

تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

وليد زكريا صيام و حسام الدين الخداش

أستاذان مساعدان

قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

الجامعة الهاشمية - المملكة الأردنية الهاشمية

(قدم للنشر في ١٨/٢/١٤٢٣هـ وقبل للنشر في ٢١/٨/١٤٢٣هـ)

المستخلص: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهمية قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضع المالي للشركة وإنجازاتها المالية، إضافة إلى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم، أو بمعنى آخر بلورة تأثير سلوك التدفقات النقدية على سلوك القيمة السوقية للسهم، وتحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقى للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

لفحص العلاقة المفترضة غطت الدراسة ثلاث وعشرين شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠٠٢م والتي سبق تأسيسها عام ١٩٩٨م وتم التداول في أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام ١٩٩٨م حتى عام ٢٠٠١م.

وتم بناء نموذج موحد لاختبار جميع الشركات، وتحليل نتائج هذا النموذج إحصائياً باستخدام الانحدار البسيط والمتعدد توصل الباحثان إلى النتائج التالية:

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين صافي التدفقات النقدية، صافي التدفقات النقدية منسوبة إلى: الالتزامات طويلة الأجل، الالتزامات قصيرة الأجل، حقوق الملكية و صافي المبيعات من جهة أخرى.

مقدمة

تطورت مفاهيم إدارة النقدية cash management تطوراً ملحوظاً خلال الربع الأخير من القرن الماضي، حيث ارتفعت معدلات الفائدة منذ بداية السبعينات وحتى منتصف

الثمانينات (Brigham and Gopenski, 1997, and Sharma and Iselin, 2001) مما أدى إلى ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية، الأمر الذي شجع الإدارة المالية على البحث عن طرق أكثر فاعلية لإدارة النقدية، هذا فضلا عن التطور التكنولوجي الهائل وخاصة آلات التحويل الإلكتروني التي طورت عملية إدارة النقدية تطورا كبيرا.

ولعل عدم التوازن غير المرغوب بين التدفقات النقدية - بشقيها الداخلة والخارجة cash inflows and outflows - يعد مؤشرا إلى الفشل في إدارة النقدية، حيث لا تستطيع الشركة سداد ما عليها من التزامات في موعد استحقاقها، كما أن وقوع الشركة في العسر المالي الدائم يعتبر مؤشرا صريحا للحكم على الانهيار المالي للشركة وعدم قدرتها على سداد ما عليها من التزامات قصيرة وطويلة الأجل، الأمر الذي يجعل الشركة تلجأ إلى التوسع في عمليات السحب على المكشوف ناهيك عن احتمالية عدم قدرتها على سداد توزيعات أرباح الأسهم وزعزعة ثقة الملاك والجمهور بالشركة وقدرتها على إدارة النقدية وتحقيق الأرباح.

وقد كان الأسلوب التقليدي لقياس الوضع النقدي للشركة - ولا يزال - يركز على احتساب نسب السيولة (نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة وغيرها) إلا أن التغير الجذري في مفاهيم إدارة النقدية جعل الاعتماد على هذه النسب في تحليل الأداء المالي للشركة وفي قياس تأثير النقدية على سعر السهم وقيمتها السوقية يشوبه العديد من العيوب الناتجة عن الانتقادات التي توجه إلى هذه النسب وإلى أسلوب التحليل المرتكز عليها. فمثلا الاعتماد على الربح المحاسبي والوضع المالي للشركة المقاس وفق أساس الإستهقاق (accrual basis) لتحديد قيمة السهم والحكم على نتيجة أعمال الشركة يكتنفه العديد من الانتقادات الناجمة عن التباين في المعالجات المحاسبية للمخزون السلعي والإهلاكات والمصاريف المدفوعة مقدما والمستحقة، ناهيك عن تأثير البنود الأخرى التي يصعب قياس العائد الضمني لها.

ويمكن القول أن الهدف الرئيسي لإدارة النقدية يتمثل في تعجيل التدفقات النقدية الداخلة وإبطاء التدفقات النقدية الخارجة بحيث تمكث النقدية لدى الشركة أقصى فترة ممكنة بغية استثمارها وتحقيق العوائد منها، وهنا تجدر الإشارة إلى أن علاقة التدفقات النقدية أو إدارة النقدية بحجم القروض علاقة أساسية، كما أن علاقة التدفقات النقدية بحقوق الملكية أو الأموال المستثمرة علاقة أساسية أيضا وتظهر الدراسة الحالية أهمية مثل هذه العلاقة .

لقد حظيت العلاقة بين الأرباح المحاسبية accounting profits وعوائد الأسهم stock returns باهتمام الدارسين منذ منتصف القرن الماضي (Wallace et al, 1999)، إلا أن نتائج هذه الدراسات في مجملها بينت أن العلاقة بين النتائج المحاسبية accounting-based earnings وعوائد الأسهم علاقة ضعيفة إذ أنها لا تفسر أكثر من ١٠٪ من التغير في تلك العوائد في أحسن الأحوال (Lev, 1989). لذا انصب التفكير على وجوب دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم لعله يكون هناك علاقة تستحق الدراسة. وتناولت قلة من الدراسات هذا الموضوع كما أنها اهتمت بالتدفقات النقدية كقيم مطلقة دون نسبتها إلى مصادر هذه التدفقات من قروض قصيرة وطويلة الأجل أو حقوق ملكية أو مبيعات والتي سيرر أهميتها لاحقاً في هذه الدراسة. لذا فإن هذه الدراسة تبحث في علاقة التدفقات النقدية بقيمتها المطلقة والتدفقات النقدية منسوبة إلى القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية والمبيعات بالقيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

أهمية الدراسة وأهدافها

إن للتدفقات النقدية أهمية كبيرة في فشل أو استمرار الشركة على المدى الطويل، وبالتالي يعتقد أن نجاح الشركة في إدارة تدفقاتها النقدية له دور أساسي في المحافظة على قيمة سوقية مرتفعة لأسهمها مما يزيد من قيمة الشركة السوقية ككل وزيادة ربحيتها وتحقيقها لأهدافها بفاعلية عالية.

