أثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

توفيق حسن عبد الجليل

ملخـص

هدفت هذه الدراسة إلى تعرف مدى تقييم المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية لكفاية وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية. شملت عينة الدراسة 23 شركة صناعية مساهمة عامة أردنية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2010 والتي سبق تأسيسها منذ عام 2001.

أظهرت نتائج تحليل بيانات الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية (0.53) عند مستوى دلالة 1% بين التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليته، ولم يظهر التحليل أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين بقية المتغيرات عند مستوى دلالة 5%. وأظهرت نتائج التحليل أيضاً عدم اهتمام المستثمر في بورصة عمان بكفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية عند إتخاذ قراره الاستثماري، حيث لم يظهر تحليل الانحدار أي أثر لهذين المتغيرين على سعر السهم السوقي.

الكلمات الدالة: التدفقات النقدية التشغيلية، كفاية وفعالية الأداء النقدي، أسعار الأسهم السوقية.

المقدمـة

يعتمد كثير من المستثمرين غالباً على البيانات المحاسبية لأساس الاستحقاق في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مع أن المعلومات عن التدفقات النقدية وخاصةً التشغيلية مهمة في الحكم على قدرة الشركة على تغطية احتياجاتها النقدية الاستثمارية والتمويلية، واستمراريتها.

وحسب أساس الاستحقاق لا تُظهر بيانات القوائم المالية المعدة دقة تامة نتيجة لعدم تسجيل العمليات التي لا يمكن قياسها كمياً، ولإظهارها للأصول بالتكلفة التاريخية، ولتأثرها بالتقدير والحكم الشخصي وخاصة للعمليات التي تمتد لأكثر من فترة مالية، ولإمكانية استخدام أكثر من طريقة أو أسلوب محاسبي متعارف عليه.

ويتم تحويل بيانات الاستحقاق إلى بيانات نقدية ضمن قائمة التدفقات النقدية. ويؤخذ على الأساس النقدي عدم تطبيقه لمبدأ المقابلة وعدم انسجامه مع مبدأ توقيت تحقق الإيراد. وبينت دراسة Dechow, 1994 أثر مشكلات التوقيت والمقابلة عند بيان التدفقات النقدية في تشويه نتائج الأداء. وبينت دراسة Qain, 2009 أن تقدير مستحقات الأنشطة الممتدة لأكثر من فترة مالية سبب رئيسي في إيجاد فرق بين البيانات المحاسبية حسب أساس الاستحقاق والأساس النقدي.

وتُبين قائمة التدفقات النقدية تدفقات الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية خلال فترة مالية معينة. وتعتبر تدفقات الأنشطة التشغيلية الأهم لأنها مؤشر لربحية الأنشطة الرئيسية، وتُظهر الأثر النقدي للعمليات التي تؤثر في صافي الدخل، وتُبين قدرة الشركة على تغطية احتياجاتها النقدية الاستثمارية والتمويلية.

وتُكمل بيانات التدفقات النقدية بيانات أساس الاستحقاق، ويزداد الاهتمام بها كأحد العوامل التي تؤثر في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وتُبين نسبة التدفقات النقدية التشغلية إلى مشتريات الأصول المعمرة، وتسديدات الديون طويلة الأجل، وتوزيعات الأرباح النقدية مدى كفاية التدفقات النقدية التشغيلية لتوفير النقدية اللازمة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية. كما تُبين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول فعالية استثمار الأصول لتحقيق تدفقات نقدية.

تاريخ استلام البحث 2012/4/16 وتاريخ قبوله 2012/9/20.

© 2012 عمادة البحث العلمي/ الجامعة الأردنية. جميع الحقوق محفوظة.

وتختبر هذه الدراسة أثر الأداء النقدي التشغيلي على قيمة المنشأة، وتُمهد لحساب مؤشرات ومتوسطات نقدية يمكن الاعتماد عليها في المقارنة بين الشركات وعبر الزمن. وتناقش هذه الدراسة أثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي.

2. أهمية الدراسة

يؤثر الأداء النقدي لشركة ما وخاصةً تدفقاتها النقدية التشغيلية في سعر سهمها السوقي. وقد نصت معايير الابلاغ المالي الدولية IFRS على إعداد قائمة التدفقات النقدية، وتبنت الأردن هذه المعايير، والزمت هيئة الأوراق المالية الأردنية في تعليماتها الصادرة عام 1998 الشركات المساهمة العامة الأردنية بإعداد هذه القائمة. حيث تُكمل بيانات قائمة التدفقات النقدية البيانات المحاسبية لأساس الاستحقاق، وتعطي مؤشرات عن قدرة الشركة على تسديد إلتزاماتها واستمراريتها. وأظهرت دراسات سابقة، الخلايلة 1997، وصيام وخداش، 2003، اعتماد المستثمر في بورصة عمان على بيانات أساس الاستحقاق المالية، وعدم تأثر سعر السهم السوقي ببيانات التدفقات النقدية. وتجدد هذه الدراسة فحص أثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية على قيمة الشركة، وتختبر، في نفس الوقت، استكمالاً للدراسات السابقه مدى تقييم السوق لكفاية وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية، وبيان أثر اداء الشركات النقدي على أسعار أسهمها السوقية.

