

## The Value Relevance of Financial Performance Measures During Firm Life Cycle Stages

Zaid Ali Abu Rumman<sup>1</sup> and Mamoun M. Al-Debi'e<sup>2</sup>

### ABSTRACT

This study aims at investigating the value relevance of selected financial performance measures during the various stages of the firm life cycle according to (Ohlson, 1995) valuation model. The selected financial performance measures are: net income, cash flows from operating activities, cash flows from investing activities and cash flows from financing activities. The book value of net assets is used as a control variable and finally the dependent variable in the study model is the firm market value.

The study adopted (Dickinson, 2011) methodology to classify a firms' life cycle into five stages, including; the introduction stage, the growth stage, the maturity stage, the shake-out stage and finally the decline stage. The study sample included 608 observations (company-year) of 78 industrial companies listed in Amman Stock Exchange (ASE) during the period 2006-2015.

The results of the study revealed that all financial performance measures (altogether) are value-relevant during all stages of the firm life cycle. Yet, the value relevance of performance measures is different from one stage to another. In other words, some of the measures are value-relevant in certain stages and irrelevant in other stages. The results indicated that net income is value-relevant in the growth and in the maturity stages and irrelevant for the firm value in the rest of the stages. Furthermore, cash flows from operating activities are value-relevant in the shake-out stage and irrelevant in the rest of the stages. Finally, cash flows from investing activities and cash flows from financing activities are both irrelevant in all firm life cycle stages.

The study recommends users of financial information to take into consideration the stage in which the firm is in its life cycle and the financial performance measure that is most value-relevant for the firm value at that stage, in order to help them in making investment and credit decisions.

**Keywords:** Firm life cycle, Financial performance measures, Firm value, Value relevance, Cash flow, Industrial companies.

---

1 New Generation Center, Amman, Jordan.

zaid.aburumman@hotmail.com

2 Professor, Department of Accounting, School of Business, The University of Jordan.

mamoun@ju.edu.jo

Received on 27/1/2019 and Accepted for Publication on 17/10/2019.

## مدى ملاءمة مقاييس الأداء المالي للقيمة السوقية خلال مراحل دورة حياة المنشأة

زيد علي أبو رمان<sup>1</sup>، ومأمون محمد الدبعي<sup>2</sup>

## ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى ملاءمة مقاييس الأداء المالي للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها، وذلك من خلال نموذج تقييم (Ohlson, 1995). وقد استخدمت الدراسة صافي الدخل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية كمتغيرات مستقلة، كما استخدمت القيمة الدفترية لصافي الأصول كمتغير ضابط واستخدمت القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع.

اعتمدت الدراسة على منهج (Dickinson, 2011) في تصنيف دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل هي: التأسيس والنمو والنضج والتراجع والهبوط. وقد تضمنت عينة الدراسة 608 مشاهدات (شركة-سنة) للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان خلال الأعوام 2006-2015، وبلغ عددها 78 شركة خلال هذه الفترة. استخدمت الدراسة الانحدار الخطي المتعدد لتنفيذ نموذج الدراسة خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة.

توصلت الدراسة إلى أن مقاييس الأداء المالي (مجتمعة) ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال جميع مراحل دورة حياتها، بينما يختلف مدى ملاءمة هذه المقاييس للقيمة السوقية للمنشأة من مرحلة إلى أخرى؛ إذ إن بعض المقاييس (بشكل منفصل) ملائمة لقيمة المنشأة السوقية في مرحلة محددة وبعضها غير ملائم لقيمة المنشأة في السوق. فقد أظهرت النتائج أن صافي الدخل ملائم لقيمة المنشأة في مرحلتها النمو والنضج وغير ملائم في باقي مراحل دورة حياة المنشأة، كما أن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ملائمة في مرحلة التراجع وغير ملائمة في باقي المراحل. أما التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية فهي غير ملائمة لقيمة المنشأة خلال جميع مراحل دورة حياتها.

توصي الدراسة مستخدمي المعلومات المالية بأن يأخذوا بعين الاعتبار المرحلة التي تمر بها المنشأة ضمن دورة حياتها والمقياس المالي الأكثر ملاءمة لقيمة المنشأة في تلك المرحلة، وذلك لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية والائتمانية.

**الكلمات الدالة:** دورة حياة المنشأة، مقاييس الأداء المالي، قيمة المنشأة، الملاءمة، التدفقات النقدية، الشركات الصناعية.

## المقدمة

مستخدم المعلومات المحاسبية عملية فهم المعلومات المحاسبية وتقييم أداء المنشأة واتخاذ القرارات المناسبة خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة وذلك عن طريق قيام المنشأة بمقارنة بياناتها المالية خلال مختلف مراحل دورة حياتها وخلال الفترات الزمنية المتعاقبة.

تعتبر عملية تزويد مستخدمي القوائم المالية بمعلومات محاسبية تساعدهم في اتخاذ القرارات الملائمة من الأمور الأكثر أهمية في البيئة التنافسية. لذلك، ولجعل المعلومات المحاسبية أكثر فائدة وأكثر ملاءمة في عملية اتخاذ القرار، لا بد من إجراء المقارنات بين الشركات التي تقع ضمن المرحلة

نتيجة للظروف الاقتصادية والتطورات التي تواجهها المنشآت خلال فترة حياتها، تنتقل المنشأة من مرحلة إلى أخرى خلال هذه الفترة، ويطلق على ذلك اسم دورة حياة المنشأة. وتسهل عملية تقسيم دورة حياة المنشأة إلى مراحل على

1 مركز الجيل الجديد، عمان، الأردن. zaid.aburumman@hotmail.com

2 أستاذ، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

mamoun@ju.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2019/7/27 وتاريخ قبوله 2019/10/17.

(Dickinson, 2011)، كما يتضمن تعريف وقياس متغيرات الدراسة ونموذجها وطرق تحليل البيانات. أما القسم الرابع فيتضمن الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة قبل وبعد حذف القيم المتطرفة، بالإضافة لتحليل الوسيط لقياس مدى اختلاف قيم مقاييس الأداء المالي خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، كما يعرض أيضاً مصفوفة ارتباط بيرسون الخطي بين متغيرات الدراسة، واختبار التباين الخطي (VIF) بين المتغيرات المستقلة، ونتائج الانحدار الخطي المتعدد لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. وأخيراً يتضمن القسم الخامس والأخير ملخص نتائج الدراسة وتوصياتها.

### الأدبيات السابقة في البحث المحاسبي

تعد دراسة (Anthony and Ramesh, 1992) من أقدم الدراسات التي قسمت دورة حياة المنشأة بطريقة نوعية ومنتظمة؛ فقد اعتمدت على نسبة توزيع الأرباح ونمو المبيعات والمصاريف الرأسمالية وعمر المنشأة كمتغيرات لتصنيف دورة حياة المنشأة إلى ثلاث مراحل (النمو والنضج والهبوط).

وبحثت دراسة Black (1998) في مدى ملاءمة مقاييس الربحية والتدفقات النقدية لقيمة المنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، وصنفت دورة حياة المنشأة إلى مرحلة التأسيس ومرحلة النمو ومرحلة النضج ومرحلة الهبوط وفقاً لمنهجية (Anthony and Ramesh, 1992). وأظهرت الدراسة أن معلومات الربحية والتدفقات النقدية محدودة الفائدة في مرحلة التأسيس، وأن التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية أكثر ملاءمة في هذه المرحلة من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ومقاييس الربحية. أما في مرحلة النمو، فكانت القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منه التغير في النقدية ومقاييس التدفقات النقدية ملائمة، بينما مقاييس الربحية غير ملائمة في هذه المرحلة. أما في مرحلة النضج، فكانت القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منه التغير في النقدية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية ومقاييس الربحية ملائمة، وكانت جميع مقاييس التدفقات النقدية ملائمة في مرحلة الهبوط على عكس مقاييس الربحية.

أما دراسة (Dahmash and Qabajeh (2012) فقد هدفت إلى

نفسها من دورة حياتها. كما يجب أخذ المرحلة ذاتها بعين الاعتبار عند تقييم كل شركة على حدة، بالإضافة إلى معرفة المقياس المالي الأكثر ملاءمة لقيمة المنشأة في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة؛ إذ إن مقاييس الأداء المالي تختلف باختلاف المرحلة ضمن دورة حياة المنشأة (Black, 1998). وتساعد عملية تقسيم دورة حياة المنشأة مستخدمى القوائم المالية على مقارنة الأداء المالي خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، مما يؤدي إلى تحسين عملية تقييم الأداء المالي وتحسين الميزة التنافسية في سوق العمل.

وتكمن المشكلة في صعوبة تحديد مقاييس الاداء المالي الأكثر ملاءمة لقيمة المنشأة في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها؛ فالتحليل المالي الذي يتجاهل المرحلة التي تمر بها المنشأة لا يخدم مستخدمى القوائم المالية، وبالتالي فإن تحديد المقاييس المالية الملائمة في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة قد يساهم في حل هذه المشكلة.

سوف يتم في هذه الدراسة اختبار مدى ملاءمة أربعة مقاييس أداء مالي (صافي الدخل، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية) للقيمة السوقية خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان. وسوف يتم استخدام منهج (Dickinson, 2011) لتقسيم دورة حياة المنشأة. ووفقاً لهذا المنهج، سيتم تقسيم دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل هي: مرحلة التأسيس (introduction stage)، ومرحلة النمو (growth stage)، ومرحلة النضج (maturity stage)، ومرحلة التراجع (shake-out stage)، ومرحلة الهبوط (decline stage).

