

تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية

حسني علي خريوش

الجامعة الهاشمية
المملكة الأردنية

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المالية المساهمة الأردنية، وبيان أثر سلوك التدفقات النقدية على الوضع المالي لهذه الشركات وإنجازاتها. ويقتضي ذلك تحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي للبنوك والشركات المالية المساهمة العامة. لفحص العلاقة المفترضة غطت الدراسة ست عشرة مؤسسة وشركة مالية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠٠٢م والتي سبق تأسيسها عام ١٩٩٨، وتم التداول على أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام ١٩٩٨م وحتى عام ٢٠٠١. وتم بناء نموذج موحد لاختبار جميع الشركات. وتحليل نتائج هذا النموذج إحصائياً باستخدام الانحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة، وبين صافي التدفقات النقدية، وصافي التدفقات النقدية منسوبة: إلى الالتزامات طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل، وحقوق الملكية من جهة أخرى.

مصطلحات علمية

التدفقات النقدية، صافي التدفق النقدي، القيمة السوقية، البورصة، الالتزامات قصيرة الأجل، الالتزامات طويلة الأجل، حقوق الملكية.

تفعيل دورها في بناء الاقتصاد الأردني وتطويره وتنميته، وفي تمويل مشروعاته التنموية والاستثمارية.

وبالنظر إلى أهمية قائمة التدفقات النقدية (Cash flow statement) في تفعيل

تواجه البنوك التجارية والشركات المالية المساهمة الأردنية

المدرجة في سوق عمان المالي للعام ٢٠٠٢ بعض المشكلات والصعوبات، وهو ما يجعلها مطالبة بتبني استراتيجيات فعالة وملائمة لتجاوز هذه التحديات ولامتلاك القدرة على

تم تسلّم البحث في إبريل ٢٠٠٢، وأجيز للنشر في إبريل ٢٠٠٣.

من معلومات مفيدة لمستخدمي هذه التقارير، وبخاصة للمساهمين الحاليين The Current Shareholders والمساهمين المحتملين The Potential Shareholders. وقد استنتج ذلك (Courtis, 1978) من تحليله لمجموعة من الدراسات الميدانية في أستراليا وأميركا، وأيده في ذلك كل من (Dunk, 1995; Epstein and Anderson, 1994; Sharma and Iselin, 2001) عند إجرائهم دراسات مماثلة في الولايات المتحدة الأمريكية .

ومن هنا جاءت أهمية هذه الدراسة للتعرف إلى العلاقة التي تربط القيمة السوقية لأسهم الشركات المالية بالتدفقات النقدية لهذه الشركات . ويرجع اختيار البنوك والمؤسسات المالية المتداولة في تلك السوق كالشركات الصناعية والخدمية مثلاً إلى زيادة حجم التداول في قطاع البنوك والمؤسسات المالية؛ حيث بلغت الأهمية النسبية لحركة التداول في هذا القطاع حوالي ٤١,٥٪ عام ١٩٩٨، وارتفع حجم التداول عام ٢٠٠١ إلى حوالي ٤٦,٤٪. وتمثل هذه النسبة تقريباً نصف حجم التداول لمختلف الشركات المتداولة في مختلف القطاعات الاقتصادية. من هنا جاءت أهمية هذه الدراسة لإبراز العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية لهذه الشركات، والخروج بتوصيات يستفيد منها جميع الفئات التي تتعامل مع البنوك والمؤسسات المالية من مالكيين ومستثمرين، لا سيما وأن قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لعام ١٩٩٧ قد ألزم جميع

دور البنوك والشركات المالية، ارتأينا إعداد هذه الدراسة لتوضيح أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (١٩٩٨-٢٠٠١).

وترجع أهمية هذه القائمة إلى ما توفره من معلومات مفيدة ومكملة للمعلومات التي يحصل عليها مستخدمو القوائم المالية من البيانات المالية الأخرى المفصّل عنها في التقارير المالية السنوية، والتي تتلخص بالأنشطة الآتية: الأنشطة التشغيلية Operating activities، والأنشطة الاستثمارية Investing activities، والأنشطة التمويلية Financing activities؛ تلك التي تمارسها الشركة خلال الفترة المالية. وتوفر القائمة بيانات عن التغيرات التي تحدث في المركز المالي للشركة خلال الفترة المالية التي يصعب الحصول عليها من القوائم المالية التقليدية الأخرى المنشورة في التقارير المالية السنوية، كما أن لهذه القائمة ميزة أخرى تتمثل في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، فضلاً عن استخدامها في تقييم الإنجاز المالي (Financial) Performance للشركة. كذلك تعد هذه القائمة مكملاً للمعلومات المستخلصة من القوائم المالية التقليدية (قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي للشركة). وعلى ذلك فإن تطوير قائمة التدفقات النقدية وانتشارها واستخدامها وإلزامية تضمينها في التقارير المالية السنوية للبنوك التجارية والشركات المالية المساهمة هو نتيجة لما توفره هذه القائمة