3. مشكلة الدراسة واسئلتها

تواجه كثير من الوحدات الاقتصادية حالات تعثر وإفلاس نتيجة إعتماد المستثمرين على بيانات أساس الاستحقاق المحاسبية. وقد دفع هذا الحال بمجالس معايير المحاسبة المالية إلى التوصية بإعداد قائمة التدفقات النقدية، والاهتمام بالأداء النقدي عند إتخاذ القرار الاستثماري. وتحاول هذه الدراسة استطلاع مدى اعتماد قرارات المستثمر في بورصة عمان للأوراق المالية على الأداء النقدي، وأثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم السوقي. وتتلخص مشكلة الدراسة في السؤالين التاليين:

هل تؤثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي وبالتالي قرارات المستثمرين؟

وما العلاقة بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية وسعر السهم السوقي؟

4. الاطار النظري والدراسات السابقة

يتوقع ان تُحسن كفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية من قيمة المنشأة، وكلما زادت كفاية وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية لشركة ما كلما تحسن السعر السوقي لسهمها. إذ تُطمئن كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وتغطيتها النقدية للأنشطة الاستثمارية والتمويلية المقرضين على استيفاء مستحقاتهم، وتسمح بتوزيع أرباح نقدية. وتزيد فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية من ربحية الشركة وتقوي مركزها المالي، وتُشجع فعالية استثمار الأصول لشركة معينة المستثمرين على شراء أسهم هذه الشركة وزيادة ثقتهم بها، ولهذا يتوقع أن تزيد كفاءة وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية من سعر السهم السوقي. ويتوقع أن تكون العلاقة طردية بين كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليتها من جهة وبين سعر السهم السوقي من جهة أخرى.

أظهرت دراسات عديدة Livant, and Zarowin, 1990; Cotter, 1996; Charitou, 1997; Francis, 2003; شبيطة وأبو نصار، 2005، خداش والعبادي، 2005، Habib, 2008; أثر للتدفقات النقدية التشغيلية على قيمة المنشأة، وبينت قدرة أكبر للمضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية في تفسير عوائد الأسهم من المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية.

بحثت دراسة Livant, and Zarowin, 1990; أهمية التدفقات النقدية (التشغيلية والاستثمارية والتمويلية) في تفسير عائد السهم. وبينت نتائج الدراسة أن تغير صافي التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية يفسر (8.1%) إلى (11.6%) من التغير في عوائد الأسهم، وأظهرت الدراسة أيضاً علاقة موجبة ودالة إحصائياً بين صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية وعائد السهم، وعلاقة سالبة ودالة إحصائياً بين صافي التدفقات النقدية من

العمليات التمويلية وعائد السهم.

واعتمدت دراسة Cotter, 1996; على نموذجين أحدهما مبني على أساس الاستحقاق والآخر مبني على الأساس النقدي لتفسير قيمة الشركة في البيئة الاسترالية. وتوصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم أقوى من العلاقة بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.

ووجد Charitou, 1997; قدرة اكبر للمضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم من المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية للدورة التشغيلية ككل، وكلما زادت دقة تحديد حجم المستحقات وفترة القياس.

واختبر Francis, 2003; المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية على قيمة المنشأة في البيئة الامريكية. وأظهرت نتائج دراسته وجود أثر أكبر للمضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية من المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية على قيمة المنشأة.

وقارن شبيطة وأبونصار، 2005، بين تفسير كل من الربح المحاسبي والتدفقات النقدية لأداء الشركات المساهمة العامة الأردنية، وتوصلا إلى أن مقياس الاستحقاق أكثر تفسيراً لأداء الشركات من مقاييس الأساس النقدي، وأن علاقة صافي التدفقات النقدية مع عائد السهم غير دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5%.

واختبر خداش والعبادي، 2005، أثر التدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين على الوضع المالي للشركات الصناعية وانجازاتها المالية. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين والقيمة السوقية للأسهم.

