: نسبة السيولة
X5: الرافعة المالية
X6: نسبة توزيعات الأرباح النقدية
X7: الربحية
X8: معدل نمو التدفقات النقدية
X9: معدل دوران المخزون
X10: معدل نمو المبيعات
E: معامل الخطأ

ثانياً – التحقق من افتراضات تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار الفرضيات
وقبل تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية كان لابد من إجراء ثلاثة اختبارات رئيسة للتأكد من عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، وكذلك عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية والتأكد من أن توزيع البواقي كان طبيعياً على الوجه الآتي:

1 – اختبار التوزيع الطبيعي

استخدمت الدراسة اختبار (Kolmogrov - Smirnov) للتأكد من نمط التوزيع الذي تسلكه بيانات الدراسة والتي ظهرت طبيعية وفق الجدول المرفق أدناه.

جدول 1

التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة باستخدام (Kolmogrov - Smirnov)

Kolmogrov - Smirnov		متغيرات الدراسة
sig	قيمة z	
0.137	1.426	الأداء المالي للشركة مقيساً بـ Tobin's q
.0124	1.354	حجم الشركة
0.095	0.188	عمر الشركة
0.135	0.167	إنتاجية الشركة
0.112	0.810	نسبة السيولة

تابع / جدول 1

التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة باستخدام (Kolmogrov - Smirnov)

Kolmogrov - Smirnov		متغيرات الدراسة
sig	قيمة z	
0.124	1.354	الرافعة المالية
1.371	1.217	نسبة توزيعات الأرباح النقدية
0.08	0.772	الربحية
0.101	1.723	معدل نمو التدفقات النقدية
0.142	1.285	معدل دوران المخزون
0.125	1.304	معدل نمو المبيعات

2 - اختبار التأكد من عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد Multicoliniarity بين المتغيرات المستقلة (VIF)

جدول 2

قيمة (VIF) للمتغيرات المستقلة

م	رمز المتغير	قيمة " VIF. "
1	X1	4.35
2	X2	1.71
3	X3	1.34
4	X4	1.17
5	X5	1.10
6	X6	1.53
7	X7	1.54
8	X8	1.09
9	X9	1.36
10	X10	1.03

يتبين من الجدول (2) أن قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة أقل من (5)، وهذا يدل على عدم وجود تداخل خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة.

3 - اختبار التأكد من عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية Heterokesticity باستخدام (Durbin-Watson stat)

بلغت قيمة (Durbin-Watson Stat) (1.755)، أي ما يقارب (2)، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

4 - واختبار توزيع البواقي؛ أي أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي Residuals

Normality

تم التحقق من طبيعة توزيع البيانات، في حال المتغير التابع (Y)، فكانت القيمة الاحتمالية تساوي (0.080988) وهي أكبر من (0.05)، وهذا يدل على أن البيانات أصبحت تتبع التوزيع الطبيعي.

ثالثاً - الأساليب الإحصائية المستخدمة

استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لزيادة الدقة في التقدير والتنبؤ.

وفي هذه الدراسة تم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية (Random)؛ لأن القيمة الاحتمالية للاختبار بلغت (0.6962)، وهي أكبر من (0.05) وذلك بناء على اختبار Hausman.

لإجراء التحليلات اللازمة للبيانات ووصفها واختبار فرضياتها استخدمت الدراسة برنامج (E-VIWE)، لاستخراج نتائج تحليل البيانات، حيث تم استخدام الأساليب الإحصائية المختلفة الوصفية منها، والتي تمثلت بـ (الوسط والوسيط والانحراف المعياري، وأكبر وأصغر قيمة) والاستدلالية والمتمثلة في (معامل ارتباط بيرسون، أسلوب تحليل التأثيرات العشوائية).

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

خلال هذا المحور ستم مناقشة التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة محل الدراسة والتعليق على هذه النتائج وفقاً للدراسات السابقة وملاحظات الباحثين:

جدول 3

متوسط التكرار لفترة دراسة المتغيرات

المتغير	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
متغير حجم الشركة (X1)	15.41	15.56	0.942	12.9	17.22
متغير عمر الشركة (X2)	30.125	20	18.842	5	71
متغير إنتاجية الشركة (X3)	0.531	0.4135	0.409	0.03	2.17
متغير نسبة السيولة (X4)	2.641	1.875	2.22	0.0481	12.2
متغير الرافعة المالية (X5)	1.16	1	0.743	0.07	6.11
متغير نسبة توزيعات الأرباح (X6)	0.1099	0.05	0.1605	0.00	0.6
متغير الربحية (X7)	0.0383	0.04735	0.1844	-1.21	0.34

تابع / جدول 3
متوسط التكرار لفترة دراسة المتغيرات

المتغير	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
متغير معدل نمو التدفقات النقدية (X8)	-7.879	-1.3845	57.099	-59.7	34.47
متغير معدل دوران المخزون (X9)	5.624	2.988	5.681	0.000	4.03
متغير معدل نمو المبيعات (X10)	0.1045	0.0425	0.622	-0.9	6.2
متغير الأداء المالي مقيساً بـ Q (Y)	0.6557	0.6425	0.3725	-0.036	1.89

1 - متغير حجم الشركة (X1) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات (15.56)؛ حيث إن الحجم للشركات محل الدراسة شهد تناقصاً طفيفاً خلال فترة الدراسة بما يعكس انخفاض حجم المبيعات خلال تلك الفترة، وذلك بسبب أن معدل دوران المخزون ظهر بصورة غير جيدة كما في التحليل، وهذا يدل على قصور إدارة المشتريات في عدم متابعة حركة الأصناف فيحدث نفاذ لمخزون بعض الأصناف الأساسية، وهو ما يؤثر على قيمة المبيعات.