### تنظيم الدراسة

يتضمن القسم الثاني من الدراسة الأدبيات السابقة ذات العلاقة بمدى ملاءمة مقاييس الأداء المالي لقيمة المنشأة والأدبيات السابقة ذات العلاقة بنظرية دورة حياة المنشأة، بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة. أما القسم الثالث فيتضمن مجتمع الدراسة وعينها وفترتها وفرضياتها وطريقة تصنيف دورة حياة المنشأة وفقاً لمنهجية

استخدمت الدراسة منهجية (Dickinson, 2011) في تقسيم دورة حياة المنشأة. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات تميل إلى اتباع سياسات مختلفة للإفصاح المحاسبي في مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، بالإضافة إلى أن الإفصاح المحاسبي أعلى ما يكون في مراحل التأسيس والنضج والهبوط وأقل ما يكون في مرحلة التراجع، بالإضافة إلى وجود قيمة عالية لجودة الإفصاح ولقيمة المنشأة في مرحلة النمو مقارنة مع المراحل الأخرى.

أما دراسة (Oskouei and Zadeh (2015) فقد هدفت إلى اختبار أثر ربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية في التنبؤ بعوائد الأسهم خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة. واستخدمت الدراسة منهجية (Dickinson, 2011) لتقسيم دورة حياة المنشأة. وأشارت النتائج إلى وجود أثر لربحية السهم على التنبؤ بعوائد الأسهم في جميع مراحل دورة حياة المنشأة، كما أن هناك أثراً للقيمة الدفترية لحقوق الملكية في التنبؤ في عوائد الأسهم، لكنها تكون أقل تأثيراً في مرحلة النضج.

وركزت دراسة (Etemadi and Mougouie (2015) على القدرة في تطوير نموذج تقييم (Ohlson, 1995)؛ إذ ناقشت كيف يمكن لدورة حياة المنشأة أن تؤثر على العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وقيمة المنشأة. وقسمت دورة حياة المنشأة وفقاً لمنهجية (Anthony and Ramesh, 1992) ومنهجية (Park and Chen, 2006). وأشارت النتائج إلى أن إدخال متغير دورة حياة المنشأة في نموذج (Ohlson, 1995) يعطي أداءً أفضل في تقييم قيمة المنشأة من نموذج (Ohlson, 1995) التقليدي. كما يختلف مدى ملاءمة مؤشرات الأداء المحاسبي لقيمة المنشأة من مرحلة إلى أخرى ضمن مراحل دورة حياة المنشأة.

أما دراسة (Garakaz et al. (2016) فقد تناولت أثر دورة حياة المنشأة على تكلفة رأس المال، وقسمت دورة حياة المنشأة بالاعتماد على منهجية (Dickinson, 2011). وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات تتبع سياسات مختلفة لتكلفة رأس المال في مختلف مراحل دورة حياة المنشأة؛ إذ تكون تكلفة رأس المال في أقل مستوياتها في مرحلة النضج مقارنة بمرحلة التأسيس ومرحلة التراجع، بينما تكون تكلفة رأس المال في أعلى مستوياتها في مرحلة التأسيس، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة بين تكلفة رأس المال ومختلف مراحل دورة حياة المنشأة.

اختبار مدى ملاءمة نموذج تقييم (Ohlson, 1995) لقيمة المنشأة للمعلومات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي. وقد أظهرت النتائج أن نموذج تقييم (Ohlson, 1995) ملائم بشكل كبير لقيمة المنشأة في الشركات الصناعية والتجارية المدرجة في سوق عمان المالي، كما أشارت النتائج إلى مدى ملاءمة متغير القيمة الدفترية لصافي الأصول والارباح غير الاعتيادية لقيمة المنشأة.

كما هدفت دراسة (Makrani and Abdi (2014) إلى اختبار أثر القيمة الدفترية لصافي الأصول وصافي الربح والتدفقات النقدية على أسعار الأسهم، وذلك من خلال نماذج (Ohlson, 1995) (Myers, 1999) (Feltham and Ohlson, 1995). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر لصافي الربح والتدفقات النقدية والقيمة الدفترية لصافي الأصول على أسعار الأسهم.

وقد هدفت دراسة (Chen et al. (2010) إلى اختبار أثر مقاييس الأداء المالي على القيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها من خلال نموذج تقييم (Ohlson, 1995). وصنفت دورة حياة المنشأة وفقاً لمنهجية (Anthony and Ramesh, 1992). وأظهرت نتائج الدراسة أن جميع مقاييس الأداء المالي (البحث والتطوير والدخل غير التشغيلي المعدل والدخل التشغيلي والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية) مؤشرات مالية مهمة، ولكن درجة أهميتها تختلف خلال مراحل دورة حياة المنشأة. فبالنسبة لمقاييس الربحية (البحث والتطوير والدخل غير التشغيلي المعدل)، فهي أفضل مؤشرات ذات علاقة بالقيمة السوقية للمنشأة في مرحلة النمو. ويكون الدخل التشغيلي أكثر ملاءمة في مرحلة النضج منه في مرحلة الهبوط. أما مقاييس التدفقات النقدية، فإن التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية مؤشرات مالية ملائمة في مرحلة الهبوط مقارنة مع مرحلة النمو. وهذا يعني أن السوق يهتم بمقاييس الأداء المالي في مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، وينعكس هذا على أسعار الأسهم.

وقد هدفت دراسة (Mashaykhi et al. (2013) إلى اختبار أثر السياسات المختلفة للإفصاح المحاسبي على مدى الملاءمة لقيمة المنشأة في مختلف مراحل دورة حياة المنشأة.

وفقاً لمنهجية (Anthony and Ramesh, 1992) وفي مرحلة النضج وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011). وتكون السيولة في أعلى مستوياتها في مرحلة الهبوط وفق منهجية (Anthony and Ramesh, 1992) ومنهجية (Park and Chen, 2006). وتكون المخاطرة في أعلى مستوياتها في مرحلة النمو لجميع منهجيات دورة حياة المنشأة.

وأخيراً، بحثت دراسة (Gulec and Karacaer, 2018) العلاقة بين مقاييس الأداء المحاسبي وعائد السهم خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، واستخدمت الدراسة منهجية (Anthony and Ramesh, 1992) ومنهجية (Park and Chen, 2006) في تقسيم دورة حياة المنشأة. وتوصلت الدراسة وفقاً لمنهجية (Anthony and Ramesh, 1992) إلى أن متغير الاستثمار الرأسمالي غير المتوقع ومتغير نمو المبيعات غير المتوقع يتناقضان بشكل تدريجي من مرحلة النمو إلى مرحلة الهبوط. وتختلف قيمة معامل الارتباط في جميع المتغيرات المستقلة من مرحلة إلى أخرى من مراحل دورة حياة المنشأة. وكما أظهرت النتائج وفقاً لمنهجية (Park and Chen, 2006) أن هنالك تناقصاً كبيراً في قيمة المتغيرات من مرحلة النمو إلى مرحلة الهبوط، كما تختلف قيمة معامل الارتباط بين المتغيرات من مرحلة إلى أخرى.

#### ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تعتبر هذه الدراسة الأولى التي تأخذ بعين الاعتبار دورة حياة المنشأة وفقاً لمنهج (Dickinson, 2011) في العلاقة بين مقاييس الأداء المالي والقيمة السوقية للمنشأة في البيئة الأردنية.

#### منهجية الدراسة

##### مجتمع الدراسة وعينتها

يمثل مجتمع الدراسة جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان من عام 2006 لغاية عام 2015، التي بلغ عددها 84 شركة صناعية خلال تلك الفترة. أما عينة الدراسة فقد اشتملت على 78 شركة صناعية مساهمة عامة حققت الشروط الآتية خلال فترة الدراسة: (1) أن تكون الشركة مدرجة في لوائح بورصة عمان، (2) ألا تكون الشركة قد تعرضت للتوقف عن أعمالها، (3) توفر المعلومات اللازمة

أما دراسة عياصرة والدبعي (2017)، فقد هدفت إلى اختبار أثر دورة حياة الشركة على هيكل رأس المال. واستخدمت الدراسة نموذج (Dickinson, 2011) لتقسيم دورة حياة المنشأة. وتوصلت الدراسة إلى أن درجة الاعتماد على الدّين في هيكل رأس المال كانت الأعلى في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو، وأن متوسط نسبة الرفع المالي منخفضة في الشركات الصناعية. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين دورة حياة المنشأة ودرجة الرفع المالي، بالإضافة إلى أن نظرية أولويات التمويل هي الأقدر على شرح السلوك التمويلي لدى الشركات الصناعية في مراحل حياتها كافة باستثناء مرحلة الانحدار، كما أن نظرية أولويات التمويل ونظرية المقايضة في الإدارة المالية غير قادرتين على تفسير السلوك التمويلي للشركات الصناعية في مرحلة الانحدار.