وتنبع أهمية الدراسة من الآثار العلمية والتطبيقية الناتجة عن دراسة أثر سلوك التدفقات النقدية على سلوك القيمة السوقية للسهم، حيث سيساعد ذلك إدارات الشركات الصناعية في معرفة كيفية إدارة التدفقات النقدية. مما يحقق قيمة سوقية مرتفعة للسهم، الأمر الذي يعمل على تحقيق أهداف المالكين والإدارة والعاملين وكافة الفئات ذات العلاقة بهذه الشركات، فمن مصلحة الملاك ارتفاع قيمة أسهمهم وبالتالي إمكانية بيعها بسعر أعلى، ومن مصلحة الإدارة ارتفاع قيمة أسهم الشركة لأن الحكم على كفاءة الإدارة يتم من خلال تحقيق أرباح مرتفعة وقيمة سوقية أعلى للشركة وهكذا بالنسبة لبقية الفئات ذات الصلة بالشركات الصناعية.

ويمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- (١) تحديد أهمية قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضع المالي للشركة وإنجازاتها المالية وإبراز أهمية أن تكون التدفقات النقدية منسوبة إلى مصادر التمويل.

- (٢) قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم، أو بمعنى آخر، بلورة تأثير سلوك التدفقات النقدية على سلوك سعر السهم السوقية.
- (٣) تحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقية.

تساؤلات الدراسة

يمكن صياغة تساؤلات الدراسة على النحو التالي :

- ١- ما أهمية قائمة التدفقات النقدية وما توفره من معلومات؟
- ٢- هل توجد علاقة بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم؟
- ٣- هل توجد علاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل؟
- ٤- هل توجد علاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل؟
- ٥- هل توجد علاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى المال المستثمر (حقوق الملكية)؟
- ٦- هل توجد علاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات؟
- ٧- هل توجد علاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين صافي التدفقات النقدية ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية وصافي المبيعات من جهة أخرى؟

الإطار النظري و الدراسات السابقة

تعتبر قائمة التدفقات النقدية (cash flow statement) من القوائم المالية الحديثة نسبياً مقارنة مع القوائم المالية الأخرى مثل قائمة الدخل (income statement) والميزانية العمومية (balance sheet)، حيث بادرت بعض الشركات الأمريكية بعرض هذه القائمة طوعياً ضمن تقاريرها المالية السنوية في نهاية الخمسينات قبل أن يوصي المجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) في عام ١٩٦٣ وبشكل إختياري بضرورة نشر هذه القائمة ضمن التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة (Mosich and Larsen, 1983, p. 933). وفي عام ١٩٧٠ أصدرت هيئة

البورصات الأمريكية (American Stock Exchange Commission) بيأناً ألزمت فيه جميع الشركات المدرجة في السوق (The listed companies) بأن تضمن قوائمها المالية معلومات عن التدفقات النقدية. وفي عام ١٩٧٧ أصدرت اللجنة الدولية لمعايير المحاسبة IASC معيارها رقم (٧) الذي بين ضرورة عرض قائمة التدفقات النقدية كجزء مكمل للبيانات المالية المنشورة في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة. وبذلك بدأ انتشار إعداد قوائم التدفقات النقدية في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة في بلدان مختلفة، وقد ساعد في هذا الانتشار تغيير المعايير المحاسبية الصادرة عن تجمعات مهنية (Professional bodies) محلية عاملة في هذه البلدان أو من خلال هيئات بورصة الأوراق المالية في هذه الدول. وفي الأردن لم تصدر التجمعات المهنية المحاسبية مثل جمعية مدققي الحسابات القانونيين الأردنيين أو جمعية المحاسبة الأردنية أية معايير محاسبية محلية أردنية وإنما أوصت بضرورة تطبيق معايير المحاسبة الدولية. إلا أن هيئة الأوراق المالية المنبثقة عن سوق عمان المالي أوجبت بشكل صريح في عام ١٩٩٨ نشر قائمة التدفقات النقدية ضمن التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي.

إن الاهتمام بقائمة التدفقات النقدية جاء نتيجة لما توفره هذه القائمة من معلومات مفيدة ومكملة للمعلومات التي يحصل عليها مستخدمو القوائم المالية من البيانات المالية الأخرى المفصّل عنها في التقارير المالية السنوية. فهي تلخص الأنشطة التشغيلية (Operating activities)، الأنشطة الاستثمارية (Investing activities)، والأنشطة التمويلية (Financing activities) للشركة والتي تمارسها خلال الفترة المالية. كما توفر معلومات عن التغيرات التي حدثت في المركز المالي خلال الفترة المالية والتي يصعب الحصول عليها من القوائم المالية التقليدية الأخرى المنشورة في التقارير المالية السنوية. إن هذه القائمة أيضاً أهمية أخرى وذلك لإمكانية استخدامها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية علاوة على استخدامها في تقييم الإنجاز المالي (Financial performance) للشركة والذي يعتبر مكملاً للمعلومات المستخلصة من القوائم المالية التقليدية (قائمة الدخل وقائمة المركز المالي). إن هذه القائمة توفر أيضاً معلومات إضافية يحتاج إليها مستخدم القوائم المالية وهي غير متوفرة في القوائم المالية الأخرى المنشورة في التقارير المالية السنوية. فهي على سبيل المثال توفر معلومات عن المجالات التي استخدمت فيها قروض الشركة، كيفية تمويل التوسعات الاستثمارية والتشغيلية في الشركة وكيفية توزيع أرباح نقدية على المساهمين وغيرها (Henderson and Peirson, 2000, p. 573.)

مما سبق يمكن استنتاج أن تطور وانتشار استخدام قائمة التدفقات النقدية وإلزامية تضمينها في التقارير المالية السنوية للشركات هو نتيجة لما توفره هذه القائمة من معلومات مفيدة لمستخدمي هذه التقارير، وتعتبر التقارير المالية السنوية مهمة لمستخدمي هذه القوائم المالية وخاصة للمساهمين shareholders الحاليين the current أو المحتملين the potential. وقد استنتج (Courtis, 1978, p270) من تحليله لمجموعة من الدراسات الميدانية في أستراليا وأمريكا أن التقارير المالية السنوية اعتبرت من أهم مصادر المعلومات للمساهمين وقد تم تأكيد مثل هذا الاستنتاج من قبل دراسات أخرى مثل (Epstein and Anderson, 1994) و (Dunk, 1995) .