2 - متغير عمر الشركة (X2) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي للعمر لجميع السنوات (30.125)، وهذا يدل على أن الشركات الفلسطينية المدرجة بالبورصة كان تاريخ إنشائها قبل إنشاء البورصة بحوالي 11 سنة، وهذا يدل على عراقية الشركات وقدرتها على الصمود بالرغم من الأوضاع السياسية والاقتصادية المتقلبة؛ حيث إنه بزيادة عمر الشركة تزداد معه خبرتها التسويقية والاستثمارية وقدرتها على إشباع حاجات العملاء ورغباتهم، ومن ثم تزداد الثقة بتلك الشركات فيزداد الإقبال على أسهمها.

3 - متغير إنتاجية الشركة (X3) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي للإنتاجية للشركات محل الدراسة لجميع السنوات (0.5031)؛ حيث شهدت الإنتاجية نوعاً من الثبات خلال سنوات الدراسة؛ إلا أنها بدأت بالتناقص الطفيف في عامي 2015 و2016، وهذا يدل على قدرة تلك الشركات في استخدام ما لديها من أصول لتحقيق الأرباح؛ حيث إن كل دينار مستثمر في الأصول يتحول إلى 50% مبيعات صافية خلال العام وهو معدل جيد، وهو ما يعكسه معدل نمو المبيعات للشركات محل الدراسة التي وصلت إلى 10% سنوياً.

4 - متغير نسبة السيولة (X4) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات (2.641) مرة للشركات مجتمع الدراسة، وتشير هذه النسبة إلى قدرة تلك الشركات على تغطية مطلوباتها المتداولة من

خلال موجوداتها المتداولة، وتعد هذه النسبة مرتفعة بناءً على الكتاب وخبراء التمويل (Eugene, 2016; Chandra, 2014; Bull, 2008) ويدل ذلك على قصور في استثمار الأموال المتاحة للشركة؛ حيث تحاول تلك الشركات الاحتفاظ بسيولة عالية لمواجهة أية التزامات وعدم الدخول في استثمارات قد يكون له مردود سلبي عليها.

5 - متغير الرافعة المالية (X5) (متغير مستقل)

وقد بلغ متوسط الرافعة المالية للشركات محل الدراسة (1.16)، وهو أكبر من المعيار، والذي يفضل عدم زيادة الرافعة المالية عن 50% أو (1:1)، وذلك يدل على أن الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تعتمد اعتماداً كبيراً على الاقتراض والتمويل من الخارج لاستثمار نشاطاتها، وهو ما تعكسه نتائج الربحية للشركات محل الدراسة التي وصلت إلى 3.8% وهي نسبة جيدة.

6 - متغير توزيعات الأرباح النقدية (X6) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لنسبة توزيعات الأرباح النقدية لجميع السنوات (0.1099) أي بما يعادل 11% تقريباً، ونظراً للظروف الاقتصادية الصعبة والمتقلبة، والتي بناءً عليها تتقلب مكاسب تلك الشركات من عام لآخر؛ لذا فإنها تميل لاحتجاز الأرباح، وذلك نتيجة لسوء معدل نمو التدفقات النقدية كما ظهر في النتائج، وهو ما يؤثر في قرار توزيع الأرباح.

7 - متغير الربحية (X7) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات (0.0383)؛ أي بمعدل 3.8%، وتشير هذه النسبة إلى كفاءة تلك الشركات في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين، وتُعد هذه النسبة جيدة بناءً على الكتاب وخبراء التمويل (Eugene, 2016; Chandra, 2014; Bull, 2008).

8 - متغير معدل نمو التدفقات النقدية (X8) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات لمعدل نمو التدفقات النقدية (-7.879) وهو أقل من 7.2% وهي النسبة النمطية لمعدل النمو حسب الصوفي (2006)؛ أي أن معدل نمو التدفقات النقدية يعد سيئاً، وذلك يرجع إلى عدم كفاءة تلك الشركات في ضبط تدفقاتها النقدية.

9 - متغير معدل دوران المخزون (X9) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات (5.624)، ويُعد ذلك غير جيداً؛ حيث إن معدل دوران المخزون الأمثل 9 مرات بحسب الصوفي (2006)، وذلك بسبب أن تلك الشركات لا تمتلك إدارة ناجحة في توفير متطلبات العملاء؛ لذا لا تعمل على تصريف مخزونها بشكل يحقق لها سيولة معقولة وأرباح عالية.

10 - متغير معدل نمو المبيعات (X10) (متغير مستقل)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات هو (0.1045)، أي بنسبة 10% تقريباً، وهو أعلى من معيار النمو، والذي يبلغ 7.2% حسبما أشار الصوفي (2006) وهذا يُعد مؤشراً إيجابياً؛ حيث إن هذه الشركات تسعى للحفاظ على عملائها وإرضائهم من خلال تلبية حاجاتهم بدقة وسرعة، وهو ما تعكسه ربحية الشركات محل الدراسة التي وصلت إلى 3.8% والتي تعد جيدة.