وقد تناولت دراسة (Gulec and Karacaer, 2017) توضيح ومقارنة أكثر المنهجيات انتشاراً في تصنيف دورة حياة المنشأة؛ إذ هنالك عدة منهجيات تعتمد على عدة متغيرات مختلفة في تصنيف دورة حياة المنشأة إلى مراحل. وقد تضمنت الدراسة المقارنة بين ثلاث منهجيات هي: منهجية (Dickinson, 2011) ومنهجية (Anthony and Ramesh, 1992) ومنهجية (Park and Chen, 2006)، كما تضمنت أيضاً تصنيف دورة حياة المنشأة وفق كل من هذه المنهجيات. وتمت عملية المقارنة من خلال خمسة متغيرات (حجم الشركة والربحية وعائد السهم والسيولة وهيكل رأس المال). واستبعدت مرحلة التأسيس ومرحلة التراجع من منهج (Dickinson, 2011) حتى تتجانس طرق تصنيف دورة حياة المنشأة من حيث عدد المراحل وخصائصها، وبالتالي يمكن المقارنة بين ثلاث مراحل لدورة حياة المنشأة هي: مرحلة النمو، ومرحلة النضج ومرحلة الهبوط. وتوصلت الدراسة إلى أن متوسط حجم الشركة في مرحلة الهبوط أعلى منه في باقي المراحل في كل من منهجية (Anthony and Ramesh, 1992) ومنهجية (Park and Chen, 2006)، على عكس منهجية (Dickinson, 2011) التي اعتمدت على أنماط التدفق النقدي في تقسيم دورة حياة المنشأة، أما متغير الربحية فهو أعلى ما يكون في مرحلة النضج وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)، ويكون متغير عائد السهم في أعلى مستوياته في مرحلة الهبوط

المالية. ويوضح الجدول (1) مجتمع الدراسة وعينها، بالإضافة إلى عدد الشركات المستبعدة وسبب استبعادها.

لاحتساب متغيرات الدراسة، (4) ألا تكون الشركة قد اندمجت مع شركات أخرى، (5) ألا تكون الشركة قد غيرت نهاية سنتها

الجدول (1) مجتمع الدراسة وعينتها	
عدد الشركات	البيان
84	مجتمع الدراسة: الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان من عام 2006 لغاية عام 2015
(6)	(يطرح) الشركات التي تحتوي على بيانات مفقودة في القوائم المالية، والشركات غير المدرجة خلال الفترة، والشركات التي تعرضت للاندماج خلال الفترة، والشركات التي غيرت نهاية سنتها المالية، والشركات التي تعرضت للتوقف عن أعمالها
78	عينة الدراسة: الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان من عام 2006 لغاية عام 2015

الأصول المنتجة بالإضافة إلى الموارد المالية اللازمة لتمويل النمو، بينما تقل حالة عدم التأكد بشكل تدريجي في هذه المرحلة، وتبقى تكلفة الاقتراض عالية، ويفضل حاملو الأسهم إعادة استثمار الأرباح بدلاً من توزيعها للاستفادة من زيادة فرص الربح (Aharony et al., 2006). وتقوم المنشآت في هذه المرحلة بالدخول في العديد من الاستثمارات بسبب التفاؤل في التوقعات المرتبطة بقدرات الشركة من حيث هيكله التكاليف والميزة التنافسية (Oskouei and Zadeh, 2015). أما في مرحلة النضج، فتمول المنشأة فرص نموها وتحولها إلى أصول والتزامات، وتزداد قيمة الأصول بشكل كبير في هذه المرحلة مقارنة بمراحل دورة حياة المنشأة الأخرى (Jaafar and Abdul-Halim, 2016). وتواجه الشركات ثباتاً في المبيعات، وتكون الحاجة للنقد في معظم الحالات ملبأة من مصادر داخلية. ويكون حجم أصول الشركات في مرحلة النضج أكبر من حجم أصول الشركات في مرحلة النمو. وتزداد السيولة في هذه المرحلة، ويقل اعتماد المنشأة على التمويل الخارجي مقارنة مع مراحل دورة حياة المنشأة الأخرى، وغالباً ما يكون العائد على الاستثمار والعائد على الاستثمار المعدل أعلى من تكلفة رأس المال (Adizes, 1989; Moshtagh et al., 2014). ويؤثر مقدار

#### طريقة تصنيف مراحل دورة حياة المنشأة

تقسم دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل باستخدام منهجية (Dickinson, 2011)، وذلك عن طريق استخدام الإشارات المتوقعة (+، -) للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية. فعلى سبيل المثال، إذا كانت لدى الشركة تدفقات نقدية تشغيلية واستثمارية سالبة وتدفقات نقدية تمويلية موجبة، فإنها تصنف في مرحلة التأسيس. تميل الشركات في مرحلة التأسيس إلى الاقتراض لبدء العملية التشغيلية، وغالباً ما يكون لدى المنشآت القليل من الأصول الثابتة في هذه المرحلة. وعندما يتوفر في الشركات التمويل والإبداع، سوف يؤدي ذلك إلى زيادة في فرص النمو في هذه المرحلة (Black, 1998)، وتكون التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية وقدرة الشركة على توليد الأرباح في مستويات منخفضة في المنشآت التي تتطلب سيولة عالية للتمويل وتحقيق فرص النمو (Mashaykhi et al., 2013). وعندما تنتقل المنشأة من مرحلة التأسيس إلى مرحلة النمو، تصبح الأرباح والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية موجبة بشكل تدريجي، وتزداد الأرباح المتوقعة من الفرص الاستثمارية، وتزداد الحاجة للاستثمار في

التصفية في هذه المرحلة؛ فمن الممكن أن تقوم بإعادة توليد الأرباح عن طريق الاستثمار في خطوط إنتاج جديدة أو تكنولوجيا جديدة والعودة مجدداً إلى مرحلة النضج أو مرحلة النمو وتحبط الفشل لعدد من السنوات (Balck, 1998).

تتميز أنماط التدفقات النقدية وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011) بقدرتها على التنبؤ بالربحية وبمعدلات نموها بشكل أفضل من الطرق الأخرى، بالإضافة إلى قدرتها على تقييم المخاطر المحتملة المتعلقة ببيئة الأعمال (Gulec and Karacaer, 2017). ولقد أثبت كل من (Dickinson, 2011)، و (Lev and Zarowin, 1999) أن قيمة المشروع التجاري تتغير مع مرور الوقت، كما تقل مدى ملاءمة الأرباح مع مرور الوقت. ونستنتج من ذلك أن المقاييس غير الربحية (النقدية) التي تستخدم في تقسيم دورة حياة المنشأة تكون مفيدة للمستثمرين والدائنين. كما أن أنماط التدفقات النقدية مرتبطة بكفاءة السوق فيما يتعلق بعوائد الأسهم، وتلعب دوراً هاماً في فهم قيمة المنشأة والتنبؤ بعوائد الأسهم (Dickinson, 2011). ويعرض الجدول (2) طريقة تصنيف دورة حياة المنشأة وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011).

الأرباح في مرحلة النضج على ثبات الأرباح وعلى مدى ملاءمة المعلومات، مما يشير إلى أن هذه المرحلة تقدم أفضل مصادر غنية بالمعلومات (Lin, 2016). أما في مرحلة التراجع، فمن الممكن وجود فرص نمو، ولكنها محدودة جداً، وتكون القدرة على توليد الأرباح والسيولة والوفاء بالالتزامات في اتجاه متناقص، وتكون الشركات تحت ظروف تنافسية عالية وفي الوقت نفسه، تكون تكلفة رأس المال عالية، لذلك في معظم الحالات يكون العائد على الاستثمار أو العائد على الاستثمار المعدل أقل من تكلفة رأس المال (Mashaykhi et al., 2013). وأخيراً، في مرحلة الهبوط تصبح إمكانية استقبال السوق للمنتجات أقل بسبب المنافسة الشديدة والتغير في الأذواق والتكنولوجيا. وعادة ما تتميز هذه المرحلة من دورة حياة المنشأة بهبوط في المبيعات والأرباح، وزيادة في الطاقة الإنتاجية غير المستخدمة (Aharony et al., 2006)، بالإضافة إلى أن مؤشرات الربحية والسيولة والالتزامات لها اتجاه متناقص وتكون الشركة في ظروف قوية وشديدة المنافسة (Moshtagh et al., 1989; Adizes, 2014). وعندما تصبح المنشأة في مرحلة الهبوط، تكون قيمة الأصول الثابتة كبيرة جداً وفرص النمو محدودة والمنافسة كبيرة. وليس بالضرورة أن تؤول المنشأة إلى

## الجدول (2)

### طريقة تصنيف دورة حياة المنشأة إلى مراحل وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)

التأسيس	النمو	النضج	التراجع	الهبوط	
-	+	+	-	-	CFO
-	-	-	+	+	CFI
+	+	-	-	-	CFE

يعرض الجدول طريقة تقسيم دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)؛ إذ يتم تصنيف الشركة ضمن مرحلة محددة بناءً على أنماط التدفقات النقدية الموضحة أعلاه. CFO: التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. CFI: التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. CFE: التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية.