ومن هنا يمكننا القول إن أهمية هذه الدراسة تنبع من النتائج التي ستتمخض عنها والمستمدة من دراسة أثر سلوك التدفقات النقدية على سلوك القيمة السوقية للسهم؛ حيث سيساعد ذلك إدارة المؤسسات المالية على معرفة كيفية إدارة تدفقاتها النقدية بما يحقق قيمة سوقية مرتفعة لأسهمها، وذلك مما يؤدي إلى تحقيق أهداف المالكين والمستثمرين وجميع الفئات ذات العلاقة بهذه المؤسسات. ووفقاً لذلك فقد جاءت أهمية البيانات المالية التي تنشرها تلك المؤسسات لخدمة المستثمرين والمقرضين في المقام الأولي. وعلى ذلك يمكننا تلخيص أهداف هذه الدراسة في النقاط الآتية:

- ١ - قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية لسهم البنوك والمؤسسات المالية.
- ٢ - تحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية، والتي تكون أكثر تأثيراً على القيمة السوقية لسهم هذه المؤسسات.
- ٣ - خدمة المستثمرين والمقرضين في التوصل إلى اتخاذ قرارات سليمة ورشيدة.
- ٤ - خدمة المالكين في تعظيم ثرواتهم وقيمة مؤسساتهم.

الدراسات السابقة

نال موضوع التدفقات النقدية وعلاقتها ببعض المتغيرات مثل سعر

الشركات المساهمة العامة بضرورة الإعداد والإصدار للقوائم المالية التي تفصح عن نتائج أعمالها بعد تدقيقها من قبل مدقق حسابات قانوني خلال فترة ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية .

أهمية الدراسة وأهدافها

إن للتدفقات النقدية أهمية كبيرة في تحديد مصير الشركة على المدى الطويل من حيث الفشل أو الاستمرار، ومن ثم يعتقد أن لنجاح الشركة في إدارة تدفقاتها النقدية دور أساسي في المحافظة على ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها وتحقيق زيادة في أرباحها. ويرجع سبب ذلك إلى العلاقة الطردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية لسهم البنوك والمؤسسات المالية، حيث تشير الأدبيات الاقتصادية والمالية والمحاسبية (Madura, 2001; Moyer et al., 2001) إلى أنه كلما زادت التدفقات النقدية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة، أو بعبارة أخرى كلما تسارعت التدفقات الداخلة، وأبطأت التدفقات النقدية الخارجة أدى ذلك إلى زيادة قدرة المؤسسة المالية على استثمار أموالها وتسديد التزاماتها، وهو ما يترتب عليه الحصول على عوائد عالية. وينعكس ذلك على القيمة السوقية للسهم، فزيادة أرباح المؤسسة يؤدي إلى زيادة الأرباح الموزعة Dividened، وينعكس ذلك إيجاباً على قيمة السهم. أما خسارة المؤسسة، فيترتب عليها عدم القدرة على توزيع الأرباح، وهو ما ينعكس سلباً على القيمة السوقية للسهم.

ايضا بشكل ملموس عند إطالة فترة العائد، أما النتائج فهي بشكل عام لم تدعم فرضيات الدراسة.

وقد استخدمت دراسة الخلايلة عدة بدائل، لقياس التدفقات النقدية؛ منها صافي الدخل مضافاً إليه أقساط الاستهلاك و سداد الديون، وصافي الدخل مضافا إليه بنود قائمة الدخل غير المؤثرة على رأس المال العامل، والتدفقات النقدية من التشغيل. أما هذه الدراسة فتستخدم منهجية مختلفة لقياس التدفقات النقدية، بغية اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم مبنية على محتويات قائمة التدفقات النقدية كما أوردتها المعايير المحاسبية الدولية، إضافة إلى أخذ قيم المتغيرات في صورة نسب وليست قيما مطلقة.

أما دراسة Nurnberg and Largay (1999) فقد تناولت موضوع إعداد قائمة التدفقات النقدية وأهمية تصنيفها وفق الأنشطة التشغيلية Operating والاستثمارية Investing والتمويلية Financing. وخلصت هذه الدراسة إلى أن توفير معلومات مصنفة بشكل منطقي وتفصيلي تؤدي إلى تحسين قدرة هذه القوائم على توفير معلومات ضرورية من شأنها خدمة مستخدميها، ورفع القيمة السوقية للسهم، كما أظهرت الدراسة أيضا أن هناك زيادة في الإقبال على أسهم الشركات التي تقدم مثل هذه البيانات التفصيلية.

