دور التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق في تفسير العوائد السوقية للأسهم

وسام مصطفى حمدان وفوزي عبد الرحيم غرايبة ومأمون محمد الدبعي

ملخـص

تختبر هذه الدراسة علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم، مع التركيز على الدور الذي تلعبه التدفقات النقدية التشغيلية في تفسير التذبذب في أسعار الأسهم عندما يؤخذ بالاعتبار كل من نافذة القياس، والحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وطول الدورة التشغيلية للشركة. ولاختبار فرضيات هذه الدراسة استخدمت نماذج انحدار بسيطة ومتعددة المتغيرات. وقد بلغ عدد شركات عينة الدراسة 111 شركة مساهمة عامة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 1996–2003. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية: (1) تلعب الأرباح المحاسبية دوراً هاماً في سوق رأس المال، أما التدفقات النقدية التشغيلية فدورها ضعيف. ويرجع السبب في ذلك إلى تأثر التدفقات النقدية التشغيلية بمشكلة المقابلة والتوقيت، مما يجعلها مقياساً ضعيفاً لأداء الشركة، (2) يزداد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية كلما انخفض الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، (3) يزداد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية كلما قصر طول الدورة التشغيلية للشركة، (4) يزداد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية مقارنة مع الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية كلما طالت نافذة القياس.

الكلمـات الدالـة: التدفقات النقدية التشغيلية، الأرباح المحاسبية، العوائد السوقية للأسهم، الدورة التشغيلية، نافذة القياس، تسويات الاستحقاق.

المقدمـة

خضعت العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم-من بين جميع العلاقات الممكنة بين متغيرات سوق رأس المال والمعلومات المحاسبية- إلى تفحص كبير. وإستحوذت هذه العلاقة على اهتمام الباحثين خلال العقود الثلاثة الماضية، إبتداء من دراستي كل من (Ball and Brown, 1968), (Beaver, 1968)، اللتين كان لهما الأثر الكبير على الدراسات اللاحقة حول فائدة المعلومات المحاسبية، حيث كشفت كلتا الدراستين عن وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، وأن للأرقام المحاسبية مضموناً من المعلومات يؤثر على أسعار الأسهم خلال فترة الإعلان عنها.

تتفق النتائج التي أظهرتها معظم الدراسات السابقة على أن هنالك محتوى معلوماتياً إضافياً للأرباح علاوة على المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية، لكن الأدلة حول المحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية التشغيلية، علاوة على الأرباح المحاسبية متعارضة وغير نهائية، بالرغم من أن بعض الدراسات استخدمت أكثر مقاييس التدفقات النقدية دقة وتعقيداً، ومع ذلك، ما زالت الأدلة متعارضة وغير نهائية حول المحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية، علاوة على المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية. فلقد بين عدد من الباحثين أن معلومات التدفقات النقدية التشغيلية لا تحتوي على قيمة معلوماتية إضافية علاوة على الأرباح*. ومن جهة أخرى، توصل عدد آخر منهم إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية ذات

تاريخ استلام البحث 2006/11/30 وتاريخ قبوله 2008/5/29.

* انظر (محمد أبو حسان، 2001) و(Sloan, 1996; Bernard and Stober, 1989).

قيمة معلوماتية إضافية علاوة على الأرباح*.

تدور الدراسات التطبيقية حول فائدة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية لأسواق رأس المال، وتبحث في تقييم المحتوى المعلوماتي لهما أو المحتوى المعلوماتي الإضافي لأي منهما على الآخر، والمتغيرات القرينية التي يمكن أن تؤثر على علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية. وتفترض معظم هذه الدراسات أن مقياسي الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية يقيمان بمعزل عن بعضهما، أو تفترض أن علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية متجانسة عبر الشركات. ونتساءل هنا فيما إذا كان المستثمرون يقيمون الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بمعزل عن بعضهما؟ وفيما إذا كانت علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية متجانسة عبر الشركات؟.

تتأثر الأرباح المحاسبية بالتوزيع التحكمي (Arbitrary Allocation)، حيث يكون للإدارة حرية التصرف بتوقيت عملية الاعتراف بالحدث الاقتصادي وكيفية قياسه من خلال تسويات الاستحقاق، الأمر الذي يحفزها على التلاعب بالأرباح المحاسبية، بحيث تصبح الأرباح المحاسبية مقياساً أقل موثوقية للأداء. وبالمقابل، وعلى الرغم من أن التدفقات النقدية تقلل من إحتمال تلاعب الإدارة بالأرقام المحاسبية، فإنها تعاني من مشكلة المقابلة والتوقيت (Timing and Matching problem)، والتي تظهر في التدفقات النقدية عند حدوث التدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات النقدية) خلال السنة المالية بينما تحدث التدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات النقدية) في سنة مالية أخرى، مما يجعلها مقياساً ضعيفاً لأداء الشركة. وبسبب هذه المحددات لا يمكن أن تعتبر الأرباح المحاسبية ولا التدفقات النقدية التشغيلية مقياساً موثوقاً بمعزل عن الآخر، لأن كل مقياس يقلل من عيوب الآخر. وهذا يجعلنا نتوقع بأن المستثمر سوف يربط بين كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية من أجل التأكد من إمكانية الاعتماد عليهما كمقياسين للأداء*.

من الناحية الأخرى، نجد أنه لا يوجد تجانس بين الشركات لأن الخصائص الخاصة بالشركة (Firm-specific Characteristics) تختلف من شركة لأخرى. وقد أثبتت بعض الدراسات أن التدفقات النقدية تلعب دوراً هاماً في سوق رأس المال عندما يؤخذ بالاعتبار دور كل من نافذة القياس، والحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وطول الدورة التشغيلية للشركة كمتغيرات قرينية تساعد في تفسير العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد السوقية للأسهم**. فمثلاً، تنخفض، في نوافذ القياس الطويلة، أهمية تسويات الاستحقاق، ومن ثم تقل مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية، وبالتالي من المتوقع أن تتلاقى التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية كمقاييس لأداء الشركة. وعندما تعمل المنشأة في بيئة مستقرة فإن متطلبات رأس المال العامل تقل، أي أن تسويات الاستحقاق الإجمالية (صافي التغير في بنود رأس المال العامل) تنخفض، ومن ثم تقل مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية، وبالتالي من المتوقع أن يزداد ارتباط التدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأسهم. وتتطلب الشركات التي لها دورة تشغيلية قصيرة رأسمال عاملاً قليلاً، وبالتالي تكون قابلية تقلب تسويات الاستحقاق التشغيلية أقل، لذلك فإن من المتوقع أن يتحسن ارتباط التدفقات النقدية بالعوائد السوقية كلما قصر طول الدورة التشغيلية للشركة.

تسعى الدراسة الحالية إلى بيان دور وأثر كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية في سوق رأس المال، عندما تؤخذ بالاعتبار الخصائص الخاصة بالشركة. وتكمن مميزات الدراسة الحالية عن سابقاتها بأنها لا تختبر المحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية علاوة على المحتوى المعلوماتي للأرباح فحسب، ولكنها تختبر أيضا دور التدفقات النقدية في أسواق رأس المال من خلال الأخذ بعين الاعتبار أثر

---

* انظر (Mcleay et al., 1997; Ali & Pope, 1995; Livant & Zarwin, 1990; and Wilson, 1987).

** لاحظ أننا نستخدم نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الدخل كأحد المؤشرات على نوعية الأرباح؛ فإرتفاع هذه النسبة ينعكس إيجاباً على نوعية صافي الدخل.

*** انظر (Charitou, 1997; Dechow, 1994; and Easton, et. al, 1992).

الخصائص الخاصة بالشركة، مثل نافذة القياس، والحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وطول الدورة التشغيلية للشركة. كذلك تقدم هذه الدراسة أدلة عن مدى وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية، مستمدة من واقع التطبيق في البيئة الأردنية ومحاكاتها للعديد من الدراسات السابقة، منها (Easton et al., 1992; Dechow, 1994; and Charitou, 1997).

أهمية الدراسة وأهدافها

من المتوقع أن تخدم نتائج هذه الدراسة مستخدمي البيانات المالية، خاصة المحللين الماليين الذين يعتمدون على الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية في توقع أسعار الأوراق المالية، وتفسير التغير فيها، وذلك من خلال إدخال وتفحص المتغيرات القرينية (مثل نافذة القياس، والحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وطول الدورة التشغيلية) التي يتوقع من الناحية النظرية أن تؤثر على العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم وكل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي سوف يمكنهم ذلك من تقليل نسبة الخطأ في تقديراتهم لأسعار أسهم الشركات.