## فرضيات الدراسة

والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية يزود المستخدمين بمعلومات ملائمة وذات قيمة عن المخاطرة المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية من الأصول. كما يعطي صافي الدخل معلومات ملائمة وذات قيمة عن فرص النمو. ويعتبر صافي

تأتي أهمية استخدام مقاييس الأداء المالي بسبب اعتبارها الأكثر استخداماً في عملية تقييم المنشآت (Chen et al., 2010). وقد بين (Black, 1998) أن استخدام صافي الدخل

الدراسة:

الدخل من أكثر المقاييس شمولية واعتمادية في تقييم المنشأة، وذلك لاحتوائه على جميع البيانات الخاصة بمصادر دخل الشركة، وبالتالي يعتمد عليه المستثمرون بشكل كبير لتقييم الوضع المالي للشركة. وتوفر التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية معلومات مهمة وذات قيمة عن كفاءة وفاعلية النشاط التشغيلي للشركة وبيان مدى قدرته على توفير النقد اللازم لاحتياجات الشركة، وتعتبر التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مصدراً هاماً لتقوم الشركة بتمويل أنشطتها الاستثمارية، وذلك بالاعتماد على ذاتها وتقليل الحاجة للتمويل الخارجي. وتوفر التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية معلومات ملائمة للمستخدمين فيما يتعلق بقدرة أصول الشركة على توليد النقد لتسوية الديون الحالية أو للحصول على التمويل ومعلومات ذات قيمة عن سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قدرة تمويل فرص النمو. كما تزود التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية مستخدمي المعلومات المحاسبية بمعلومات مهمة وذات قيمة عن هيكل رأس مال الشركة ومدى اعتمادية الشركة على التمويل الخارجي في تمويل أنشطتها. وتوفر التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية معلومات ملائمة وذات قيمة عن النشاطات الاستثمارية للشركة وعن المخاطر ومعدل النمو المتعلق باستثمارات الشركة وحجم استثمارات الشركة ومدى إنفاق الشركة على الأنشطة الاستثمارية. ويساعد ذلك مستخدم المعلومات المحاسبية في تقييم كفاءة وفاعلية النشاط الاستثماري للشركة. وبالاعتماد على الدراسات السابقة، يتوقع أن تكون هناك علاقة بين مقاييس الأداء المالي والقيمة السوقية للمنشأة خلال مراحل دورة حياتها. وفيما يلي فرضيات

### الفرضية الرئيسية

H<sub>1</sub>: مقاييس الأداء المالي ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة.

### الفرضيات الفرعية

H<sub>11</sub>: صافي الدخل ملائم للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها.

H<sub>12</sub>: التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها.

H<sub>13</sub>: التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها.

H<sub>14</sub>: التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها.

### تقسيم عينة الدراسة إلى عينات فرعية

يوضح الجدول (3) تقسيم عينة الدراسة إلى عينات فرعية تمثل كل عينة منها مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة للفترة الممتدة من عام 2006 لغاية عام 2015؛ إذ إن كامل عملية التحليل ستم بناءً على كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. ولقد تمت عملية تقسيم العينة إلى عينات فرعية بالاعتماد على إشارات التدفقات النقدية لشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة، كما تم توضيحه في الجدول (2).

الجدول (3) توزيع مشاهدات عينة الدراسة حسب السنة والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياة المنشأة											
# المشاهدات	الهبوط		التراجع		النضج		النمو		التأسيس		المرحلة/السنة
	%	#	%	#	%	#	%	#	%	#	
46	7.8	5	3.1	2	31.3	20	21.9	14	35.9	23	2006
59	8.5	5	6.8	4	32.2	19	15.3	9	37.3	22	2007
59	6.8	4	13.6	8	33.9	02	13.6	8	32.2	19	2008
65	7.7	5	13.8	9	46.2	03	10.8	7	21.5	14	2009

76	4.5	3	11.9	8	55.2	73	8.96	6	19.4	13	2010
65	11	7	10.8	7	43.1	28	12.3	8	23.1	15	2011
59	5.1	3	13.6	8	44.1	62	13.6	8	23.7	14	2012
55	15	8	7.3	4	45.5	52	12.7	7	20.0	11	2013
58	6.9	4	13.8	8	53.4	13	12.1	7	13.8	8	2014
57	12	7	12.3	7	54.4	31	14	8	7.02	4	2015
<b>608</b>	<b>8.4</b>	<b>51</b>	<b>10.7</b>	<b>65</b>	<b>43.9</b>	<b>672</b>	<b>13.5</b>	<b>82</b>	<b>23.5</b>	<b>143</b>	<b># المشاهدات</b>

يعرض الجدول عدد المشاهدات (شركة - سنة) في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، بالإضافة إلى عدد المشاهدات ضمن كل سنة مالية لفترة الدراسة، وكذلك النسبة المئوية لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة ولكل سنة مالية لفترة الدراسة، وذلك بعد حذف المشاهدات المتطرفة التي تقع خارج مدى المئينين 1 و 99. وتم احتساب النسبة المئوية للمرحلة من خلال المعادلة الآتية: النسبة المئوية للمرحلة =  $x$  المرحلة  $x$  لكل سنة/مجموع المراحل لكل سنة.

الأصول في بداية السنة المالية  $t$ . واستخدمت القيمة السوقية في نهاية شهر نيسان من السنة  $t+1$  حتى نضمن أن السعر السوقي للسهم يتضمن جميع المعلومات المحاسبية التي تم الإفصاح عنها في القوائم المالية للشركة  $i$ .

#### المتغيرات المستقلة

##### صافي الدخل ( $NI_{it}$ )

تم احتساب هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل للشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$  على مجموع الأصول في بداية السنة المالية  $t$ .

##### التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ( $CFO_{it}$ )

تم احتساب هذا المتغير من خلال قسمة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$  على مجموع الأصول في بداية السنة المالية  $t$ .

##### التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية ( $CFI_{it}$ )

تم احتساب هذا المتغير من خلال قسمة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$  على مجموع الأصول في بداية السنة المالية  $t$ .

##### التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية ( $CFF_{it}$ )

تم احتساب هذا المتغير من خلال قسمة صافي التدفقات

تشير النتائج الظاهرة في الجدول (3) إلى أن ما نسبته 23.5% من شركات عينة الدراسة صنفت في مرحلة التأسيس، وما نسبته 13.5% في مرحلة النمو، وما نسبته 43.9% في مرحلة النضج، وما نسبته 10.7% في مرحلة التراجع، وما نسبته 8.4% في مرحلة الهبوط. وبلغ عدد المشاهدات ضمن مرحلة التأسيس 143 مشاهدة، وضمن مرحلة النمو 82 مشاهدة، وضمن مرحلة النضج 267 مشاهدة، وضمن مرحلة التراجع 65 مشاهدة، وضمن مرحلة الهبوط 51 مشاهدة من مشاهدات عينة الدراسة. يلاحظ من الجدول (3) أن أكبر عدد من الشركات تقع في مرحلة النضج، كما أن عدد الشركات التي تقع في مرحلتي التراجع والهبوط منخفض نسبياً مقارنة مع باقي مراحل دورة حياة المنشأة، مما قد يعطي مؤشراً إيجابياً عن القطاع الصناعي الأردني، بالإضافة إلى أن نسبة الشركات في مرحلة التأسيس مرتفعة مقارنة مع الشركات في مرحلتي التراجع والهبوط. ويلاحظ أيضاً أن عدد الشركات في مرحلة التأسيس استمر بالهبوط تدريجياً من عام 2006 لغاية عام 2015، ويعود ذلك لانتقال الشركات من مرحلة التأسيس إلى مرحلة أخرى من مراحل دورة حياة المنشأة.

#### تعريف المتغيرات وقياسها

##### المتغير التابع: القيمة السوقية للشركة ( $MVC_{it}$ )

تم احتساب هذا المتغير من خلال قسمة القيمة السوقية للشركة  $i$  بعد نهاية السنة المالية  $t$  بأربعة أشهر على مجموع

### نموذج الدراسة

استخدمت الدراسة نموذج (Ohlson, 1995) لقياس مدى ملاءمة مقاييس الأداء المالي للقيمة السوقية للمنشأة في مختلف مراحل دورة حياتها؛ إذ تم الاعتماد على نموذج انحدار واحد يتم تطبيقه في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. وقد تم الاعتماد في بناء هذا النموذج على كل من (Black, 1998) و (Chen et al., 2010) كما يلي:

$$MVC_{it} = b_0 + b_1BVC_{it} + b_2CFO_{it} + b_3CFI_{it} + b_4CFF_{it} + b_5NI_{it} + b_6OI_{it} + e_{it}$$

حيث:

$b_0$ : الثابت.

$b_1$ - $b_6$ : معاملات الميل.

$e_{it}$ : خطأ النموذج.

### الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول رقم (4) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة قبل وبعد استبعاد القيم المتطرفة التي وقعت خارج نطاق المئينين أو 99؛ إذ تم حذف المشاهدات المتطرفة لجميع متغيرات الدراسة حتى لا يكون هنالك تأثير للمشاهدات المتطرفة على نتائج الدراسة.

النقدية من الأنشطة التمويلية للشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$  على مجموع الأصول في بداية السنة المالية  $t$ .

### المتغير الضابط: القيمة الدفترية لصافي الأصول ( $BVC_{it}$ )

تم احتساب هذا المتغير من خلال قسمة القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منها التغير في النقدية للشركة في نهاية السنة المالية  $t$  على مجموع الأصول في بداية السنة المالية  $t$ . وبناءً على (Chen et al., 2010)، تم استخدام  $BVC$  في نموذج التقييم بسبب أن قيمة المنشأة تساوي القيمة الدفترية لصافي الأصول والقيمة الحالية للأرباح غير الاعتيادية، وقد تم استخدام متغير القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منه التغير في النقدية كمتغير ضابط، وذلك لتجنب مشكلة المتغير المحذوف.

تمت قسمة جميع متغيرات الدراسة على مجموع الأصول في بداية السنة المالية  $t$ ، وذلك للتحكم في حجم الشركات، كما تم طرح التغير في النقدية من المتغير الضابط (القيمة الدفترية لصافي الأصول)، وذلك لأن نتيجة المتغيرات المستقلة (التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية) تكون موجودة ضمن حساب القيمة الدفترية لصافي الأصول، لذا تم طرحها حتى نتجنب مشاكل الارتباط الخطي بين المتغيرات.