وحيث أن التقارير المالية السنوية هي مصدر معلومات رئيسي لمستخدمي هذه التقارير كما أن قائمة التدفقات النقدية هي مصدر معلومات إضافي وهام يجب تضمينه في التقارير المالية السنوية إذن فإن قيمة المنشأة سوقياً تتأثر بمقدار وطبيعة المعلومات التي توفرها التقارير المالية السنوية. وتأتي هذه الدراسة الحالية لتبحث في العلاقة المفترض وجودها بين توفير معلومات عن التدفقات النقدية وبين القيمة السوقية لأسهم الشركة. من هنا جاءت فكرة دراسة علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم لا سيما وأن بعض الدراسات السابقة أشارت إلى أهمية توفير معلومات عن التدفقات النقدية للمستفيدين وإلى وجود علاقة بين القيمة السوقية للسهم والتدفقات النقدية.

نال موضوع التدفقات النقدية وأهميتها وعلاقتها ببعض المتغيرات مثل سعر السهم السوقية اهتمام عدد من الباحثين. فقد عمل (الجزيري، ١٩٩٨م) على دراسة أثر بعض المتغيرات الداخلية كمحددات لإدارة أداء السهم في بورصة الأوراق المالية في مصر، وتوصل إلى وجود علاقة قوية بين بعض متغيرات الدراسة وبين مستوى أداء السهم. وفي ضوء نتائج الدراسة فقد أوصى بأهمية تطبيق الأسس السليمة لإدارة التدفقات النقدية نظراً لتأثيرها على سعر السهم، وكان من أهم نتائجه أن سعر السهم يعتمد أساساً على مستقبل صافي التدفقات النقدية، وأن سعر السهم يتأثر بالتدفقات النقدية الخارجة والمتعلقة بالتوسع الاستثماري، فضلاً عن التأثير بانخفاض حجم الخصوم، مع زيادة التوزيعات، وأخيراً انخفاض صافي التدفقات النقدية التشغيلية، ويرتبط سعر السهم ارتفاعاً وانخفاضاً بإيجابية أو سلبية مع صافي التدفقات النقدية.

وبغية تحديد أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير المالية المنشورة بهدف توجيه اهتمام المستثمر نحوها بدلاً من التركيز فقط على صافي الربح عند اتخاذ

قراراته الاستثمارية، أجرى (الفضل، ١٩٩٩م) دراسته التي كشفت نتائجها أن مقاييس التدفقات النقدية في مجال تقييم جودة الأرباح عموماً، تتمتع بخصوصية تميزها عن نسب الربحية، مما يدعو إلى تأييد الإفصاح عن التدفقات النقدية. كما كشفت أيضاً أن الفحص الاختباري لقائمة التدفقات النقدية يظهر أن الإفصاح عن التدفقات النقدية يوفر لمستخدمي التقارير المالية من محللين ماليين ومستثمرين معلومات عن كفاءة السياسات المالية في الشركة، مما يقدم دليلاً لأهمية شمول تقرير مجلس الإدارة لمؤشرات التدفقات النقدية.

وتحورت دراسة (Jones and Widjaja, 1998) حول إبراز أهمية القرار المبني على معلومات مستخلصة من قائمة التدفقات النقدية، وهدفت هذه الدراسة الميدانية إلى بيان مدى اعتماد مستخدمي القوائم المالية على معلومات مستخلصة من قائمة التدفقات النقدية في اتخاذ قراراتهم. وقد أجريت الدراسة في أستراليا وشملت ١٠٩ مستخدماً للقوائم المالية. وأظهرت نتائج الدراسة دعماً قوياً strong support لأهمية استخدام المعلومات عن التدفقات النقدية من قبل المستخدمين. واعتبرت الدراسة أن المحللين الماليين إلى جانب المقرضين loan officers من أكثر الجهات استخداماً للمعلومات عن التدفقات النقدية.

أما دراسة (Nurnberg and Largay, 1999) فقد تناولت موضوع إعداد قائمة التدفقات النقدية وأهميتها تصنيفها وفق الأنشطة التشغيلية operating والاستثمارية investing والتمويلية financing، وخلصت هذه الدراسة إلى أن توفير معلومات مصنفة بشكل منطقي وتفصيلي تتجاوز إظهار قيمة صافي التدفقات النقدية يؤدي إلى تحسين قدرة هذه القوائم على توفير معلومات ضرورية من شأنها خدمة مستخدميها وانعكاس ذلك على القيمة السوقية للسهم وأظهرت الدراسة أن هناك زيادة في الإقبال على أسهم الشركات التي تقدم مثل هذه البيانات التفصيلية.

وحول أهمية إعداد قائمة التدفقات النقدية، أظهرت دراسة (Revell, 2001) أن أرقام الربحية لوحدها لا تعطي مؤشراً كافياً عن مدى نجاح أعمال الشركة، حيث أن الأرباح المتحققة قد لا تنتهي مطلقاً إلى نقدية متاحة للتوزيع على المساهمين، وأظهرت الدراسة أنه لا يكفي إبراز بعض المعلومات عن التدفقات النقدية ضمن الملاحظات (Footnotes) إذ لا بد وأن يتم إعداد قائمة التدفقات النقدية لما لها من أثر على قرارات المساهمين وعلى السعر السوقي للسهم.

إن الدراسات السابقة بينت أهمية الاعتماد على معلومات قائمة التدفقات النقدية في خدمة متخذي القرارات وبيان أثر هذه المعلومات على عدة متغيرات ومن ضمنها القيمة السوقية لأسهم الشركات إلا أن أي من هذه الدراسات لم تتناول أثر التدفقات النقدية منسوبة إلى مصادر التمويل على القيمة السوقية لأسهم الشركات المفصحة عن هذه التدفقات، وهذا ما تركر عليه الدراسة الحالية.