وقد قام حداد (٢٠٠١) باختبار العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل

السهم السوقي اهتمام عدد من الباحثين. فقد قام الجزيري (١٩٩٨) بدراسة بعض المتغيرات الداخلية بوصفها محددات لإدارة أداء السهم في بورصة الأوراق المالية في مصر. وتوصل إلى وجود علاقة قوية بين بعض متغيرات الدراسة وبين مستوى أداء السهم. وكان من أهم نتائجها التي توصل إليها، أن سعر السهم السوقي يعتمد أساساً على صافي التدفقات النقدية الخارجية المستقبلية والمتعلقة بالتوسع الاستثماري، كما توصل أيضاً إلى أن سعر السهم السوقي يتأثر إيجاباً أو سلباً بحجم الخصوم و بسياسة توزيع الأرباح.

أما دراسة الخلايلة (١٩٩٨) فقد اختبرت العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، وافترضت وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وأن هذه العلاقة تكون أقوى كلما طالت فترة العائد. وشملت الدراسة ٣١ شركة صناعية مساهمة مدرجة في سوق عمان المالي خلال فترة عشرة سنوات (١٩٨٥-١٩٩٤)، واستخدمت الدراسة تحليل الارتباط والانحدار الخطي لاختبار فرضياتها.

وأشارت نتائج تحليل الارتباط والانحدار إلى وجود علاقة متدنية، وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وإلى أن هذه العلاقة لم تتحسن بشكل ملحوظ عندما تمت إطالة فترة العائد، كما لوحظ أن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار ($adjusted R^2$) لم تتحسن

النقدية بوصفها نسباً مئوية إلى بعض المتغيرات وليست قيماً مطلقة؛ وهذا يعطي مؤشراً أفضل للوضع النقدي للمؤسسة المالية. ويرجع السبب في ذلك إلى أن الأرقام المطلقة غالباً لا تعطي نتائج دقيقة.

كما تتميز هذه الدراسة أيضاً عن الدراسات السابقة، من حيث إن الدراسات السابقة قد أظهرت أهمية التدفقات النقدية في كيفية اتخاذ القرارات، ومن ضمنها القيمة السوقية للسهم، على حين لم تظهر تلك الدراسات التدفقات على القيمة السوقية للسهم منسوبة إلى مصادر تمويلها في الأجل الطويل والأجل القصير لأسهم الشركات المفصحة عن هذه التدفقات، وهذا ما تركّز عليه هذه الدراسة.

ومن هنا يعتقد الباحث أن هذه الدراسة تعد إضافة للدراسات السابقة، كما تعد أيضاً رائدة من حيث تناولها للبنوك والشركات المالية المساهمة والمدرجة في بورصة عمان.

فرضيات الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مجموعة من الفرضيات الأساسية التي تمت صياغتها وفقاً للأسس العلمية المتعارف عليها في الأدبيات الاقتصادية والمالية والمحاسبية، فيما يتعلق بصافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم. وأهم هذه الفرضيات هي:

- ١ - وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم.

والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية، حيث تكونت عينة الدراسة من ٤٤ شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين عام (١٩٩٣-١٩٩٨)، 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، بالإضافة إلى تدني القوة التفسيرية لجميع نماذج الانحدار المستخدمة في الدراسة.

أما دراسة الفضل (١٩٩٩) فقد أظهرت قياس التدفقات النقدية في مجال تقييم جودة الأرباح. وتوصلت هذه الدراسة إلى تأثير الأرباح بالتدفقات النقدية، كما توصلت أيضاً إلى أهمية قائمة التدفقات النقدية بالنسبة للقرارات الاستثمارية.

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

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بتركيزها على التدفقات

المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

٢ - التقارير السنوية لبورصة عمان للأوراق المالية.

٣ - التقارير الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

ومن الجدير بالملاحظة في هذا الصدد أن جمع البيانات قد تم يدوياً، حيث لا توجد قاعدة بيانات (Data base) تحتوي على معلومات عن التدفقات النقدية لهذه الشركات.

التحليل الإحصائي

استخدم في هذه الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple linear Regression model) في اختبار صحة العوامل المتغيرة على العامل التابع. وقد استخدم في هذا النموذج الأساليب الآتية في التحليل الإحصائي:

١ - تحليل التباين (Anova Analysis) وذلك للتأكد من وجود دلالة إحصائية لكل متغير من متغيرات الدراسة.

٢ - تحليل الانحدار المتعدد (Step wise Regression) وذلك لتحديد المتغيرات الأكثر تأثيراً على ظاهرة الدراسة.

٣ - معامل الارتباط بيرسون (Person Correlation) وذلك للتعرف إلى اتجاه العلاقات المفترضة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

٢ - وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم في المدى الطويل.

٣ - وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم في المدى القصير.

٤ - وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية وحقوق الملكية (رأس المال المستثمر).

المجتمع والعينة في الدراسة

شمل مجتمع الدراسة جميع البنوك التجارية والمؤسسات المالية العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠٠٢، وهي التي سبق تأسيسها عام ١٩٩٨. وشملت عينة الدراسة (١٦) مؤسسة مالية تنطبق عليها الشروط الآتية:

- تم التداول في أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام ١٩٩٨ حتى عام ٢٠٠١.