الجدول (4)							
الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة قبل وبعد استبعاد القيم المتطرفة							
قبل استبعاد القيم المتطرفة							
الانحراف المعياري	أعلى مشاهدة	النسبة المئوية %99	الوسيط	الوسط	النسبة المئوية %1	أدنى مشاهدة	المتغيرات
1.061	14.068	4.850	7320.	1.003	0.092	0.036	MVC
0.241	5.168	0.403	0.013	0.015	-0.330	-1.293	NI
0.274	0.996	3910.	0.036	0.025	-0.420	-6.029	CFO
0.308	5.948	0.165	-0.016	-0.037	-0.722	-4.255	CFI
0.309	5.804	0.802	-0.014	0.018	-0.311	-0.603	CFF
0.363	6.193	1.745	0.687	0.676	-0.025	-0.551	BVC

بعد استبعاد القيم المتطرفة							
الانحراف المعياري	أعلى مشاهدة	النسبة المئينية %99	الوسيط	الوسط	النسبة المئينية %1	أدنى مشاهدة	المتغيرات
0.751	4.648	3.499	0.712	0.910	0.132	0.106	MVC
0.084	0.310	0.205	0.013	0.006	-0.229	-0.307	NI
0.104	0.370	0.305	0.036	0.035	-0.274	-0.412	CFO
0.071	0.161	0.132	-0.016	-0.033	-0.298	-0.521	CFI
0.111	0.724	0.416	-0.014	-0.002	-0.207	-0.298	CFF
0.228	1.337	1.121	0.688	0.662	0.069	-0.013	BVC

يعرض الجدول الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة قبل وبعد حذف القيم المتطرفة التي تقع خارج مدى المئينين 99 و1، وذلك لعينة الدراسة التي تضمنت (78) شركة خلال الأعوام 2006-2015. ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل حذف القيم المتطرفة (660) مشاهدة، وبلغ عددها بعد حذف المشاهدات المتطرفة 608 مشاهدات.

MVC: المتغير التابع، القيمة السوقية للمنشأة. BVC: المتغير الضابط، القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منها التغير في النقدية. NI: متغير مستقل، صافي الدخل. CFO: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. CFI: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. CFF: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية.

الأرباح على المساهمين، الأمر الذي ينعكس على التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية.

كما يعرض الجدول (5) قيم الوسيط للمتغيرات خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة، وذلك بعد حذف القيم المتطرفة التي وقعت خارج نطاق المئينين 1 أو 99. وتختلف قيم الوسيط لجميع المتغيرات في مختلف مراحل دورة حياة المنشأة؛ إذ وافقت نتيجة تحليل الوسيط نظرية دورة حياة المنشأة في أن المنشآت تمر بالعديد من المراحل المختلفة خلال دورة حياتها، وأن كل مرحلة تتميز بعدة خصائص تختلف عن خصائص المراحل الأخرى.

ويلاحظ من الجدول انخفاض قيم الانحراف المعياري، وانخفاض الفرق بين أعلى مشاهدة وأقل مشاهدة لمتغيرات الدراسة بعد استبعاد القيم المتطرفة. ويلاحظ أيضاً، بعد حذف المشاهدات المتطرفة، أن متوسط صافي الدخل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ذات قيمة موجبة، وأن التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية ذات قيمة سالبة، مما يشير إلى أن النسبة الأكبر من شركات عينة الدراسة تقع في مرحلة النضج، وذلك لأن الشركات غالباً ما تحقق أرباحاً وتدفقات نقدية تشغيلية عالية في هذه المرحلة، كما تقوم الشركات باستثمار التدفقات الناتجة من الأنشطة التشغيلية في الأصول المنتجة وصاد ما عليها من ديون، وتقوم بتوزيع

الجدول (5) قيم الوسيط للمتغيرات خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة						
جميع المراحل N=608	الهبوط N=51	التراجع N=65	النضج N=267	النمو N=82	التأسيس N=143	متغيرات الدراسة
0.712	0.794	0.530	0.747	0.760	0.684	MVC
0.688	0.647	0.651	0.698	0.668	0.725	BVC
0.013	-0.029	0.002	0.033	0.013	-0.001	NI

0.036	-0.033	0.036	0.084	0.042	-0.050	<b>CFO</b>
-0.016	0.031	0.007	-0.019	-0.059	-0.017	<b>CFI</b>
-0.0141	-0.001	-0.047	-0.052	0.019	0.077	<b>CFF</b>

يعرض الجدول قيم الوسيط لمتغيرات الدراسة في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، وذلك بعد حذف القيم المتطرفة التي تقع خارج مدى المئينين 1 و99، وذلك لعينة الدراسة التي تضمنت (78) شركة خلال الأعوام 2006-2015، ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل حذف القيم المتطرفة (660) مشاهدة، وبلغ عددها بعد حذف المشاهدات المتطرفة 608 مشاهدات. MVC: المتغير التابع، القيمة السوقية للمنشأة. BVC: المتغير الضابط، القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منها التغير في النقدية. NI: متغير مستقل، صافي الدخل. CFO: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. CFI: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. CFF: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية. N: عدد المشاهدات.

### مرحلة النمو

يظهر الجدول وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين صافي الدخل (NI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC)، وهي أقوى منها في مرحلة التأسيس؛ إذ تبدأ الشركات بتحقيق الأرباح في هذه المرحلة تبعاً لتوسع أنشطتها الاستثمارية، بينما كانت علاقة التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية (CFI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC) عكسية وذات دلالة إحصائية، وهي أقوى منها في مرحلة التأسيس. أما علاقة التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية (CFF) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC) فكانت موجبة وذات دلالة إحصائية؛ إذ تبدأ الشركات بالحصول على التمويل في هذه المرحلة لتمول أنشطتها الاستثمارية.

### مرحلة النضج

يظهر الجدول وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين صافي الدخل (NI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC)، وهي أقوى منها في المرحلتين السابقتين؛ إذ تتزايد قدرة الشركة على تحقيق الأرباح. كذلك توجد علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC)، بينما كانت العلاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية (CFI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC)، وهي الأعلى في هذه المرحلة، وذلك لأن الشركات تقوم بإعادة استثمار التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية في الأصول المنتجة. أما علاقة التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية (CFF) والقيمة

ولقد تراوحت القيمة السوقية للمنشأة (MVC) بين أقل قيمة للوسيط في مرحلة التراجع وأعلى قيمة للوسيط في مرحلة الهبوط. كما تراوحت قيمة الوسيط لصافي الدخل (NI) بين أقل قيمة في مرحلة الهبوط وأعلى قيمة في مرحلة النضج. وقد كانت أقل قيمة للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO) في مرحلة التأسيس، وأعلى قيمة في مرحلة النضج. وكانت أقل قيمة للتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية (CFI) في مرحلة النمو، وأعلى قيمة في مرحلة الهبوط. وكانت أقل قيمة للتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية (CFF) في مرحلة النضج، وأعلى قيمة في مرحلة التأسيس.

### مصفوفة ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

يعرض الجدول (6) قيم معاملات الارتباط بين مقاييس الأداء المالي والقيمة السوقية للمنشأة في جميع مراحل دورة حياة المنشأة.

### مرحلة التأسيس

يظهر الجدول وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين صافي الدخل (NI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC) إلا أنها ضعيفة نسبياً؛ إذ غالباً ما تحقق الشركات خسائر في هذه المرحلة. وكانت علاقة التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية (CFI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC) عكسية وذات دلالة إحصائية، لكنها ضعيفة نسبياً؛ إذ يكون النشاط الاستثماري للشركات منخفضاً في هذه المرحلة.

السوقية للمنشأة (MVC) فكانت عكسية وذات دلالة إحصائية؛ إذ تزداد قروض الشركة في هذه المرحلة. هذه المرحلة. كذلك توجد علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC).

### مرحلة التراجع

يظهر الجدول وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين صافي الدخل (NI) والقيمة السوقية للمنشأة (MVC)؛ إذ إن صافي الدخل ينخفض تدريجياً في هذه المرحلة مقارنة بمرحلة النضج، وذلك تبعاً للمنافسة الشديدة التي تمر بها الشركات في

### مرحلة الهبوط

يظهر الجدول أن جميع قيم معاملات ارتباط مقاييس الأداء المالي بالقيمة السوقية للمنشأة غير دالة إحصائياً في هذه المرحلة.

الجدول (6)				
مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة				
CFI	CFO	NI	MVC	المتغيرات
<b>مرحلة التأسيس</b>				
		1	0.177*	NI
	1	0.123	-0.123	CFO
1	0.145	-0.034	-0.180*	CFI
-0.663**	-0.642**	0.004	0.115	CFF
<b>مرحلة النمو</b>				
		1	0.369**	NI
	1	0.348**	0.192	CFO
1	-0.633**	-0.365**	-0.242*	CFI
-0.689**	0.132	0.269*	0.238*	CFF
<b>مرحلة النضج</b>				
		1	**5470.	NI
	1	0.428**	**3510.	CFO
1	-0.268**	-0.364**	-0.258**	CFI
-0.053	-0.642**	-0.234**	-0.245**	CFF
<b>مرحلة التراجع</b>				
		1	0.944**	NI
	1	0.120	0.270**	CFO
1	0.308*	0.114	.044	CFI
-0.247*	-0.430**	0.117	0.168	CFF
<b>مرحلة الهبوط</b>				
		1	0.701	NI
	1	0.496**	-0.085	CFO
1	-0.004	0.004	-0.127	CFI
-0.233	-0.724**	-0.257	0.175	CFF

يعرض الجدول قيم معامل ارتباط بيرسون الخطي لمتغيرات الدراسة في مرحلة النمو وذلك بعد حذف القيم المتطرفة التي عرفت على أنها تقع خارج مدى المئينين 1 أو 99، وذلك لعينة الدراسة التي تضمنت (608) مشاهدات خلال الأعوام 2006-2015. MVC: المتغير التابع، القيمة السوقية للمنشأة. NI: متغير مستقل، صافي الدخل. الدخل التشغيلي. CFO: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. CFI: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. CFF: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية. \* دال عند مستوى 0.05. \*\* دال عند مستوى 0.01.

