

## ”تقييم نموذج التدفق النقدي الحر كمقياس للأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية “

"Evaluating the Free Cash flow Model as a Measure of Financial Performance in Companies listed on the Iraq Stock Exchange"

م.م. رباب عدنان الربيعي

Rabab Adnan Al-Rubaye

جامعة الفرات الاوسط التقنية / المعهد التقني النجف

E-mail : [adnanfadeil@yahoo.com](mailto:adnanfadeil@yahoo.com)

### المخلص

اقترح جنسن عام (1986) لأول مرة مفهوم التدفق النقدي الحر في سياق مشكلة الوكالة، ومع ذلك ، لم يقترح حساباً محدداً للتدفق النقدي الحر. منذ ذلك الحين أصبح التدفق النقدي الحر مقياساً شائعاً للباحثين الأكاديميين ومستخدمي البيانات المالية ، ولكن هناك تبايناً كبيراً في كيفية حساب التدفق النقدي الحر.

تسعى الدراسة الحالية إلى تحديد مدى قدرة نموذج التدفق النقدي الحر على قياس الأداء المالي للشركة من خلال تحديد مدى قدرته على تقييم عوائد الاسهم ، وذلك من خلال المقارنة بين نموذج التدفق النقدي الحر و المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي المتمثلة بـ نسبة سعر السهم إلى صافي الربح و نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ولتحقيق اهداف الدراسة تم اختيار عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية البالغ عددها (8) ضمن قطاعات مختلفة خلال الفترة الممتدة بين (2013-2017) وتحليل النتائج بواسطة البرنامج الاحصائي (SPSS) ، ولقد اظهرت نتائج الدراسة تفوق نموذج التدفق النقدي الحر على باقي مؤشرات الأداء في تقييم عوائد الاسهم للشركات عينة الدراسة .

الكلمات الدالة: التدفق النقدي الحر ، الأداء المالي

### Abstract:

Jensen (1986) first proposed the concept of free cash flow in the context of the agency's problem; however, he did not propose a specific account of free cash flow. Since then free cash flow has become a common measure for academic researchers and users of financial statements, but there is considerable variation in how free cash flow is calculated.

The present study seeks to determine the ability of the free cash flow model to measure the financial performance of the company by determining its ability to interpret and evaluate the returns of shares, by comparing the free cash flow model with the traditional accounting indicators of financial performance represented by the ratio of share price to net profit To achieve the objectives of the study, a sample of the 8 companies

listed in the Iraq Stock Exchange were selected within different sectors during the period (2013-2017) and analyzed the results by the statistical program (SPSS). protrude A study outweigh the free cash flow model on the rest of the performance indicators in explaining stock returns for companies study sample.

Keywords: Free cash flow, financial performance

## المقدمة :

يعد التحليل المالي لأداء الشركات مهم للمستثمرين , سواء كان للأطراف الخارجية او داخلية في تقييم الاداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية او الحديثة . كونها تعتمد عليها في تقييم استمرارية الشركات وموقفها المالي .

لذلك تحتاج الشركة دائما إلى تقييم ادائها من خلال تقييم مستوى نشاط اسهمها في سوق العراق للأوراق المالية ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن, وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات، ويعد مؤشر التدفق النقدي الحر احد اهم المؤشرات الحديثة التي تعتمد على القيمة في تحديد عائد السهم، وهو شكل متطور لمفهوم الربح المتبقي, , ولقد ظهرت العديد من الانتقادات التي وجهت لمؤشرات الاداء التقليدية اذ اثبتت الكثير من الدراسات والبحوث عدم فاعليتها في تحديد الربح الحقيقي للشركة .

ومن خلال الدراسة الحالية سنحاول تحديد دور نموذج التدفق النقدي الحر في قياس الاداء المالي , اذ يعد مؤشر التدفق النقدي الحر هو احد مؤشرات الأداء اي شركة عامة، حيث يستند العديد من المستثمرين لاتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بهم على النقد الحر الذي حققته الشركة أو على معدل سعر السهم الخاص بهم لمعدل التدفق النقدي الحر، ان زيادة الكبيرة في التدفق النقدي الحر الخاص في الشركة هذا يجعلها استثمار جذاب وبالتالي فان التحليل المالي المعتمد على التدفق النقدي الحر يعطي الصورة الحقيقية للشركة ويجعلها قادرة على تقييم البدائل التمويلية بشكل افضل .

## المحور الأول: منهجية الدراسة

### اولا: مشكلة الدراسة:

تسعى أي الشركة باعتبارها وحدة اقتصادية متجانسة إلى تحقيق مجموعة من الاهداف المتكاملة التي تسمح لها بتحقيق أداء مالي عالي يعكس مدى الاستغلال الامثل للموارد المتاحة لها بشكل مثالي، ويعد هدف تعظيم قيمة الشركة من اهم الاهداف التي تسعى الشركة الى تحقيقها من اجل تعظيم قيمة الاسهم وجلب المستثمرين للشركة، لذلك يحتاج المستثمرون دائما إلى تقييم اداء الشركة من خلال تقييم مستوى نشاط اسهمها في سوق العراق للأوراق المالية ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن, وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات، ويعد مؤشر التدفق النقدي الحر احد اهم المؤشرات الحديثة , ولقد ظهرت العديد من الانتقادات التي وجهت لمؤشرات الاداء التقليدية اذ اثبتت الكثير من الدراسات والبحوث عدم فاعليتها في تحديد الربح الحقيقي للشركة .

ومن خلال الدراسة الحالية سنحاول تحديد دور مؤشر التدفق النقدي الحر في قياس الاداء المالي من خلال تحديد مدى قدرته على تفسير عوائد الاسهم من خلال طرح الاشكالية التالية: "إلى أي مدى يساهم نموذج التدفق النقدي الحر في تفسير عوائد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"؟

### ثانياً: اهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل اساسي الى تحديد مدى قدرة مؤشر (FCF) على قياس أداء الشركة المالي وذلك من خلال تحديد مدى قدرته على تقييم عوائد الاسهم، كما ان هناك اهداف ثانوية للدراسة متمثلة بـ:

- بيان مفهوم واهمية التدفق النقدي الحر
- التعرف على مفهوم الاداء المالي ومؤشراته

### ثالثاً: اهمية الدراسة:

بيان اهمية نموذج التدفق النقدي الحر في تقييم الاداء المالي للشركات عينه الدراسة ولقطاعات مختلفة مقارنة بالمؤشرات التقليدية .