أما الدراسات المحلية عن موضوع البحث، فمنها دراسة (الخلايلة، ١٩٩٨م) التي اختبرت العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، وافترضت الدراسة وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وأن هذه العلاقة تكون أقوى كلما طالت فترة العائد. وشملت الدراسة ٣١ شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي خلال فترة عشر سنوات (١٩٨٥-١٩٩٤)، وتم استخدام تحليل الارتباط والانحدار الخطي لاختبار فرضيات الدراسة. وأشارت نتائج تحليل الارتباط والانحدار إلى وجود علاقة متدنية وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وأن هذه العلاقة لم تتحسن بشكل ملحوظ عندما تم إطالة فترة العائد، كما لوحظ أن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار ($adjusted R^2$) لم تتحسن أيضا بشكل ملموس عند إطالة فترة العائد، أما نتائج الدراسة فهي بشكل عام لم تدعم فرضيات الدراسة.

وقد استخدمت دراسة الخلايلة عدة بدائل كمقاييس للتدفقات النقدية منها صافي الدخل مضافا إليه الاهتلاك والإطفاء، صافي الدخل مضافا إليه بنود قائمة الدخل غير المؤثرة على رأس المال العامل، التدفقات النقدية من التشغيل. أما هذه الدراسة فتستخدم منهجية مختلفة لقياس التدفقات النقدية بغية اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم مبنية على محتويات قائمة التدفقات النقدية كما أوردتها المعايير المحاسبية الدولية، إضافة إلى أخذ قيم المتغيرات كنسب وليست قيما مطلقة.

وقد قام (حداد، ٢٠٠١م) باختبار العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية، حيث تكونت عينة الدراسة من ٤٤ شركة من الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين عام ١٩٩٣ و١٩٩٨م، وقد تم فحص العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد غير العادية للأسهم باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. وأشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل أو الاستثمار أو التمويل وبين العوائد غير العادية، إضافة إلى تدني القوة التفسيرية لجميع نماذج الانحدار المستخدمة في الدراسة.

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بتركيزها على التدفقات النقدية كنسبة مئوية إلى بعض المتغيرات وليست كقيمة مطلقة وهذا يعطي مؤشراً أفضل عن الوضع النقدي للشركة، حيث أن ارتفاع التدفق النقدي نتيجة الحصول على قرض هو مؤشر مالي يختلف فيما إذا كان مثل هذا الارتفاع ناتجاً عن زيادة صافي مبيعات الشركة مثلاً. فارتفاع قيمة التدفق النقدي من مصادر التمويل الائتماني debt fund له كلفة تختلف عن التدفق النقدي من الملاك equity fund أو من مصدر داخلي كالمبيعات مثلاً.

منهجية الدراسة

تم تحديد الإطار النظري للدراسة بالاعتماد على المراجع والدوريات المتخصصة وجمع البيانات الميدانية اعتمد الباحثان على البيانات المنشورة عن الشركات موضع الدراسة والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية والتقارير السنوية الصادرة عن هذه الشركات والمتضمنة البيانات المالية والقوائم الختامية لأعمال هذه الشركات، وتم الرجوع إلى التقارير السنوية لبورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩٨-٢٠٠١م، إضافة إلى التقارير الشهرية وبيانات أسعار الأسهم.

وتم جمع البيانات اللازمة للدراسة يدوياً حيث أنه لا يوجد قاعدة بيانات database تحتوي على معلومات عن التدفقات النقدية في هذه الشركات.

١ - مجتمع الدراسة وعينتها

شمل مجتمع الدراسة جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠٠٢م والتي سبق تأسيسها عام ١٩٩٨م. وشملت عينة الدراسة (٢٣) شركة من أصل (٧٥) شركة انطبقت عليها الشروط التالية:

- تم التداول في أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام ١٩٩٨م حتى عام ٢٠٠١م.
- لم ينقطع التداول في أسهمها حول تاريخ نشر القوائم المالية ولم يتم دمجها أو تصفيتها خلال فترة الدراسة.
- تتوفر القيمة السوقية لأسهمها خلال فترة الدراسة.

٢ - متغيرات الدراسة ونموذجها

إن المتغير المستقل في هذه الدراسة هو التدفقات النقدية وتم دراسة سلوكها من خلال عدة مقاييس مثل نسبتها إلى الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل وحقوق الملكية بالإضافة إلى نسبتها إلى صافي المبيعات، وتم اختيار نسبة التدفقات النقدية إلى هذه العناصر بدلا من الارتكاز على القيمة المطلقة للتدفقات النقدية وذلك لأنها تعطي مؤشرا أفضل عن الوضع النقدي للشركة، فمثلا قد تكون قيم التدفقات النقدية مرتفعة كقيمة مطلقة إلا أن هذا الارتفاع قد يقابله ارتفاع في قيمة القروض وهذا مؤشر غير إيجابي مقارنة مع حصول مثل هذا الارتفاع من مصدر المبيعات مثلا.

أما المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فتم دراسة سلوكه حسب أسعار الإغلاق المنشورة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ١٩٩٨ وحتى عام ٢٠٠١م وذلك لفترة تمتد إلى ثلاثة أشهر حول تاريخ حدوث نشر للقوائم المالية في السوق المالي. وينص قانون الشركات الأردني بضرورة إعداد القوائم المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية خلال الثلاثة أشهر التالية لانتهاؤ السنة المالية ثم بضرورة نشرها في جريدة يومية واحدة على الأقل.

وعليه فإن النموذج المراد احتباره هو :

$$\overline{SMV}_{ijt} = b_{1it} + b_{2it}CFLL_{it} + b_{3it}CFSL_{it} + b_{4it}CFOE_{it} + b_{5it}CFNS_{it} + e_{it}$$

حيث إن :

\overline{SMV}_{ijt} : تمثل متوسط القيمة السوقية للسهم share Market Value خلال الأشهر j للشركة i عن الفترة t.

$CFLL_{it}$: تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل Cash Flow to the Long-Term Liabilities للشركة i عن الفترة t.

$CFSL_{it}$: تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل Cash Flow to the Short-Term Liabilities للشركة i عن الفترة t.

$CFOE_{it}$: تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية Cash Flow to the Owner Equity للشركة i عن الفترة t.