### اختبار التباين الخطي

أنها تراوحت بين (1.151) لمتغير التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في مرحلة الهبوط، و(5.040) لمتغير التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في مرحلة النمو. ويلاحظ أن جميع قيم التباين الخطي (VIF) في الجدول أقل من 10، وهي ضمن الحد المقبول.

يظهر الجدول (7) نتائج اختبار التباين الخطي (VIF) للمتغيرات المستقلة المتمثلة في مقاييس الأداء المالي والمتغير الضابط المتمثل في القيمة الدفترية لصافي الأصول لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. وباستعراض هذه القيم، يتبين

الجدول (7) تحليل التباين الخطي المتعدد لعلاقة مقاييس الأداء المالي بالقيمة السوقية للمنشأة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة										
مرحلة الهبوط		مرحلة التراجع		مرحلة النضج		مرحلة النمو		مرحلة التأسيس		المرحلة
VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	المتغيرات
1.583	0.632	1.582	0.632	2.133	0.469	1.347	0.743	1.283	0.780	NI
3.325	0.301	1.474	0.678	2.342	0.427	2.584	0.387	2.946	0.339	CFO
1.151	0.868	1.240	0.807	1.306	0.766	5.040	0.198	2.665	0.375	CFI
2.492	0.401	1.343	0.745	1.876	0.533	3.043	0.329	4.995	0.200	CFF
1.263	0.792	1.893	0.528	1.732	0.577	1.311	0.763	1.494	0.669	BVC

يعرض الجدول قيم التباين الخطي (VIF) والتباين المسموح (Tolerance) لمتغيرات الدراسة في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة بعد استبعاد متغير الدخل التشغيلي، وذلك بعد حذف القيم المتطرفة التي تقع خارج مدى المئينين 1 أو 99، وذلك لعينة الدراسة التي تضمنت (78) شركة خلال الأعوام 2006-2015. ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل حذف القيم المتطرفة (660) مشاهدة، وبلغ عددها بعد حذف المشاهدات المتطرفة 608 مشاهدات. BVC: المتغير الضابط، القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منها التغير في النقدية. NI: متغير مستقل، صافي الدخل. CFO: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. CFI: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. CFF: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية. Tol: (tolerance) التباين المسموح.

للمنشأة لكل مرحلة من مراحل دورة حياتها بشكل منفصل. تم تقسيم عينة الدراسة إلى خمس عينات فرعية تمثل كل منها مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. وسوف نقوم بداية بتنفيذ نموذج الدراسة متضمناً فقط المتغير الضابط (القيمة الدفترية

### تنفيذ نموذج الانحدار لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة

سوف نقوم في هذا الجزء بتنفيذ نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمدى ملاءمة مقاييس الأداء المالي للقيمة السوقية

تشير النتائج الظاهرة في الجدول (8) أن المتغير الضابط (القيمة الدفترية لصافي الأصول) ملائم للقيمة السوقية للمنشأة خلال جميع مراحل دورة حياة المنشأة، مما يشير إلى أنه ذو مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالقيمة السوقية للمنشأة. إلا أن مدى ملاءمة القيمة الدفترية لصافي الأصول للقيمة السوقية يختلف حسب المرحلة؛ إذ إنها الأكثر ملاءمة للقيمة السوقية في مرحلة الهبوط، والأقل ملاءمة لها في مرحلة النمو ومرحلة التأسيس.

لصافي الأصول) دون أخذ المتغيرات المستقلة (مقاييس الأداء المالي) لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة بعين الاعتبار، وكما هو موضح في الجدول (8)، وذلك لقياس القوة التفسيرية ( $Adj-R^2$ ) لمتغير القيمة الدفترية لصافي الأصول للقيمة السوقية للمنشأة في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها، وذلك بمعزل عن مقاييس الأداء المالي. ومن ثم سوف نقوم بتنفيذ النموذج كاملاً (أي بوجود المتغير الضابط والمتغيرات المستقلة) في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، كما هو موضح في الجدول (9).

الجدول (8)					
نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لمدى ملاءمة القيمة الدفترية لصافي الأصول للقيمة السوقية للمنشأة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة					
البيان	مرحلة التراجع	مرحلة النضج	مرحلة النمو	مرحلة التأسيس	مرحلة الهبوط
الثابت	-0.186 (-0.694)	-0.012 (-0.088)	0.460 (2.337)*	0.182 (1.144)	-0.1970 (-0.58)
BVC	1.690 (4.22)***	1.351 (7.127)***	0.658 (2.277)*	1.025 (4.583)***	2.142 (4.21)***
R <sup>2</sup>	0.221	0.161	0.061	0.130	0.265
Adj-R <sup>2</sup>	0.208	0.158	0.049	0.123	0.251
F	17.8	50.7	5.18	21.005	17.7
Sig(F)	0.000	0.000	0.025	0.000	0.000
N	65	267	82	143	51

يوضح الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لمدى ملاءمة القيمة الدفترية لصافي الأصول للقيمة السوقية للمنشأة خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، وذلك بعد استبعاد متغير الدخل التشغيلي. ويوضح الجدول قيم تأثير (b) وقيمة (t) لكل متغير خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. BVC: المتغير الضابط، القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منها التغير في النقدية. N: عدد المشاهدات. R<sup>2</sup>: القوة التفسيرية. Adj-R<sup>2</sup>: القوة التفسيرية المعدلة.

\* دال إحصائياً عند مستوى 0.05. \*\* دال إحصائياً عند مستوى 0.01. \*\*\* دال إحصائياً عند مستوى 0.001. الأرقام داخل الأقواس تمثل قيمة t.

التي صنفت ضمن هذه المرحلة (143) مشاهدة. وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج ( $Adj-R^2$ ) 0.136. ويلاحظ من العمود الأول أن المتغير الوحيد الدال إحصائياً كان متغير القيمة الدفترية لصافي الأصول، ولم تكن أي من المتغيرات

نتائج تنفيذ نموذج الانحدار في مرحلة التأسيس يظهر العمود الأول من الجدول (9) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لأثر مقاييس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة في مرحلة التأسيس. ولقد بلغ عدد المشاهدات (شركة-سنة)

صنفت ضمن هذه المرحلة (82) مشاهدة. وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج (Adj-R<sup>2</sup>) 0.1295. ويلاحظ من العمود الثاني أن المتغير الوحيد الدال إحصائياً كان متغير صافي الدخل؛ إذ تبدأ الشركات في مرحلة النمو بتحقيق الأرباح، وذلك تبعاً لتوسع أنشطتها وقاعدتها الاستثمارية في السوق والتفاؤل بقدرات الشركة من حيث هيكلة التكاليف والميزة التنافسية (Oskouei and Zadeh, 2015). وتتبع هذه الأرباح على ارتفاع القيمة السوقية للشركة، مما يؤدي إلى ارتفاع الفجوة بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للشركة. ويلاحظ من العمود الثاني أن القيمة الدفترية لصافي الأصول غير دالة إحصائياً في هذه المرحلة، كما أثبت البحث العلمي أنه لا توجد علاقة بينها وبين القيمة السوقية للشركة في مرحلة النمو (Black, 1998). وكذلك تحقق الشركات في مرحلة النمو تدفقات نقدية تشغيلية وتمويلية موجبة وتدفقات نقدية استثمارية سالبة، لكنها لا ترتبط بالقيمة السوقية للشركة.

المستقلة دالاً إحصائياً. وتعتبر هذه النتيجة متوقعة في مرحلة التأسيس؛ إذ تكون القيمة الدفترية للشركة قريبة من قيمتها السوقية، ولا تحقق الشركات في هذه المرحلة أرباحاً وإنما تحقق خسائر والتي أثبت البحث العلمي عدم وجود علاقة بينها وبين القيمة السوقية للشركة (مصطفى والدبعي، 2012). كذلك تحقق الشركات في مرحلة التأسيس تدفقات نقدية تشغيلية واستثمارية سالبة لا ترتبط بالقيمة السوقية للشركة. وتكون المعلومات المتاحة عن الشركة لدى المتعاملين في السوق المالية محدودة، كما أن التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية تمثل رأس المال المستثمر في الشركة وليست عوائد متحققة للمساهمين في هذه المرحلة.