تأتي اهمية الدراسة كونها تسلط الضوء على استخدام مقياس التدفق النقدي الحر في تفسير عوائد الاسهم , وبيان الوضع الحقيقي للشركة من خلال استخدام مقاييس التدفقات النقدية. لأجراء دراسة تحليلية لبيان اثر التدفق النقدي الحر في تقييم الاداء المالي للشركة . الذي يؤدي الى تطوير اداء الشركات وزيادة قيمتها السوقية في الاقتصاد الوطني من خلال جذب المستثمرين, وبالتالي تحقيق الاستدامة المطلوبة ودعم استمرارية الشركات بما يخدم اهدافها ومصالحه المجتمع والاقتصاد الوطني . حيث من خلال قائمة التدفقات النقدية يمكن تحديد كفاية التدفقات النقدية للوفاء باحتياجات الشركة وتوفير للمستثمرين معلومات عن كيفية استخدام استثماراتهم من قبل ادارة المشروع.

### رابعاً: فرضيات الدراسة:

بناء على مشكلة الدراسة تم وضع الفرضيات الرئيسية التالية :

H1: وجود علاقة تأثير ذات دلالة احصائية بين مؤشر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وعائد السهم .

H2: وجود علاقة تأثير ذات دلالة احصائية بين مؤشر نسبة سعر السهم إلى صافي الربح وعائد السهم .

H3: وجود علاقة تأثير ذات دلالة احصائية بين مؤشر التدفق النقدي الحر و عائد السهم.

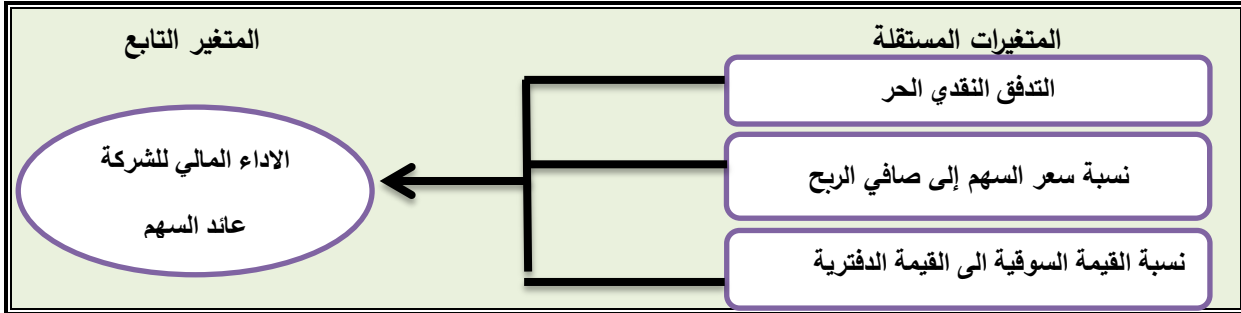
H4: للتدفق النقدي الحر قدرة تفسيرية اكبر لتفسير عائد السهم مقارنة مع مؤشر نسبة سعر السهم إلى صافي الربح(مكرر الأرباح).

H5: للتدفق النقدي الحر قدرة تفسيرية اكبر لتفسير عائد السهم مقارنة مع مؤشر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

**خامسا: انموذج الدراسة:**

يوضح الشكل (1) النموذج الفرضي للدراسة والذي يوضح طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة ، وكالاتي:

شكل رقم (1) النموذج الفرضي للدراسة



المصدر: من اعداد الباحث

**سادسا: مجتمع وعينة الدراسة:**

تضمنت الدراسة الحالية عدد من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية البالغ عددها ثمان شركات ضمن قطاعات مختلفة تمثلت بقطاع الصناعة والزراعة والمصارف والاتصالات خلال سلسلة زمنية امتدت خمس سنوات وادناه الجدول رقم (1) الذي يوضح عينة الدراسة

جدول رقم (1) الشركات المختارة كعينة للدراسة

القطاع	الشركة	ت
الصناعة	الصناعات الدوائية	1
	المشروبات الغازية	2
الزراعة	الشرق الاوسط لانتاج وتسويق الاسماك	3
المصارف	مصرف بغداد	4
	مصرف الشرق الاوسط	5
	مصرف كردستان	6
	مصرف سومر	7
الاتصالات	اسيا سيل للاتصالات	8

المصدر: من اعداد الباحث

**سابعا: الاساليب الاحصائية المستخدمة لاختبار الفرضيات:**

في تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضيات الدراسة سيتم استخدام تحليل الانحدار البسيط الذي يوفر اسلوبين وهما:

■ **الاسلوب الاول:** اختبار علاقات الارتباط بين عائد السهم ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية وسعر السهم الى صافي الربح والتدفق النقدي الحر .

**الاسلوب الثاني:** هو اختبار جودة البيانات اي استخدام اسلوب معامل التحديد ( $R^2$ ) للتعرف على مدى تفسير كل من عائد السهم من التباين الحاصل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية وسعر السهم الى صافي الربح والتدفق النقدي الحر .

## المحور الثاني: الاداء المالي

### اولا: تقييم الاداء المالي :

يعرف تقييم الاداء المالي "تقييم نشاط الوحدة الاقتصادية على ضوء ما توصلت اليه من نتائج نهاية المدة المالية المعينة وهي اولاً تهتم بالتحقق من بلوغ الاهداف المخططة والمحددة مسبقاً وثانياً بقياس كفاءة الوحدة في استخدام الموارد المتاحة سواء كانت موارد بشرية او مالية " (رزيقة , 2012،ص11)

حظي تقييم الاداء المالي بالاهتمام في الكثير من الدراسات والابحاث المحاسبية فهي من تساعد على تقييم كفاءة الموارد المتاحة والتحقق من تنفيذ الاهداف المطلوبة والتأكد من سير المؤسسة ويستمد التقييم المالي اهميته من توفره المعلومات المهمة للإدارة لاتخاذ القرارات المناسبة سواء كانت استثمارية او تطويرية او بتغيير السياسات ويساعد كذلك في تخفيض وتحسين التكاليف . (فرحات،2016،ص21 )

ونظراً لأهمية هذا الموضوع ظهرت الحاجة الى البحث عن مقاييس جديدة لتقديم المعلومات حول كيفية قيام المنشأة في تعظيم ثروة المالكين وتوليد قيمة لهم .