11 - متغير الأداء المالي مقيساً بـ Q (Y) (متغير تابع)

وقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع السنوات (0.6557) وهو أقل من 1؛ أي أن الأداء المالي للشركات محل الدراسة غير جيد، وذلك بسبب سوء ضبط التدفقات النقدية من قبل الشركات محل الدراسة، كذلك سياسة حجز الأرباح إضافة إلى ثبات إنتاجية تلك الشركات خلال فترة الدراسة أثر تأثيراً سلبياً في القيمة السوقية للشركات محل الدراسة.

تحليل الانحدار الخطي المتعدد

جدول 4

تحليل الانحدار الخطي المتعدد

المتغير	معامل الانحدار	قيمة "T"	قيمة "Sig."	الدالة
C	5.538376	6.114649	0.000	دالة
X1	-0.32861	-5.52011	0.000	دالة
X2	-0.00328	-0.82666	0.4104	غير دالة
X3	0.517638	4.535708	0.000	دالة
X4	-0.00613	-0.67195	0.5031	غير دالة
X5	0.002744	0.136004	0.8921	غير دالة
X6	0.781593	3.924788	0.0002	دالة
X7	-0.75293	-6.81924	0.000	دالة
X8	0.000433	1.773798	0.0491	دالة
X9	-0.0035	-0.95468	0.342	غير دالة
X10	-0.02241	-0.98616	0.3264	غير دالة
Cross-section random Period fixed (dummy variables)	0.809	Mean dependent var	0.097022	
Idiosyncratic random	0.191	S.D. dependent var	0.175067	
S.E. of regression	0.485498	Akaike info criterion	1.75032	

تابع / جدول 4
تحليل الانحدار الخطي المتعدد

المتغير	معامل الانحدار	قيمة "T"	قيمة "Sig."	الدالة
Log likelihood	0.131643	Sum squared resid		0.434557
F-statistic	9.530623	Durbin-Watson Stat		1.755
Prob. (F-statistic)	0			

- معادلة الانحدار هي:

$$Y = 5.54 - 0.329X_1^* - 0.003 X_2 + 0.518X_3^* - 0.006X_4 + 0.003X_5 + 0.781X_6 - 0.753^*_7 + 0.0004X_8^* - 0.0035X_9 - 0.022X_{10}$$

اختبار الفرضيات

لاختبار الفرضيات تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد. وكانت النتائج كما هي موضحة بالجدول (4)، وجاءت نتائج اختبار الفرضيات وفقاً للنتائج السابقة على الوجه الآتي:

الفرضية الأولى

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*.

وبناء على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير حجم الشركة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي للمبيعات في أداء الشركة المقاس بواسطة نموذج *Tobin's q* للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.000)، وهي أقل من (0.05).

وعلى ذلك، يتم رفض الفرضية العدمية؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لحجم الشركة على أداء الشركة المقاس بواسطة نموذج *Tobin's q*، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير حجم الشركة في الأداء المالي مقيساً بـ *Q* تأثير سلبي و ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05)، حيث بلغ (-0.328)، ويُعزى ذلك بأن الشركات غير المالية المدرجة في فلسطين تعيش في جو اقتصادي غير مستقر؛ وهو ما يُشكل عائقاً لأداء الشركات، حيث كلما ازداد الحجم تزداد الكلف المالية والمصاريف اللازمة للاستثمار فتزداد تعقيد العملية الإدارية في ظل ذلك الجو الاقتصادي المتذبذب.

وجاءت دراسة (Reddy et al. (2001، و (Safaravo (2010، ودراسة القضاة (2015)، مخالفة للدراسة الحالية، حيث توصلت تلك الدراسات إلى أن زيادة حجم الشركة يزيد من الأداء المالي للشركة.

كما أن دراسة Nikolaus (2015) جاءت مخالفة للدراسة الحالية أيضاً عندما طبقت في إندونيسيا، بينما جاءت متفقة مع الدراسة الحالية عندما طبقت في هولندا، وذلك نظرا لاختلاف ظروف البلدين القانونية والثقافية والبيئية.

الفرضية الثانية

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعمر الشركة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

بناء على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير عمر الشركة مقيساً بعدد السنوات على أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.4104)، وهي أكبر من (0.05). وعلى ذلك، تقبل الفرضية العدمية؛ أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لحجم الشركة على أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير العمر في الأداء المالي تأثير سلبي، ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويُعد تأثيراً سلبياً ضعيفاً، حيث بلغ (-0.00328)، ويمكن تبرير ذلك بأن الشركات سواء أكانت كبيرة أم صغيرة الحجم لم يشفع عمرها في تجنب ويلات الأزمة المالية العالمية التي سادت عام 2008، إذ نجد تدهور الأداء المالي لجميع المنشآت بمختلف أعمارها في ظل هذه الأزمة؛ لذا فإن عُمر الشركة لا يؤثر في القيمة السوقية للشركة.

وقد جاءت دراسة القضاة (2015) مخالفة للدراسة الحالية، إذ أظهرت النتيجة أن زيادة عُمر الشركة يتحسن معها الأداء المالي، وذلك لزيادة الخبرة التسويقية والتجارية وكسب رضا العملاء وثقتهم.