وأظهرت نتائج دراسة Habib, 2008; وجود أثر أكبر للمضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية في عوائد الأسهم من المضمون المعلوماتي التدفقات النقدية، ويتأثر هذا المضمون المعلوماتي بصفات الشركة.

وأظهرت دراسات أخرى الخلايلة، 1997؛ وصيام وخداش، 2003؛ عدم وجود أثر للتدفقات النقدية على عائد السهم. إختبرت دراسة الخلايلة، 1997، العلاقة بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح المحاسبية ومؤشرات الأداء النقدية، ومدى قدرة كل منها في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. وأظهرت النتائج عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على عائد السهم. وتوصل صيام وخداش، 2003، إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين صافي التدفقات النقدية، ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى كل من الالتزامات طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل وحقوق الملكية وصافي المبيعات.

ناقشت الدراسات السابقة أثر المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية وصافي التدفقات النقدية على قيمة المنشأة وعلى عائد السهم. وتباينت نتائج الدراسات السابقة حول أثر التدفقات النقدية في أسعار الأسهم، واتفقت على وجود أثر أكبر للمضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية عن المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية على عوائد الأسهم وأسعارها. وتتميز هذه الدراسة بمناقشة أثر كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليتها في سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من 2001 إلى 2010.

5. منهجية الدراسة

تشمل منهجية الدراسة كيفية بناء متغيراتها، وتحديد مجتمعها وعينتها، وصياغة فرضياتها، وبيان الأساليب الاحصائية اللازمة لوصف متغيراتها وإثبات فرضياتها. وتُناقش الدراسة أثر كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليته على سعر السهم السوقي. وسيتم بيان أثر كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليته في سعر السهم السوقي من خلال نسبة التغير في كل من هذه المتغيرات. وقد اختيرت نسبة التغير في بناء متغيرات الدراسة لأنها أكثر دقة وملاءمة لتحقيق أهداف الدراسة.

$$\Delta SP_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta NOCF\ adequacy_{i,t} + \beta_2\ \Delta NOCF\ efficiency_{i,t} + e$$

حيث إن:

Δ : التغير

$SP_{i,t}$: سعر إغلاق سهم الشركة i، بنهاية الفترة المالية t

β : معامل الميل

$NOCF$: صافي تدفقات الأنشطة التشغيلية

E : معامل الخطأ العشوائي نتيجة متغيرات لا يتضمنها نموذج الدراسة

ويتوقع أن يكون تأثير كل من كفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية لشركة ما إيجابي على سعر سهمها، إذ تُوفر كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية إمكانية الاستثمار في الأصول المعمرة التي تحتاجها الشركة، وتُطمئن المقرضين على إستيفاء مستحقاتهم، وتسمح بتوزيع أرباح نقدية على المساهمين. ويزيد حسن استثمار أصول الشركة لتحقيق تدفقات نقدية تشغيلية من ربحيتها ويقوي مركزها المالي.

ويفحص هذا البحث علاقة متغيرات الدراسة مع بعضها. ويتوقع أن ترفع كفاءة وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية لشركة ما سعر سهمها. كما يتوقع ان تزيد فعالية استثمار أصول شركة ما لتحقيق تدفقات نقدية من كفاءة صافي التدفقات النقدية التشغيلية في تغطية احتياجاتها الاستثمارية والتمويلية.

أ. متغيرات الدراسة

تفحص الدراسة أثر التغير في مدى كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية والتغير في فعالية التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في سعر السهم السوقي.

1. المتغيرات المستقلة

تم اختيار نسبة التغير في مدى كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية لتُبين التغير من سنة لأخرى في مدى كفاية صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية لتغطية النقدية اللازمة للأنشطة الاستثمارية (شراء أصول معمرة)، والأنشطة التمويلية للمقرضين (تسديد ديون طويلة الأجل)، وللمساهمين (توزيع أرباح نقدية). واختيار نسبة التغير في فاعلية التدفقات النقدية التشغيلية لتُبين التغير من سنة لأخرى في مدى نجاح الشركة في استثمار أصولها لتحقيق تدفقات نقدية. وتم اختيار هذين المتغيرين كعاملين مستقلين لاختبار أثرهما في سعر السهم السوقي.