الدراسات السابقة

لقد اختبرت بعض الدراسات المحتوى المعلوماتي والمحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق، حيث اختبر (Wilson, 1987) ما إذا كانت التدفقات النقدية التشغيلية وتسويات الاستحقاق لها قيمة معلوماتية إضافية علاوة على الأرباح. ولقد توصل إلى أن استجابة السوق المالية للأرباح ممثلة بمعامل استجابة الأرباح تتناسب طردياً مع مستوى التدفقات النقدية وعكسياً مع تسويات الاستحقاق التشغيلية (أي أن مكونات صافي الدخل لها محتوى معلوماتي إضافي يزيد عن رقم الدخل بمفرده). أما (Ali and Pope, 1995) فلقد اختبرا المحتوى المعلوماتي الإضافي للأرباح المحاسبية، والدخل التشغيلي قبل التغيرات في بنود رأس المال العامل، والتدفقات النقدية التشغيلية وذلك باستخدام نموذج غير خطي يعبر عن العلاقة بين العوائد السوقية ومقاييس الأداء (الأرباح المحاسبية، وتدفقات الأموال التشغيلية، والتدفقات النقدية التشغيلية). ولقد دلت النتائج على أن القوة التفسيرية لنموذج المحتوى المعلوماتي الإضافي تزيد بشكل جوهري عند استخدام نموذج غير خطي، كما أظهرت وجود محتوى معلوماتي إضافي لكل من الأرباح المحاسبية، وتدفقات الأموال، والتدفقات النقدية التشغيلية. كذلك سعت دراسة (Garrod, et. al, 2000) إلى فحص المحتوى المعلوماتي لكل من الدخل، والتدفقات النقدية، وتسويات الاستحقاق (والتي قسمها الباحثون إلى تسويات متداولة وتسويات غير متداولة). وتم اتباع أسلوب النماذج التقييمية للأسهم بدلا من نموذج العائد، واستخدموا كلاً من الأرباح، والتدفقات النقدية، والتسويات كمتغيرات قرينية (Contextual) تؤثر على المحتوى المعلوماتي. وخرج الباحثون بنتائج تفيد أن النموذج الذي يستند إلى التدفقات النقدية يوفر معلومات أكثر مما يوفره النموذج المستند إلى الأرباح، وأن القيمة المعلوماتية تنتج من عملية تجزئة الأرباح إلى مكوناتها (التدفقات النقدية، وتسويات الاستحقاق المتداولة وغير المتداولة)، وإلى أن التدفقات النقدية لها مضمون معلوماتي علاوة على الأرباح، وأن تقسيم الربح إلى مكوناته يلغي أية قيمة إضافية للتدفق النقدي علاوة على الربح. أما في السوق الأردنية، فلقد سعى (أبو حسان، 2001) إلى التعرف على المحتوى المعلوماتي لكل من الربح ومكوناته المتمثلة بالتدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق، واختبار اثر عملية تقسيم الربح إلى مكوناته على المحتوى المعلوماتي لكل من الربح والتدفقات النقدية. ولقد توصل إلى أن التدفق النقدي التشغيلي لا يوفر معلومات لتفسير أسعار الأسهم أكثر مما يوفره رقم الربح، بل أن الربح المحاسبي يوفر معلومات أكثر لتفسير أسعار الأسهم من بيانات التدفق النقدي، وأن بيانات التدفق النقدي التشغيلي لا توفر معلومات إضافية لتفسير أسعار الأسهم أكثر مما توفره عملية تقسيم الربح إلى مكوناته، وأنه لا يوجد فرق جوهري بين المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق من حيث تفسيرها لسعر السهم.

اهتمت دراسة (Livant and Zarowin, 1990) باختبار العلاقة بين مكونات التدفقات النقدية والعوائد على الأسهم، وقد اشتملت عناصر التدفقات النقدية على التدفق النقدي التشغيلي، والتمويلي، والإستثماري. وتوصل الباحثان إلى أن تقسيم التدفق النقدي إلى عناصره من الأنشطة التشغيلية والتمويلية يزيد من قوة الارتباط بينهما وبين العوائد على الأسهم، في حين أن

تقسيم التدفق النقدي إلى عناصره من الأنشطة الاستثمارية لا يؤثر على قوة الارتباط مع العوائد على الأسهم. وأظهرت الدراسة أيضا أن هنالك محتوى معلوماتياً إضافياً نتج عن تفصيل صافي الدخل إلى مكوناته من تسويات الاستحقاق ومكونات التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية، علاوة على المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية وحدها. أما دراسة (Clubb, 1995) فقد بحثت في العلاقة بين مكونات كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وبين العوائد غير العادية على الأسهم، وذلك لاختبار المحتوى المعلوماتي لكل من الأرباح المحاسبية ومكونات التدفقات النقدية التشغيلية (رأس المال العامل من العمليات التشغيلية وتسويات الاستحقاق). وقد أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية وبين العوائد على الأسهم، وأن لمكونات الأرباح المحاسبية (التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق) محتوى معلوماتياً إضافياً يفوق مكونات التدفقات النقدية (تدفقات نقدية تشغيلية، واستثمارية، وتمويلية)، وأن لرأس المال العامل من العمليات التشغيلية وتسويات الاستحقاق محتوى معلوماتياً إضافياً يزيد عن صافي التدفقات النقدية التشغيلية بمفردة. وأشارت النتائج إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي ضعيف للتدفقات النقدية التشغيلية علاوة على تسويات الاستحقاق المحاسبية. وأردنياً، فحصت دراسة (أبو نصار والدبعي، 2002) المضمون المعلوماتي لعناصر قائمة الدخل (المبيعات، وتكلفة المبيعات، والمصاريف الإدارية والبيعية، والفوائد المدينة، وضريبة الدخل)، وفيما إذا كان لها مضمون معلوماتي أكبر من المضمون المعلوماتي لرقم الربح (والذي يلخص تلك العناصر). وخلصت الدراسة إلى وجود مضمون معلوماتي لعناصر قائمة الدخل، وعدم وجود مضمون معلوماتي إضافي لتلك العناصر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح. وعلى العكس وجدت أن لرقم الربح مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لعناصر قائمة الدخل. وتشير هذه النتيجة إلى مدى تركيز المستثمرين على رقم الربح كرقم أساس عند إتخاذهم لقرارات الإستثمار.

لقد اختبرت بعض الدراسات المحتوى المعلوماتي والمحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق مع الأخذ بالاعتبار المتغيرات القرينية، حيث اختبر (Bernard and Stober, 1989) فرضية أن التدفقات النقدية بالمتوسط هي أفضل من تسويات الاستحقاق تحت ظروف اقتصادية معينة (إجمالي الناتج القومي، ومعدلات الفائدة قصيرة الأجل) في تفسير التغير في أسعار الأسهم، ولكنهما لم يجدا دعما لهذه الفرضية. ومن ثم اختبرا فرضية أن طبيعة المعلومات المحتواه في التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق تتغير تبعا لتغير عنصر معين من عناصر تسويات الاستحقاق (مثل التغير في المخزون، أو التغير في الذمم المدينة)، ولم يجدا دعماً لهذه الفرضية أيضاً. وتوصلا في النهاية إلى سببين محتملين لهذه النتائج: الأول، أن التأثيرات المختلفة للتدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق على أسعار الأسهم لا يمكن حصرها أو ضبطها بمتغيرات قرينية (Contextual Variables)، والثاني، أن سبب مشكلة عدم التأكد المتعلقة بمحتويات البيانات المالية يتم حلها أو عكس أثرها قبل تواريخ إصدار البيانات المالية.

اختبرت (Dechow, 1994) الظروف التي من المتوقع أن تحسن من قدرة الأرباح المحاسبية على قياس أداء الشركة كما تعكسه العوائد السوقية للأسهم. وافترضت أن تزيد أهمية تسويات الاستحقاق إذا كانت نافذة القياس قصيرة، وإذا زاد حجم تقلب متطلبات رأس المال العامل والأنشطة الاستثمارية والتمويلية، وإذا كانت نافذة الدورة التشغيلية للشركة طويلة. وأكدت النتائج التوقعات، حيث تبين أن العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية أقوى من العلاقة مع التدفقات النقدية لنافذة القياس القصيرة، ولكن تتحسن هذه العلاقة مع التدفقات النقدية، مقارنة مع الأرباح المحاسبية، عندما تطول نافذة القياس، وأن العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم أقوى منها مع التدفقات النقدية عندما يزيد حجم التغيرات في متطلبات رأس المال العامل والأنشطة التشغيلية والتمويلية للشركة، وتزيد قدرة الأرباح المحاسبية على قياس أداء الشركة عندما تكون الدورة التشغيلية للشركة أطول.

بحثت دراسة (Cheng et al., 1996) فيما إذا كان المحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية يزداد عندما تحتوي الأرباح المحاسبية على عناصر مؤقتة (Transitory Components)، إذ أنه عندما تتضمن

الأرباح المحاسبية عناصر ذات صبغة مؤقتة تتدنى قوتها التفسيرية للعوائد السوقية، وبالتالي يزيد الدور الذي تلعبه التدفقات النقدية كمؤشر قيمة إضافي. وخرج الباحثون بنتيجة مؤادها بأن المحتوى المعلوماتي الإضافي للأرباح المحاسبية يقل، والمحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية التشغيلية يزيد، كلما قل ثبات أو ديمومة (Permanence) الأرباح المحاسبية. كذلك اختبرت دراسة (Sloan, 1996) ما إذا كانت أسعار الأسهم تعكس معلومات عن الأرباح المستقبلية والمتضمنة في مكونات الأرباح الحالية (التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق). وتوصل الباحثون إلى أن استمرار وثبات الأرباح الحالية في المستقبل يعتمد على مستوى التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق، وأن أسعار الأسهم تكشف عن تركيز المستثمرين على الأرباح فقط، بغض النظر عن المعلومات المتضمنة في مكونات الأرباح المحاسبية (التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق) التي قد تعكس الأرباح المستقبلية.

عنيت دراسة (Ingram and Lee, 1997) بأهمية المعلومات المزودة بشكل مشترك من الدخل المحاسبي والتدفقات النقدية التشغيلية، إذ أن العلاقة بين الدخل المحاسبي والتدفقات النقدية (نسبة الدخل إلى التدفقات النقدية) تحدد إتجاه وحجم التغيرات في الأنشطة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية التي تنشئ قيمة الشركة، حيث يفترض أن تظهر الشركات التي تعلن عن دخل محاسبي أعلى من التدفقات النقدية التشغيلية نمواً عالياً في الأنشطة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية مقارنة مع تلك الشركات التي تعلن عكس ذلك، وذلك عند تساوي الدخل المحاسبي لكلتا المجموعتين من الشركات. واختبر نموذج الانحدار المستخدم فيما إذا كان الدخل المحاسبي والتدفقات النقدية التشغيلية بشكل مشترك يزودان قيمة معلوماتية إضافية عن تلك التي يزودها الدخل وحده. وأظهرت النتائج أن الدخل المحاسبي والتدفقات النقدية التشغيلية بشكل مشترك يزودان قيمة معلوماتية إضافية عن النمو وفرص النمو، علاوة على تلك التي يزودها الدخل وحده. وبشكل عام، تبين أن المعلومات الإضافية لهما تعتمد على الحجم النسبي لكل منهما (نسبة الدخل إلى التدفقات النقدية التشغيلية).