ان النموذج الاقتصادي يبنى على فرضية مفادها ان المستثمر يقوم بتقييم سهم الشركة التي يريد ان يستثمر فيها , بناءً على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن ان يحصل عليها من هذا السهم الامر الذي ادى الى البحث عن مقاييس جديدة ومفيدة لقياس الاداء المالي بشكل اكثر كفاءة وفاعلية . ( Allen & Leroy ، 2007: 41 )

### ثانياً :مقاييس تقييم الاداء المالي:

تعتبر العديد من الدراسات أن مؤشرات الأداء المالي هي جانب مهم تتطلبه متطلبات التخطيط المالي الدقيق لأنها تمكن الإدارة من إصدار حكم على الأداء السابق والتنبؤ بالمستقبل القريب المستقبل بدقة. لذلك ، يقدم التحليل المالي باستخدام النسب معلومات مفيدة لمستخدمي التقارير المالية حول مدى قدرة الشركة على الوفاء بالديون ودفع التوزيعات على شرط يوضح التزاماتها وتأكيداتها المستقبلية. (العطوط والظاهر 2010:ص 60)

هناك العديد من المؤشرات التي تعكس تطورات وتقييم الأداء المالي مثل نسب السيولة ونسب الأرباح الموزعة ونسب الرفع ونسب التنشيط ونسب السوق. لغرض الدراسة ، يتم استخدام المؤشرات التالية. (الشيخ ، 2008:ص 8)

**1.عائد السهم:** يعد أحد أهم مقاييس الاداء المالي وأنه قائم على مفهوم نسبي ويمثل عائد السهم عائد فعلي يتحقق من عملية اقتناء وبيع الأسهم : (الجميل، 2011،ص 226) ويتم احتسابه وفقاً للمعادلة التالية(حداد،2010،ص318)

$$Ri = \frac{P_t - (P_{t-1}) + Dt}{P_{t-1}}$$

حيث ان:

Ri: عائد السهم

Pt: سعر السهم في الفترة t

Pt-1: سعر السهم في الفترة السابقة t-1

Dt: توزيعات الارباح السنوية

## 2. سعر السهم إلى صافي الربح Price/Earning double PE:

والذي يسمى ايضا بمكرر او مضاعف الأرباح، ويرمز له بالرمز (PE) والذي يشير إلى العلاقة بين صافي دخل الشركة في العام الماضي و سعر سهمها الحالي حيث يعد هذا المؤشر من اهم المؤشرات التي تستخدم في ايجاد السعر العادل للسهم حيث يربط قيمة السهم للشركة بربحية ادائها (الغامدي، 2010، ص95). ، لذلك يتم احتساب لهذا النموذج لغرض معرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها للحصول على سهم الوحدة الاقتصادية حيث يحسب هذا المضاعف من خلال المعادلة التالية(العامري،2007،ص365) :

$$\text{نسبة السعر إلى الربح PE} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

ويتم احتساب ربحية السهم من خلال صافي الربح على عدد الاسهم في الشركة.

## 3. نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية MPV (Market To Book Value):

تعد هذه النسبة واحدة من اهم المؤشرات الأستثمارية التي تستخدم لمعرفة ما اذا كانت قيمة السهم في السوق متدنية او مرتفعة عن قيمته الحسابية بناءً على ما يملكه هذا السهم من حقوق لدى الشركة وبالتالي فهو يوضح ما اذا كان المستثمرون في سوق المال يتوقعون زيادة ربحية الشركة مستقبلا ام لا (ابو شمالة والهدار، 2007، ص102)

ويتم احتساب هذه النسبة على النحو التالي:

$$\text{القيمة السوقية الى القيمة الدفترية MPV} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

(السعيدة وفريد،2004،ص147).

## 4. التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow (FCF):

هو مقياس الأداء المالي للشركة، ويتم حسابه من خلال (التدفق المالي للتشغيل ناقص النفقات الرأسمالية). يمثل التدفق النقدي الحر المبلغ الذي يمكن أن تحققه الشركة بعد إنفاق المال اللازم للحفاظ أو توسيع قاعدة أصولها. والتدفق النقدي الحر مهم لأنه يسمح للشركة باغتنام الفرص التي تعزز حقوق المساهمين . حيث يمكن تقييم مركزها المالي الذي تحققه الشركة بعد حساب كل النفقات المالية، مثل المباني أو العقارات والمصانع والمعدات، ويستخدم الفائض النقدي لتوسيع الإنتاج وتطوير منتجات جديدة والامتلاك ودفع الحصص وتقليل الديون. ويتم حساب التدفق النقدي الحر تحديداً على النحو التالي (Bhandari&Adams,2017.p13):

الأرباح قبل الفوائد والضرائب (1- معدل الضرائب) + (الاندثار) - (التغير في صافي رأس المال العامل) -  
(النفقات الرأسمالية).

فقد ظهر مفهوم التدفق النقدي الحر في ادبيات المحاسبه ضمن مجموعة مختلفة من المصطلحات مثل التدفق النقدي والتدفق النقدي الاضافي الفائض ، (Surplus Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للتوزيع (Excess Cash Flow)، والتدفق النقدي القابل للإنفاق (Distributable Cash Flow)، والفكرة من وراء كل هذه المصطلحات (Disposable Cash Flow). هي لقياس النقدية بعدها الأعلى المتولدة من الأنشطة التشغيلية خلال المدة التي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للمنشأة (Hackel & Livnat, 1996, p. 273).

ويعرف التدفق النقدي الحر أنه "المبلغ النقدي المتبقي من العمليات بعد استخدام النقدية في الاستثمارات الجديدة، أي أنه النقدية المتاحة نظرياً للدفع لحملة السندات والأسهم (-pp247, Beneda, 2003257).

ويرى آخرون أن التدفق النقدي الحر يشير إلى "صافي التدفقات النقدية التشغيلية قبل دفع الفوائد، مطروحاً منها المدفوعات النقدية اللازمة للمحافظة على القدرة التشغيلية الحالية للمنشأة (Damodaran, 1997, p.171).  
"كما عرف على انه الفرق بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية والاستثمارات النقدية في العمليات، وهو صافي النقدية المتولدة من العمليات التشغيلية، التي تحدد قدرة المنشأة على دفع مطالبات المساهمين وتخفيض الديون (Penman, 2004, p.324).