الفرضية الثالثة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإنتاجية الشركة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

بناء على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير الإنتاجية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.000)، وهي أقل من (0.05).

وعلى ذلك، يتم رفض الفرضية العدمية؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للإنتاجية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويُلاحظ أن تأثير الإنتاجية في الأداء المالي تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05)، ويُعد تأثيراً إيجابياً، حيث بلغ (0.517638)، ويمكن تبرير ذلك بأن قدرة تلك الشركات على استغلال الطاقات الإنتاجية العاطلة لديها وكفاءتها في عملية تحويل المدخلات المختلفة من عمل ومستلزمات إنتاج وغيرها إلى سلع وخدمات مناسبة ومتنوعة لعملائها؛ أي زيادة الطاقة الإنتاجية، والتي من شأنها أن تحقق إيرادات عالية تعمل على تحسين قيمتها السوقية.

وقد جاءت نتائج تلك الدراسة متفقة مع نتائج دراسة (القضاة، 2015)؛ حيث إن الشركات تسعى للحفاظ على عملائها بعرض وتقديم منتجات ذات جودة عالية، ومن ثم تكسب رضا العملاء؛ وهو ما يؤدي إلى زيادة نسبة المبيعات.

الفرضية الرابعة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج *Tobin's*.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير نسبة السيولة في أداء الشركة المالي المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q* للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.5031)، وهي أكبر من (0.05). وعلى ذلك، تقبل الفرضية؛ أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لنسبة السيولة في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويُلاحظ أن تأثير نسبة السيولة على الأداء المالي تأثير سلبي، ولكنه ليس معنوياً عند مستوى الدلالة (0.05)، ويُعد تأثيراً سلبياً ضعيفاً، حيث بلغ (-0.006) ويمكن تبرير ذلك بأن عدم اتباع إدارة تلك الشركات سياسة جريئة؛ حيث إنها تحتفظ بمستوى متوازن من السيولة لتستطيع تغطية متطلباتها قصيرة الأجل. وهذا التوازن لم يوجد فروقاً كبيرة في السيولة بين الشركات، ومن ثم لم يظهر أثرها واضحاً في الأداء المالي، بما يشير إلى عدم تبني سياسة تحوطية للشركات لمواجهة الأزمات.

وقد اختلفت نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة (الظاهر، وفقهاء، 2011)، حيث أظهرت النتائج وجود ارتباط معنوي بين نسبة السيولة وأسعار الأسهم، وذلك أن قدرة الشركة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل وقت استحقاقها يجذب المستثمرين إليها؛ وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم.

الفرضية الخامسة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير الرافعة المالية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.8921)، وهي أكبر من (0.05). وعلى ذلك، يتم قبول الفرضية العدمية؛ أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للرافعة المالية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي تأثير إيجابي، ولكنه ليس معنوياً عند مستوى الدلالة (0.05)، ويُعد تأثيراً إيجابياً ضعيفاً، حيث بلغ (0.002744)، ويمكن تبرير ذلك باتباع إدارة تلك الشركات سياسة اقتراض محافظة، حيث أثبتت الدراسات السابقة أن معظم الشركات لديها سياسة اقتراض ثابتة تتمثل بـ 30%، من ثم لا توجد فروق بين الشركات يظهر أثرها على الأداء المالي، أيضاً تميل تلك الشركات إلى تمويل مشاريعها من الأرباح المحتجزة، وذلك خوفاً من المخاطر الكبيرة التي قد تتعرض لها إن لم تستطع تحقيق عوائد من استثمار تلك الأموال بمعدل أعلى من تكلفتها؛ إذ إن ارتفاع معدلات الفائدة في ظل انخفاض مستوى الربحية في السنوات الأخيرة قلل من أثر الرفع المالي في الأداء المالي.

وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة مع نتائج الدراسة الحالية (Nikolaus, 2015; Safarova, 2010; Kakani, 2001)، حيث أظهر أن هناك أثراً سلبياً للرافعة المالية في الأداء المالي.

واتفقت نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (القضاة، 2015)، حيث أظهر أن هناك أثراً إيجابياً للرافعة المالية في الأداء المالي، وذلك بسبب استثمار القروض بكفاءة عالية.

الفرضية السادسة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة توزيعات الأرباح النقدية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير نسبة توزيعات الأرباح النقدية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.0002)، وهي أقل من (0.05).

وعلى ذلك، يتم رفض الفرضية العدمية؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لنسبة توزيعات الأرباح في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير نسبة توزيعات الأرباح النقدية في الأداء المالي مقيساً بـ Q تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05)، ويُعد تأثيراً إيجابياً قوياً، حيث بلغ (0.781593) ويمكن تبرير بمعرفة إدارة الشركات لطبيعة المساهم، والذي يُفضل أن يتلقى دخلاً جالياً بوصفه مردوداً على استثماره في أسهم تلك الشركات، فتعمل الشركة على توزيع الأرباح على مساهميها؛ وهو ما يغري المستثمرين بالإقبال على شراء أسهم الشركات؛ وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسعار الأسهم السوقية؛ حيث إن سعر السهم الذي يحمل في طياته أرباحاً نقدية لا يمكن أن يكون معادلاً لسعر السهم الذي لا يحمل أرباحاً.

وقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متطابقة مع نتيجة دراسة (البطائنة، 2010)، والتي جاء في دراستها أن هناك أثراً إيجابياً لتوزيعات الأرباح في أسعار الأسهم المتداولة؛ حيث إن توزيع الأرباح يُعد جاذباً للمستثمرين؛ ويؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم نتيجة لارتفاع سعر السهم.

الفرضية السابعة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج Tobin's q.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير الربحية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج Tobin's q للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.000)، وهي أقل من (0.05).

وعلى ذلك، يتم رفض الفرضية العدمية؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للربحية في أداء الشركة المقاس بواسطة نموذج Tobin's q، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير الربحية في الأداء المالي مقيساً بـ Q تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويُعد تأثيراً سلبياً قوياً، حيث بلغ (-0.75293) ويعزز ذلك رؤية الباحثين بأن المعيار المحاسبي لحساب الأداء المالي قد لا يكون دائماً منطقياً؛ حيث إن كثير من الشركات تحقق أرباحاً في الوقت الذي تتدهور فيه قيمتها السوقية والعكس صحيح. ويمكن تبرير ذلك بأن زيادة أرباح الشركات لم تكن حافزاً للمستثمرين للإقبال على أسهم الشركة؛ وهو ما أضعف من قيمتها السوقية، وأيضاً فإن الشركات التي تعرضت لخسائر أكبر بسبب تبعات الأزمة العالمية كانت هي الشركات الأكبر، ويبدو أن المستثمرين كانوا على اقتناع بأن هذه الشركات أقدر على تعويض خسائرها من الشركات الأقل ربحاً.

وخالفت دراسة (الظاهر، وفقهاء، 2010) الدراسة الحالية، حيث كانت النتائج لديه أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية على أسعار الأسهم.

الفرضية الثامنة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو التدفقات النقدية في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير معدل نمو التدفقات النقدية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q* للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.0491)، وهي أقل من (0.05).

وعلى ذلك، يتم رفض الفرضية العدمية؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لمعدل نمو التدفقات النقدية في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير معدل نمو التدفقات النقدية في الأداء المالي مقيساً بـ *Q* تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويُعد تأثيراً إيجابياً ضعيفاً، حيث بلغ (0.000433)، ويمكن تبرير ذلك بالإدارة السليمة للتدفقات النقدية، حيث تقوم باستثمار أموالها وتسديد التزاماتها، ومن ثم زيادة أرباح الشركة ومن ثم قدرتها على توزيع أرباح على المساهمين، حيث تزداد ثقة المساهم في الشركة ومن ثم تتحسن القيمة السوقية لأسهمها. واتفقت نتيجة الدراسة الحالية مع دراسة (Khidmat, 2014)؛ حيث إن هناك أثراً ذا دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على الأداء المالي ولكنه أثر سلبي.

الفرضية التاسعة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران المخزون في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير معدل دوران المخزون في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q* للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.342)، وهي أكبر من (0.05).

وعلى ذلك، يتم قبول الفرضية العدمية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لمعدل دوران المخزون في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير معدل دوران المخزون في الأداء المالي مقيساً بـ *Q* تأثير سلبي وليس له دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويُعد تأثيراً سلبياً ضعيفاً، حيث بلغ (-0.0035)، ويمكن تبرير ذلك بأن المساهم عندما يتخذ قراره بالاستثمار في تلك الشركات لا يعتمد على

مؤشر معدل دوران المخزون، بل يعتمد على مؤشرات أخرى مثل: التوزيعات النقدية للأرباح والتدفقات النقدية، والتي من خلالها يتم توزيع الأرباح، وأيضا مؤشر الإنتاجية، ومن ثم فإن معدل دوران المخزون لا يؤثر في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

وقد اتفقت نتيجة الدراسة الحالية مع دراسة (Koumanakos, 2008)، حيث أظهرت أن هناك تأثيراً سلبياً لإدارة المخزون في أداء الشركات المتمثل بالربحية؛ حيث إن زيادة معدل دوران المخزون يؤدي إلى عدم إمكانية تلبية بعض طلبات البيع الواردة من العملاء، وقد يكون لذلك آثار سلبية في الشركة.

الفرضية العاشرة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو المبيعات في الأداء المالي المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*.

بناءً على نتائج تحليل نموذج التأثيرات العشوائية، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير معدل نمو المبيعات في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q* للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.3264)، وهي أكبر من (0.05).

وعلى ذلك، يتم قبول الفرضية العدمية؛ أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لمعدل نمو المبيعات في أداء الشركة المقيس بواسطة نموذج *Tobin's q*، وذلك للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير معدل نمو المبيعات على الأداء المالي مقيساً بـ *Q* تأثير سلبي، وليس له دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05)؛ حيث بلغ (-0.02241)، ويمكن تبرير ذلك بأن الربحية والمبيعات لا تمثل الأداء المالي؛ لأن هذه الشركات على الأرجح تتبع سياسة البيع الآجل والخصومات لتحفيز نمو المبيعات دون إحداث أثر واضح في الأداء المالي؛ لأنها أرقام محاسبية لم تعكس الربحية في الوقت الذي كان الحديث في الأزمة العالمية أزمة سيولة.