#### نتائج تنفيذ نموذج الانحدار في مرحلة النمو

يظهر العمود الثاني من الجدول (9) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لأثر مقاييس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة في مرحلة النمو. ولقد بلغ عدد المشاهدات (شركة - سنة) التي

الجدول (9) نتائج تنفيذ نموذج أثر مقاييس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة					
البيان	مرحلة التراجع	مرحلة النضج	مرحلة النمو	مرحلة التأسيس	مرحلة الهبوط
الثابت	-0.499 (-1.394)	0.043 (0.248)	0.506 (2.368)*	0.137 (0.699)	-0.28 (-0.69)
NI	1.162 (0.741)	2.793 (4.358)***	1.805 (2.092)*	0.558 (0.756)	-0.511 (-0.285)
CFO	5.524 (4.404)***	1.493 (1.886)	1.228 (0.875)	-0.539 (-0.433)	3.719 (1.154)
CFI	1.959 (0.833)	-1.106 (-0.921)	0.843 (0.744)	-1.577 (-1.247)	-0.869 (-0.267)
CFF	2.622 (1.663)	-1.394 (-1.477)	1.174 (1.499)	0.050 (0.045)	3.140 (1.184)
BVC	2.010 (4.298)***	0.747 (3.378)***	0.453 (1.430)	0.932 (3.43)***	2.275 (3.908)***

0.3004	0.4731	0.351	0.1832	0.1664	R <sup>2</sup>
0.2227	0.4285	0.339	0.1295	0.1360	Adj-R <sup>2</sup>
3.864	10.60	28.268	3.408	5.47	F
0.005	0.000	0.000	0.008	0.001	Sig. (F)
51	65	267	82	143	N

يوضح الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لأثر مقاييس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة بعد استبعاد متغير الدخل التشغيلي. ويوضح الجدول قيم تأثير (b) وقيمة (t) لكل متغير خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة. MVC: المتغير التابع، القيمة السوقية للمنشأة. BVC: المتغير الضابط، القيمة الدفترية لصافي الأصول مطروحاً منها التغير في النقدية. NI: متغير مستقل، صافي الدخل. CFO: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. CFI: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. CFF: متغير مستقل، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية. N: عدد المشاهدات. R<sup>2</sup>: القوة التفسيرية. Adj-R<sup>2</sup>: القوة التفسيرية المعدلة.

\* دال إحصائياً عند مستوى 0.05. \*\* دال إحصائياً عند مستوى 0.01. \*\*\* دال إحصائياً عند مستوى 0.001. الأرقام داخل الاقواس تمثل قيمة t.

### نتائج تنفيذ نموذج الانحدار في مرحلة النضج

يظهر العمود الثالث من الجدول (9) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لأثر مقاييس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة في مرحلة النضج. ولقد بلغ عدد المشاهدات (شركة-سنة) التي صنفت ضمن هذه المرحلة (267) مشاهدة. وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج (Adj-R<sup>2</sup>) 0.339. ويلاحظ من العمود الثالث أن صافي الدخل دال إحصائياً؛ إذ تكون الشركات في مرحلة النضج في أفضل حالاتها وتحقق الأرباح، مما ينعكس على القيمة السوقية للشركة (Black, 1998; Chen et al., 2010). وتقوم الشركات في مرحلة النضج بتحويل فرص نموها الناتجة عن الأرباح إلى أصول والتزامات (Jaffar and Abdul-Halim, 2016)، الأمر الذي ينعكس على القيمة الدفترية لصافي الأصول. ويلاحظ من العمود الثالث أن القيمة الدفترية لصافي الأصول دالة إحصائياً في هذه المرحلة؛ إذ أثبت البحث العلمي أنه توجد علاقة بينها وبين القيمة السوقية للشركة في هذه المرحلة (Black, 1998). كذلك تحقق الشركات في مرحلة النضج تدفقات نقدية تشغيلية موجبة لكنها لا ترتبط بالقيمة السوقية للشركة (Chen et al., 2010)؛ إذ تقوم الشركات في هذه المرحلة بإعادة استثمار التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية في الأصول المنتجة، مما ينعكس ذلك على

التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية. وقد كانت التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية سالبة في هذه المرحلة، وهي غير مرتبطة بالقيمة السوقية للمنشأة.

### نتائج تنفيذ نموذج الانحدار في مرحلة التراجع

يظهر العمود الرابع من الجدول (9) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لأثر مقاييس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة في مرحلة التراجع. ولقد بلغ عدد المشاهدات (شركة - سنة) التي صنفت ضمن هذه المرحلة (65) مشاهدة. وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج (Adj-R<sup>2</sup>) 0.4285، ويلاحظ أن القوة التفسيرية المعدلة في مرحلة التراجع أعلى منها في باقي مراحل دورة حياة المنشأة. ويظهر العمود الرابع أن متغير التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية دال إحصائياً؛ إذ تزود التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية المستخدمين بمعلومات ملائمة وذات قيمة عن المخاطرة المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية من الأصول (Black, 1998)، كما أثبت البحث العلمي أهمية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية في هذه المرحلة لأنها مصدر غني لدفع توزيعات الأرباح (Al-Najjar and Belghitar, 2012; Goergen, 2004). ويلاحظ أيضاً أن

## ملخص النتائج

تشير النتائج إلى أن مقياس الأداء المالي ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال جميع مراحل دورة حياتها، ولكن مدى ملائمة مقياس الأداء المالي للقيمة السوقية للمنشأة يختلف من مرحلة إلى أخرى. تكون مقياس الأداء المالي أكثر ملائمة في مرحلة التراجع، ويأتي ذلك انعكاساً لمدى اهتمام المستثمرين والدائنين بمقياس الأداء المالي لتقييم المنشآت في هذه المرحلة، بينما كانت مقياس الأداء المالي أقل ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة في مرحلة النمو ومرحلة التأسيس، ويشير ذلك إلى أن مدى اهتمام المستثمرين والدائنين بمقياس الأداء المالي لتقييم المنشآت في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو أقل منه في باقي مراحل دورة حياة المنشأة. وقد يعود ذلك إلى أن الشركات تدخل السوق بمعلومات غير مكتملة عن نوعية منتجاتها وكمياتها (Myers, 1977)؛ (Jovanovic, 1982)؛ (عياصرة والدبعي، 2017). ومن خلال هذه النتيجة، تقبل فرضية الدراسة الرئيسية؛ بمعنى أن مقياس الأداء المالي ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة. أما فيما يتعلق بمدى ملائمة صافي الدخل للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها، فقد دلت النتائج على رفض فرضية ملائمة صافي الدخل للقيمة السوقية للمنشأة خلال مراحل التأسيس والتراجع والهبوط، ودلت على قبول فرضية ملائمة صافي الدخل للقيمة السوقية للمنشأة خلال مرحلة النمو. أما فيما يتعلق بمدى ملائمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها، فقد دلت النتائج على رفض فرضية ملائمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للقيمة السوقية للمنشأة في مراحل التأسيس والنمو والنضج والهبوط، ودلت على قبول فرضية ملائمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للقيمة السوقية للمنشأة في مرحلة التراجع. أما فيما يتعلق بمدى ملائمة التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياة المنشأة. وأخيراً، فيما يتعلق بمدى ملائمة التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية للقيمة السوقية للمنشأة خلال

القيمة الدفترية لصافي الأصول دالة إحصائياً؛ إذ تكون فرص نمو الشركات وقدرتها على تحقيق الربح والوفاء بالالتزامات محدودة، وذلك بسبب الظروف التنافسية العالية التي تمر بها الشركات في هذه المرحلة (Mashaykhi et al., 2013). وقد يؤدي ذلك إلى عدم وجود علاقة بين صافي الدخل والقيمة السوقية للشركة؛ إذ تؤدي هذه الظروف إلى انخفاض القيمة السوقية للشركات وتقليص الفجوة بينها وبين القيمة الدفترية لصافي الأصول. ومن الممكن أن تميل الشركات في مرحلة التراجع لبيع بعض أصولها لحل نقص السيولة الذي تواجهه في هذه المرحلة، وقد تلجأ الشركات للتمويل الخارجي، مما يؤدي إلى تدفقات نقدية استثمارية وتمويلية موجبة، لكنها لا ترتبط بالقيمة السوقية للشركة.

## نتائج تنفيذ نموذج الانحدار في مرحلة الهبوط

يظهر العمود الخامس من الجدول (9) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار لأثر مقياس الأداء المالي في القيمة السوقية للمنشأة في مرحلة الهبوط. ولقد بلغ عدد المشاهدات (شركة- سنة) التي صنفتم هذه المرحلة (51) مشاهدة. وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج ( $Adj-R^2$ ) 0.2227. ويلاحظ من العمود الخامس أن المتغير الوحيد الدال إحصائياً كان متغير القيمة الدفترية لصافي الأصول، ولم يكن أي من المتغيرات المستقلة دالاً إحصائياً؛ إذ تكون القيمة الدفترية للشركة قريبة من قيمتها السوقية، ولا تحقق الشركات في هذه المرحلة أرباحاً، وإنما تحقق خسائر أثبت البحث العلمي عدم وجود علاقة بينها وبين القيمة السوقية للشركة. لذلك عندما تصبح المنشأة في هذه المرحلة، تكون قيمة الأصول كبيرة جداً وفرص النمو محدودة والمنافسة كبيرة. كذلك تحقق الشركات في مرحلة الهبوط تدفقات نقدية استثمارية موجبة، لكنها لا ترتبط بالقيمة السوقية للشركة. وتحقق الشركات في هذه المرحلة تدفقات نقدية تشغيلية وتمويلية سالبة، لكنها لا ترتبط بالقيمة السوقية للشركة. ولا يعني ذلك بالضرورة أن الشركة سوف تنتهي إذا وصلت إلى هذه المرحلة؛ فمن الممكن أن تقوم بإعادة توليد الأرباح عن طريق الاستثمار في خطوط إنتاج جديدة أو تكنولوجيا جديدة وتحيط الفشل لعدد من السنوات (Aharony et al., 2006; Black, 1998).

الدراسة الحالية (جزئياً) عن نتائج عن الدراسات السابقة.