ويعرفه Brealey et.al انه النقد الذي يمكن توزيعه على المستثمرين بعد أن تنفق الشركة للاستثمارات جديدة أو إضافات لرأس المال العامل. حيث يمكن حسابه ببساطة التدفق النقدي من العمليات مطروحاً منه النفقات الرأسمالية. سينخفض التدفق النقدي من العمليات بسبب النفقات الرأسمالية اللازمة للحفاظ على النمو الحالي ، ولكن نعتزف بأن علينا أن نقدر ذلك باستخدام جميع النفقات الرأسمالية لأن النفقات الرأسمالية اللازمة للحفاظ على النمو الحالي . ( Brealey et.al ,2015,P.67)

بينما عرفاه كل من Brigham & Houston بان التدفق النقدي الحر المبلغ النقدي الذي يمكن سحبه دون الضرر بقدرة الشركة على العمل وتوليد تدفقات نقدية مستقبلية وقدا معادلة لقياسه والتي تتضمن : Brigham & (Houston, 2016, p.75)

التدفق النقدي الحر = [صافي الدخل بعد الضريبة وقبل الفوائد +الاندثار] - [ النفقات الرأسمالية -التغير في رأس المال العامل ]

فيما تطرق Palepu and Healy الى ان هناك مقياسين مختلفين لـ FCF ، أحدهما FCF لكل من حاملي الديون وحقوق الملكية والآخر هو التدفق النقدي الحر لأصحاب الأسهم فقط .(FCFE) يمكن حساب كل من مقياس التدفق النقدي الحر FCF الخاصة بهم من خلال البدء بالمدير المالي من بيان التدفق النقدي .أولاً على حساب مصروفات أو دخل صافي الفائدة بعد خصم الضرائب ثم طرح صافي التدفق النقدي المستخدم في أنشطة الاستثمار. في FCFE ، لا يتم ضبط المدير المالي لحساب صافي الفائدة أو الدخل بعد خصم الضرائب ، وصافي التدفق النقدي المستخدم لسداد الديون وإصدارها وكذلك صافي التدفق النقدي المستخدم في أنشطة الاستثمار يتم طرحه. ( Palepu and Healy ,2013:pp. 5-26)

اما ( Hong, et al.,2012) فقد أشاروا في دراستهم الى العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي بالتطبيق على الشركات العقارية المدرجة في الصين: التدفق النقدي الحر هو نتائج أنشطة الأعمال للفترة من ( 2006-2010 ) من أجل تحسين القرار المالي للإدارة والاستثمار. باستخدام تحليل الارتباط الرئيسي وتحليل الانحدار ، تم حساب مؤشرات الأداء المالي الرئيسية من أصل 21 مؤشراً للأداء المالي ، وكانت هذه المؤشرات الرئيسية لشركات العينة مرتبطة بتدفقها النقدي الحر. أظهرت النتائج أن التدفق النقدي الحر لشركة ما يرتبط بشكل سلبي بأدائها المالي ، أي أن التدفقات النقدية الحرة الزائدة ستؤدي إلى انخفاض الأداء المالي. لذلك ، يجب على المستثمرين والمديرين القيام بتحليل شامل للتدفق النقدي الحر ، وتجنب عدم كفاءة الأعمال بسبب التدفق النقدي الحر المفرط ، والذي يؤدي إلى مخاطر وخسائر الاستثمار ( Hong, et al.,2012,PP.332-335).

في حين سعى كل من (Yero, Usman,2013)، الى بيان تأثير التدفق النقدي الحر على أداء الشركات النيجيرية المدرجة في قطاع الأغذية والتبغ والمشروبات. (Yero, Usman,2013,PP1-16) افترضت الدراسة الحالية ان الشركات التي تزداد فيها التدفق النقدي الحر يؤثر ذلك على ارباحها وقيمتها في السوق ، حيث تم استخدام نموذج التدفق النقدي الحر لقياس التدفقات ، و معدل العائد على الاصول لقياس الربحية، وتم صياغة الفرضية من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة كدراسة (Zhou, et al, 2012)،(Chang, et al,2007) التي بينت أن التدفق النقدي الحر يرتبط بالفعل سلباً بأداء الشركات وتم التوصل الى هذه نتائج من خلال نموذج التدفق النقدي الحر الذي اقترحه جنسن عام (1986) ويرى آخرون مثل (Gregory, 2005) ،(Chung, et al, 2005) ان هناك علاقة إيجابية بين التدفق النقدي الحر والربحية. ومن خلال ذلك تم التوصل الى التدفق النقدي الحر له تأثير سلبي على أداء الشركات في المستقبل.

فيما اوضحت دراسة (Nahr,Nemati,2015)العلاقة بين الأداء المالي والتدفق النقدي الحر وهيكل رأس المال بالتطبيق على 90 شركة مدرجة في السوق المالي بطهران وباستخدام نموذج التقارير التي تم الحصول عليها اظهرت ان مؤشر Tobin(Q) مؤشر فعال لأداء الشركة والعلاقة الإيجابية بين هذين المتغيرين. كما تم رفض فرضيات الدراسة الاخرى ، مع الإشارة إلى انه لا توجد علاقة معنوية بين كل من التدفق النقدي الحر والأداء المالي ، وهيكل رأس المال مع الأداء المالي ، وتوظيف الاموال مع الأداء المالي للشركة، و توظيف اموال مع التدفق النقدي الحر وهيكل رأس المال (Nahr,Nemati,2015, pp.457-470).

وبين (Lai et al.,2017)، تأثير التدفق النقدي الحر (FCF) على أداء الشركة في ماليزيا للفترة من (2008-2012) ،حيث تم قياس أداء الشركة من خلال الأداء المحاسبي للشركة الذي يقاس بالعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ، وتم قياس قيمة الشركة من خلال مؤشر Tobin's(Q) ، ومقياس العائد على الأسهم بسعر السهم، وحجم الشركة، وشملت عينة الدراسة خمس قطاعات مختلفة هي التمويل والزراعة والصناعة والممتلكات والسلع الاستهلاكية. وتوصل الباحثون الى وجود علاقة ارتباط سلبية بين التدفق النقدي الحر (FCF) وأداء تلك الشركة ، مقاس بمقياس بـ (TobinQ , ROA). إلى جانب ذلك ، هناك علاقة إيجابية ضئيلة بين ROE وعائد السهم على التدفق النقدي الحر FCF.

فيما ركز (Rupić et al.,2017) في دراسته نحو التعرف على مقاييس الأداء الحديثة التي تقدم تقييماً دقيقاً للقيمة الجوهرية للشركة. التدفق النقدي الحر هو نقطة الانطلاق للعديد من نسب التقييم ، بما في



ذلك التدفق النقدي المخصوم ، السعر إلى التدفق النقدي أو العكس ، عائد التدفق النقدي الحر. يعكس تقييم التدفق النقدي المخصوم (DCF) قدرة الشركة على توليد النقد في المستقبل. في اقتصاد المعرفة ، يجب أن يكون الهدف الرئيسي للشركة هو توليد القيمة للشركة والمالكين. هذا يدل على الأهمية المتزايدة لمنهجيات التدفق النقدي الحر التي تمكن المستثمرين من تقييم الشركات بكفاءة. وقدم نهج عملي تجاه التدفق النقدي المخصوم للشركة (التدفق النقدي الحر للشركة والتدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية) كطريقة للتقييم. (Rupić et al., 2017, pp75-84).