وقد خالفت دراسات سابقة الدراسة الحالية، حيث أظهرت نتائجها أن هناك أثراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات والأداء المالي للشركات مقيساً بـ *Q* مثل دراسة (Nikolaus, 2015)، ودراسة (Safarova, 2010)، ودراسة (Kakani, 2001)؛ حيث إن كفاءة الأداء التشغيلي والتسويقي للشركة يؤدي إلى زيادة مبيعات الشركات وزيادة إقبال المستثمرين على الشركة؛ وهو ما يرفع من قيمتها السوقية.

النتائج

بناءً على نتائج التحليل الإحصائي للفرضيات توصلت الدارسة إلى النتائج الآتية:

- 1 - إن الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين يعتمد على العوامل المستقلة المتمثلة بالإنتاجية، ونسبة توزيعات الأرباح النقدية، ومعدل نمو

التدفقات النقدية؛ أي أن هذه العوامل تؤثر إيجابيا في الأداء المالي، وهذا يعني أنه يُوجد أثر إيجابي ومعنوي ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة المذكورة في الأداء المالي للشركة، ويُمكن تبرير ذلك على النحو الآتي:

أ - إن الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تستخدم موجوداتها بكفاءة عالية في تحقيق المبيعات، ومن ثم فإن الأداء المالي للشركة يتحسن، لأن ذلك يؤدي إلى نمو العوائد؛ وهو ما يؤثر إيجابيا في الأداء المالي للشركة.

ب - أن تعمل إدارة الشركات محل الدراسة في توزيع الأرباح نقداً على مساهميها؛ إذ إن المساهم يعد تلك التوزيعات دخلاً جارياً ينفقه في السلع والخدمات التي يحتاجها، حيث يؤثر تأثيراً إيجابياً في السعر السوقي للسهم، ومن ثم يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركة.

ج - قدرة الشركات على إدارة التدفقات النقدية إدارة سليمة يمكنها من تسديد التزاماتها؛ لتوافر السيولة المعقولة لديها، وشراء موجوداتها، ويترتب عليه الحصول على عوائد عالية تنعكس إيجاباً على القيمة السوقية للسهم.

2 - تُوجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين المستقلين (الحجم والربحية) وبين الأداء المالي، وهذا يعني أنه يوجد أثر معنوي سلبي لهذين المتغيرين في الأداء المالي للشركة، ويُمكن تبرير ذلك بما يأتي:

أ - إن زيادة حجم الشركة يؤدي إلى أن تصبح عملية إدارة الشركة أكثر تعقيداً، ومنه يصبح أداؤها أقل فاعلية، وكذلك ينعكس صغر حجم الاقتصاد الفلسطيني وعدم استقراره، سلباً على الأداء المالي للشركة.

ب - عدم استثمار أموال المساهمين بكفاءة عالية انعكس سلباً على الأداء المالي للشركة.

3 - أما بخصوص العلاقة بين الأداء المالي للشركة والعوامل المستقلة المتمثلة بـ (عُمر الشركة، نسبة السيولة، ومعدل دوران المخزون، ومعدل نمو المبيعات) فكانت العلاقة سلبية وليست لها دلالة إحصائية.

4 - بالنسبة لعلاقة الرفع المالي بالأداء المالي فكانت العلاقة موجبة، ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية، ويرجع ذلك إلى اتباع سياسة الاقتراض المحافظة من قبل تلك الشركات.

ثانياً: التوصيات

بعد مناقشة النتائج التي خلصت إليها الدراسة والمتعلقة بدراسة العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، يُمكن صياغة أهم التوصيات لتحسين الأداء المالي لتلك الشركات بالآتي:

- 1 - إمكانية اهتمام الشركات بالمعلومات الواردة في تلك الدراسة، وذلك من خلال معرفة العوامل التي تؤثر في الأداء المالي سلباً وإيجاباً.
- 2 - يُحبد أن تعمل إدارات هذه الشركات على زيادة الطاقات الإنتاجية لزيادة كميات الإنتاج؛ لتحقيق أداء مالي جيد للشركة، حيث وجدت الدراسة أن الإنتاجية تؤثر إيجابياً في الأداء المالي لهذه الشركات.
- 3 - تُوصى إدارة الشركات بالحرص على اتباع السياسة التمويلية السليمة المتمثلة بالتوزيع النقدي للأرباح؛ إذ إن المساهم يهتم بالعائد النقدي الدوري، حيث أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات النقدية للأرباح والأداء المالي.
- 4 - ضرورة الاهتمام بالتدفقات النقدية وإدارتها بشكل سليم؛ لتحسين القيمة السوقية لأسهم لتلك الشركات؛ أي أنه يؤثر تأثيراً مباشراً في مستقبل الشركة، حيث كان من نتائج تلك الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو التدفقات النقدية والأداء المالي.
- 5 - تُوصى الشركات بالعمل على التقليل من تنوع منتجاتها واستثماراتها، وذلك لتقليل حجم شركاتها، حيث كان من نتائج تلك الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والأداء المالي.
- 6 - ضرورة البحث عن طرق جديدة لتحسين ربحيتها، والتحكم في المصروفات التشغيلية ومحاولة ضغطها بما يزيد من الأرباح التشغيلية للشركة؛ حيث إنه يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للربحية في الأداء المالي والتمثل بالقيمة السوقية مقيساً بـ Q.
- 7 - يُوصي الباحثون المحللين الماليين والباحثين باستخدام نموذج Tobin's q لإيجاد القيمة السوقية للشركات بدلا من المقاييس التقليدية.