- لم ينقطع التداول في أسهمها من تاريخ نشر القوائم المالية، ولم يتم دمجها أو تصفيتيها خلال فترة الدراسة.

- تتوافر القيمة السوقية لأسهمها خلال فترة الدراسة.

مصادر جمع البيانات

تم جمع البيانات من المصادر الآتية:

١ - التقارير السنوية الصادرة عن البنوك والشركات المالية الأردنية

متغيرات الدراسة

تنقسم متغيرات الدراسة إلى نوعين:

أولاً: المتغير التابع: (Dependent variable)

ويمثل هذا المتغير القيمة السوقية للسهم (SMV) Share market value، حيث تم دراسة سلوكه حسب أسعار الإغلاق المنشورة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ١٩٩٨ وحتى عام ٢٠٠١، وذلك لفترة تمتد إلى ثلاثة أشهر حول تاريخ حدوث نشر القوائم المالية في السوق المالي. وينص قانون الشركات الأردني بضرورة إعداد القوائم المالية للشركات المساهمة خلال الثلاثة الأشهر التالية لانتهاؤ السنة المالية.

ثانياً: المتغيرات المستقلة (Independent variables)

وتمثل هذه المتغيرات ما يلي:

١ - صافي التدفقات النقدية (NCF)
Net Cash Flows

وتمثل صافي التدفقات النقدية الفرق بين التدفقات النقدية الداخلية (Cash In Flow) والتدفقات النقدية الخارجية (Cash Out Flows)، ومن أمثلة التدفقات النقدية الداخلية: الفوائد الدائنة، والعمولات، والعوائد من محافظ الأوراق المالية، و فرق العملات... إلخ. أما التدفقات النقدية الخارجية فتتمثل الفوائد المدينة، والأجور والمصروفات بمختلف أنواعها، وشراء الأوراق المالية... إلخ. وتعد صافي التدفقات

النقدية من بين العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لسهم البنوك والمؤسسات المالية، لأنها تمثل جميع الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسات، ومن ثم لا بد أن يكون لها آثار إيجابية أو سلبية على القيمة السوقية للسهم. فإذا كانت التدفقات النقدية الداخلة تفوق التدفقات النقدية الخارجة فإنه يترتب على ذلك آثار إيجابية، أما إذا كان العكس فإنه غالباً ما يترتب عليه آثار سلبية. ويرجع السبب في ذلك إلى زيادة التدفقات النقدية التي تعمل على زيادة التوسع الاستثماري، وعلى زيادة العمليات التمويلية، وهو ما يترتب عليه زيادة الأرباح. ويترتب على زيادة الأرباح عادة زيادة التوزيعات Dividened التي ينتج عنها ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، والعكس صحيح (Henderson and Peirson, 2000:573).

٢ - نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل (CFL) Net
Cash flows to long-term Liabilities

وعادة ما تمثل الالتزامات طويلة الأجل الديون طويلة الأجل (Long-term Debt) وما يترتب عليها من مخاطر المديونية (Leverage)، وبخاصة مخاطر الرفع المالي (Financial Leverage). ويؤثر ذلك سلباً على القيمة السوقية للسهم بسبب انخفاض العوائد، وينعكس ذلك على القيمة السوقية للسهم. ويتطلب وفقاً لذلك زيادة نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، لتخفيف عبء

المديونية، ومن ثم رفع القيمة السوقية للسهم (Besley, Scott *et al.*, 2000).

٣ - نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل (CFSL)
Net Cash flows to the short-term Liabilities

وعادة ما تمثل الالتزامات قصيرة الأجل الاقتراض قصير الأجل Short-term Funds Borrowed وجميع الالتزامات المالية الأخرى قصيرة الأجل مثل الأجور والمرتببات..... إلخ، وتؤثر هذه العلاقة (نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الديون قصيرة الأجل)، على القيمة السوقية للسهم وعلى قرارات المستثمرين؛ لأن زيادة الديون (القصيرة) يتطلب العمل على سرعة تسديدها. ويؤثر ذلك على سياسة توزيع الأرباح (Dividend Policy) من جهة، واستراتيجية المؤسسة من جهة أخرى. ويؤثر هذا على القيمة السوقية للسهم؛ لما لهذه السياسات والاستراتيجيات من آثار إيجابية أو سلبية على السعر السوقي للسهم (Moyer *et al.*, 2000).