أ. نسبة التغير في مدى كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية

The change in the percentage of the net operating cash flow adequacy

يبين هذا المتغير نسبة التغير في تغطية صافي التدفقات النقدية التشغيلية للنقدية اللازمة لمشتريات الأصول المعمرة، وسداد أقساط القروض طويلة الأجل المستحقة وفوائدها المستحقة، وتوزيعات الأرباح النقدية كالتالي:

$$\Delta in\%\,NOCF\ adequacy_{i,t} = \%NOCF\ adequacy_{i,t} - \%NOCF\ adequacy_{i,t-1}) / \%NOCF\ adequacy_{i,t-1}$$

ويبين هذا المتغير قدرة الشركة على سداد ديونها في الاستحقاق، وشراء آلات حديثة والقدرة على التوسع في العمل، وتوزيع أرباح نقدية على المساهمين، واستمراريتها، وهذه كلها تؤثر في سعر سهم الشركة السوقي.

وتُحسب كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية بالمعادلة التالية:

$$\%NOCF\ adequacy_{i,t} = NOCF_{i,t} / \left[LTD\,S_{i,t} + Cash\ purchases\ of\ FA_{i,t} + Cash\ dividends_{i,t}\right]$$

حيث أن:

$LTDS$: تسديد ديون طويلة الأجل

FA: أصول معمرة

ب. نسبة التغير في فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية

The change in the percentage of the net operating cash flow efficiency

يبين هذا المتغير فعالية استثمار الأصول وقدرتها على تحقيق تدفقات نقدية تشغيلية، وتزيد فعالية صافي التدفقات النقدية من سعر السهم السوقي، ويقاس هذا المتغير بنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول.

$$\Delta in\,\%\,NOCF\ efficiency_{i,t} = (\%NOCF\ efficiency_{i,t} - \%NOCF\ efficiency_{i,t-1}) \,/\, \%NOCF\ efficiency_{i,t-1}$$

وتُحسب فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية بالمعادلة التالية:

$$\%NOCF\ efficiency_{i,t} = NOCF_{i,t} \,/\, TA_{i,t}$$

حيث إن:

TA: إجمالي الأصول

2. المتغير التابع: نسبة التغير في سعر السهم السوقي The percentage change in the market share price

تُبين هذه النسبة التغير في سعر سهم شركة ما خلال الفترة المالية. وتُحسب نسبة التغير في سعر السهم السوقي بقسمة نتيجة طرح سعر الافتتاح للسهم ببداية الفترة المالية من سعر الإغلاق للسهم بنهاية الفترة المالية على سعر الافتتاح للسهم ببداية الفترة المالية.

$$\%\,\Delta in\,SP_{i,t} = (SP_{i,t} - SP_{i,t-1}) \,/\, SP_{i,t-1}$$

جمعت بيانات الدراسة والتي تشمل قيم صافي التدفقات النقدية التشغيلية، وتسديدات الديون والقروض طويلة الأجل، ومشتريات الأصول المعمرة، وتوزيعات الأرباح النقدية من قائمة التدفقات النقدية، وإجمالي الأصول من المركز المالي، وسعر إغلاق السهم من دليل الشركات، لكل شركة من الشركات المساهمة العامة في عينة الدراسة، المنشورة في تقارير الشركات المالية / الافصاحات لبورصة عمان عن الفترة المالية من 2001 إلى 2010.

ب. مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المسجلة في بورصة عمان. وقد تم استبعاد الشركات التي تعرضت لأحد الأحداث التالية خلال فترة الدراسة:

- إيقاف أسهم الشركة عن التداول
- إندماج الشركة مع شركات أخرى أو تصفيتها
- توزيع أسهم مجانية
- عدم توفر بيانات عن الشركة خلال كامل فترة الدراسة.

لأن هذه الأحداث تؤدي إلى نقص في بيانات الدراسة تؤثر على النتائج واختبار الفرضيات، أو يتداخل تأثيرها مع تأثير المتغيرات المستقلة (كفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية) على المتغير التابع (سعر السهم السوقي). وبذلك تتكون عينة الدراسة من (23) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من 2001 إلى 2010.

ج. فرضيات الدراسة

تم صياغة فرضيات الدراسة، إستناداً إلى مشكلة الدراسة واطارها النظري واستكمالاً لأدبيات الموضوع، بالصيغة العدمية.

الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي.

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم السوقي.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين

كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية، وفعاليته، وسعر السهم السوقي.

د. الأساليب الاحصائية المستخدمة

سيمهد الوصف الحسابي (الوسط الحسابي والانحراف المعياري) لمتغيرات الدراسة لفهمها وبيان أهميتها. وقد تم حساب معامل الانحدار البسيط لاختبار أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وحساب معامل الانحدار المتعدد لاختبار أثر كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وحساب معامل الارتباط لبيان العلاقة بين متغيرات الدراسة.

6. عرض النتائج ومناقشتها

تشمل مناقشة وعرض النتائج الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة، واختبار فرضيات الدراسة.