تعتبر دراستا (Charitou, 1997) و(Charitou and Clubb, 1999) الأقرب للدراسة الحالية، وإستمدت منهما النماذج الرياضية التي استخدمت لاختبار الفرضيات. لقد افترضت هاتان الدراستان أن علاقة التدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأوراق المالية تتحسن كلما قل الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وكلما طالت نافذة القياس، وكلما قصرت الدورة التشغيلية للشركة. فقد أثبتت دراسة (Charitou, 1997) أنه وفي كل من هذه الحالات تقل حدة مشكلة المقابلة والتوقيت المتأصلة في التدفقات النقدية، وأن للتدفقات النقدية دوراً هاماً في السوق المالية، وأن الدخل المحاسبي هو المتغير التفسيري السائد في السوق. أما دراسة (Charitou and Clubb, 1999) فقد اختبرت العلاقة بين العوائد السوقية والتدفقات النقدية لنوافذ قياس طويلة الأجل. إضافة إلى اختبار المحتوى المعلوماتي الإضافي للدخل المحاسبي والتدفقات النقدية لنوافذ قياس طويلة الأجل. وخلصت الدراسة، على الرغم من أن التدفقات النقدية التشغيلية والتغير في النقدية هي متغيرات تفسيرية ضعيفة للعوائد السوقية مقارنة مع الدخل المحاسبي لنافذة قياس بطول سنة واحدة، إلى أنه وخلال نوافذ قياس بطول سنتين وأربع سنوات، فإن الأداء النسبي لمتغيرات التدفقات النقدية يتحسن كلما طالت نافذة القياس. وتوصلا أيضا إلى أن المحتوى المعلوماتي والمحتوى المعلوماتي الإضافي لمتغيرات التدفقات النقدية علاوة على الدخل المحاسبي يزداد كلما طالت نافذة قياس العائد.

هدفت دراسة (Charitou, et al., 2001) إلى اختبار المحتوى المعلوماتي الإضافي للدخل المحاسبي والتدفقات النقدية من خلال إدخال متغيرات قرينية وهي استمرار الأرباح، ونمو الأرباح، وحجم المنشأة، والتي ربما تساعد في تحديد الدور الذي يلعبه كل من الدخل المحاسبي والتدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأوراق المالية. وخلصت الدراسة إلى أن معامل استجابة الأرباح المحاسبية يتلاشى عندما تكون الأرباح المحاسبية مؤقتة، بينما لم يزد معامل استجابة التدفقات النقدية عندما كانت الأرباح المحاسبية مؤقتة. ووجد معامل استجابة قوي للأرباح المحاسبية في الشركات التي تنمو أرباحها، بينما كان الدليل ضعيفا لمعامل استجابة التدفقات النقدية. وفيما يتعلق بحجم الشركة فإن معامل استجابة الأرباح المحاسبية ضعيف للشركات كبيرة الحجم، بينما لم يقدم دليل حول ضعف معامل استجابة التدفقات النقدية في الشركات كبيرة الحجم، ووجد دليل

قوي بأن العوائد السوقية ترتبط سلباً بحجم الشركة ونمو الأرباح المحاسبية.

على الرغم من وجود دليل عملي قوي يدعم دور تسويات الاستحقاق التشغيلية المتداولة في تحسين قدرة التدفقات النقدية التشغيلية كمقياس للأداء، إلا أن تأثير تسويات الاستحقاق غير المتداولة ما زال موضع خلاف. لقد قدم (Guay and Sidhu, 2001) دليلا على أن تسويات الاستحقاق غير المتداولة تخفف من مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية، وبينا بأن القوة التفسيرية لمقياس الأداء الذي يتكون من تسويات الاستحقاق المتداولة وتسويات الاستحقاق غير المتداولة والتدفقات النقدية هي إحصائيا أكبر من القوة التفسيرية لمقياس الأداء الذي يتكون من تسويات الاستحقاق المتداولة والتدفقات النقدية فقط، أي أن تسويات الاستحقاق غير المتداولة تزود المستثمرين بمعلومات حول التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية، وأن تسويات الاستحقاق غير المتداولة تحسن من قدرة الأرباح المحاسبية كمقياس للأداء في تفسير العوائد السوقية للأوراق المالية، على الرغم من أنها ليست بنفس مستوى تسويات الاستحقاق المتداولة.

كذلك اختبر (Dechow and Dichev, 2002) العلاقة بين نوعية المستحقات وبين حجمها، وطول فترة الدورة التشغيلية للمنشأة، والانحراف المعياري للأرباح، والمبيعات، والتدفقات النقدية، وحجم المنشأة. وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نوعية المستحقات التشغيلية وبين حجمها، وطول فترة الدورة التشغيلية للمنشأة، والانحراف المعياري للمبيعات، والتدفقات النقدية، والأرباح. كما تبين أن العلاقة بين نوعية المستحقات التشغيلية وحجم المنشأة طردية. كما وجدت علاقة إيجابية قوية بين نوعية المستحقات التشغيلية وبين ديمومة الدخل المحاسبي، أي أن وجود تسويات استحقاق كبيرة الحجم يشير إلى انخفاض نوعية الدخل وبالتالي يقلل من ديمومة الدخل المحاسبي.

قام (الكراسنة، 2000) باختبار مقدرة الأرباح ومقاييس التدفقات النقدية المختلفة على توقع الأرباح المستقبلية في السوق الأردنية، حيث اختبر أثر كل من حجم الشركة، ونوع القطاع الذي تنتمي إليه على عملية توقع الأرباح المستقبلية. وخلصت الدراسة إلى أن ترتيب المتغيرات حسب مقدرتها التوقعية للأرباح جاء كما يلي: الدخل المحاسبي، ثم الدخل المحاسبي مضافا إليه الإهتلاك، وأخيرا كل من التدفقات النقدية التشغيلية ورأس المال العامل التشغيلي. وتبين أن الأرباح بشكل عام أفضل من مقاييس التدفقات النقدية من حيث قدرتها على توقع الأرباح المستقبلية. وان توقع أرباح الشركات صغيرة الحجم أكثر دقة من توقع أرباح الشركات كبيرة الحجم، وأن نوع القطاع الذي تنتمي اليه الشركة يؤثر على مقدرة الأرباح على توقع الأرباح المستقبلية، فكانت لقطاع الخدمات أفضل منها لقطاع الصناعة، بينما لا يؤثر نوع القطاع على مقدرة مقاييس التدفقات النقدية على توقع الأرباح.

مجتمع الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان، وقد بلغ عددها في عام 2003، (120) شركة مدرجة في السوقين الأولى والثانية، حيث بلغ عدد الشركات في قطاع الصناعة 72 شركة، منها 34 في السوق الأولى، بينما بلغ عدد الشركات في قطاع الخدمات 48 شركة، منها 19 في السوق الأولى. وعليه، يكون توزيع الشركات بين القطاعين بنسبة 60% لقطاع الصناعة و40% لقطاع الخدمات. وقد إستثنيت شركات قطاع التأمين والبنوك من الدراسة لطبيعتها الخاصة.

عينة الدراسة وفترتها

تضمنت عينة الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية المدرجة على بورصة عمان خلال فترة الدراسة (1996-2003)، والتي توفرت لها البيانات المحاسبية السنوية المتعلقة بالدخل التشغيلي، والتدفقات النقدية التشغيلية، والدخل التشغيلي قبل التغيرات في بنود رأس المال العامل، وصافي المبيعات، وتكلفة البضاعة المباعة، والذمم المدينة، والمخزون السلعي، بالإضافة إلى أسعار الإغلاق الشهرية للسهم خلال عامين متتاليين على الأقل، وأن لا تكون الشركة قد اندمجت، أو تم إيقاف سهمها عن التداول لمدة تزيد عن ستة أشهر، وذلك لتأثير هذه العمليات على احتساب متغيرات الدراسة بشكل متسق*. وأخيراً أن تنتهي سنتها المالية في

* تم التعامل مع الشركة الجديدة الناتجة عن عملية الاندماج، وتم إدخالها في عينة الدراسة ابتداءاً من السنة التالية لسنة الاندماج. ولقد بلغ عدد

12/31 من كل عام. ولقد بلغ عدد الشركات التي حققت هذه الشروط (111) شركة، منها (70) شركة تنتمي إلى قطاع الصناعة و(41) شركة تنتمي إلى قطاع الخدمات.

فرضيات الدراسة

تم اختبار الفرضيات التالية:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من مستوى التدفقات النقدية التشغيلية (أو التغير في التدفقات النقدية التشغيلية) ومستوى الأرباح المحاسبية (أو التغير في الأرباح المحاسبية) وبين العوائد السوقية للأسهم.
2. لا يتحسن الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية مقارنة مع الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية كلما طالت نافذة القياس.
3. لا يزداد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية كلما انخفض الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق.
4. لا يزداد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية كلما قصر طول الدورة التشغيلية للشركة.