٤ - نسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية (CFOE) Net Cash flows to Owner Equity

وتمثل حقوق الملكية رأس المال Capital والأرباح المحتجزة Retained Earnings، والاحتياطي (Reserves)؛ فزيادة نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية تعني زيادة الأموال الداخلة إلى المؤسسة المالية. وينعكس ذلك على التوسع

الاستثماري من جهة، وزيادة عملياتها التمويلية من جهة أخرى. ويؤثر ذلك على قيمتها السوقية حيث إن صافي قيمة التدفقات النقدية يؤدي إلى زيادة حقوق الملكية المتمثلة بالأرباح المحتجزة، وذلك له آثاره الإيجابية على القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح؛ حيث إن انخفاض صافي التدفقات النقدية، يؤدي إلى انخفاض الأرباح المحتجزة، ومن ثم يؤثر على القيمة الاسمية للسهم، ولذا فإن نسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية لها آثار إيجابية على القيمة السوقية لسهم المؤسسات المالية (Besley, Scott, 2000).

وتوجد أيضاً عوامل أخرى مستقلة لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، ولكن اكتفت الدراسة بهذه المتغيرات التي سبق ذكرها؛ لكونها ذات علاقة مباشرة بالقيمة السوقية للسهم، ولأنها أكثر انتشاراً وتأثيراً لدى أغلبية المستثمرين والمالكين. ومن الجدير بالذكر أيضاً أن جميع المتغيرات المستقلة اقتصرنا على صافي التدفقات النقدية المتأتية من جميع الأنشطة التشغيلية (Operating Activities)، والأنشطة الاستثمارية (Investing Activities)، والأنشطة التمويلية (Financing Activities).

وعلى ذلك فإن النموذج الذي تم اعتماده في هذه الدراسة هو:

$$SMV_{ijt} = b1it + b2itNCFit + b3itCFLLit + b4itCFSLit + b5itCFOEit + eit$$

حيث إن:

حسني خريوش

متوسط القيمة السوقية لسهم المؤسسة المالية، صافي التدفقات النقدية، نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل، نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية وسيتم قياس متغيرات الدراسة كما يلي:

١ - متوسط القيمة السوقية لسهم المؤسسة المالية (SMV):

تم احتساب الوسط الحسابي لأسعار أسهم المؤسسة المالية السوقية خلال فترة ثلاثة أشهر بعد انتهاء السنة المالية لها. والسبب في اختيار هذه الفترة هو أن قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لعام ١٩٩٧ قد ألزم الشركات المساهمة العامة بضرورة إعداد قوائم مالية عن نتائج أعمالها وإصدارها 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 ثلاثة الأشهر لتمثل فترة الحدث، ومن ثم فإن:

$$SMV_{ijt} = \frac{\sum_{t=1}^n P_{it}}{3}$$

حيث إن:

SMV_{ijt} : تمثل متوسط القيمة السوقية للأسهم المؤسسة المالية i عن الفترة t .

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

SMV_{ijt} تمثل متوسط القيمة السوقية لسهم Share Market Value خلال الأشهر t للمؤسسة المالية i عن الفترة t .
 NCF_{it} تمثل صافي التدفقات النقدية (Net cash flow) للمؤسسة i عن الفترة t

CFL_{it} تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل (Cash Flow to the Long - Term Liabilities) للمؤسسة i عن الفترة t

CFS_{it} تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل (Cash flow to the short - term liabilities) للمؤسسة i عن الفترة t .

$CFOE_{it}$ تمثل نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية (Cash flow to the owner Equity) للمؤسسة i عن الفترة t .

e_{it} الخطأ العشوائي، ويمثل ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج.

لقد طور هذا النموذج بالاستناد إلى نموذج معادلة الانحدار الخطي Linear regression، واستخدم في عدة دراسات مماثلة، كما طورت متغيرات جديدة في هذا النموذج ليتم اختبارها، مثل متغيرات نسبة التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية.

قياس متغيرات الدراسة

تتضمن الدراسة - كما ذكرنا سابقا - المتغيرات الآتية:

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

CF_{it}: التدفقات النقدية طويلة الأجل
للمؤسسة المالية i عن الفترة t.

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

٤ - نسبة التدفقات النقدية إلى
الالتزامات قصيرة الأجل (CFSL)

وتم احتساب التدفقات النقدية
بوصفها نسبة مئوية من الالتزامات قصيرة
الأجل لكل مؤسسة من المؤسسات المالية
موضع الدراسة وللسنوات الأربع، وهي
فترة الدراسة؛ حيث شملت الالتزامات
قصيرة الأجل، الدائنين، الأوراق المالية
وجميع الالتزامات التي تمثل مصادر تمويل
ولا تتجاوز مدتها سنة مالية، وقد حسب
الوسط الحسابي لهذه النسب كما يلي:

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

حيث:

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

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

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

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

P_{it}: سعر إغلاق سهم المؤسسة i
في نهاية الشهر t.

J: الشهر اللاحق لنهاية السنة
المالية.

ثم تم احتساب هذه القيم خلال
فترة الدراسة البالغة ٤ سنوات.