أ. الوصف الاحصائي

يبين جدول رقم (1) الوصف الاحصائي (المتوسط والانحراف المعياري) لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة من 2001 إلى 2010.

ويشير متوسط نسبة تغير أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المدرجة في بورصة عمان، عينة الدراسة خلال فترة الدراسة من 2001 إلى 2010 إلى زيادة بمعدل 0.11. وتؤشر هذه النتيجة على زيادة طبيعية ومقبولة لمتوسط نسبة تغير أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة. ويشير الانحراف المعياري لمتوسط تغير أسعار الأسهم بمعدل 0.24 إلى تقارب نسبة التغير بشكل عام.

الجدول رقم (1)

الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة من 2001 إلى 2010

	الشركة	نسبة التغير في:					
		سعر السهم السوقي		كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية		فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية	
		متوسط	انحراف معياري	متوسط	انحراف معياري	متوسط	انحراف معياري
1	الألبان الأردنية	0.00	0.18	16.76	50.69	2.75	8.48
2	العامة للتعدين	0.20	0.40	1.63 -	3.57	2.62 -	6.2
3	العربية للألمنيوم	0.01 -	0.12	0.93 -	1.65	0.69 -	2.32
4	الانتاج	0.11	0.49	4.06 -	7.47	2.52 -	3.74
5	الوطنية للصلب	0.01 -	0.35	2.79 -	2.81	2.33 -	3.05
6	دار الدواء	0.02	0.22	0.91 -	1.57	0.95 -	1.64
7	الاجواخ الأردنية	0.04	0.37	0.13	0.57	0.09	0.54
8	الفوسفات	0.48	0.92	1.57	2.66	1.05	2.89
9	الأنابيب الأردنية	0.11	0.54	2.54 -	2.44	2.59 -	1.96
10	المركز العربي/دوائي	0.10	0.32	103.06 -	303.2	1.82 -	4.55
11	الصناعات الكيماوية	0.02	0.27	104.18 -	306.97	9.40 -	20.40
12	العالمية الكيماوية	0.01	0.23	1.43 -	3.87	1.55 -	2.10
13	الاسمنت الأردنية	0.34	0.99	0.20	0.76	0.08	0.62
14	البوتاس العربية	0.45	0.78	0.26	0.76	0.13	0.64
15	العالمية للزيوت	0.00	0.24	8.15 -	21.52	6.32 -	12.70
16	الوطنية للكلورين	0.1	0.49	0.18	0.89	0.06	0.44

الشركة		نسبة التغير في:					
		سعر السهم السوقي		كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية		فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية	
		متوسط	انحراف معياري	متوسط	انحراف معياري	متوسط	انحراف معياري
17	الباطون الجاهز	0.26	0.81	0.39 -	3.17	0.63	4.32
18	حديد الأردن	0.12	0.49	0.03 -	2.21	0.38 -	1.69
19	الاتحاد للسجائر	0.10 -	0.29	4.23	12.82	5.93	17.61
20	الوطنية للألمنيوم	0.07	0.37	0.67 -	1.67	0.99 -	2.11
21	المواسير المعدنية	0.02	033	1.94 -	2.26	1.24 -	1.76
22	الاقبال للطباعة	0.04	0.32	0.22 -	1.54	0.34 -	1.14
23	الاتحاد المتطورة	0.10	0.27	0.45	2.07	0.86	2.23
المتوسط العام		0.11	0.24	9.09 -	86.83	0.96 -	5.40

وقد تفاوت متوسط نسبة تغير سعر السهم السوقي خلال فترة الدراسة بين الشركات عينة الدراسة، وتراوح بين إنخفاض متوسط نسبة التغير بمعدل 0.10 لشركة مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر، وزيادة متوسط نسبة التغير بمعدل 0.48 لشركة مناجم الفوسفات الأردنية. ويمكن أن يعود سبب الانخفاض في متوسط نسبة التغير في سعر سهم شركة مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر إلى تزايد الوعي بأضرار التدخين، وأن تعود زيادة متوسط تغير سعر سهم شركة الفوسفات الأردنية إلى الطلب المتزايد على هذا المنتج، وزيادة المبيعات خلال الفترة من 2001 إلى 2010، كما تُشير التقارير المالية للشركة نفسها.