متغيرات الدراسة

تضمن نموذج الدراسة المتغيرات التالية:

المتغير التابع:

- **العائد السوقي للسهم (RET_{it}):** تم قياس العائد السوقي السنوي للسهم بتجميع العائد السوقي الشهري لمدة إثنا عشر شهراً، (حيث تبدأ فترة التجميع من شهر أيار للعام t إلى شهر نيسان للعام t+1) (الدبعي وأبو نصار، 1999). وكالتالي:

$$RET_{it} = \prod_{\tau=1}^{12} (1 + R_{i\tau}) - 1$$

$\prod$ تشير إلى مضروب،

RET_{it} العائد السوقي السنوي لسهم الشركة i (المجمع شهرياً لمدة 12 شهراً) للعام t.

$R_{i\tau}$ العائد السوقي لسهم الشركة i للشهر τ من فترة التجميع (حيث تبدأ الفترة من شهر أيار للعام t إلى شهر نيسان للعام t+1).

وسيتم احتساب العائد الشهري للسهم ($R_{i\tau}$) كالتالي:

$$R_{i\tau} = (P_{i\tau} - P_{i\tau-1}) / P_{i\tau-1}$$

$P_{i\tau}$ سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في الشهر τ.

$P_{i\tau-1}$ سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في الشهر τ-1.

المتغيرات المستقلة

- **مستوى الربح (Level of Earnings (E)):** ويمثل هذا المتغير ربحية السهم قبل البنود غير العادية والعمليات غير المستمرة.
- **التغير في الربح (ΔE) (Change of Earnings):** ويمثل هذا المتغير الفرق الأول في ربحية السهم قبل البنود غير العادية والعمليات غير المستمرة.
- **مستوى التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) (Level of Cash Flows from Operation):** واحتسب هذا المتغير بقسمة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة.
- **التغير في التدفقات النقدية التشغيلية (ΔCFO) (Change of Cash Flow from Operation):** واحتسب هذا المتغير بقسمة الفرق الأول في التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة.
- **نافذة القياس:** استخدم هذا العامل لاختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، وبين العوائد السوقية للأسهم لنوافذ قياس مجمعة تصاعدياً (من سنة إلى خمس سنوات) باستخدام معادلتي الانحدار البسيط والمتعدد المتغيرات. فلنوافذ القياس الطويلة، حيث T أكبر من سنة، فأن العوائد السوقية للأسهم تساوي مجموع العوائد السوقية لها خلال نافذة القياس ذات العلاقة. أما مستوى الأرباح التشغيلية (التدفقات النقدية التشغيلية) فيساوي مجموعها خلال النافذة منسوبة إلى سعر الإغلاق في بداية النافذة P_0.

هذه الشركات التي اندمجت تسع شركات، أربع منها شركات صناعية، وخمس منها شركات خدمية.

$$RET_{(T,t)} = \prod_{i=0}^{T-1}(1 + RET_{t-i}) - 1$$

$$E_{(T,t)} = \sum_{i=0}^{T-1} E_{t-i} / P_0$$

$$CFO_{(T,t)} = \sum_{i=0}^{T-1} CFO_{t-i} / P_0$$

$RET_{(T,t)}$ العائد السوقي المجمع (سنة الى خمس سنوات) خلال نافذة القياس T.

$E_{(T,t)}$ مستوى الأرباح التشغيلية المجمعة خلال نافذة القياس T.

P_0 سعر إغلاق السهم في بداية نافذة القياس.

$CFO_{(T,t)}$ التدفقات النقدية التشغيلية المجمعة خلال نافذة القياس T.

T نافذة القياس، t السنة المالية.

- **تسويات الاستحقاق الإجمالية (TAC):** وتمثل مجموع تسويات الاستحقاق المتداولة (تسويات بنود رأس المال العامل قصيرة الأجل) وغير المتداولة (تسويات الاستحقاق التشغيلية طويلة الأجل مثل الإهتلاك) (Dechow, 1994). وبعبارة أخرى هي الفرق بين الأرباح التشغيلية والتدفقات النقدية التشغيلية. ويستخدم هذا المقياس لتقسيم متغيرات الدراسة إلى خمس مجموعات مشكلة بالاعتماد على الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق الإجمالية (TAC). حيث تتكون المجموعة الأولى من المشاهدات التي لها أقل حجم مطلق لتسويات الاستحقاق الإجمالية، وتتكون المجموعة الخامسة من المشاهدات التي لها أعلى حجم مطلق لتسويات الاستحقاق. وفي ضوء ذلك تختبر العلاقة بين الأرباح التشغيلية (E) والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO)، والعوائد السوقية للأسهم (RET)، باستخدام معادلتي الانحدار البسيط والمتعدد المتغيرات للمجموعات الخمس كلاً على حدة.

- **الدورة التشغيلية (OCYCLE):** وتشير إلى متوسط طول الدورة التشغيلية، وتمثل الفترة الزمنية من نقطة دفع النقد ولغاية تحصيل الذمم المدينة نقداً، معبراً عنها بالأيام.

$$OCYCLE = \frac{(REC_t + REC_{t-1})/2}{(NS/365)} + \frac{(INV_t + INV_{t-1})/2}{(CGS/365)}$$

(REC) الذمم المدينة، (INV) المخزون، (CGS) تكلفة المبيعات، (NS) صافي المبيعات.

ويستخدم هذا المقياس لتقسيم مشاهدات الدراسة إلى مجموعتين حسب طول الدورة التشغيلية، حيث تتكون المجموعة الأولى من 40% من مشاهدات الشركات التي لها دورة تشغيلية قصيرة، والأخرى من 40% من المشاهدات التي لها دورة تشغيلية طويلة. وبالتالي تختبر العلاقة بين الأرباح التشغيلية (E ,ΔE) والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO ،ΔCFO)، والعوائد السوقية للأسهم (RET) باستخدام معادلتي الانحدار البسيط والمتعدد المتغيرات لدورة تشغيلية طويلة وأخرى قصيرة.

النماذج الإحصائية للدراسة

تم اختبار العلاقة بين الأرباح التشغيلية (E ,ΔE) والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO ,ΔCFO) والعوائد السوقية للأسهم (RET)، باستخدام معادلتي الانحدار البسيط والمتعدد التاليتين:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} / P_0 + \varepsilon_{it}$$

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} / P_0 + b_2 \Delta E_{it} / P_0 + b_3 CFO_{it} / P_0 + b_4 \Delta CFO_{it} / P_0 + \varepsilon_{1it}$$

تشير X_{it} في معادلات الانحدار البسيط إلى المتغيرات التالية كلٌ على حدا:

E_{it} الأرباح التشغيلية للشركة i عن السنة t،

ΔE_{it} التغير في الأرباح التشغيلية للشركة i عن السنة t،

CFO_{it} التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i عن السنة t،

ΔCFO_{it} التغير في التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i عن السنة t،

P_0 سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس،

RET_{it} العائد السوقي للأسهم للشركة i لفترة عائد 12-شهر تبدأ من شهر أيار للسنة المالية للشركة وتنتهي في شهر نيسان من السنة التالية،

$\alpha_0, \alpha_1, b_0, b_1, b_2, b_3, b_4$ معاملات نموذج الانحدار،

$\varepsilon_{it}, \varepsilon_{1it}$ خطأ نموذجي الانحدار.

الإحصاء الوصفي للعينة:

يعرض الجدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لنوافذ القياس الخمس وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة (أعلى وأدنى 1% من قيم المشاهدات في كل متغير). وقد تراوح عدد المشاهدات بين 320 و724 مشاهدة لنوافذ القياس الخمس المختبرة في هذه الدراسة. ويلاحظ أن متوسط مستوى الأرباح (E) 0.001، ومتوسط التغير في الأرباح (ΔE) 0.003، ومتوسط التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) 0.076، ومتوسط التغير في التدفقات النقدية التشغيلية (ΔCFO) 0.112، ومتوسط العائد السوقي للسهم (RET) 0.008، وذلك لنافذة قياس طولها سنه. وتجدر الملاحظة إلى أن متوسط الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية المجمعة لخمس سنوات أعلى من خمسة أضعاف الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية السنوية. وبعبارة أخرى، فأن الأرباح المحاسبية المجمعة لخمس سنوات (0.057) تفوق الأرباح المحاسبية السنوية (0.001) بأكثر من 5 مرات. وبالمثل فالتدفقات النقدية المجمعة لخمس سنوات (0.401) تزيد عن خمسة أضعاف متوسطها السنوي (0.076). ويلاحظ تزايد متوسط العائد السوقي للسهم من نافذة القياس الأولى إلى نافذتين ويتراجع بعد ذلك. وأن متوسط الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية يزداد بشكل مطرد بازدياد طول نوافذ القياس، ويعود السبب في ذلك إلى إعادة استثمار الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية، بالإضافة إلى فرص النمو للشركات. ويلاحظ من الجدول رقم (1) أن قيم الوسط والوسيط لمتغيرات مستوى الأرباح والتدفقات النقدية تتزايد وبشكل منتظم كلما إتسعت نافذة قياس العائد، وذلك يعود لطريقة احتساب هذه المتغيرات، حيث تم قسمة حصة السهم من الأرباح والتدفقات النقدية على سعر إغلاق السهم في بداية نافذة قياس العائد P_0، وبما أن P_0 تتناقص، في المتوسط، كلما ازداد طول نافذة القياس، فإن القيم المحتسبة لمتغيرات مستوى الأرباح والتدفقات النقدية تتزايد في المتوسط مع ازدياد طول نافذة القياس.