فيما أوضح (Hau, 2017) في دراسته العلاقة بين التدفق النقدي الحر وربحية الشركات للشركات المدرجة في فيتنام للفترة (2012-2016). بناءً على نظرية الوكالة التدفق النقدي الحر ، بالرغم من اقتراح عدة دراسات سابقة وجود علاقة سلبية بين التدفق النقدي الحر وربحية الشركات. في هذه الدراسة ، يرى الباحث بأن عدم تناسق المعلومات في السوق المالية للاقتصاديات النامية قد يحد من الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية. وبالتالي ، قد يكون التدفق النقدي الحر بمثابة مصدر تمويل بديل أرخص. هذه الميزة قد تقلل أو تلغي أو تفوق نظرية الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر الزائد. أظهرت نتائج التحليل أن التدفق النقدي الحر يبدو أنه كان له تأثير إيجابي على ربحية الشركات للشركات المدرجة في فيتنام (Hau, 2017, pp. 296-300).

### المحور الثالث: الجانب التطبيقي

#### أولاً: قياس مستوى التدفق النقدي الحر و نسبة سعر السهم الى الأرباح (مكرر الأرباح)

سيتناول هذا الجانب عرض لنتائج قياس التدفق النقدي الحر و نسبة سعر السهم الى الأرباح لشركة المشروبات الغازية لبيان طريقة الاحتساب ونفس الحال بالنسبة لبقية الشركات عينة الدراسة والتي سيتم استخراجها من القوائم المالية وتحليل اسباب الزيادة والنقص لهذه الشركة، وعلى النحو التالي:

جدول (2) قياس التدفق النقدي الحر لشركة المشروبات الغازية في بغداد

السنة	الأرباح قبل الفوائد والضرائب (1-معدل الضريبة )	(الاندثار)	(التغير في صافي رأس المال العامل)	النفقات الرأسمالية	التدفق النقدي الحر	مكرر الأرباح
2013	24042760944	10099336702	8931916813	7063183039	18146997794	18.96
2014	22011409575	11035182390	93308071966	8865177733	69126657734	15.23
2015	30137221927	12409731029	1.07643E+11	22868408115	87964806470	14.62
2016	37781404761	15770727804	53911037816	25728332494	26087237745	9.92
2017	42040982334	23567087194	79872846821	79164300422	93429077715	12.74

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق المالي

من خلال الجدول رقم (2) يتبين لنا ان الشركة كان لها اعلى تدفق نقدي حر في سنة (2013)، وسبب الارتفاع يعود الى ان الشركة كانت ذات كفاءة عالية في ادارة موجوداتها فيمنازون بايرادات عالية وبالتالي مرتفع مما ادى الارتفاع التدفق النقدي الحر وهذا يحقق للشركة في هذه السنة استثمارا جذابا. اما في بقية السنوات فهناك انخفاض واضح في التدفق النقدي الحر وخاصة في سنة (2017) فهنا نجد ان التدفق النقدي الحر منخفض جدا بسبب ان الشركة تحتجز جزء كبير من النقد على شكل موجودات متداولة ادى الى رأس مال العامل ضخما جدا ، وعلى الرغم من ذلك، من الجدير بالذكر بأن التدفقات النقدية الحرة السلبية ليست سيئة في حد ذاتها، وإذا كان التدفق النقدي الحر سلبياً فيمكن الإشارة بأن الشركة تقوم باستثمارات كبيرة، وإذا كانت هذه الاستثمارات تحقق عائد مرتفع فتكون الاستراتيجية لديها القدرة على الدفع على المدى الطويل. إن التدفق النقدي الحر هو مؤشر أفضل من معدل السعر إلى الأرباح. على الرغم من تحقيق اعلى مستوى للأرباح في سنة (2017) لكنها اقل تدفق نقدي حر . وهذا يعني أنه من المتوقع أن يتضاعف التدفق النقدي الحر (الذي يعمل على نمو العائدات والنفقات) في السنوات التالية، اما اذا كان التدفق النقدي الحر أخذ في الانخفاض على مدى عدد من الفترات الزمنية، فقد يكون هناك سحب داكنة في الأفق للشركة. يمكن للشركات التي لديها تدني لتدفق النقدي الحر أن تتوقع انخفاضا في نمو الأرباح وأسوأ من ذلك. وقد يضطرون إلى اتخاذ مستويات متزايدة من الديون وقد يواجهون تدني السيولة.

**ثانياً: اختبار فرضيات أنموذج الارتباط:** يتمحور اهتمام هذه الفقرة باختبار معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة عن طريق استخدام إحصائيات (Pearson) لاختبار الفرضية الرئيسية الاولى والثانية والمتمثلة بعلاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتمثلة بالتدفق النقدي الحر ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ومكرر الأرباح (والمتغير التابع) العائد على السهم. اذ يظهر الجدول (3) مصفوفة معاملات الارتباط (Pearson) بين هذه المتغيرات.

جدول رقم (3) مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون للعلاقة بين ابعاد متغيرات الدراسة

	العائد على السهم	التدفق النقدي الحر	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية	مكرر الأرباح
Pearson Correlation	1	.822*	.722*	-.240-
Sig. (2-tailed)		.012	.043	.567
N	8	8	8	8
Pearson Correlation	.822*	1	.334	-.267-
Sig. (2-tailed)	.012		.419	.523
N	8	8	8	8
Pearson Correlation	.722*	.334	1	-.477-
Sig. (2-tailed)	.043	.419		.232
N	8	8	8	8
Pearson Correlation	-.240-	-.267-	-.477-	1
Sig. (2-tailed)	.567	.523	.232	
N	8	8	8	8

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ووفقا للجدول رقم (3) اظهرت مصفوفة الارتباط أن هناك ارتباط بإشارة موجبة بين المتغير المستقل التدفق النقدي الحر والمتغير التابع العائد على السهم بنسبة % 82 وكذلك بالنسبة للمؤشر المستقل المتمثل بنسبة القيمة السوقية الى الدفترية كانت بنسبة %72 بينه وبين المتغير التابع عائد السهم ، أما بالنسبة للمتغير الثالث المستقل نسبة سعر السهم الى الأرباح فنلاحظ عدم وجود ارتباط بينه وبين المتغير التابع عائد السهم.