ويظهر الجدول رقم (2) متوسط أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة 3.97 دينار خلال الفترة من 2001 إلى 2010. وتدل زيادة متوسط السعر السوقي للسهم لكل شركة في العينة عن القيمة الاسمية لسهمها على تنامي تقييم السوق لإمكانيات هذه الشركات، حيث تراوح متوسط أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2001 إلى 2010 بين 1.01 دينار للشركة الصناعية التجارية الزراعية (الانتاج)، و 19.68 دينار لشركة البوتاس الأردنية. ويشير الانحراف المعياري لمتوسط أسعار الأسهم 5.45 إلى تشتت ملحوظ في متوسط أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة.

بلغت نسبة الشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية ضمن عينة الدراسة التي تحسن فيها بالمتوسط كفاية صافي تدفقات الأنشطة التشغيلية النقدية 35% (8 شركات)، في حين تراجعت نسبة تغير كفاية صافي تدفقات الأنشطة التشغيلية النقدية بالمتوسط ل 65% من شركات العينة (15 شركة) خلال فترة الدراسة.

وتراوح متوسط تغير كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركات عينة الدراسة بين تحسن 16.76% لشركة الألبان الأردنية، وتراجع 104.18% لشركة الصناعات الكيماوية الأردنية. وتراجع متوسط تغير كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية لكل شركات العينة خلال فترة الدراسة 9.09%، بانحراف معياري 86.83. ويمكن أن يعزى تقلب متوسط تغير صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى تأثر الأردن بعدم الاستقرار في المنطقة وخاصةً الاستقرار الاقتصادي.

ويظهر الجدول رقم (2) متوسط كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة 54.75 خلال فترة الدراسة من 2001 إلى 2010 والذي يعتبر مؤشر إيجابي لقدرة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على تغطية الحاجات النقدية للشركات (شراء أصول معمرة، وتسديد ديون طويلة الأجل، وتوزيع أرباح نقدية). ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن أغلب

الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة لا تقتني أكثر من اللازم من الأصول المعمرة، ولا تتوسع في الاقتراض وفي توزيع الأرباح النقدية، وقد يكون هذا التوجه نابع من ثقافة وعادات الشعب الأردني، إذ يتأثر حجم الاقتراض ومسايرة التقنية الحديثة وتجديد الأصول بثقافة وعادات الشعوب، حيث تجاوزت نسبة الشركات في عينة الدراسة التي لم تقترض خلال كل أو جزء من فترة الدراسة 50%. وبلغ عدد الشركات في عينة الدراسة التي لا يكفي صافي تدفقاتها النقدية التشغيلية لتغطية إحتياجاتها الاستثمارية والتمويلة خلال فترة الدراسة (4) شركات فقط. وتراوح متوسط كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية بين – 18.22 للشركة العالمية للصناعات الكيماوية إلى 1185.54 لشركة البوتاس العربية، وأيد ذلك إرتفاع تشتت متوسط نسب كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية 117.2. ويعود سبب إرتفاع كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية لشركة البوتاس الأردنية إلى زيادة الطلب العالمي على البوتاس وارتفاع أسعاره خلال فترة الدراسة.

وتراجع متوسط التغير في فعالية التدفقات النقدية التشغيلية لكل شركات العينة خلال فترة الدراسة في المتوسط بنسبة 0.96%، بانحراف معياري لنسبة التغير 5.4. ويمكن تفسير تراجع متوسط التغير في فعالية التدفقات النقدية التشغيلية بزيادة حدة المنافسة نتيجة العولمة والتي تُثقل من حصة المنتج الأردني السوقية، وإغلاق بعض أسواق البلدان المجاورة أمام المنتجات الأردنية أحياناً نتيجة الظروف المؤثرة على هذه الأسواق، وهذه كلها تؤدي إلى تخفيض الانتاج.

وتراوح متوسط تغير فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركات عينة الدراسة بين تحسن 5.93% لشركة مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر، وتراجع 9.40% لشركة الصناعات الكيماوية الأردنية. وبلغت نسبة الشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية ضمن عينة الدراسة التي تحسن فيها بالمتوسط تغير فعالية صافي تدفقات الأنشطة التشغيلية النقدية 39% (9 شركات)، في حين تراجعت نسبة تغير فعالية صافي تدفقات الأنشطة التشغيلية النقدية بالمتوسط ل 61% من شركات العينة (14 شركة) خلال فترة الدراسة.

وظهر تراجع 0.39% في التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية لشركة الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية، وتحسن 0.63% التغير في فعالية صافي تدفقاتها النقدية، ويمكن تفسير سبب ذلك بتحسن مستوى الطلب على منتجات هذه الشركة.