٢ - صافي التدفقات النقدية (NCF) وهي
عبارة عن الفرق بين المقبوضات
والمدفوعات (CIF - COF = NCF)؛
حيث إن CIF تمثل قيمة التدفق
الداخل للمنشأة، وCOF تمثل قيمة
التدفق الخارجي، و NCF تمثل
صافي التدفق النقدي.

٣ - نسبة التدفقات النقدية إلى
الالتزامات طويلة الأجل (CFL)

تم احتساب التدفقات النقدية
بوصفها نسبة مئوية من الالتزامات طويلة
الأجل لكل مؤسسة من المؤسسات المالية
موضع الدراسة للسنوات الأربع، وهي فترة
الدراسة؛ حيث شملت الالتزامات طويلة
الأجل، حسابات السندات، القروض،
والالتزامات التي تتجاوز مدتها سنة مالية،
ومن ثم حساب الوسط الحسابي لهذه
النسبة كما يلي:

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

حيث:

CFL_{it}: تمثل نسبة متوسط
التدفقات النقدية إلى التزامات طويلة الأجل
للشركة i خلال فترة الدراسة t.

٥ - نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية (CFOE):

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

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

CF_{it} : التدفقات النقدية للمؤسسة i عن فترة t .

OE_{it} : حقوق الملكية للمؤسسة المالية i عن فترة t .

تحليل بيانات الدراسة واختبار الفرضيات

يقدم الجدول (١) ملخصاً لنتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع الذي يمثل القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة المختلفة للفترة (١٩٩٨ - ٢٠٠١).

تم احتساب التدفقات النقدية بوصفها مئوية من حقوق الملكية أو مجموع الأموال المستثمرة من المساهمين، وذلك لكل مؤسسة مالية من المؤسسات المالية موضع الدراسة ولل سنوات الأربع وهي فترة الدراسة؛ حيث حقوق الملكية: القيمة الاسمية للأسهم العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة، والاحتياطات بكل أنواعها. ومن ثم حساب الوسط الحسابي لفترة الدراسة البالغة ٤ سنوات كما يلي:

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

حيث:

جدول ١

ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة المختلفة للسنوات (١٩٩٨ - ٢٠٠١)

العوامل المستقلة	Coefficient	T	sig
Constant	٢,٣١٢	٤,١١٣	,٠٠١
صافي التدفقات النقدية NCF	- ,٠٠٠٣	- ,٢٠	,٤٥٢
نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل CFL	٢,٠٦٢	١,٠٢١	,٢٥٤
نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل CFS	- ,٠٤٢	١,٢٩٣	,١٧٣
نسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية CFOE	- ٤٣,٠١٩	- ,٢٥٣	,١٣٥

Adjusted R Square 0,45

صافي التدفقات النقدية	نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل	نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل	نسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية
Pearson Correlation	- ,٥٠٦	- ,١٨٥	- ,٢٨٥
Sig	,٠٩٢	,٤٦٢	,٢٣٨

أولاً: اختبار الفرضية الأولى

وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم:

أظهرت الدراسة - كما هو موضح في الجدول (١) - عدم وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم، حيث يظهر الجدول أن معامل الارتباط (Pearson Correlation) بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم تمثل علاقة سلبية بدرجة -0.06، كما أن sig تساوي 0.92 عند مستوى ثقة 5٪. وقد جاءت هذه النتيجة متوافقة مع ما توصلت إليه دراسة الخلايلة (١٩٩٨)، ودراسة حداد (٢٠٠١)؛ حيث خلصت كل من الدراستين إلى عدم وجود علاقة طردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم، كما خلصت الدراستان أيضاً إلى عدم وجود دلالة إحصائية (sig) بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم. ولما كان من المفترض أن تكون هذه العلاقة طردية وموجبة، وفقاً لما تظهره إدارة النقدية من أن زيادة النقد الداخل (الإيرادات) ونقص النقد الخارج (المدفوعات)، يظهر الشركة بأنها في وضع جيد، وهو ما ينعكس على القيمة السوقية للسهم. ولما كانت نتيجة التحليل قد جاءت مغايرة لما يمكن أن يكون عليه الإطار النظري لهذه الفرضية، لذا يرى الباحث أن ذلك يرجع للأسباب الآتية:

١ - العجز في التدفقات النقدية (صافي التدفقات النقدية سالباً).

٢ - عدم استخدام قوائم التدفقات النقدية في التحليل من أجل اتخاذ قرار بشأن القيمة السوقية للسهم.

ونظراً لكون صافي التدفقات النقدية للبنوك والمؤسسات المالية الأردنية موجباً كما تظهره التقارير المالية لهذه المؤسسات (الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية)؛ لذلك فإننا نستبعد العامل الأول. ويبقى العامل الثاني وهو تهميش قوائم التدفقات النقدية عند عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالقيمة السوقية للسهم، وهذا ما يؤكد أهمية النتيجة التي توصل إليها (Revell, 2001) من أن قوائم التدفقات النقدية لها آثار إيجابية لمتخذي القرارات، سواء كانت هذه القرارات تهم المساهمين أو القرارات المتعلقة بالسعر السوقي للسهم.