$CFNS_{it}$: تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات Cash Flow to the Net Sales للشركة i عن الفترة t.

eit : الخطأ العشوائي، ويمثل ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج.

bit : تعبر عن معاملات العلاقة في نموذج الانحدار المراد اختباره.

لقد تم تطوير هذا النموذج بالاستناد إلى نموذج معادلة الانحدار الخطي linear regression وتم استخدام هذا النموذج في عدة دراسات مماثلة (مثل Ball and Brown, 1968 والخلايلة، ١٩٩٨ ومحمد، ٢٠٠٠) كما تم تطوير متغيرات جديدة في هذا النموذج ليتم اختبارها مثل متغيرات نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل وحقوق الملكية وصافي المبيعات.

٣- قياس متغيرات الدراسة

كما ذكر سابقاً فإن الدراسة تتضمن المتغيرات التالية:

متوسط القيمة السوقية لسهم الشركة، نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل، نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية، ونسبة التدفقات النقدية إلى المبيعات، وسيتم قياس متغيرات الدراسة كما يلي:

١) متوسط القيمة السوقية لسهم الشركة (SMV)

تم احتساب الوسط الحسابي لأسعار أسهم الشركة السوقية خلال فترة ثلاثة أشهر بعد انتهاء السنة المالية للشركة. والسبب في اختيار هذه الفترة هو أن قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لعام ١٩٩٧م قد ألزم الشركات المساهمة العامة بضرورة إعداد وإصدار قوائم مالية عن نتائج أعمالها بعد تدقيقها من قبل مدقق حسابات قانوني معتمد خلال فترة ثلاثة أشهر بعد انتهاء السنة المالية، لذا فإن حدث الإفصاح عن التدفقات النقدية سيكون قد تم خلال هذه الفترة وتم تغطية مدة الثلاثة شهور لتمثل فترة الحدث. وبالتالي فإن :

$$SMV_{ijt} = \frac{\sum_{j=1}^n P_{ij}}{3}$$

حيث إن :

SMV_{ijt} : تمثل متوسط القيمة السوقية للأشهر j لسهم الشركة i عن الفترة t .

n : ٣ أشهر هي فترة حدث الإفصاح عن التدفقات النقدية.

P_{ij} : سعر إغلاق سهم الشركة i في نهاية الشهر j .

z : الشهر اللاحق لنهاية السنة المالية.

ثم تم إحتساب متوسط هذه القيم خلال فترة الدراسة البالغة ٤ سنوات.

٢) نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل (CFL)

تم احتساب التدفقات النقدية كنسبة مئوية من الالتزامات طويلة الأجل لكل شركة من الشركات موضع الدراسة للسنوات الأربع وهي فترة الدراسة، حيث شملت الالتزامات طويلة الأجل، حسابات السندات وأوراق الدفع وكافة الالتزامات التي تتجاوز مدتها سنة مالية، وبالتالي حسب الوسط الحسابي لهذه النسبة كما يلي:

$$CFL_{it} = \frac{\sum_{t=1}^{t=n} (CF_{it} / LL_{it}) \times 100\%}{4}$$

حيث إن :

CFL_{it} : تمثل نسبة متوسط التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل للشركة i خلال

فترة الدراسة.

n : فترة الدراسة ٤ سنوات (الأعوام ١٩٩٨، ١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١م).

CF_{it} : التدفقات النقدية للشركة i عن الفترة t.

LL_{it} : الالتزامات طويلة الأجل للشركة i عن الفترة t.

٣) نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل (CFS)

تم احتساب التدفقات النقدية كنسبة مئوية من الالتزامات قصيرة الأجل لكل شركة من الشركات موضع الدراسة ولللسنوات الأربع وهي فترة الدراسة، حيث شملت الالتزامات قصيرة الأجل، الدائون، أوراق الدفع، وكافة الالتزامات التي تمثل مصادر تمويل ولا تتجاوز مدتها سنة مالية. وقد حسب الوسط الحسابي لهذه النسب كما يلي :

$$CFS_{it} = \frac{\sum_{t=1}^{t=n} (CF_{it} / SL_{it}) \times 100\%}{4}$$

حيث إن :

$CFSL_{it}$: تمثل متوسط نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل للشركة i خلال فترة الدراسة.

n : فترة الدراسة ٤ سنوات (الأعوام ١٩٨٨، ١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١م)

CF_{it} : التدفقات النقدية للشركة i عن الفترة t .

SL_{it} : الالتزامات قصيرة الأجل للشركة i عن الفترة t .

٤) نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية (CFOE)

تم احتساب التدفقات النقدية كنسبة مئوية من حقوق الملكية أو مجموع الأموال المستثمرة من قبل المساهمين وذلك لكل شركة من الشركات موضع الدراسة وللسنوات الأربع وهي فترة الدراسة، حيث شملت حقوق الملكية: القيمة الاسمية للأسهم العادية والممتازة، الأرباح المحتجزة، الاحتياطات بكافة أنواعها. وبالتالي حسب الوسط الحسابي لفترة الدراسة البالغة ٤ سنوات كما

$$CFOE_{it} = \frac{\sum_{t=1}^{t=n} (CF_{it} / OE_{it}) \times 100\%}{4}$$

يلي:

حيث إن :

$CFOE_{it}$: تمثل متوسط نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية للشركة i خلال فترة الدراسة.

n : فترة الدراسة ٤ سنوات (الأعوام ١٩٩٨، ١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١م)

CF_{it} : التدفقات النقدية للشركة i عن الفترة t .

OE_{it} : حقوق الملكية للشركة i عن الفترة t .

٥) نسبة التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات (CFNS)

تم احتساب التدفقات النقدية كنسبة مئوية من صافي المبيعات لكل شركة من الشركات موضع الدراسة وللسنوات الأربع وهي فترة الدراسة، حيث تم الحصول على صافي المبيعات من قائمة الدخل بعد استبعاد مردودات المبيعات والخصم المسموح به من إجمالي المبيعات النقدية والآجلة، وبالتالي فإن وسط فترة الدراسة حسب كما يلي :

$$CFNS_{it} = \frac{\sum_{t=1}^{t=n} (CF_{it} / NS_{it}) \times 100\%}{4}$$

حيث إن :

$CFNS_{it}$: تمثل متوسط نسبة التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات للشركة i خلال فترة الدراسة.

n : فترة الدراسة ٤ سنوات (الأعوام ١٩٩٨، ١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١م)

CF_{it} : التدفقات النقدية للشركة i عن الفترة t .