يوضح الجدول (2) معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات. حيث نجد أن معاملات الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.01) لنوافذ القياس الخمس، بإستثناء تلك المتعلقة بالتغير في التدفقات النقدية لنافذة قياس طولها سنة. وقد كان ارتباط العائد السوقي للسهم مع مستوى الأرباح الأقوى مقارنة مع باقي المتغيرات خلال جميع نوافذ القياس، تلاه ارتباط التغير في الأرباح خلال نافذة قياس سنة واحدة. ويلاحظ تحسن ارتباط التدفقات النقدية مع العائد السوقي للسهم وإقترابه من مستوى الأرباح كلما طالت نافذة القياس. وبناء على ذلك، فأن الاستنتاج الأولي يشير إلى أن النتائج تتفق وفرضيات الدراسة. ويشير الجدول أيضا إلى أن معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة غير عال، بإستثناء المعامل بين الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية، والمعامل بين التدفقات النقدية والتغير في التدفقات النقدية، وذلك لطبيعة العلاقة. ورغم ذلك يفضل إجراء اختبار لحالة الارتباط المتعدد للتأكد من عدم تأثر نتائج النموذج الإحصائي بهذا الارتباط.

اختبار الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة:

يظهر الجدول (2) وجود ارتباط بين بعض متغيرات الدراسة المستقلة، الأمر الذي قد يؤثر على كفاءة النموذج وقدرته على تفسير النتائج، وتحديد الدور الذي يلعبه كل متغير في نموذج الانحدار. ولتحديد مشكلة الارتباط العالي إستخدم معامل تضخم التباين Inflation (Variance (VIF) (Factor. وتُحدد درجة المشكلة وفقاً لقيمة المعامل (Myers, 1990) ولم تشر أي من قيم (VIF) المستخرجة لمتغيرات الدراسة إلى وجود مشكلة ارتباط عالٍ، إذ كانت جميع القيم أقل من 5.

اختبار فرضيات الدراسة

تم اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار الخطي (البسيط والمتعدد المتغيرات). ويتم التعرف عادة على المحتوى المعلوماتي للمتغيرات المحاسبية في النموذج عن طريق قيمة معامل الميل والقوة التفسيرية للنموذج (R^2-المعدلة). وفيما يلي عرض لنتائج اختبار الفرضيات:

جدول رقم (2): معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات (1996-2003)

نافذة القياس	المتغير[1]	ΔE	CFO	ΔCFO	RET
سنة	E	**0.416	**0.252	0.070	**0.334
	ΔE		0.070	0.073	**0.221
	CFO			**0.568	**0.187
	ΔCFO				0.039
سنتان	E		**0.355		**0.412
	CFO				**0.299
ثلاث سنوات	E		**0.332		**0.437
	CFO				**0.332
أربع سنوات	E		**0.367		**0.481
	CFO				**0.402
خمس سنوات	E		**0.397		**0.488
	CFO				**0.449

يعرض الجدول معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات العائد السوقي للسهم (RET_{it})، و المستوى و التغير في الأرباح ($\Delta E, E$)، والمستوى والتغير في التدفقات النقدية التشغيلية ($\Delta CFO, CFO$) لنوافذ القياس الخمسة خلال الفترة (1996-2003). وتشير ** إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01.

[1] تم قسمة جميع المتغيرات التابعة على سعر السهم في بداية نافذة القياس P_0.

أولا: العلاقة بين التدفقات النقدية (الأرباح المحاسبية) والعوائد السوقية للأسهم:

يعرض الجدول (3) نتائج نموذج الانحدار البسيط لجميع سنوات وشركات العينة (Pooled Regression). ويلاحظ من نتائج نماذج الانحدار البسيط أن نموذج مستوى الأرباح يتفوق على نماذج التغير في الأرباح ومستوى و(التغير) في التدفقات النقدية من حيث قدرته على تفسير العوائد على الأسهم، إذ بلغت القوة التفسيرية (R^2-المعدلة) لنموذج مستوى الأرباح (11.0%) بالمقارنة مع (4.7%) و (3.4%) و (0.0%) لنموذج التغير في الأرباح، ونموذج مستوى التدفقات النقدية التشغيلية، والتغير في التدفقات النقدية التشغيلية، على التوالي. وكما هو واضح من الجدول كانت قيم معاملات مستوى الربح، والتغير في الربح، والتدفقات النقدية التشغيلية 0.636 و0.541 و0.279 على التوالي. وان جميع هذه المعاملات ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.001. بينما كان معامل التغير في التدفقات النقدية التشغيلية 0.048 ولم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى مقبول. وبالتالي ترفض الفرضية العدمية لكل من مستوى الربح والتغير في الربح ومستوى التدفقات النقدية التشغيلية وتقبل الفرضية البديلة؛ أي أن هنالك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين كل من مستوى الربح والتغير في الربح ومستوى التدفقات النقدية التشغيلية وبين العوائد على الأسهم. بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية والعوائد على الأسهم. وتماثل هذه النتيجة ما توصل إلية كل من (Ali and Pope, 1995; and Bowen et al., 1987)، وأردنياً دراسة (أبو حسان، 2001).

يعرض الجدول (4) نتائج نموذج الانحدار المتعدد المتغيرات الذي يختبر مدى التحسن في تفسير العائد السوقي لسهم الشركة عندما يتم استخدام أكثر من ممثل واحد للأرباح في نموذج علاقة الأرباح بالعوائد السوقية. وتستخدم الدراسة الحالية كلا من متغيرات المستوى و(التغير) في الأرباح المحاسبية والمستوى و(التغير) في التدفقات النقدية مجتمعة لتمثيل الأرباح.

الجدول رقم **(3): نموذج الانحدار البسيط**

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} / P_0 + \varepsilon_{it}$$

النموذج / المتغير	المعامل α_0	المعامل α_1	Adj- R^2	عدد المشاهدات
النموذج الأول (E)	0.008 (0.761)	***0.636 (9.518)	%11.0	724
النموذج الثاني (ΔE)	0.010 (0.924)	***0.541 (5.931)	%4.7	689
النموذج الثالث (CFO)	-0.013 (-1.080)	***0.279 (5.121)	%3.4	724
النموذج الرابع (ΔCFO)	0.011 (0.995)	0.048 (1.022)	%0.0	689

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي للسهم، و($\Delta E, E$) إلى المستوى والتغير في الأرباح، و($\Delta CFO, CFO$) إلى المستوى والتغير في التدفقات النقدية التشغيلية، و(P_0) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. حيث تشير Xit إلى E أو ΔE أو CF أو ΔCFO في كل مرة ينفذ فيها نموذج الانحدار.

تشير * إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.**

الجدول رقم (4): نموذج الانحدار المتعدد المتغيرات

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} / P_0 + b_2 \Delta E_{it} / P_0 + b_3 CFO_{it} / P_0 + b_4 \Delta CFO_{it} / P_0 + \varepsilon_{1it}$$

	المعامل b_o	المعامل b_1	المعامل b_2	المعامل b_3	المعامل b_4	Adj- R^2
Step 1	0.008 (0.761)	***0.636 (9.518)				%11.0
Step 2	0.011 (0.975)	***0.565 (7.514)	**0.239 (2.477)			%11.8
Step 3	-0.001 (-0.116)	***0.509 (6.562)	**0.251 (2.617)	**0.153 (2.749)		%12.7
Step 4	-0.005 (-0.432)	***0.493 (6.305)	**0.265 (2.752)	**0.214 (3.142)	-0.083 (-1.549)	%12.9

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي للسهم، و($\Delta E, E$) إلى المستوى والتغير في الأرباح، و($\Delta CFO, CFO$) إلى المستوى والتغير في التدفقات النقدية التشغيلية، و (P_0) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. كما بلغ عدد المشاهدات المستخدمة في النموذج متعدد المتغيرات 689 مشاهدة. وتشير ***و** إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001 و0.01 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.

للحكم على ما إذا كان استخدام أكثر من ممثل للأرباح أفضل من استخدام أي من المتغيرات بشكل منفرد، تم مقارنة القوة التفسيرية لنموذج الانحدار المتعدد المتغيرات مع القوة التفسيرية لنموذج الانحدار البسيط، لمعرفة ما إذا كان هنالك مضمون معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية (قوة أكبر في تفسير التغير الحاصل في أسعار أسهم الشركات). كانت القوة التفسيرية لنموذج الانحدار المتعدد المتغيرات أكبر من تلك الناتجة عن استخدام متغير تفسيري واحد في نموذج الانحدار البسيط. إذ تزايدت قيمة (R^2-المعدلة) من 11% للأرباح إلى 12.9% لجميع المتغيرات، بما فيها متغيرات التدفقات النقدية. إذ يلاحظ أن إدخال التدفقات النقدية التشغيلية إلى النموذج رفع قيمة (R^2-المعدلة) من 11.8% إلى 12.7%، بينما رفعها إدخال التغير في التدفقات النقدية من 12.7% إلى 12.9% فقط. وربما يرجع ضعف القوة التفسيرية للتدفقات النقدية إلى حقيقة أنها تتأثر بمشكلة المقابلة والتوقيت. كما يظهر الجدول معاملات نموذج الانحدار المتعددة المتغيرات الذي نفذ على عدة خطوات. إذ بلغ معامل مستوى الأرباح للنموذج في الخطوة الرابعة لجميع السنوات للعينة (0.493) وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (0.001)، وبالمقابل بلغ معامل التغير في الأرباح (0.265) وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (0.01)، ومعامل مستوى التدفقات النقدية (0.214) وله دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (0.01)، ومعامل التغير في التدفقات النقدية (0.083-) ولم تكن له دلالة إحصائية. وبذلك تشير النتائج إلى أن استخدام كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية معا يزيد من مساهمتهما في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات بدرجة لم تزد من القوة التفسيرية لعوائد الأسهم عن ما يفسره رقم الربح المحاسبي وحده. وتماثل هذه النتيجة ما توصل الية كل من (Ali and Pope, 1995) على السوق البريطانية، و (Bowen et. al, 1987) على السوق الأمريكية، و (أبو حسان، 2001) على السوق الأردنية.