ويُشير متوسط فعالية التدفقات النقدية التشغيلية للشركات عينة الدراسة 0.08 سنوياً خلال فترة الدراسة (أنظر جدول 2) إلى تواضع في فعالية استغلال أصول هذه الشركات. وتراوحت نسبة متوسط فعالية التدفقات النقدية التشغيلية بين - 0.05 للشركة الصناعية التجارية الزراعية (الانتاج) و 0.21 لشركة مصانع الاسمنت الأردنية. ويدل الانحراف المعياري 0.05 على تقارب فعالية التدفقات النقدية التشغيلية بين الشركات عينة الدراسة.

الجدول رقم (2)

الوصف الإحصائي للعوامل المؤثرة على متغيرات الدراسة للفترة من 2001 إلى 2010

العوامل المؤثرة على متغيرات الدراسة	المتوسط	انحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
سعر السهم	3.97 دينار	5.45	1.01 دينار	19.68 دينار
كفاية التدفقات النقدية التشغيلية	54.75	117.2	18.22 -	1185.54
فعالية التدفقات النقدية التشغيلية	0.08	0.05	0.05 -	0.21

ب. اختبار الفرضيات

لم تختلف نتائج تحليل الانحدار البسيط لأثر كل متغير من المتغيرات المستقلة (التغير في صافي كفاية التدفقات النقدية التشغيلية والتغير في فعاليته) على المتغير التابع (التغير في سعر السهم السوقي) عن نتائج تحليل الانحدار المتعدد.

لاختبار الفرضية الأولى والثانية تم إجراء تحليل

الانحدار لبيان أثر التغير في كل من كفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في سعر السهم. ويظهر الجدول رقم (3) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للتغير في المتغيرات المستقلة على التغير في المتغير التابع.

الجدول رقم (3)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر التغير في كل من كفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في سعر السهم

	معامل الميل	t
المعامل الثابت	0.102	3.026 **
التغير في كفاية التدفقات النقدية	0.000	0.225
التغير في فعالية التدفقات النقدية	0.002 -	0.313 -

** مستوى الدلالة الإحصائية 1%

* مستوى الدلالة الإحصائية 5%

أظهر تحليل الانحدار عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية، عند مستوى معنوية 5%، للتغير في كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية، والتغير في فعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في سعر السهم السوقي. وتُثبت هذه النتيجة صحة الفرضية العدمية الأولى والثانية. وقد جاءت هذه النتيجة مخالفة للتوقعات بأن يؤثر التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية والتغير في فعاليته على التغير في سعر السهم السوقي إيجابياً، لأن كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية لتغطية الأنشطة الاستثمارية والتمويلية النقدية، وحسن استثمار الأصول، يحسن من سعر السهم السوقي. واتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسة الخلايلة، 1997، وصيام وخداش، 2003، وشبيطة وأبونصار، 2005. ويستدل من اتفاق نتائج الدراسات السابقة مع نتيجة هذه الدراسة في عدم وجود أثر للتدفقات النقدية على أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان على عدم اعطاء المستثمر في بورصة عمان للأوراق المالية اهتمام لكفاية وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية عند إتخاذ قراره الاستثماري.

لاختبار الفرضية الثالثه تم حساب معامل إرتباط Pearson. ويظهر الجدول رقم (4) نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة.

أظهر تحليل معامل الارتباط علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية 0.526 عند مستوى معنوية 1% بين كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليته. أما معاملات الارتباط الآخرى فليست

ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%. ويثبت هذا التحليل صحة الفرضية الثالثة العدمية بعدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التغير في سعر السهم والتغير في كفاية وفعالية صافي التدفقات النقدية التشغيلية. وتؤيد هذه النتيجة نتائج اختبار الفرضيتين الأولى والثانية في عدم تأثير التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليتها على التغير في سعر السهم. وتُثبت العلاقة بين التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وفعاليتها صحة الفرضية الثالثة البديلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما عند مستوى معنوية 1%.

الجدول رقم (4)

تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

	التغير في سعر السهم	التغير في كفاية التدفقات النقدية	التغير في فعالية التدفقات النقدية
التغير في سعر السهم		0.37 -	0.38 -
التغير في كفاية التدفقات النقدية			0.526 **

** مستوى الدلالة الإحصائية 1%

* مستوى الدلالة الإحصائية 5%

8. الاستنتاجات والتوصيات

أتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسات أُجريت على السوق الأردني (الخلايلة، 1997، وصيام وخداش، 2003، وشبيطة وأبونصار، 2005) بعدم وجود أثر للتدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم السوقي وبالتالي على قيمة المنشأة، إلا أنها إختلفت مع نتائج كثير من دراسات أُجريت على أسواق مالية لدول متقدمة (Livant, and Zarowin, 1990, Cotter, 1996, Caritou, 1997, Francis, 2003, Habib, 2008). ويمكن أن يكون مرد ذلك إلى اختلاف مجتمع وفترة الدراسة، واختلاف مستوى كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عن مستوى كفاءة مثيلاتها في الأسواق المالية المتقدمة. وأظهرت نتائج الدراسة علاقة موجبة متوقعة بين التغير في كفاية صافي التدفقات النقدية والتغير في فعاليته خلال فترة الدراسة، لأن تحسن فعالية التدفقات النقدية تزيد من كفايتها.