### ثالثا: تحليل نماذج الانحدار واختبار الفرضيات

1- الفرضية الاولى: افادت هذه الفرضية "بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لعائد السهم في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية"، ويوفر تحليل الانحدار البسيط معامل الارتباط الذي يعد اساس لاختبار وجود العلاقة اولا قبل اختبار مدى تأثير عائد السهم في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، ثم مدى جودة البيانات وما يفسره عائد السهم من التباين الحاصل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، ثم يتم اختبار معامل التأثير او ميل العلاقة بين المتغيرات، ويعتمد على قبول او رفض الفرضية على مستوى المعنوية اذ افترض الباحث ان مستوى المعنوية (5%) معيارا لقبول الفرضية اذا سجل مستوى المعنوية المتحققة اقل منه، وتعرض النتائج في جدول (4) وهي كالآتي:

-2

جدول (4) معامل علاقات التأثير لعائد السهم في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية						المؤشر
مستوى المعنوية	اختبار (f) المحسوبة	اختبار (t) المحسوبة	معامل	معامل	الارتباط	
			التأثير	التحد يد	R	
Sig.			Beta	R <sup>2</sup>	R	
0.040	6.54	2.56	0.72	0.52	0.72	عائد السهم

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج spss v.20

يلاحظ من جدول (4) ان هناك علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية موجبة بين عائد السهم ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية التي بلغت (0.72) وهي معنوية اذا قورنت مع مستوى المعنوية المتحقق والتي هي اقل من (5%) التي افترضها الباحث.

كما ان معامل التحديد قد بلغ (0.52) وهو يعني ان عائد السهم يفسر مقدار (0.52) من التباين الحاصل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وانه معنوي استنادا الى قيمة (F) المحسوبة التي هي اكبر من القيمة الجدولية البالغة (4.00).

اما ميل العلاقة قد بلغ (0.72) وهذا يعني ان عائد السهم له تأثير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وان اي زيادة في عائد السهم سيرافقه زيادة في نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وان قيمة (T) المحسوبة قد بلغت (2.56) وهي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة (1.96) وعلى وفق هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

3- الفرضية الثانية: افادت هذه الفرضية "بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لعائد السهم في سعر السهم الى صافي الربح"، ويوفر تحليل الانحدار البسيط معامل الارتباط الذي يعد اساس لاختبار وجود العلاقة اولا قبل اختبار مدى تأثير عائد السهم في سعر السهم الى صافي الربح، ثم مدى جودة البيانات وما يفسره عائد السهم من التباين الحاصل في سعر السهم الى صافي الربح، ثم يتم اختبار معامل التأثير وميل العلاقة بين المتغيرات، ويعتمد على قبول او رفض الفرضية على مستوى المعنوية اذ افترض الباحث ان مستوى المعنوية (5%) معيارا لقبول الفرضية اذا سجل مستوى المعنوية المتحققة اقل منه، وتعرض النتائج في جدول (5) وهي كالآتي:

جدول (5) معامل علاقات التأثير لعائد السهم في سعر السهم الى صافي الربح

سعر السهم الى صافي الربح						المؤشر
مستوى المعنوية	اختبار (f) المحسوبة	اختبار (t) المحسوبة	معامل	معامل	الارتباط	
			التاثير	التحديد	R	
Sig.			Beta	R <sup>2</sup>	R	
0.567	0.37	-606.-	- 0.24	0.6	-0.24	عائد السهم

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج spss v.20

يلاحظ من جدول (5) ان هناك لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين عائد السهم وسعر السهم الى صافي الربح التي بلغت (0.24) وعلى وفق هذه النتائج ترفض هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

4- الفرضية الثالثة: افادت هذه الفرضية "بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لعائد السهم في التدفق النقدي الحر"، ويوفر تحليل الانحدار البسيط معامل الارتباط الذي يعد اساس لاختبار وجود العلاقة اولا قبل اختبار مدى تأثير عائد السهم في التدفق النقدي الحر، ثم مدى جودة البيانات وما يفسره عائد السهم من التباين الحاصل في التدفق النقدي الحر ثم يتم اختبار معامل التأثير و ميل العلاقة بين المتغيرات، ويعتمد على قبول او رفض الفرضية على مستوى المعنوية اذ افترض الباحث ان مستوى المعنوية (5%) معيارا لقبول الفرضية اذا سجل مستوى المعنوية المتحققة اقل منه، وتعرض النتائج في جدول (6) وهي كالآتي:

جدول (6) معامل علاقات التأثير لعائد السهم في التدفق النقدي الحر

التدفق النقدي الحر						المؤشر
مستوى المعنوية	اختبار (f) المحسوبة	اختبار (t) المحسوبة	معامل	معامل	الارتباط	
			التاثير	التحديد	R	
Sig.			Beta	R <sup>2</sup>	R	
0.005	12.53	3.54	0.82	0.68	0.82	عائد السهم

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج spss v.20

يلاحظ من جدول (6) ان هناك علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية موجبة بين عائد والتدفق النقدي الحر التي بلغت (0.82) وهي معنوية اذا قورنت مع مستوى المعنوية المتحقق والتي هي اقل من (5%) التي افترضها الباحث.

كما ان معامل التحديد قد بلغ (0.68) وهو يعني ان عائد السهم يفسر مقدار (0.68) من التباين الحاصل في التدفق النقدي الحر، وانه معنوي استنادا الى قيمة (F) المحسوبة التي هي اكبر من القيمة الجدولية البالغة (4.00).

اما ميل العلاقة قد بلغ (0.82) وهذا يعني ان التدفق النقدي الحر له تأثير في عائد السهم، وان اي زيادة في التدفق النقدي الحر سيرافقه زيادة في عائد السهم، وان قيمة (T) المحسوبة قد بلغت (3.54) وهي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة (1.96) وعلى وفق هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

#### 5- فرضية الفروق الرابعة والخامسة:

نصت هذه الفرضيات على وجود اختلافات معنوية بين المؤشرات عائد السهم والتدفق النقدي الحر ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية وسعر السهم الى صافي الارباح على قياس الأداء المالي للشركة من خلال القدرة على تقييم عائد السهم في الشركات عينة الدراسة، اذ من خلال نتائج اختبار الفرضيات الثلاث اعلاه يظهر جدول (7) قيم التفسيرية لبيان الفروق بين مؤشرات الدراسة في تقييم عوائد الاسهم وكالاتي:

جدول (7) ترتيب مؤشرات البحث

ترتيب المؤشرات	معامل التفسير	المؤشرات
2	0.52	نسبة القيمة السوقية الى الدفترية
3	0.6	سعر السهم الى صافي الارباح
1	0.68	التدفق النقدي الحر

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج البرنامج spss v.20

اظهر جدول رقم (7) ترتيب المؤشرات من حيث معامل التفسير ( $R^2$ ) اذ كان التدفق النقدي الحر هو اعلى مؤشرات الدراسة، ثم يليه مؤشر نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ثم مؤشر سعر السهم الى صافي الربح، وهذا يدل على قبول فرضيات الدراسة التي نصت على ان للتدفق النقدي الحر قدرة تفسيرية اكبر لتفسير عائد السهم مقارنة بنسبة القيمة السوقية الى الدفترية وسعر السهم الى صافي الارباح.