يستنتج مما سبق أن الأرباح المحاسبية لها قيمة معلوماتية إضافية علاوة على المحتوى المعلوماتي للتدفقات

النقدية، ولكن هنالك دليلا ضعيفا على وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية علاوة على الأرباح المحاسبية. وهذه النتيجة دفعت الباحثين إلى اختبار ما إذا كانت التدفقات النقدية تلعب دوراً هاما في سوق رأس المال عندما يؤخذ بالاعتبار دور كل من نافذة القياس، والحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وطول الدورة التشغيلية للشركة كمتغيرات قرينية يمكن أن تساعد في تفسير العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد السوقية للأسهم.

ثانيا: التدفقات النقدية وتأثير طول نافذة القياس:

تهدف الفرضية الثانية إلى اختبار مدى تحسن الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية مقارنة مع الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية كلما طالت نافذة القياس. ففي نوافذ القياس الطويلة تنخفض أهمية تسويات الاستحقاق، ومن ثم تقل مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية، وبالتالي من المتوقع أن تتلاقى التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية كمقياس لأداء الشركة (Charitou, 1997; Detchow, 1994; and Easton et al., 1992). وباتباع الدراسات السابقة التي نفذت خلال نوافذ قياس طويلة، سوف يتم اختبار العلاقة بين مستوى الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وبين العوائد السوقية للأسهم. وتم اختبار المستوى لهذه المتغيرات بهدف خفض خطأ قياس العوائد السوقية للأسهم (Charitou, 1997; Detchow, 1994). كما بين (Easton et. al, 1992) أنه وخلال نوافذ القياس الطويلة فأن مستوى المتغير التفسيري هو الأكثر ملاءمة، وذلك لأن خطأ قياس العوائد السوقية للأسهم ينخفض ويصبح أقل أهمية خلال نوافذ العائد الطويلة.

يلخص جدول (5) نتائج اختبار علاقة التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية لنوافذ قياس مجمعة من سنة إلى خمس سنوات للفترة 1996-2003. واختبرت هذه الفرضية باستخدام نماذج الانحدار البسيط. يلاحظ من الجدول (5)، ولكل نافذة قياس، أن القوة التفسيرية للنموذج الذي يحتوي على الأرباح المحاسبية مقارنة مع التدفقات النقدية تزداد من نافذة قياس إلى أخرى، حيث كانت نسبة الزيادة في قوة تفسير التدفقات النقديـة التشغيلية للعوائد السوقية على الأسهم أعلى من نسبة الزيادة في قوة تفسير الأرباح المحاسبية للعوائد السوقية على الأسهم، كلما طالت نافذة القياس. فتزايدت القوة التفسيرية للأرباح من سنة إلى خمس سنوات من (11.0%) إلى (23.6%). وتزايدت القوة التفسيرية للتدفقات النقدية من سنة إلى خمس سنوات من (3.4%) إلى (19.9%). وكما هو واضح في الجدول (5) فأن قيم معاملات مستوى الأرباح ليس لها نمط معين (تتزايد وتتناقص)، بينما تزايد معامل التدفقات النقدية من 0.279 لسنه واحدة إلى 0.547 لخمس سنوات. وكانت العلاقة مع العوائد ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.001 لكلا المتغيرين. وبعبارة أخرى، كلما طالت نافذة القياس يتحسن ارتباط الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأسهم. وهذه النتيجة مماثلة لما توصل إليه كل من (Charitou, 1997; Detchow, 1994; and Easton, et al., 1992).

يعرض جدول (6) نتائج الانحدار المتعدد المتغيرات لعلاقة التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية لنوافذ قياس مجمعة من سنة إلى خمس سنوات، وتشير هذه النتائج إلى أن التدفقات النقدية تحتوي على قيمة معلوماتية إضافية علاوة على الأرباح المحاسبية.

الجدول رقم (5): نموذج الانحدار البسيط لاختبار علاقة الأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية بالعوائد السوقية

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} / P_0 + \varepsilon_{it}$$

نافذة القياس	المتغير	المعامل α_o	المعاملα_1	Adj- R^2	عدد المشاهدات
سنة	E	0.008 (0.761)	***0.636 (9.518)	%11.0	724
	CFO	-0.013 (-0.080)	***0.279 (5.121)	%3.4	
سنتان	E	0.034 (1.848)	***0.719 (11.376)	%16.9	634
	CFO	-0.038 (-1.768)	***0.487 (7.872)	%8.8	
ثلاث سنوات	E	0.009 (0.387)	***0.684 (11.166)	%18.9	530
	CFO	***-0.101 (-3.435)	***0.496 (8.098)	%10.9	
أربع سنوات	E	-0.018 (-0.607)	***0.727 (11.254)	%23.0	422
	CFO	***-0.174 (-4.763)	***0.552 (9.003)	%16.0	
خمس سنوات	E	-0.058 (-1.712)	***0.696 (9.967)	%23.6	320
	CFO	***-0.237 (-5.613)	***0.547 (8.962)	%19.9	

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي لسهم الشركة i، و(E) إلى الأرباح، و(CFO) إلى التدفقات النقدية التشغيلية، و(P_o) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. حيث تشير (X_{it}) إلى (E) أو (CFO) في كل مرة ينفذ فيها نموذج الانحدار. وتشير *** إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.

وكما يلاحظ من الجدول رقم (6) فإنه كلما طالت نافذة القياس تزداد القوة التفسيرية للنموذج، وينخفض حجم معامل استجابة الأرباح مع ازدياد حجم معامل استجابة التدفقات النقدية، وبالتالي يزداد ارتباط التدفقات النقدية بالعوائد السوقية كلما طالت نافذة القياس. وبشكل أكثر تحديدا، تزايد معامل استجابة التدفقات النقدية بإطراد من (0.164) لسنة واحدة عند مستوى أهمية (0.01) إلى (0.369) لنافذة قياس 5 سنوات عند مستوى أهمية (0.001)، بينما انخفض معامل استجابة الأرباح (دون وجود نمط معين له) من (0.583) لسنة واحدة إلى (0.524) لنافذة قياس 5 سنوات وعند مستوى أهمية (0.001). وتحسنت القوة التفسيرية للنموذج لسنة من (12.0%) إلى (31.1%) لخمس سنوات مجمعة. وبالتالي نرفض الفرضية

العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي أن الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية يتحسن مقارنة مع الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية كلما طالت نافذة القياس. وتماثل هذه النتيجة ما توصل إليه كل من (Charitou and Clubb, 1999; Charitou, 1997; and Dechow, 1994).

الجدول رقم (6): نموذج الانحدار المتعدد لاختبار علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية بالعوائد السوقية لنوافذ قياس مجمعة (سنة إلى خمس سنوات)

$$RET_{it} = \Phi_{O} + \Phi_{1} E_{it} / P_{O} + \Phi_{2} CFO_{it} / P_{O} + \varepsilon_{2it}$$

نافذة القياس	المعامل Φ_o	المعامل Φ_1	المعامل Φ_2	$Adj\text{-}R^2$	عدد المشاهدات
سنة	-0.004 (-0.399)	***0.583 (8.493)	**0.164 (3.053)	%12.0	724
سنتان	-0.014 (-0.693)	***0.613 (9.298)	***0.259 (4.787)	%19.7	634
ثلاث سنوات	**-0.067 (-2.434)	***0.575 (9.062)	***0.314 (5.193)	%22.7	530
أربع سنوات	***-0.131 (-3.860)	***0.582 (8.719)	***0.358 (5.893)	%28.9	422
خمس سنوات	***-0.196 (-4.950)	***0.524 (7.258)	***0.369 (5.986)	%31.1	320

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي للسهم، و(E) إلى الأرباح، و(CFO) إلى التدفقات النقدية التشغيلية، و (P_0) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. وتشير ***و** إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001 و0.01 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.

ثالثا: التدفقات النقدية وتأثير الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق:

تهدف الفرضية الثالثة إلى اختبار ما إذا كان إنخفاض الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق يزيد من الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية، حيث تنخفض مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية عندما تكون تسويات الاستحقاق صغيرة الحجم. وباتباع منهج (Charitou, 1997; and Dechow, 1994) لاختبر مستوى الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية، لأن تسويات الاستحقاق الإجمالية (TAC) تمثل الفرق بين هذين المتغيرين. يلخص الجدول رقم (7) نتائج لاختبار علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأسهم لخمس مجموعات متساوية صنفت حسب الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق الإجمالية (TAC). حيث تكونت المجموعة الأولى (G1) من المشاهدات التي لها أقل حجم مطلق لتسويات الاستحقاق الإجمالية، بينما تكونت المجموعة الخامسة (G5) من المشاهدات التي لها أعلى حجم مطلق لتسويات الاستحقاق. ففي المجموعة الأولى نجد أن القوة التفسيرية ومعامل استجابة الأرباح والتدفقات النقدية متقاربة. حيث بلغت القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية (8.8%) و(8.9%) على التوالي، ومعامل الاستجابة (1.278) و (1.270) على التوالي وعند مستوى ثقة (0.001) لكل منهما. أما للمجموعة الخامسة فإن كلا من القوة التفسيرية ومعامل استجابتهما يختلف بشكل جوهري. وكما يلاحظ كانت القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية

والتدفقات النقدية (11.0%) و(1.4%) على التوالي، ومعامل استجابة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية (0.528) و(0.132) على التوالي، وبدلالة إحصائية (0.001) للأرباح المحاسبية، أما التدفقات النقدية فلم تكن لها دلالة إحصائية. وبناءً على ذلك، عندما تكون الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية مختلفة من حيث الحجم (المجموعة الخامسة) ينخفض ارتباط التدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأسهم. وعلى ذلك، نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وتتفق هذه النتيجة وما توصل إليه كل من (Charitou, 1997; and Dechow, 1994).

