المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر
دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

*عبد الرزاق حسين سالم وحسين علي خشارمة**

ملخـص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر، ويمكن تلخيص أهم أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

1- اختبار المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر بنوعيه: المتاح للملكية والمتاح للمنشأة.

2- اختبار المحتوى المعلوماتي النسبي والإضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية مقارنة مع المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية.

3- اختبار المحتوى المعلوماتي النسبي والإضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة مقارنة مع المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية.

وقد اشتملت عينة الدراسة على (329) مشاهدة لثمان وخمسين (58) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، وغطت الدراسة المدة من عام 1998 إلى عام 2003. واعتمدت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضياتها، بالإضافة إلى تحليل الارتباط.

وتوصلت الدراسة إلى وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية والمتاح للمنشأة، وتوصلت إلى أن المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية أفضل من المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، كما توصلت أيضاً إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على الأرباح المحاسبية، وعدم وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية.

وأوصت الدراسة بضرورة تبني المستثمرين والمحللين الماليين والمديرين لمجموعة من المقاييس المالية المختلفة لتقييم أداء الشركات، كما أوصت بضرورة اهتمام مستخدمي القوائم المالية بالتدفق النقدي الحر. كما تقترح الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية أن من المفيد الإفصاح عن التدفق النقدي الحر.

الكلمات الدالة: التدفق النقدي الحر، المحتوى المعلوماتي، المحتوى المعلوماتي النسبي والإضافي.

1. المقدمـة

تعد التقارير المالية من أهم مصادر المعلومات لمتخذي القرارات؛ وذلك لأغراض تقييم أداء المنشآت ولاتخاذ القرارات الاستثمارية؛ إذ يعتمد متخذو القرارات على مجموعة من المقاييس المالية للحكم على أداء المنشآت واتخاذ القرارات التي تؤدي لتعظيم منافعهم، وتأخذ تلك المقاييس شكل المعلومات المحاسبية مثل: صافي الدخل، أو شكل النسب المالية التي تشتق من المعلومات المحاسبية مثل: نسب السيولة والتداول وغيرها.

ويميل كثير من الباحثين المعنيين بمؤشرات الأداء إلى معرفة مدى ارتباط مؤشرات الأداء بعوائد الأسهم، بغرض الحكم على مدى فعالية تلك المؤشرات وملاءمتها، بوصفها مقاييس لأداء المنشأة، ولأداء مديريها (Dechow, 1994) و(الخلايلة، 2004)؛ لذا اهتم الباحثون بدراسة المقاييس المالية وتطويرها سواء أكانت محاسبية أم اقتصادية، وتم تقييم جودتها ودلالتها على أداء المنشأة، ومدى فائدتها للمستخدمين سواء أكانوا داخليين مثل الإدارة أم خارجيين مثل المستثمرين، وذلك بفحص مدى ارتباط تلك المقاييس

---

* قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة الفاتح، طرابلس، ليبيا؛ وقسم المحاسبة، جامعة البحرين، البحرين.
تاريخ استلام البحث 2005/9/7، وتاريخ قبوله 2006/11/29.

بقيمة الشركة وأدائها، كما تم اختبار محتواها المعلوماتي، وما يمكن أن تضيفه من معلومات للمستثمرين (Kothari, 2001).

إن التدفقات النقدية تختلف من حيث طبيعتها، فهناك التدفقات النقدية التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية، والتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة، والمتاح للملكية، والتوزيعات النقدية، ولكل من هذه التدفقات دلالة مختلفة. وقد يكون لكل منها قدرة على توفير معلومات تساعد في تحسين عملية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، كما يمكن أن يكون لها دور في عملية تقييم أداء المنشآت، فالتدفقات النقدية التشغيلية توفر مقياساً لقدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية من أنشطتها التشغيلية. أما التدفق النقدي الحر بمفهوميه (المتاح للمنشأة والمتاح للملكية) فيوفر معلومات عن قدرة المنشأة على سداد التزاماتها، وقدرتها على دفع التوزيعات النقدية لمساهميها، وقدرتها على التوسع الاستثماري (Hackel and Livnat, 1996, p.8)؛ لذلك قد يكون التدفق النقدي الحر مقياساً ذا دلالة بالنسبة لمستخدمي المعلومات المحاسبية عموماً، وخاصة الدائنين والمساهمين. "ويرى بعض الباحثين أن أنظمة قياس الأداء يجب أن تُبنى على التدفقات النقدية، ولكن ما نوع (طبيعة) تلك التدفقات؟ إن النقدية هي الأهم بالنسبة للمنشأة، ولكنها الأهم إذا كانت فقط في شكل التدفق النقدي الحر المتوقع مستقبلاً" (Young and O'Byrne, 2001, p. 372).