NS_{it} : صافي المبيعات للشركة i عن الفترة t .

فرضيات الدراسة

في ضوء ما سبق يمكن صياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

- H_{01} : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم.
- $H_{1,2}$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل.
- $H_{1,3}$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل.
- $H_{1,4}$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى المال المستثمر (حقوق الملكية).
- $H_{1,5}$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات.
- H_{06} : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم وبين صافي التدفقات النقدية ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية وصافي المبيعات من جهة أخرى.

١ - أساليب تحليل البيانات واختبار الفرضيات

تم تحليل البيانات بالاعتماد على البرامج الإحصائية الآلية مثل برنامج الرزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) لإيجاد معامل ارتباط بيرسون (Person correlation) وذلك للتعرف على اتجاهات العلاقات المفترضة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. والانحدار البسيط والمتعدد لتحديد المتغيرات المستقلة المؤثرة على المتغير التابع إضافة إلى اختبار ال T .

تحليل بيانات الدراسة (اختبار الفرضيات)

تم اختبار فرضيات الدراسة للشركات والسنوات موضع الدراسة من خلال تحليل الانحدار

pooled regression كما يلي :

أولاً: اختبار الفرضية الأولى

H_{01} لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم. لقد تم استخدام تحليل الانحدار البسيط لفحص هذه الفرضية عند مستوى معنوية ٥٪، ويظهر الجدول رقم (١) أن قيمة $adjusted R^2$ المفسرة للعلاقة المفترضة بين المتغيرين أنها متدنية جدا وأن تحليل الارتباط يظهر وجود علاقة سلبية بدرجة ٠,٣٠٢، وليست ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية ٥٪ حيث أن درجة Sig تساوي ٠,٠٨١. وبالتالي فإنه يتم قبول الفرضية العدمية، وهذا يؤكد عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم. وهذا يتوافق مع نتائج دراسة الخلايلة (١٩٩٨م) ودراسة حداد (٢٠٠١م)، حيث خلصت كلا منهما إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية والعوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

جدول (١)

ملخص نتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم

| Sig | T | Coefficients | Model 1 |
|---------------------|--------|--------------|--------------------|
| 0.000 | 4.443 | 2.133 | Constant |
| 0.162 | -1.450 | -3.833 | صافي التدفق النقدي |
| Adjusted R square | 0.048 | | |
| Pearson correlation | -0.302 | | |
| Sig | 0.081 | | |

ثانياً: اختبار الفرضية الثانية

H_{02} لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات

النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل.

يبين الجدول رقم (٢) نتائج تحليل الانحدار البسيط بين التغير في القيمة السوقية للسهم

ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، ويلاحظ من الجدول أن قيمة $adjusted R^2$

متدنية جدا وهذا يعني أن النموذج المفترض لا يفسر العلاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة

صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل كما يظهر الجدول أيضا أن معامل الإنحدار كان سالبا (-٠,٣٢٦)، وهذا يعني قبول الفرضية العدمية، ويؤيد ذلك تحليل الارتباط كما يشير إليه الجدول رقم (٢) والذي يظهر أن العلاقة المفترضة بين المتغيرين هي علاقة سالبة بدرجة (-٠,٠٨٦)، وليست ذات دلالة معنوية عند مستوى ٥٪ حيث أن درجة Sig تساوي ٠,٣٤٩ .

جدول (٢)

ملخص نتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل

| Sig | T | Coefficients | Model 2 |
|---------------------|--------|--------------|---|
| 0.001 | 4.10 | 2.034 | Constant |
| 0.698 | -0.086 | -0.326 | صافي التدفق النقدي/ الالتزامات طويلة الأجل |
| Adjusted R square | | - 0.04 | |
| Pearson correlation | | - 0.086 | |
| Sig | | 0.349 | |

ثالثا: اختبار الفرضية الثالثة

H_{03} لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل.

يعرض الجدول رقم (٣) ملخص نتائج تحليل الانحدار للمتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم مع المتغير المستقل وهو نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل، وتشير النتائج إلى أن معامل العلاقة كان سالبا (-٣,٥٢٨)، وليس ذا دلالة إحصائية عند مستوى أهمية ٥٪ كما تشير إليه نتائج تحليل الـ T-value. ويلاحظ أيضا تدني القوة التفسيرية لنموذج الإنحدار إذ بلغت (-٠,٠٣٣) وبالنظر إلى تحليل ارتباط بيرسون كما يشير إليه الجدول (٣) نجد أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة سلبية وليست ذات دلالة معنوية حيث أن درجة Sig تساوي (٠,٢٩٧) وفي ضوء هذه النتائج فإنه يتم قبول الفرضية العدمية .

جدول (٣)

ملخص نتائج تحليل الانحدار بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل

| Sig | T | Coefficients | Model 3 |
|---------------------|--------|--------------|--|
| 0.000 | 4.121 | 2.086 | Constant |
| 0.593 | -0.542 | -3.528 | صافي التدفق النقدي/ الالتزامات قصيرة الأجل |
| Adjusted R square | | - 0.033 | |
| Pearson correlation | | - 0.117 | |
| Sig | | 0.297 | |

رابعاً: اختبار الفرضية الرابعة

H_{04} لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات

النقدية إلى حقوق الملكية.

بالنظر إلى الجدول رقم (٤) نلاحظ أن ملخص نتائج تحليل الانحدار تدعم الفرضية العدمية

حيث أن $adjusted R^2$ كانت متدنية جدا ومعامل الانحدار سالب بدرجة ٢,٨٢٦ كما أن العلاقة

سالبة (-٠,١٦٤) وليست ذات دلالة إحصائية عند درجة معنوية ٥٪ حيث أن درجة Sig بلغت

(٠,٢٢٧) وبالتالي يتم قبول الفرضية العدمية .