### المحور الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

#### اولاً: الاستنتاجات :

1. التدفق النقدي الحر مهم لأنه يسمح للشركة باغتنام الفرص التي تقوي حقوق المساهمين.
2. يلاحظ التركيز على الأرباح فقط بينما يتجاهل المال الحقيقي الذي تحققه الشركة.
3. ويمكن تعديل الأرباح في كثير من الأحيان من خلال الممارسات المحاسبية المختلفة، ولكن من الصعب تزييف التدفق النقدي
4. يعتقد بعض المستثمرين أن التدفق النقدي الحر يعطي صورة أكثر وضوحاً عن قدرة الشركة على جني الأموال والأرباح
5. إن التدفق النقدي الحر هو مؤشر أفضل من معدل السعر إلى الأرباح. حيث كلما يزداد التدفق النقدي الحر يجعلها استثمار جذاب.

6. وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لعائد السهم في التدفق النقدي الحر
7. هناك علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية موجبة بين عائد السهم ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية التي بلغت (0.72) وهي معنوية اذا قورنت مع مستوى المعنوية المتحقق والتي هي اقل من (5%) التي افترضها الباحثة.
8. هناك علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية موجبة بين عائد والتدفق النقدي الحر التي بلغت (0.82)

### ثانيا: التوصيات:

1. ان التدفق النقدي الحر (FCF) هو مقياس الأداء المالي للشركة ويفترض الاهتمام به كونه احد المقاييس الحديثة المهمة التي تؤثر على العائد للسهم , وله اهمية كبيرة في تقييم ادا الشركات لذلك من المهم ان يتم ذكره في التقارير المالية المنشورة كغيره من المؤشرات .
2. الاهتمام بهذا المؤشر التدفق النقدي الحر كونه كان ايجابيا او سلبيا فهو يعد جيد للتعبير عن استثمارات الشركة .
3. وإذا كان التدفق النقدي الحر سلبياً فيمكن الإشارة بأن الشركة تقوم باستثمارات كبيرة، وإذا كانت هذه الاستثمارات تحقق عائد مرتفع فتكون الاستراتيجية لديها القدرة على الدفع على المدى الطويل .
4. ترتيب المؤشرات من حيث الحجم اذ كان التدفق النقدي الحر هو اعلى مؤشرات الدراسة, ثم يليه القيمة السوقية الى القيمة الدفترية واخيرا مؤشر سعر السهم الى صافي الربح ونتيجة لذلك ينبغي البحث اكثر في الدراسات المستقبلية حول مؤشر التدفق النقدي الحر في تقييم اداء الشركات .

### المصادر:

1. ابو شماله والدهدار، مروان حمودة،(2007)،"الادارة المالية"،ط1،غزة،فلسطين،دار المعرفة.
2. الجميل ، سرمد كوكب ، (2011) ،"المدخل الى الأسواق المالية (نظريات وتطبيقات) "، ابن الاثير للنشر ، الموصل.
3. السعيدة، فيصل جميل وفريد، نضال عبد الله،(2004)،"الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي"،ط1،عمان،مكتبة المجتمع العربي.
4. العامري،محمد علي، (2007) ، "الادارة المالية" ، الطبعة الاولى ،دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان .
5. الغامدي، عبد السلام سعيد،(2010)،"ضبابية انهيار سوق المال السعودية عام 2006 واثر الاداء المالي للشركة، المجلة العربية للمحاسبة، يونيو .
6. العطوط ، سامح مؤيد ، الظاهر ، مفيد، (2010) ، " أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للاسهام (دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية)" ، مجلة جامعة القدس المفتوحة ، العدد 21.
7. الشيخ ، مصطفى فهمي ، (2008) ، "التحليل المالي" ، الطبعة الأولى - رام الله - فلسطين.
8. حداد ، فايز سليم ، (2010)،" الإدارة المالية" ، الطبعة الثالثة ، الأردن

9. رزيقة، تالي، (2012)، "تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة التجهيزات المنزلية EDIED، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.
10. فرحات، نسرين ابن زاوي، (2016)، "اهمية استخدام قائمة التدفقات النقدية في تقييم الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حاله مؤسسة البناء والعمران ام البواقي"، جامعة ام البواقي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير /قسم العلوم التجارية
11. Allen Shaked & Oirre Leroy, (2007), " Creating Value through EVA: Mythor Reality, Strategy Management ", Journal of Accounting Research, Vol. (9), No. (3).
12. Bhandari, Shyam B., Adams ,Mollie T.,(2017)," On the Definition, Measurement, and Use of the Free Cash Flow Concept in Financial Reporting and Analysis: A Review and Recommendations", Journal of Accounting and Finance ,Vol. 17(1) .
13. Beneda, N.L. (2003), "Estimating Free Cash Flows and Valuing A Growth Company", *Journal of Asset Management*, 4-4: 247-257.
14. Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2016), *Fundamentals of Financial Management*, 14th Ed. Boston, MA: Cengage Learning
15. Brealey, R., Myers, S. & Marcus, A. (2015), *Corporate Finance*, 8th Ed. New York, NY: McGraw Hill.
16. Damodaran, A. (1997),"Corporate Finance Theory and Practice", Second Edition, John Wiley and Sons, Inc.
17. Hau ,Le Long ,(2017)," Free cash flow and firm performance: Evidence from sectoral levels for Vietnamese listed firms , International Journal of Advanced Engineering, Management and Science (IJAEMS) [Vol-3, Issue-4, Apr, ISSN: 2454-1311, <https://dx.doi.org/10.24001/ijaems.3.4.2>.
18. Hackel, K. and Livnat, J. (1996)", *Cash Flow and Security Analysis*, Irwin Professional Publishing, Chicago, USA.
19. Hong, z., Shuting,Y., Meng, Z., (2012)," Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance Evidence from the Listed Real Estate Companies in China, *International Conference on Innovation and Information Management (ICIIM 2012) IPCSIT vol. 36*.
20. Lai, Elaine Kok Suit, Latiff, Ahmed Razman Abdul, Keong Ooi Chee, Qun, Tong Chue,(2017)," The Impact of Free Cash Flow on Firm's Performance: Evidence from Malaysia", 30th IBIMA Conference: 8-9 November, Madrid, Spain
21. Nahr ,Ali Akbar Nonahal , Nemati , Zahra .,(2015)," Surveying The Relationship Between Financial Performance, Free Cash Flow, Capital Structure As

Well As Related or Unrelated Diversification in Tehran Stock Exchange, Cumhuriyet Üniversitesi Fen Fakültesi Fen Bilimleri Dergisi (CFD), Cilt:36, No: 3 Özel Say , ISSN: 1300-1949,p457-470.