### التوصيات

بالاستناد إلى نتائج الدراسة، نوصي مستخدمي المعلومات المالية بأن يأخذوا بعين الاعتبار المرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها والمقياس المالي الأكثر ملاءمة للقيمة السوقية للمنشأة في هذه المرحلة، وذلك لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية والائتمانية. كما نوصي المعنيين بالإفصاح المالي بإضافة المرحلة التي تمر بها كل شركة من الشركات المدرجة في السوق المالي، وقائمة بمقاييس الأداء المالي الأكثر ملاءمة لتحديد القيمة السوقية للشركة في كل مرحلة.

مختلف مراحل دورة حياتها، فقد دلت النتائج على رفض فرضية ملاءمة التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية للقيمة السوقية للمنشأة خلال جميع مراحل دورة حياة المنشأة.

يعرض الجدول (10) ملخص نتائج اختبار فرضيات الدراسة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، بالإضافة إلى عرض اتفاق واختلاف الدراسة الحالية واختلافها مع الدراسات السابقة. ويلاحظ من الجدول (10) أن فرضيات الدراسة تتفق مع الدراسات السابقة في مرحلة معينة وتختلف معها في مراحل أخرى. ويعود ذلك لاختلاف خصائص عينة الدراسة عن الدراسات السابقة، واختلاف السوق المالي التي طبقت عليه الدراسة، وبالتالي اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية المحيطة بعناصر عينة الدراسة، مما أدى إلى اختلاف نتائج

الجدول (10) ملخص اختبار فرضيات الدراسة				
فرضيات الدراسة	دورة حياة المنشأة	النتيجة	تتفق مع الدراسات السابقة	تختلف مع الدراسات السابقة
الفرضية الرئيسة: $H_1$ : مقاييس الأداء المالي ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مراحل دورة حياتها	مرحلة التأسيس	قبول	تتفق الفرضية الرئيسة مع جميع الدراسات السابقة المذكورة في الجدول	لا توجد دراسات تختلف مع الفرضية الرئيسة
	مرحلة النمو	قبول		
	مرحلة النضج	قبول		
	مرحلة التراجع	قبول		
	مرحلة الهبوط	قبول		
$H_{11}$ : صافي الدخل ملائم للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها	مرحلة التأسيس	رفض	(Black, 1998)	لا توجد دراسات أخرى في هذه المرحلة
الفرضية الرئيسة: $H_{12}$ : التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ملاءمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف	مرحلة النمو	قبول	(Gulec and Karacaer, 2018)	(Black, 1998)
	مرحلة النضج	قبول	(Gulec and (Black, 1998); Karacaer, 2018)	لا يوجد
	مرحلة التراجع	رفض	لا توجد دراسات في هذه المرحلة	لا توجد دراسات في هذه المرحلة
	مرحلة الهبوط	رفض	(Black, 1998)	(Gulec and Karacaer, 2018)
	مرحلة التأسيس	رفض	(Black, 1998)	لا توجد دراسات أخرى في هذه المرحلة
ملاءمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف	مرحلة النمو	رفض	(Chen et al., 2010)	(Black, 1998)
	مرحلة النضج	رفض	(Chen et al., 2010)	(Black, 1998)

مراحل دورة حياتها	مرحلة التراجع	قبول	لا توجد دراسات في هذه المرحلة	لا توجد دراسات في هذه المرحلة
H <sub>13</sub> : التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها	مرحلة الهبوط	رفض	(Chen et al., 2010)	(Black, 1998)
	مرحلة التأسيس	رفض	لا توجد دراسات أخرى في هذه المرحلة	(Black, 1998)
	مرحلة النمو	رفض	لا يوجد	(Black, 1998)
	مرحلة النضج	رفض	(Black, 1998); (Chen et al., 2010)	لا يوجد
	مرحلة التراجع	رفض	لا توجد دراسات في هذه المرحلة	لا توجد دراسات في هذه المرحلة
	مرحلة الهبوط	رفض	لا يوجد	(Black, 1998); (Chen et al., 2010)
	مرحلة التأسيس	رفض	لا توجد دراسات أخرى في هذه المرحلة	(Black, 1998)
	مرحلة النمو	رفض	لا يوجد	(Black, 1998)
	مرحلة النضج	رفض	لا يوجد	(Black, 1998); (Chen et al., 2010)
	مرحلة التراجع	رفض	لا توجد دراسات في هذه المرحلة	لا توجد دراسات في هذه المرحلة
H <sub>14</sub> : التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية ملائمة للقيمة السوقية للمنشأة خلال مختلف مراحل دورة حياتها	مرحلة الهبوط	رفض	لا يوجد	(Black, 1998); (Chen et al., 2010)

## المراجع

### المراجع العربية

للخسائر المحاسبية في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة في الأردن. مؤتمراً للبحوث والدراسات/ العلوم الإنسانية والاجتماعية، الأردن، المجلد (27)، العدد (4)، ص 62-102.

عياصرة، يزيد، والدبعي، مأمون، 2017، أثر دورة حياة المنشأة على هيكل رأس المال. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد (15)، العدد (4)، مقبول للنشر، الجامعة الأردنية، الأردن.

مصطفى، داليا، والدبعي، مأمون، 2012، المضمون المعلوماتي

### المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Ayasrah, Y. and Al-Debi'e, M. 2017. The Effect of Firm Life Cycle on Capital Structure. *Jordan Journal of*

*Business Administration*, 15 (4): Accepted for Publication, The University of Jordan, Amman, Jordan.

- Mustafa, D. and Al-Debi'e, M. 2012. The Information Content of Accounting Losses in the Financial Reports of Jordanian Shareholding Companies. *Mutah Research and Studies/ Humanities and Social Sciences*, 27 (4): 62-102.
- Adizes, I. 1989. *Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It*.
- Aharony, J., Falk, H. and Yehuda, N. 2006. *Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information*. School of Economics and Management Bolzano, Italy, Working Paper, 1-34.
- Al-Najjar, B. and Belghitar, Y. 2012. The Information Content of Cashflows in the Context of Dividend Smoothing. *Economic Issues*, 17 (2): 57.
- Anthony, J.H. and Ramesh, K. 1992. Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3): 203-227.
- Black, E.L. 1998. Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 1: 40-56.
- Chen, S. K., Chang, Y.-L. and Fu, C.-J. 2010. The Impact of Life-cycle on the Value-relevance of Financial Performance Measures. *Advances in Business and Management Forecasting*, 7: 37-58.
- Dahmash, F.N. and Qabajeh, M. 2012. Value relevance of Ohlson Model with Jordanian Data. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3 (11): 551-560.
- Dickinson, V. 2011. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86 (6): 1969-1994.
- Etemadi, H. and Mougouie, F.R. 2015. Firm's Life Cycle and Ohlson Valuation Model: Evidence from Iran. *Asian Economic and Financial Review*, 5 (4): 641-652.
- Feltham, G.A. and Ohlson, J.A. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 689-731.
- Garakaz, M., Abdollahi, A. and Poordodshi, A. 2016. The Effect of the Corporate Life Cycle on Cost of Equity Capital in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *International Business Management*, 10 (11): 2231-2234.
- Goergen, M., Correia da Silva, L. and Renneboog, L. 2004. Dividend Policy of German Firms: A Dynamic Panel Data Analysis of Partial Adjustment Models. *Finance Working Paper (ECGI)*, No. (45/2004). Available at SSRN, 1-33.
- Gulec, O.F. and Karacaer, S. 2018. Corporate Life Cycle Theory and Accounting Performance: Borsa Istanbul Case. *Journal of Accounting and Finance*, (78).
- Gulec, O.F. and Karacaer, S. 2017. Corporate Life Cycle Methods in Emerging Markets: Evidence from Turkey. *Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA)*, 4 (3): 224-236.
- Jaafar, H. and Halim, H.A. 2016. Refining the Firm Life Cycle Classification Method: A Firm Value Perspective. *Journal of Economics, Business and Management*, 4 (2): 112-119.
- Jovanovic, B. 1982. Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 50 (3): 649-667.
- Lev, B. and Zarowin, P. 1999. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 353-385.
- Lin, J.C. 2016. Does Mature Firm Have More Earnings Informativeness? Evidence from Taiwan. *Proceedings of 29<sup>th</sup> IASTEM International Conference*, Osaka, Japan, 1-6.
- Makrani, K. and Abdi, M. 2014. The Effects of Book Value, Net Earnings and Cash Flow On Stock Price. *Management Science Letters*, 4 (9): 2129-2132.
- Mashaykhi, M. Faraji, O. and Arash Tahiri. 2013.

### المراجع الأجنبية

- Accounting Disclosure, Value Relevance and Firm Life Cycle: Evidence from Iran. *International Journal of Economic Behavior and Organization*, 1 (6): 69-77.
- Moshtagh, F., Abbaszadeh, M. R., Nowghabi, M.H.V. and Nowghabi, M.J. 2014. An Investigation of the Effect of Firm's Life Cycle Stages on Earning Quality: Evidence from Iran. *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 4 (8): 109-122.
- Myers, J.N. 1999. Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics. *The Accounting Review*, 74 (1): 1-28.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2): 147-175.
- Ohlson, J.A. 1995. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 661-687.
- Oskouei, Z.H. and Zadeh, R.B.H. 2015. Predicting the Future Stock Return by Emphasizing on Life Cycle Based on Cash Flow Statement. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 3 (4): 127-134.
- Park, Y. and Chen, K. 2006. The Effect of Accounting Conservatism and Life-cycle Stages on Firm Valuation. *Journal of Applied Business Research*, 22 (3): 75-92.