الدراسات المستقبلية

- 1 - دراسة أثر العوامل المستخدمة في الدراسة في الأداء المالي باستخدام نموذج Tobin's q في القطاعات المالية المدرجة في بورصة فلسطين لمقارنة النتائج، ومن ثم استخدامها في تحسين الأداء المالي لتلك الشركات.
- 2 - إجراء دراسة مقارنة بين الشركات المدرجة في بورصة فلسطين في ما يتعلق بالعوامل المؤثرة في الأداء المالي مع شركات مدرجة في بورصات أخرى تعيش في ظروف اقتصادية مشابهة مثل لبنان، والوقوف على مدى التشابه والاختلاف في نتائج تلك الدراسة.

- 3 - إجراء دراسة في قطاعات أخرى تتناول العوامل التي لم يكن لها أثر ذو دلالة إحصائية في الأداء المالي في هذه الدراسة مثل: (نسبة السيولة، والرافعة المالية، ومعدل دوران المخزون، ومعدل نمو المبيعات، عمر الشركة) للتأكد من نتائج هذه الدراسة.
- 4 - دراسة أثر العوامل الخارجية والمتمثلة بالعوامل الاقتصادية والسياسية، والتي قد تؤثر في الأداء المالي باستخدام نموذج Tobin's q.

المراجع

- أحمد دودين، 2014، منظمات الأعمال المعاصرة: الوظائف - والإدارة، عمان، المنهل للتوزيع.
- أديب قاسم شندي، 2013، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد خاص: 154-173.
- أنس العودات، 2015، أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على القيمة السوقية للبنوك التجارية الأردنية وفقاً لنموذج Tobin's Q دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية 2009-2014، دراسة ماجستير غير منشورة، الأردن، عمان، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، قسم المحاسبة.
- تهاني أحمد البطاينة، 2010، أثر سياسات توزيع الأرباح على حجم تداول أسهم الشركات الخدمية في بورصة عمان، دراسة ماجستير غير منشورة، الأردن، الجامعة الأردنية، كلية إدارة المال والأعمال.
- جميل حسن النجار، 2013، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر، غزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الأول: 281-318.
- حسن القاضي، 2014، الإدارة المالية العامة، عمان، المنهل للتوزيع: 147.
- حسني خربوش، 2003، أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، الجامعة الهاشمية، المملكة الأردنية: 1-10.
- حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبدالناصر علك حافظ، 2013، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين: مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد الثاني والعشرون: 226-236.
- شهاب الدين النعمي، 2012، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد العشرون: 20-37.

طارق الشهاوي، نهال مصطفى، 2013، الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرار، الإسكندرية، دار التعليم الجامعي.

عبود نجم، 2013 مدخل إلى إدارة العمليات، عمان، المنهل للتوزيع.

عدنان النعيمي، أرشد التميمي، 2009، الإدارة المالية المتقدمة، عمان، الأردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: 129-130.

عقون عبد السلام، 2013، تقييم أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008. مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، المجلد الرابع، العدد الثاني: 36-23.

فارس جميل الصوفي، 2006، تحليل العلاقة بين مدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية والأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان: رسالة دكتوراة غير منشورة، الخرطوم، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات التجارية.

فيصل الشواورة، 2013، مبادئ الإدارة المالية، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع: 228-41.

مجيد الكرخي، 2014، إدارة الموارد البشرية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن: 34-33.

محمد الميداني، 2015، الإدارة التمويلية في الشركات السعودية، العبيكان للنشر.

محمد وليد العمري، وليد محمود حميدات، 2013، العوامل المؤثرة في إنتاجية العمال والأجور في قطاع الصناعات التحويلية الأردني، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد التاسع، العدد الأول: 96-80.

محمود محمد الخطيب، 2010، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، عمان، المنهل للنشر: 45-72.

مصطفى القضاة، 2015، العوامل المؤثرة على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول: 281-255.

مفيد الظاهر، سالم فقهاء، 2011، العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة 2004-2008، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد السادس والعشرون، العدد السابع: 410-383.

ملحق بورصة فلسطين لعام 2017.

الموقع الرسمي لبورصة فلسطين www.pex.ps

هناك خروبي، 2017، أثر دورة حياة الشركة على عوائد أسهمها " حالة بورصة عمان للفترة 2012-2014"، رسالة دكتوراة غير منشورة، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.

وليد الشباني، 2014، مبادئ المحاسبة والتقرير المالي، الرياض، العبيكان للنشر: 65.

Abushammala S. & Sulaiman, J. 2014. Cash holdings and corporate profitability: Some evidences form Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 8(3): 898-911.

Barad, M. 2010. A Study of Liquidity Management of Indian Steel Industry. *Unpublished Dissertation*, Saurashtra University, Rajkot, Indian.

Bull, R. 2008. *Financial Ratios: How to use financial ratios to maximize value and success for your business'*: LinacreHouse. Oxford. UK: 8.

Chandra, P., 2014. *Fundamentals of Financial Management*, 6E, McGraw Hill Education, India: 72.