ثانياً: اختبار الفرضية الثانية

تذهب هذه الفرضية إلى وجود علاقة طردية بين نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل وذات دلالة إحصائية sig، بسبب ما يترتب على زيادة نسبة صافي التدفقات النقدية إلى التزامات المؤسسة المالية طويلة الأجل من زيادة العوائد، ويترتب على هذا زيادة قيمة السهم. أما التحليل الإحصائي (تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model) كما يظهره الجدول (١) فيتبين بأن العلاقة بين نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل هي علاقة سلبية تتمثل بدرجة -0.185، كما لا تمثل هذه العلاقة دلالة إحصائية (sig) عند مستوى ثقة 5٪ حيث

قراراتهم عند تحديد أداء السهم السوقي (الجزيري، ١٩٩٥).

رابعاً: اختبار الفرضية الرابعة

تقضي الفرضية الرابعة بوجود علاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية. ويتبين من الجدول (١) أن درجة معامل الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وبين نسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية هي علاقة سالبة تمثل درجة (-0.285) ، وأن الدلالة الإحصائية لهذه العلاقة sig تبلغ ٠,٢٢٨ عند درجة ثقة ٥٪. وهذه العلاقة قد جاءت مغايرة لما هو متعارف عليه في الإطار النظري للفرضية الرابعة. ويرى الباحث أن ذلك يرجع لعدة أسباب قد تكون ناتجة عن عدم إيلاء المستثمرين اهتماماً لتحليل قوائم التدفقات النقدية لهذه المؤسسات، وقد تكون لعدم وجود توعية كافية لدى المستثمرين بأهمية تحليل قوائم التدفقات النقدية عند تحديد الأسعار الحقيقية للأسهم، بحيث تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمتها الحقيقية (Madora, 2001).

ويشير الجدول (١) أيضاً إلى أن معامل التحديد (R^2) يساوي ٠,٤٥ مما يعني أن كل العوامل مجتمعة تؤثر على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية الأردنية المساهمة وأن هذه العوامل تفسر ما مقدار ٤٥٪ من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم)

بلغت (sig) ٠,٤٦٢، وقد جاءت هذه النتيجة مغايرة للفرضية الثانية ومتماثلة مع ما توصلت إليه كل من دراسة الخلايلة (١٩٩٨) ودراسة حداد (٢٠٠١) من عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية والالتزامات طويلة الأجل.

ثالثاً: اختبار الفرضية الثالثة

تقضي الفرضية الثالثة بوجود علاقة طردية بين القيمة السوقية لسهم البنوك والمؤسسات المالية المساهمة الأردنية وبين صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل. ويرجع ذلك بسبب انخفاض الديون قصيرة الأجل Short-term Debts، وهو ما يؤثر على سياسة توزيع الأرباح Dividened Policy، وينعكس ذلك على القيمة السوقية للسهم. ولما كانت هذه النتيجة قد جاءت مغايرة لما هو متعارف عليه في الإطار النظري، حيث بلغت درجة معامل الارتباط Pearson Correlation بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات إلى الالتزامات قصيرة الأجل (-0.323) ، كما أنه لا يوجد دلالة إحصائية Sig بين القيمة السوقية للسهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل، حيث بلغت sig (0.082) فإن ذلك يعني أن نسبة المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم وفقاً لقوائم التدفقات النقدية هي نسبة ضئيلة. وهذا يتطلب رفع كفاءة إدارة السوق لبورصة عمان للأوراق المالية، وذلك للاستفادة من البيانات التي تم الإفصاح عنها والمتعلقة بالتدفقات النقدية لاتخاذ

ج - ضعف كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية.

التوصيات

بناءً على نتائج الدراسة يقترح الباحث ما يلي:

(١) وجوب إيلاء قائمة التدفقات النقدية

مزيداً من الاهتمام من قبل الباحثين لإبراز مدى أهميتها لمتخذ القرار، سواء كان مستثمراً حالياً، أو محتملاً، أو إدارياً، أو محللاً مالياً، أو أيّاً من الجهات المستخدمة للقوائم المالية التي تنشرها الشركات المساهمة العامة الأردنية.

(٢) ضرورة توعية المستثمرين بأهمية التدفقات النقدية وقدرتها على إعطاء مؤشرات لسلامة الوضع المالي للشركة.

(٣) العمل على رفع كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية.

(٤) إجراء المزيد من الدراسات لتحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المالية المساهمة العامة الأردنية، وبخاصة تلك التي تعكس وجهة نظر مستخدمي القوائم المالية، لمعرفة مدى ارتكازهم في قراراتهم الاستثمارية والائتمانية على المعلومات المنشورة في هذه القوائم.