يوصي الباحث المحللين الماليين التركيز على أهمية وأثر بيانات الأداء النقدي لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. كما يوصي الباحث بإجراء دراسات تشمل قطاعي الخدمات والبنوك والمؤسسات المالية في بورصة عمان للأوراق المالية لبيان مدى تقييم السوق لأداء الشركات النقدي في شركات كل من القطاعين، ودراسات حول تفسير المضمون المعلوماتي للأداء النقدي لقيمة المنشأة.

المراجـع

المراجع العربية

الخلايلة، محمود، 1997، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عدد 1، مجلد 25، ص 124 - 132

الخداش، حسام الدين، والعبادي، محمد عيسى، 2005، علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، دراسات، العلوم الإدارية، مجلد 32، عدد 1، ص 141 - 152

شبيطة، معاذ، وأبونصار، محمد، 2005، الربح المحاسبي والتدفقات النقدية كمقياس لأداء المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عدد 2، مجلد 23، ص 279 - 297

صيام، وليد، والخداش، حسام الدين، 2003، تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد والادارة، مجلد 17، عدد 1، ص 69 - 91

قانون الأوراق المالية رقم 76 لعام 2002

المراجع الأجنبية

Charitou, A., 1997, The Role of Cash Flows and Accruals in Explaining Security Returns, Evidence from the UK, *The European Accounting Review*, Vol.6, Issue 4, 629-652

Cotter. J., 1996, Accrual and Cash Flow Accounting Models: A Comparison of the Value Relevance and Timeliness of their Components, *Accounting and Finance*, Vol. 36, Issue 2, 127 - 150

Dechow, P. M., 1994, Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, Issue 1, 3-42

Francic, J. Schipper and L. Vincent, 2003, The Relative and Incremental Explanatory Power of Warnings and Alternative Performance Measure for Returns, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, Issue 1, 121 - 164

Giacomino, D. E. and D. E. Mielke, 1993, Cash flows: Another Approach to Ratio Analysis, *Journal of Accountancy*, March

Habib Ahsan, 2008, The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining Security Returns: evidence from New Zealand, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 17, Issue 1, 51-66

Hertenstein, J. and Makinnon, S., 1997, Solving the Puzzel of the Cash Flow Statements, *Business Horizon*, Vol. 40, Issue 1, 69 - 84

In-MU Haw, Daqing Qi and Woody Wu, 2008, The Nature of Information in Accruals and Cash Flows in an Emerging Capital Market: The Case of China, *The International Journal of Accounting*, Vol. 36, Issue 4, 391-406

Livant J., and Zarowin P., 1990, The Incremental Information Content of Cash Flow Components, *Journal of Accounting and Economics*, 25-46

Mann, E., 2002, Cash Flows Earnings: New Concept in Security Analysis, *The Accounting Review*, Vol. 33, Issue 3, 423 - 426

Qian Hao, (2009), Accruals' Persistence, Accruals Mispricing and Operating Cycle: Evidence from the US, *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 17, Issue 2, 198 – 207.

Net Operating Cash Flow Effect on Market Share Price for the Publicly Held Jordanian Industrial Companies

Tawfiq Abed Al-Jalil

ABSTRACT

The purpose of this paper is to examine how Amman Bourse evaluates the adequacy and the efficiency of the net operating cash flow. The study sample consists of 23 publicly held Jordanian industrial companies listed in Amman Bourse during the period from 2001 to 2010. The analysis results show a significant positive association 0.53 (the significant level is 1%) between the change in the net operating cash flow adequacy and the change in the net operating cash flow efficiency. The analysis results indicate no significant relations between the other variables.

The regression analysis shows that the investor in Amman Bourse does not depend on the net operating cash flow adequacy and efficiency when making his investing decision. The regression analysis shows no significant effect of the change in both the net operating cash flow adequacy and efficiency on the change in the market share price.

KEYWORDS: Operating Cash Flow, Cash Performance Adequacy and Efficiency, Market Share Prices.

توفيق حسن عبد الجليل

قسم المحاسبة، الجامعة الأردنية.

Received on 16/4/2012 and Accepted for Publication on 20/9/2012.