الجدول رقم (7): اختبار علاقة الأرباح المحاسبية أوالتدفقات النقدية بالعوائد السوقية لخمس مجموعات مشكلة بالاعتماد على الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق الإجمالية (TAC)

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} / P_0 + \varepsilon_{it}$$

المجموعة	Cash Flow (CFO)		Earnings(E)		عدد المشاهدات
	$Adj\text{-}R^2$	المعامل α_1	$Adj\text{-}R^2$	المعامل α_1	
G1	%8.9	***1.270 (3.799)	%8.8	***1.278 (3.799)	148
G2	%8.4	***0.781 (3.874)	%10.3	***0.821 (4.302)	153
G3	%2.3	*0.332 (2.058)	%10.7	***0.529 (4.153)	146
G4	%3.5	**0.317 (2.530)	%10.9	***0.555 (4.377)	150
G5	%1.4	0.132 (1.861)	%11.0	***0.528 (4.679)	150

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي للسهم، و(E) إلى مستوى الأرباح، و(CFO) إلى مستوى التدفقات النقدية التشغيلية، و (P_0) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. حيث تشير X_{it} إلى E أو CFO في كل مرة ينفذ فيها نموذج الانحدار. وتشير G1، وG2، وG3، وG4 وG5 إلى المجموعات الأولى، والثانية، والثالثة، والرابعة، والخامسة على التوالي. وتشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001 و0.01 و 0.05 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.

رابعاً: التدفقات النقدية وتأثير طول الدورة التشغيلية:

تهدف الفرضية الرابعة إلى اختبار تحسن الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية عند قصر طول الدورة التشغيلية للشركة. فالشركات التي لها دورة تشغيلية قصيرة تتطلب رأسمال عاملاً قليلاً، وبالتالي يكون أثر تسويات الاستحقاق أقل، لذلك من المتوقع أن تتحسن علاقة التدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم كلما قصر طول الدورة التشغيلية للشركة (Charitou, 1997; and Dechow, 1994).

يلخص الجدولان (8) و (9) نتائج اختبار علاقة الأرباح ($E, \Delta E$) والتدفقات النقدية التشغيلية ($CFO, \Delta CFO$)، مع العوائد السوقية للأسهم (RET) باستخدام معادلتي الانحدار البسيط والمتعدد المتغيرات، مع الأخذ بالاعتبار طول الدورة التشغيلية للشركة، ولقد بلغ متوسط ووسيط الدورة التشغيلية

للشركات الأردنية 296 و239 يوماً، على التوالي. تم تصنيف مشاهدات الدراسة إلى مجموعتين حسب طول الدورة التشغيلية. وتكونت المجموعة الأولى من أقصر 40% من المشاهدات، والمجموعة الثانية من أطول 40% من المشاهدات. (Charitou, 1997; and Alford, et al., 1993).

يعرض الجدول رقم (8) نتائج اختبار الانحدار البسيط. ويلاحظ أن القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح هي (9.4%) للشركات ذات الدورة التشغيلية القصيرة، و(24.6%) للشركات ذات الدورة التشغيلية الطويلة. وفي نموذج التدفقات النقدية، فأن القوة التفسيرية للنموذج المستخدم للشركات ذات الدورة التشغيلية القصيرة أكبر من ذلك للشركات التي ذات الدورة التشغيلية الطويلة، إذ بلغت (2.6%) و(0.2%) على التوالي. ومن جهة أخرى بلغ معامل استجابة التدفقات النقدية للدورة التشغيلية القصيرة (0.205) وعند مستوى دلالة (0.05)، بينما لم يكن ذا دلالة إحصائية للدورة التشغيلية الطويلة. وبالتالي تشير النتائج إلى أنه كلما قصر طول الدورة التشغيلية للشركة كلما زاد ارتباط العوائد السوقية للأسهم بالتدفقات النقدية التشغيلية. وتتفق هذه النتيجة وما توصل إلية كل من (Charitou, 1997; and Dechow, 1994).

الجدول رقم (8): نموذج الانحدار البسيط مع الأخذ بالاعتبار طول الدورة التشغيلية للشركة

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} / P_0 + \varepsilon_{it}$$

النموذج / (المتغير)	المعامل α_0	المعامل α_1	Adj- R^2	عدد المشاهدات
دورة تشغيلية قصيرة (أقل من 217 يوما؛ 0 – 40%)				
النموذج الأول (E)	***0.090 (3.655)	***0.379 (4.447)	%9.4	265
النموذج الثاني (ΔE)	***0.093 (3.580)	*0.205 (2.147)	%2.0	249
النموذج الثالث (CFO)	***0.091 (3.497)	*0.205 (2.147)	%2.6	265
النموذج الرابع (ΔCFO)	***0.096 (3.681)	0.016 (0.695)	% 0.3	249
دورة تشغيلية طويلة (أعلى من 292 يوما؛ 60%- 100%)				
النموذج / (المتغير)	**المعامل α_0**	**المعامل α_1**	**Adj- R^2**	**عدد المشاهدات**
النموذج الأول (E)	-0.006 (-0.250)	***0.917 (7.706)	%24.6	268
النموذج الثاني (ΔE)	-0.032 (-1.200)	***0.739 (4.944)	%11.9	252
النموذج الثالث (CFO)	-0.043 (-1.517)	0.070 (1.176)	%0.2	268
النموذج الرابع (ΔCFO)	-0.034 (-1.177)	0.029 (0.353)	%0.1	252

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي للسهم، و($\Delta E, E$) إلى المستوى والتغير في الأرباح، و($\Delta CFO, CFO$) إلى المستوى والتغير في التدفقات التشغيلية، و(P_0) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. حيث تشير X_{it} إلى E أو ΔE أو CF أو ΔCFO في كل مرة ينفذ فيها نموذج الانحدار. وتشير *** و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند مستوى 0.001 و0.05 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.

يعرض الجدول رقم (9) نتائج اختبار الانحدار متعدد المتغيرات. حيث بلغ معامل استجابة التدفقات النقدية للدورة التشغيلية القصيرة (0.242) وعند مستوى دلالة (0.05). بينما لم يكن ذا دلالة إحصائية للدورة التشغيلية الطويلة. ويلاحظ أيضا ازدياد القوة التفسيرية لنموذج الانحدار متعدد المتغيرات للدورة التشغيلية القصيرة إذ بلغ (16.5%). حيث تزايدت قيمة (R^2 -المعدلة) من (9.4%) للأرباح إلى (16.5%) لجميع المتغيرات، بما فيها التدفقات النقدية. بينما لم يزد إدخال التدفقات النقدية التشغيلية من القوة التفسيرية للأرباح عن ما فسره رقم الربح في الدورة التشغيلية الطويلة، إذ يلاحظ أن إدخال التدفقات النقدية إلى النموذج رفع القوة التفسيرية من (24.6%) إلى (27%) فقط. وعلى ذلك، ترفض الفرضية العدمية وتقبل البديلة، وتتفق هذه النتيجة وما توصل إلية كل من (Charitou, 1997; and Dechow, 1994).

الجدول رقم (9): نموذج الانحدار المتعدد مع الأخذ بالاعتبار طول الدورة التشغيلية للشركة

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} / P_0 + b_2 \Delta E_{it} / P_0 + b_3 CFO_{it} / P_0 + b_4 \Delta CFO_{it} / P_0 + \varepsilon_{1it}$$

الدورة التشغيلية	المعامل b_o	المعامل b_1	المعامل b_2	المعامل b_3	المعامل b_4	Adj- R^2	عدد المشاهدات
دورة تشغيلية قصيرة	*0.063 (2.415)	*0.363 (2.200)	**0.466 (2.991)	*0.242 (1.974)	***-0.231 (-3.868)	%16.5	249
دورة تشغيلية طويلة	-0.017 (-0.677)	***0.716 (5.105)	**0.490 (2.952)	0.110 (1.123)	-0.010 (-0.083)	%27.0	252

تشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي للسهم، و($\Delta E, E$) إلى المستوى والتغير في الأرباح، و($\Delta CFO, CFO$) إلى المستوى والتغير في التدفقات التشغيلية، و(P_0) إلى سعر إغلاق سهم الشركة في بداية نافذة القياس. وتتكون العينة من 111 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 1996-2003. وتشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند مستوى 0.001 و0.05 و0.01 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيم t.

اختبار الفرضيات على قطاعي الخدمات والصناعة بشكل مستقل

تم إعادة اختبار الفرضيات بتطبيق النموذج على كل قطاع من القطاعين على حده، للتحقق من عدم وجود فروقات في النتائج ترجع إلى خصائص القطاع، ولم يجد الباحثون أية فروقات جوهرية في نتائج اختبار العينة في كلتا الحالتين. وعليه، فإنه يمكن تعميم نتائج هذه الدراسة على كل من قطاعي الصناعة والخدمات في الأردن معاً.