2. مشكلة الدراسة

تتمحور مشكلة الدراسة حول مخاطر ومساوئ اعتماد المستثمرين ومتخذي القرارات بشكل عام، على مقاييس قد تكون عرضة لإساءة الاستخدام من قبل الإدارة نتيجة لاعتمادها على أساس الاستحقاق (مثل الأرباح المحاسبية). فقد تلجأ الإدارة لاستخدام حرية اختيار الطرق المحاسبية، أو استخدام التقدير الشخصي بشكل تعسفي، مما يفقد تلك المقاييس موضوعيتها، ويجعلها أداةً للتأثير في قرارات المستثمرين الحاليين والمتوقعين، الأمر الذي قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير رشيدة من قبل أولئك المستثمرين ناتجة عن استخدام معلومات تفتقر للموضوعية، وخاصة في أوقات تراجع أداء المنشأة.

ويمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال طرح الأسئلة الآتية:

1- هل تتفوق المقاييس النقدية على المقاييس المعتمدة على أساس الاستحقاق من حيث قدرتها على تفسير العوائد السوقية للأسهم والتنبؤ بها؟
2- هل يوجد للتدفق النقدي الحر بنوعيه المتاح للملكية والمتاح للمنشأة محتوى معلوماتي؟
3- هل يتفوق التدفق النقدي الحر المتاح للملكية على الأرباح المحاسبية وصافي التدفقات النقدية التشغيلية من حيث محتواه المعلوماتي؟
4- هل يوجد محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر علاوة على كل من الأرباح المحاسبية، وصافي التدفقات النقدية التشغيلية؟

أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في تركيزها أساساً على تقييم قدرة أحد المقاييس النقدية وهو التدفق النقدي الحر على توفير معلومات عن أداء المنشأة بشكل عام. وتستمد الدراسة أهميتها من أهمية مقاييس الأداء النقدية كأداة للحكم على قدرة المنشأة على النمو والنجاح والاستمرار من خلال قدرتها على توليد تدفقات نقدية (Sloan, 1996).

كما تبرز أهمية الدراسة في أنها تركز على مقارنة التدفق النقدي الحر بوصفه مقياساً للقيمة بمقياسين آخرين معتمدين من قبل الباحثين والمحللين الماليين والمديرين لتقييم الأداء، وهما: الأرباح المحاسبية وصافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ وذلك لتقييم مقدرة التدفق النقدي الحر على توفير معلومات، إضافة لما تقدمه تلك المقاييس من معلومات.

أهداف الدراسة

حظي التدفق النقدي الحر باهتمام الكثير من الباحثين والمحللين الماليين بوصفه مقياساً محتملاً لأداء المنشأة؛ فقد قامت عدة دراسات بفحص محتواه المعلوماتي (Callen and Segal, 2004; Sloan, 1996)، إلا أنه لم ينل الاهتمام نفسه في البيئة الأردنية؛ لذا تسعى هذه الدراسة لتحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها فيما يلي:

1- اختبار المحتوى المعلوماتي النسبي للمقاييس النقدية مقارنة مع المقاييس المعتمدة على أساس الاستحقاق.
2- اختبار المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية والمتاح للمنشأة.
3- اختبار المحتوى المعلوماتي النسبي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية مقارنةً بكلٍ من صافي التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح المحاسبية.
4- اختبار المحتوى المعلوماتي الإضافي للتدفق النقدي الحر علاوة على الأرباح المحاسبية وصافي التدفقات النقدية التشغيلية.

3. الإطار النظري

ظهر التدفق النقدي الحر في أدبيات المحاسبة والمالية تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات مثل: "التدفق النقدي الفائض (Surplus Cash Flow)، والتدفق النقدي الإضافي (Excess Cash Flow)، والتدفق النقدي القابل للتوزيع (Distributable Cash Flow)، والتدفق النقدي القابل للإنفاق (Disposable Cash Flow). والفكرة وراء كل هذه المصطلحات هي قياس النقدية بحدها الأعلى المتولدة من الأنشطة التشغيلية خلال المدة التي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للمنشأة" (Hackel and Livnat, 1996, p. 273).