جدول (٤)

ملخص نتائج تحليل الانحدار بين متغير القيمة السوقية للسهم

ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية

| Sig | T | Coefficients | Model 4 |
|---------------------|--------|--------------|----------------------------------|
| 0.000 | 4.171 | 2.141 | Constant |
| 0.455 | -0.762 | -2.826 | صافي التدفق النقدي/ حقوق الملكية |
| Adjusted R square | -0.019 | | |
| Pearson correlation | -0.164 | | |
| Sig | 0.227 | | |

خامساً: اختبار الفرضية الخامسة

H_{05} لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات

النقدية إلى صافي المبيعات.

تبين نتيجة التحليل وكما يظهر الجدول رقم (٥) أن معامل الانحدار كان سالبا (-

٠,١٠٧) وليس ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ حيث أن قيمة T بلغت (-٠,٠٨٣) .

كما يلاحظ أيضا أن قيمة $adjusted R^2$ متدنية وهذا يعني أن التغير في صافي المبيعات لا يفسر التغير

في القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وهذا يؤدي إلى قبول الفرضية

العدمية . ويؤيد هذه النتيجة معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين والذي بلغ (-٠,٠١٨) وبدون

دلالة إحصائية .

جدول (٥)

ملخص نتائج تحليل الانحدار بين القيمة السوقية للسهم
ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات

| Sig | T | Coefficients | Model 5 |
|---------------------|--------|--------------|------------------------------------|
| 0.001 | 4.051 | 2.032 | Constant |
| 0.934 | -0.083 | -0.107 | صافي التدفق النقدي / صافي المبيعات |
| Adjusted R square | | -0.047 | |
| Pearson correlation | | -0.018 | |
| Sig | | 0.467 | |

سادسا: اختبار الفرضية السادسة

H_{06} لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين صافي التدفقات النقدية ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية وصافي المبيعات من جهة أخرى.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، ويظهر الجدول رقم (٦) خلاصة نتائج هذا التحليل والتي تبين أن معاملات الانحدار بالنسبة للنموذج الذي تم تقديره لمدة أربع سنوات ولجميع الشركات كانت معاملات سالبة بالنسبة لعلاقة القيمة السوقية للأسهم بصافي التدفقات النقدية وصافي التدفقات النقدية منسوبة إلى الالتزامات قصيرة الأجل وحقوق الملكية ومعاملات انحدار موجبة بالنسبة لعلاقة القيمة السوقية للأسهم بصافي التدفقات منسوبة إلى الالتزامات طويلة الأجل والى صافي المبيعات، إلا أن أي من هذه المعاملات لم يكن ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ وذلك كما تشير إليه قيم T و Sig .

جدول (٦)

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

| Sig | T | Coefficients | Model 6 | | |
|---|--|--|--|--------------------------|------------------------|
| 0.001 | 4.224 | 2.423 | Constant | | |
| 0.423 | -0.820 | - 0.0003 | صافي التدفق النقدي | | |
| 0.274 | 1.130 | 2.084 | صافي التدفق النقدي / الالتزامات طويلة الأجل | | |
| 0.182 | 1.393 | - 0.048 | صافي التدفق النقدي / الإلتزامات قصيرة الأجل | | |
| 0.135 | -1.571 | -45.019 | صافي التدفق النقدي/حقوق الملكية | | |
| 0.122 | 1.630 | 15.996 | صافي التدفق النقدي/صافي المبيعات | | |
| Adjusted R square | | 0.041 | | | |
| نسبة صافي التدفق النقدي/صافي المبيعات | نسبة صافي التدفق النقدي/حقوق الملكية | نسبة صافي التدفق النقدي/الالتزامات قصيرة الأجل | نسبة صافي التدفق النقدي/الالتزامات طويلة الأجل | صافي التدفق النقدي | |
| - 0.018 | - 0.164 | - 0.117 | - 0.086 | - .302 | Pearson correlation |
| 0.467 | 0.227 | 0.297 | 0.349 | 0.081 | Sig |

كما يلاحظ من الجدول رقم (٦) أيضا مدى تدني القوة التفسيرية لنموذج الإنحدار حيث أن R^2 adjusted تساوي (٠.041). وهذا يعني أيضا قبول الفرضية العدمية ويؤيد ذلك نتائج تحليل ارتباط بيرسون كما يظهره الجدول رقم (٦) بسبب أن العلاقات بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة سالبة وضعيفة وليست ذات دلالة إحصائية الذي يظهر مدى تشتت العلاقة بين المتغيرات. وبشكل عام تعتبر هذه النتائج متطابقة مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (الخلايلة، ١٩٩٨م) ودراسة (حداد، ٢٠٠١م) على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

نتائج الدراسة

لقد قام الباحثان في هذه الدراسة باختيار مقاييس جديدة للتدفقات النقدية عند فحص علاقتها مع القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية مفترضين ومبررين أن هذه المقاييس ذات دلالة ومنطقية أكثر من تلك التي استخدمت في بعض الدراسات السابقة، إلا أن نتائج الدراسة جاءت متطابقة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة. ويؤكد الباحثان على أن فحص العلاقة بين التدفقات النقدية والتغير في أسعار أسهم الشركات السوقية لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار مصادر هذه التدفقات سواء كانت داخلية مثل التدفق من مصدر حقوق الملكية أو المبيعات أو خارجية مثل التدفق من مصدر الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل. ولعل المبرر الرئيسي لنتائج هذه الدراسة والدراسات السابقة هو أن أسعار الأسهم في سوق عمان المالي لا ترتبط كثيرا بالقيم والمعلومات المحاسبية والتدفقات النقدية المنشورة في القوائم المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية وهذا ما تؤيده دراسات أخرى أجريت حول هذا الموضوع سابقا مثل دراسة (الخلايلة، ١٩٩٨) ودراسة (حداد، ٢٠٠١).

وتلخص النقاط التالية نتائج تحليل البيانات واختبار الفرضيات التي تم التوصل إليها في هذه

الدراسة:

- ١ - لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- ٢ - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل.

٣ - إن العلاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل علاقة سالبة وليست ذات دلالة إحصائية.

٤ - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية.

٥ - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات.