22. Penman, S. and yehuda, N. (2004)," The Pricing of Earnings and Cash Flows and Affirmation of Accrual Accounting, Working Paper, University of Columbia, New York., Available:

23. Palepu, K. G. and Healy, P. M. (2013). Business Analysis and Valuation, 5th Ed. Mason, OH: Cengage Learning

24. Rupić, Ivana Bešlić, Obradović, Dragana Bešlić, Rupić, Bojan,(2017)," FREE CASH FLOW VALUATION MODEL IN CAPITAL BUDGETING, European Project Management Journal, Volume 7, Issue 1, December

25. Yero, j.,I Ibrahim, Usman, Shehu Hassan,(2013)," FREE CASH FLOW, GROWTH OPPORTUNITY AND PERFORMANCE OF NIGERIAN QUOTED FOOD, TOBACCO & BEVERAGES FIRMS, Conference Paper



## الملاحق

## ملحق (1) نتائج قياس التدفق النقدي الحر للشركات عينة الدراسة للفترة (2013-2017)

الوسط الحسابي	التدفق النقدي الحر					اسم الشركة	ت
	2017	2016	2015	2014	2013		
- 57826786 24	- 4859 6550 33	- 67406 75324	- 59214 98920	- 55751 20917	- 58164 42928	الصناعات الدوائية	1
- 51692156 374	- 9342 9077 715	- 26087 23774 5	- 87964 80647 0	- 69126 65773 4	- 18146 99779 4	المشروبات الغازية	2
- 56983969 1.2	- 7413 9449 2	- 68670 7896	- 49283 5363	- 41502 8333	- 51323 2372	الشرق الاوسط لاننتاج وتسويق الاسماك	3
- 1.33743E +11	- 1.153 07E+ 11	- 96071 05683 6	- 65377 84571 2	- 1.9932 4E+11	- 1.9263 4E+11	مصرف بغداد	4
- 1.18337E +11	- 9145 1878 516	- 2.4250 5E+11	- 41.6	- 2.4598 2E+11	- 1.9464 9E+11	مصرف الشرق الايوسط	5
- 1.11319E +12	- 5.004 53E+ 11	- 4.5086 2E+11	- 3.9873 2E+11	- 3.7095 6E+11	- 3.8449 6E+12	مصرف كردستان	6
- 1.63735E +11	- 7974 7493 000	- 2.4193 1E+11	- 2.3754 4E+11	- 2.4016 3E+11	- 1.7878 2E+11	مصرف سومر	7
- 1.05696E +12	- 66.71	- 9.8113 2E+11	- 1.3299 6E+12	- 1.5411 1E+12	- 1.4325 8E+12	اسيا سيل للاتصالات	8
- 66261209 336.15	- 6794 8844 457.1 6	- 10468 95972 5.13	- 66740 87669 7.08	- 51196 02412 7.00	- 37082 84596 88.25	المتوسط الحسابي	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق المالي

## ملحق (2) نتائج قياس نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركات عينة الدراسة وللفترة (2013-2017)

الوسط الحسابي	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية					اسم الشركة	ت
	2017	2016	2015	2014	2013		
0.6702624	0.58924	0.576096	0.651243	0.74733 1	0.78740 2	الصناعات الدوائية	1
1.6227682	1.55002 9	1.40056	1.804788	1.58707 9	1.77138 5	المشروبات الغازية	2
1.6547568	1.47328	1.336381	1.332572	1.56376 1	2.56779	الشرق الاوسط لانتاج وتسويق الاسماك	3
1.1075102	0.55054 2	0.804598	1.089385	1.32478 6	1.76824	مصرف بغداد	4
0.572233	0.32169 1	0.395221	0.472222	0.48859 9	1.18343 2	مصرف الشرق الاوسط	5
1.2264706	0.85790 9	0.907781	1.14534	1.63793 1	1.58339 2	مصرف كردستان	6
0.9001932	0.84112 1	0.841908	0.902184	0.96246 4	0.95328 9	مصرف سومر	7
1.513773	0.96418 7	1.004588	1.150201	1.87077 3	2.57911 6	اسيا سيل للاتصالات	8
1.158496	0.8935	0.908392	1.068492	1.27284 1	1.64925 6	الوسط الحسابي	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق المالي

## ملحق رقم (3) نتائج قياس مكرر الارباح للشركات عينة الدراسة وللفترة (2017-2013)

الوسط الحسابي	مكرر الارباح					اسم الشركة	ت
	2017	2016	2015	2014	2013		
6525.97	26056	-	10.91	14.47	22.5	الصناعات الدوائية	1
14.294	12.74	9.92	14.62	15.23	18.96	المشروبات الغازية	2
22.162	33.52	17.12	13.62	22.14	24.41	الشرق الاوسط لانتاج وتسويق الاسماك	3
23.424	24.91	11.24	51.17	13.95	15.85	مصرف بغداد	4
26.746	39.62	0	55	30	9.11	مصرف الشرق الاوسط	5
21.4425	-	9.15	23.52	41.6	11.5	مصرف كردستان	6
185.166	561.58	30.61	65.74	125	142.9	مصرف سومر	7
15.064	12.34	10.69	13.69	20	18.6	اسيا سيل للاتصالات	8
854.2836	3820.101	12.67571	31.0337 5	35.29875	32.97875	المتوسط الحسابي	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق المالي

ملحق رقم (4) نتائج قياس عائد السهم للشركات عينة الدراسة وللفترة (2017-2013)  
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق المالي

الوسط الحسابي	عائد السهم					اسم الشركة	ت
	2017	2016	2015	2014	2013		
0.0485	0.026	-	0.07	0.058	0.04	الصناعات الدوائية	1
0.1946	0.21	0.252	0.201	0.148	0.162	المشروبات الغازية	2
0.412	0.24	0.444	0.514	0.35	0.512	الشرق الاوسط لانتاج وتسويق الاسماك	3
0.0738	0.024	0.081	0.023	0.111	0.13	مصرف بغداد	4
0.0472	0.012	0.094	0.01	0.03	0.09	مصرف الشرق الاوسط	5
0.0555	-	0.047	0.022	0.014	0.139	مصرف كردستان	6
0.0362	0.002	0.15	0.014	0.008	0.007	مصرف سومر	7
0.1088	0.104	0.118	0.106	0.095	0.121	اسيا سيل للاتصالات	8
0.122075	0.0882 86	0.169 429	0.12	0.10175	0.150125	المتوسط الحسابي	