الخلاصة

سعت هذه الدراسة إلى اختبار علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم، مع التركيز على الدور الذي تلعبه التدفقات النقدية التشغيلية عندما يؤخذ بالاعتبار كل من نافذة القياس، والحجم المطلق لتسويات الاستحقاق، وطول الدورة التشغيلية للشركة. ولقد أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين كل من مستوى الربح والتغير في الربح ومستوى التدفقات النقدية التشغيلية، والعوائد السوقية للأسهم، بينما لم تكن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم. أظهرت النتائج أيضاً وجود قيمة معلوماتية إضافية للأرباح المحاسبية علاوة على تلك للتدفقات النقدية التشغيلية، وبالمقابل كان هنالك دليل ضعيف على وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفقات

النقدية علاوة على الأرباح المحاسبية. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المستثمرين في بورصة عمان يركزون على رقم الربح دون الأخذ بالاعتبار الطريقة التي تم بها تشكيل ذلك الرقم، كما ويمكن رد السبب أيضاً إلى أن استخدام قائمة التدفقات النقدية في الأردن ما زال حديثاً، إضافة إلى مشكلة المقابلة والتوقيت المتأصلة في التدفقات النقدية. ومن جانب آخر، تشير نتائج اختبار الانحدار البسيط إلى تحسن ارتباط التدفقات النقدية التشغيلية مقارنة مع الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم كلما طالت نافذة القياس، كما دعمت النتائج وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية علاوة على الأرباح المحاسبية كلما طالت نافذة القياس. ويرجع السبب في ذلك إلى أنه، وخلال نوافذ القياس الطويلة، تقل أهمية تسويات الاستحقاق، وهذا يخفف من مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية، وبناء على ذلك، فإن الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية تقترب من بعضها كمقياسين لأداء الشركة. كذلك أظهرت النتائج ازدياد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية كلما انخفض الحجم المطلق لتسويات الاستحقاق. ويرجع السبب في ذلك إلى أنه عندما تكون تسويات الاستحقاق صغيرة الحجم تنخفض مشكلة المقابلة والتوقيت في التدفقات النقدية، وبالتالي يتحسن ارتباط التدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأسهم. كذلك أظهرت النتائج ازدياد الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية كلما قصر طول الدورة التشغيلية للشركة. فالشركات ذات الدورة التشغيلية القصيرة تتطلب رأسمال عاملاً قليلاً، ويكون أثر تسويات الاستحقاق اقل.

التوصيات:

1- إن المتغير التفسيري الأكثر كفاءة على عكس التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم هو متغير مستوى الربح، وعليه يتوقع من المتعاملين في السوق المالية والباحثين في هذا المجال التركيز عليه أكثر من تركيزهم على متغير التغير في الربح أو مستوى التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية عند دراسة علاقة العوائد السوقية للأسهم بمخرجات النظام المحاسبي. وبالمقابل لمتغير التغير في الربح ولمستوى التدفقات النقدية التشغيلية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ذلك الذي يتضمنه متغير مستوى الربح، الأمر الذي يدعو المتعاملين في السوق المالية والباحثين إلى استخدام هذه المتغيرات مجتمعة (عند توفرها) لتفسير التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم.

2- على المتعاملين في السوق المالية والباحثين في هذا المجال عدم الحكم على المضمون المعلوماتي لمتغير مستوى الربح أو لمتغير مستوى التدفقات النقدية التشغيلية أو المقارنة بين مضمونها المعلوماتي لنوافذ قياس قصيرة (سنة واحدة مثلاً) وذلك يعود إلى المعايير والأعراف المحاسبية المستخدمة في قياس الربح. فبالرغم من تفوق رقم الربح على رقم التدفقات النقدية التشغيلية من حيث مضمونه المعلوماتي إلا أن الفرق في المضمون المعلوماتي لهما انخفض إلى النصف عند توسيع نافذة القياس من عام إلى خمسة اعوام. ومن الجانب الآخر تساوى المضمون المعلومات لرقم الربح ورقم مستوى التدفقات النقدية عندما تم تنفيذ نموذج العلاقة لمجموعه من المشاهدات التي لها اقل حجم مطلق لتسويات الاستحقاق الإجمالية، الأمر الذي يؤكد تفوق أساس الاستحقاق المحاسبي على الأساس النقدي المحاسبي لعكس نجاح عمليات المنشأة.

على المتعاملين في السوق المالية والباحثين في هذا المجال الأخذ بعين الاعتبار الخصائص الخاصة بالمنشأة عند دراسة العلاقة بين الأرباح أو التدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم لما لذلك من اثر ايجابي على دقة النتائج والاستنتاجات.

المراجـع

المراجع العربية

أبو حسان، محمد، 2001، المحتوى المعلوماتي للربح والتدفقات النقدية ولتسويات الاستحقاق للشركات المساهمة العامة الأردنية، ***رسالة ماجستير غير منشورة***، الجامعة الأردنية، عمان.

أبو نصار، محمد، ومأمون الدبعي، 2002، المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسة لقائمة الدخل، ***مجلة دراسات***، مجلد 29، عدد 2، عمان، ص 278-296.

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار، 1999، مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، ***مجلة دراسات***، مجلد 26، عدد 2، عمان، ص 312-329.

الكراسنة، عمر، 2000، التنبؤ بالأرباح المستقبلية باستخدام الأرباح والتدفقات النقدية، ***رسالة ماجستير غير منشورة***، الجامعة الأردنية، عمان.

المراجع الأجنبية

Alford, A. Jones, J. Leftwich, R. and Zmijwski, M. 1993. The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries. ***Journal of Accounting Research***, Supplement 3, 183-223.

Ali. A. and Pope P. F. 1995. The Incremental Information Content of Earning, fund flow, and cash flow: the UK evidence. ***Journal of Business, Finance and Accounting***. 22(1): 19-34.

Ball, R. and Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Numbers. ***Journal of Accounting Research*****,** Autumn: 158-178.

Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. ***Journal of Accounting Research***, Supplement, 67-92.

Bernard, V. L., and Stober, T. L. 1989. The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals. ***The Accounting Review***, LXIV(4): 624-652.

Bowen, R. M, Burgstahler, D. and Daley, L. A., 1987, The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows, ***The Accounting Review***, LXX1: 723-747.

Charitou, A., 1997. The Role of Cash Flow and Accruals in Explaining Security Returns: Evidence for the UK. ***European Accounting Review***, 6(4): 629-652.

Charitou, A. Clubb, C., 1999. Earnings, Cash Flows and Security Returns over Long Return Intervals: Analysis ana UK Evidence. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 26(3/4): 283-312.

Charitou, A. Clubb, C. and Axdreas, A. 2001. The Effect of Earnings performance, Growth, and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Returns: Evidence for the UK. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 28(5/6): 563-594.

Cheng, C. S. A., Liu C., and Schaefer T. 1996. Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flow from Operations. ***Journal of Accounting Research***, 34: 173-181.

Clubb, C. D. B. 1995. An Empirical Study of the Information Content of Accounting Earnings, Funds Flows and Accounting Earnings, Funds Flows and Cash in the U K. ***Journal of Business, Finance and Accounting***, 22(1): 35-52.

Dechow, P. M. 1994. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. ***Journal of Accounting and Economies***, 18(1): 3-42.

Dechow, P. M. and Dichev I. 2002. The quality of Accruals and Earnings: The role of Accrual Estimation Errors, ***The Accounting Review***, 77 (Supplement): 35-59.

Easton, P. D., Harris T., and Ohlson J. 1992, Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Secority Returns: The Case of Long Run Intervals. ***Journal of Accounting and Economics***, 119-142.

Garrod, N., Giner B., and Larran M. 2000. The Value Relevance of Earnings, Cash Flow and Accruals: The Impact of Desegregations and Contingencies, Department Of Accounting and Finance, University of Glasgow, Working Paper.

Guay, W., and Sidhu, B. 2001. The Usefulness of Long Term Accruals. ***Abacus***, 37(1): 110-131.

Ingram, R. and Lee, T. 1997. Information Provided by Accruals and Cash Flow Measures of Operating Activities. ***Abacus***, 33(2): 168-185.

Livant, J., and Zarowin, P. 1990. The incremental Information Content of Cash- Flow Components. ***Journal of Accounting and Economies***, 13: 25-46.

McLeay, S., Kassab J., and Helan M. 1997. The Incremental Information Content of Accruals: Evidence Based on the Exponential Smoothing of Levels and Trends in Pre-tax Earnings, Funds Flow and Cash Flow. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 24: 1147-1168.

Myers, R. H. 1990. ***Classical and Modern Regression with Applications***, Second Edition, Boston, PWS and Kent Publishing Company, Inc.

Sloan, R.G. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accrual and Cash Flows About Future Earnings? ***The Accounting Review***, 71(3): 289-315.

Wilson, G.P., 1987, The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date. ***Journal of Accounting Research***, Supplement, 24: 165-200.

The Role of Cash Flows and Accruals in Explaining stock Returns

Wisam M. Hamdan, Fawzi A. Gharaibeh, Mamoun M. Al-Debi'e

ABSTRACT

This study examines the relationship of earnings and operating cash flows with stock returns. The study concentrates on the role of operating cash flows in explaining fluctuations in stock prices, taking into consideration the measurement window, magnitude of accruals, and the length of the operating cycle of the company.

To examine the study hypotheses, univariate and multivariate regression models are used. The study sample consists of 111 industrial and service companies, which are listed on Amman Stock Exchange, during the period 1996-2003.

The following results are reached in this study: (1) Earnings are considered the important variable in the capital market, while the role of operating cash flows is weak, because they are influenced by timing and matching problems that cause them to be noisy measures of firm performance, (2) The smaller the absolute magnitude of aggregate accruals, the higher the association between stock returns and operating cash flows, (3) The shorter a firm's operating cycle, the higher the association between stock returns and operating cash flows, and (4) The association of stock returns with operating cash flows improves relative to that of the association of stock returns with earnings as the measurement window is increased.

KEYWORDS: Operating cash flows, Accounting Earnings, Stock market returns, Operating cycle, Measurement window, Accrual Adjustments.

وسام مصطفى حمدان

فوزي عبد الرحيم غرايبة
كلية الأعمال، الجامعة الأردنية.

مأمون محمد الدبعي
كلية الأعمال، الجامعة الأردنية.

Received on 30/11/2006 and Accepted for Publication on 29/5/2008.