٦- على الرغم من وجود علاقة موجبة بين القيمة السوقية للسهم وصافي التدفقات النقدية منسوبة إلى الالتزامات طويلة الأجل وإلى صافي المبيعات، ووجود علاقة سالبة بين القيمة السوقية للسهم وصافي التدفقات منسوبة إلى الالتزامات قصيرة الأجل وإلى حقوق الملكية إلا أن أي من هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية.

التوصيات

بناء على نتائج الدراسة فإن الباحثان يقترحان ما يلي:

١ - وجوب إعطاء قائمة التدفقات النقدية مزيداً من الاهتمام من قبل الباحثين لإبراز وتأکید مدى أهميتها لمتخذ القرار سواء كان مستثمر حالي أو محتمل أو إداري أو محلل مالي أو أي من الجهات المستخدمة للقوائم المالية المنشورة من قبل الشركات المساهمة العامة الأردنية.

٢ - إن من احتمالات عدم وجود علاقة بين ما تنشره القوائم المالية عن التدفقات النقدية وأسعار أسهم الشركات السوقية هو عدم وجود وعي كافٍ لدى المستثمرين بأهمية مثل هذه المعلومات، لذا فإن الدراسة الحالية توصي بضرورة توعية المستثمرين بأهمية التدفقات النقدية وقدرتها على إعطاء مؤشرات حول سلامة الوضع المالي للشركة.

٣ - إجراء المزيد من الدراسات لتحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وخاصة تلك التي تعكس وجهة نظر مستخدمي القوائم المالية لمعرفة مدى ارتكازهم في قراراتهم الاستثمارية والائتمانية على المعلومات المنشورة في هذه القوائم.

٤ - إجراء الدراسة على قطاعات أخرى في سوق عمان المالي وإجراء مقارنات بين نتائج الدراسات على سوق عمان المالي مع أسواق مالية أخرى كفضه أثبتت دراسات سابقة عليها أن هناك علاقة بين القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات المدرجة فيها والمعلومات المالية المنشورة ضمن القوائم المالية بهذه الشركات.

وفي الختام كان لهذه الدراسة بعض المحددات الأساسية مثل قلة عدد الشركات التي انطبقت عليها شروط الاختيار، بالإضافة إلى أن المعلومات المحاسبية المطلوبة لأغراض هذه الدراسة تم استخلاصها من التقارير المالية السنوية المنشورة من قبل الشركات موضع الدراسة.

المراجع

أولاً : باللغة العربية

- الجزيري، خيرى علي، (١٩٩٨)، محددات إدارة أداء السهم في بورصة الأوراق المالية : دراسة لبعض المتغيرات الداخلية، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد (٥٣)، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- حداد، فايز، (٢٠٠١)، العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد (٢٨)، العدد (١)، الجامعة الأردنية، عمان.
- الخليلة، محمود، (١٩٩٨)، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، العدد (١)، المجلد (٢٥).
- الفضل، مؤيد محمد علي، (١٩٩٩)، أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير المالية الخارجية: دراسة اختبارية في العراق، مجلة الإداري، العدد (٧٧)، السنة (٢١)، معهد الإدارة العامة، سلطنة عمان.
- محمد، عادل مبروك، (٢٠٠٠)، أثر إدارة التدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم بالمنظمات كبيرة الحجم، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، السنة (٣٩)، العدد (٥٥)، جامعة القاهرة.

أولاً : باللغة العربية

- Ball, R. and Brown, P.** (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6.
- Brigham, E. and Gopenski, L.,** (1997), *Financial Management Theory and Practice*, the Dryden Press, N-Y.
- Courtis, J.,** (1978), Attitudes Towards Annual Reports. *Management Forum*. The University of New England Publishing Unit, Vol. 4, No. 4, pp.269-279.
- Dunk, W.,** (1995), Annual Reports Get low Grade. *Upside*. Vol. 7, No. 1, pp. 95-96.
- Epstein, M. and Anderson, R.,** (1994), *the Usefulness of an Annual Report to Corporate Shareholders in the United States of America and Australia*, British Accounting Association Conference at king Alfred's College, Winchester, 23-25, March, pp. 1-24.

- Henderson, S. and Peirson, G.,** (2000), *Issues in Financial Accounting*, Ninth Edition, Longman, Australia.
- Jones, S. and Widjaja, L.,** (1998), The Decision Relevance of Cash-Flow Information: A Note, *Abacus*, Vol. **34**, No. **2**.
- Lev, B.,** (1989), On the Usefulness of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, Vol. **27**.
- Mosich, A. and Larsen, E.,** (1983), *Intermediate Accounting*, McGraw-Hill book Company, N. Y.
- Nurnberg, H., and Largay, J.,** (1999), More Concerns Over Cash Flow Reporting Under FASB Statement No.95, *Accounting Horizons*, Vol. **10**, No.4.
- Revell, Janice,** (2001), Annual Reports Decoded, *Fortune*, Vol. **143**, Issue14.
- Sharma, D. and Iselin, E.,** (2001), *The Decision Usefulness of Reported Cash Flow and Accrual Information in A Behavioral Field Experiment*. Social Science Research Network Electronic Library.
- Wallace, R., Choudhury, M. and Adhikari, A.,** (1999), The Comprehensiveness of Cash Flow Reporting in the United Kingdom: Some Characteristics and Firm-specific Determinants. *The International Journal and Accounting*, Vol. **34**, No.3.

The Effect of Cash Flow on Stock Market Prices for the Industrial Jordanian Share holding Companies

WALEED Z. SEIAM

and

HOSAMUDEEN AL-KHADDASH

Assistant Professors

Department of Accounting,

Faculty of Economics and Administration

Al-Hashemeia University, Amman, Jordan

ABSTRACT. This study investigates the importance of a cash flow statement in analyzing the financial performance of a company as well as it tests the association between the cash flows and stock market prices for the Industrial Jordanian Shareholding Companies.

The association is examined for a sample of 2٣ Industrial Jordanian Shareholding Companies listed on the Amman Financial Market during the period between 1998-2001.

The suggested model has been tested by using the simple and multiple regression techniques and the analysis revealed that there is no significant relationship existed between stock market prices and the cash flows, and cash flows in relative to short and long-term liabilities, owners' equity and net sales.