Chung, H. & Pruitt, W. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management Association*. 23(3): 70-74

Codjia, M. 2010. *Definition of a statement of financial performance*, From: http://www.ehow.com/about_6627481_definition-statementfinancial-performance.html.

Eugene, B. 2016. *Fundamentals of Financial Management (Concise)*, 9E, Cengage Learning, Boston, USA: 123-125.

Eydizadeh, M. 2016. Investing the effects of Tobin'sq ratio and operating growth rate on the level of investment in the chemical industry. *International Journal of Humanities and Cultural Studies (IJHCS)* ISSN 2356-5926, 819-830.

Griliches, Z., & Hausman, A. 1986. Errors in variables in panel data. *Journal of econometrics*, 31(1): 93-118.

Kakani, R. K., Saha, B., & Reddy, V. N. 2001. Determinants of financial performance of Indian corporate sector in the post-liberalization era: an exploratory study. *National Stock Exchange Initiative*, Research Paper No. 5.

Khidmat, B., & Rehman, U. 2014. The impact of free cash flows and agency costs on firm performance-An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan. *Journal of Financial Engineering*, 1(03): 145-172.

- Koumanakos, P. 2008. The effect of inventory management on firm performance. *International journal of productivity and performance management*, 57(5): 355-369.
- Laurence, M. 2011. *Measuring Financial Performance: A Critical Key to Managing Risk*, National Crop Insurance Services, Inc.
- Li, Mi, Tae H., Zhang. Y. 2004. Tobin's q and Airline Performances, *Public Works Management & Policy, Saga Journal*, 9(1): 51 - 65.
- Lindenberg, B., & Ross, A. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 6(3): 1-32.
- Michael F. Li, H. Oum, Z. 2004. Tobin's q and Airline Performances, *Public Works Management & Policy, Saga Journal*, 9(1): 51-65.
- Muthoni, G., Nasieku, M., & Olweny, T. 2018. Does capital structure have a mediation effect on ownership structure and financial corporate performance? Evidence from kenya. *European Journal of Economic and Financial Research*. 3(2): 33-45
- Nikolaus, V. 2015. Determinants of firm financial performance in Indonesia and the Netherlands: A comparison, *Bachelor's thesis*, University of Twente.
- Ruslan, M. 2018. Firm Performance: Case of Malaysian Logistics Companies. *Academy of Strategic Management Journal*, 17(4): 1-5
- Safarova, Y. 2010. Factors that determine firm performance of New Zealand listed companies (*Doctoral dissertation*, Auckland University of Technology).
- Tobin, J. 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1): 15-29.
- Tobin, J., & Brainard, C. 1969. Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls. *The American Economic Review*, 53(2), 383-400.
- Zhu, J. 2014. *Quantitative models for performance evaluation and benchmarking: Data envelopment analysis with spreadsheets* (3rd ed.). New York: Springer.

ABSTRACT

Factors Affecting Financial Performance on Non - Financial Companies Listed in Palestine Exchange Using Tobin's Q

Sami N. Abushammala Ramez A. Bedair Samah A. Alffar
University College of Applied Sciences Al-Azhar University-Gaza SAM Group Istanbul

Aim of the paper: The study aims to identify factors that affect financial performance of non-financial firms listed in Palestine Exchange using Tobin's Q model.

Study Design: The study adopted the standard analytical approach and random effect model to examine, investigate and analyze the data using the statistical software E-VIEWS8.

Sample and Data: The sample consists of non-financial firms listed in Palestine Exchange for the years 2010-2016, which consist of (16) firms according to Palestine Exchange documents.

Results: The results indicated that there is a positive statistical significance effect of independent variables (productivity, cash dividend ratio, cash flow ratio) on financial performance. By contrast, there is a negative impact of the independent variables (size and profitability) on financial performance.

Conclusion: The study recommended non-financial firms should increase their capacity in order to upgrade their productions, distribute cash dividends to shareholders at the end of each year, and to manage their cash flows efficiently. Also, the study recommended using the Tobin's Q model to measure the market value of firms.

سامي نصر أبو شمالة حاصل على درجة الدكتوراه في التمويل
من جامعة العلوم المالية، عام 2014، يعمل أستاذاً مساعداً
للمويل بالكلية الجامعية للعلوم التطبيقية - غزة، ومستشاراً لكثير
من منظمات العمل الأهلي ومطور أعمال للمشاريع الريادية، وله
اهتمامات بحثية في مجالات: التمويل، والتحليل والأداء المالي،
والأسواق المالية، والحوكمة. sshammala@ucas.edu.ps

رامز عزمي بدير حاصل على درجة الدكتوراه في أنظمة المعلومات
الإدارية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، عام

2006. يعمل أستاذا مساعدا جامعيًا متفرغا بجامعة الأزهر بغزة. يشغل منصب رئيس لجنة وحدة الجودة بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية. له اهتمامات بحثية في مجالات: نظم المعلومات الإدارية، والإدارة المالية، والتمكين الإداري، وإدارة المعرفة، والقيادة التحويلية، وبرامج التدريب. r.bedair@alazhar.edu.ps

سماح عفيف الفار حاصلة على درجة الماجستير في إدارة الأعمال من كلية التجارة بجامعة الأزهر - غزة، عام 2017. تعمل حاليا مندوبا لشركة SAM Group في تركيا. لها اهتمامات بحثية في المجالات المالية والمصرفية والإدارة الإستراتيجية.