بالاعتماد على معاملات الارتباط في الجدول ١.

وعليه فإنه يمكننا صياغة معادلة القيمة السوقية لسهم المؤسسات المالية الأردنية العامة المساهمة خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠١) على النحو الآتي:

$$SML = 0.35 - 0.51 NCF - 0.185 CFLL - 0.323CFSL - 0.285 CFOE.$$

نتائج الدراسة

نستخلص من التحليل السابق النتيجة الآتية:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من صافي التدفقات النقدية، أو نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، أو نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل، أو نسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية.

ويرى الباحث أن عدم وجود هذه العلاقة ترجع للعوامل الآتية:

أ - تدني نسبة المستثمرين الذين يستخدمون تحليل قوائم التدفقات النقدية عند تقدير القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المالية المساهمة الأردنية.

ب - عدم وجود توعية كافية لدى المستثمرين بأهمية تحليل قوائم التدفقات النقدية عند تحديد الأسعار الحقيقية لأسهم البنوك والشركات المالية الأردنية المساهمة.

المراجع

- دراسة لبعض المتغيرات الداخلية، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد ٥٣: ٦٣-٧٨.
- محمود الخلايلة، ١٩٩٨، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، مجلد ٢٥، العدد ١: ١٢٤-١٣٢.
- مؤيد محمد علي الفضل، ١٩٩٩، أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير المالية الخارجية: دراسة اختبارية في العراق، مجلة الإداري، معهد الإدارة العامة، سلطنة عمان، مجلد ٢١، العدد ٧٧: ٢٩-٥١.
- Besley, Scott and Brigham Eugene f. 2001. *Essentials of Managerial Finance*, the Dryden Press, USA: 556-567.
- Courtis, J.1978. Attiudes Towards Annual Reports. *Management Fourm. The University of New England Publishing Unit*, 4: 269-279.
- Dunk , W. 1995. *Annual Reports Get low Grade*, upside, 7 (1): 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 College, Winchester, (23-25 March): 1-24.
- Henderson,S. and Pierson, G. 2000. *Issues in financial Accounting*, Ninth Addition , longman, Australia .
- Madura, Jeff. 2001. *Financial Markets and Institutions*, South-Western College Publishing, USA: 272-296.
- التقارير السنوية للبنوك والشركات المالية: ١٩٩٨-٢٠٠١.
- التقارير السنوية الصادرة عن سوق عمان المالي: ١٩٩٨-٢٠٠١.
- التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني: ١٩٩٨-٢٠٠١.
- فايز حداد، ٢٠٠١، العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان، مجلد ٢٨، العدد ١: ١-١٤.
- خيرى على الجزيري، ١٩٩٨، محددات إدارة أداء السهم في بورصة الأوراق المالية: Moyer, R. Charles, McGuigan, James, R., and Kretlow, William J. 2001. *Contemporary Financial Management*, South-Western College Publishing, USA, pp 595-611.
- Nurnberg, h., and largay, j. 1999. More Concerns Over Cash Flow Reporting under FASB Statement No, 95, *Accounting Horizons*, 10 (14): 160-180.
- Revell, Janice. 2001. Annual Reports Decoded, *fortune*, 143 (14): 160-180.
- Sharma D., and Iselin E. 2001. The Decision Usefulness of Reported Cash Flow and Accrual Information in A Behavioral Field Eexperiment, *Social Science Research Network Electronic Library* pp 220-250.
- 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*, 34 (3): 1-22.

ABSTRACT

**THE EFFECT OF CASH FLOWS ON THE STOCK MARKET
VALUE OF THE JORDANIAN BANKS AND FINANCIAL
INSTITUTIONS**

HUSNI A. KHRAWISH

The Hashemmite University

This study aims to measure the relationship between the cashflows and the stock market value of the banks and financial institutions. It also aims to point out the impact of cash flows behavior on the financial performance of these institutions. This necessitates the determining of variables relevant to cash flows and those which have the greater effect on stock market value of banks and financial institutions. To examine such a presumed relation, the study covered 16 financial institutions listed in the Amman Financial Market for the period 1998-2001. A unified pattern was devised to test all companies and financial institutions using the multiple regression techniques. The analysis revealed that there was no statistically significant relation between stock market prices on the one hand and the net cash flows, net cash flows to short and long-term liabilities and owners equity on the other.

حسني علي خريوش (دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة، ١٩٨٣)، أستاذ مساعد، قسم العلوم المالية والمصرفية، الجامعة الهاشمية، المملكة الأردنية الهاشمية. له اهتمامات بحثية في مجالات الأسواق المالية، والمحافظ الاستثمارية، وإدارة البنوك والمؤسسات المالية، والإدارة المالية والتحليل المالي.