يعرف التدفق النقدي الحر أنه "المبلغ النقدي المتبقي من العمليات بعد استخدام النقدية في الاستثمارات الجديدة، أي أنه النقدية المتاحة نظرياً للدفع لحملة السندات والأسهم" (Beneda, 2003)، ويرى آخرون أن التدفق النقدي الحر يشير إلى "صافي التدفقات النقدية التشغيلية قبل دفع الفوائد، مطروحاً منها المدفوعات النقدية اللازمة للمحافظة على القدرة التشغيلية الحالية للمنشأة" (Damodaran, 1997, p. 171). كما عرف أنه "الفرق بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية والاستثمارات النقدية في العمليات، وهو صافي النقدية المتولدة من العمليات التشغيلية، التي تحدد قدرة المنشأة على دفع مطالبات المساهمين وتخفيض الديون" (Penman, 2004, p. 324).

وقد ركزت أدبيات المحاسبة والمالية على مفهومين أساسيين للتدفق النقدي الحر هما:

أ- التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة (Free Cash Flow for Firm) (FCFF): يعرف أنه "صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية بعد دفع كافة النفقات اللازمة لإدارة المنشأة وتشغيلها والمتاح للتوزيع على المساهمين، ولسداد الديون والتوسع الاستثماري" (White, et al., 1997, p. 105).

ب- التدفق النقدي الحر المتاح للملكية (Free Cash Flow for Equity) (FCFE): وهو "صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية المتاح للتوزيع على المساهمين، وللتوسع الاستثماري بعد دفع كافة النفقات الرأسمالية ومتطلبات رأس المال العامل الضرورية واللازمة للمحافظة على القدرة الإنتاجية الحالية للمنشأة، بما فيها سداد الديون وفوائدها المستحقة" (Damodaran, 1997, p. 172).

ويرجع اختلاف المفهومين لاختلاف وجهات نظر الباحثين حول مفهوم كل من:

أ - النفقات الضرورية واللازمة للمحافظة على الطاقة الإنتاجية للمنشأة (Required Expenditures).

ب- النفقات الاختيارية (Discretionary Expenditures)، التي يمكن استخدامها في التوسع الاستثماري، ودفع التوزيعات للمساهمين، وإعادة شراء الأسهم.

ونظراً لعدم وجود إجماع حول مفهوم واحد للتدفق النقدي الحر، فإن هذه الدراسة ستُجري اختباراً لفحص أي من نوعي التدفق النقدي الحر (المتاح للمنشأة أوالمتاح للملكية) أفضل من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية للأسهم والتنبؤ بها.

يرى بعض الباحثين أنه "من البديهي التساؤل حول المضمون المعلوماتي للأرقام الواردة في القوائم المالية؛ فعملية جمع المعلومات، وتلخيصها، وعرضها هي عملية مكلفة مادياً وزمنياً. فإذا كان ذلك الحجم الهائل من المعلومات المنشورة في القوائم المالية لا يحمل مضموناً معلوماتياً، فإن التكلفة المرتبطة بإعداد القوائم المالية ونشرها لن تكون مسوغة" (أبو نصار، والدبعي، 2002).

ويجمع الباحثون على أنه يكون لأي متغير محتوى معلوماتي إذا كان يؤثر في سلوك المستثمر على المستوى الفردي، بما يقال من البدائل المتأثرة باختلاف الحصول على المعلومات، وبالتالي فإن المحتوى المعلوماتي هو تأثر السعر أو القيمة عند حصول المستثمر على تلك المعلومات (Christensen and Demski, 2003). ويكون لبند معين في القوائم المالية لشركة ما محتوى معلوماتي إذا أدى الإفصاح عنه إلى حدوث تغير في معتقدات المستثمرين فيما يتعلق بخصائص هذه الشركة، مما يؤدي إلى حدوث تغير في أسعار الأسهم أو عوائدها أو حجم تداولها (عباس ومحمد، 2003)، كما يعرف البعض المحتوى الإعلامي (المعلوماتي) للعناصر المحاسبية أنه العلاقة بين العناصر المحاسبية وعوائد الأسهم (حداد، 2001). وتناول الباحثون عدة مفاهيم للمحتوى المعلوماتي منها: المحتوى المعلوماتي النسبي والمحتوى المعلوماتي الإضافي.

ويقصد بالمحتوى المعلوماتي النسبي مدى احتواء متغير معين على معلومات تساوي أو تفوق أو تقل عن تلك التي يحتويها متغير آخر، وتساهم في تفسير التغير في أسعار أو عوائد الأسهم، أوحجم تداولها (عباس، ومحمد، 2003). وقد ركزت دراسات المحتوى المعلوماتي النسبي على المفاضلة بين الأرباح والتدفقات النقدية من حيث قدرتهما على توفير محتوى معلوماتي أفضل، وقد توصلت عدة دراسات إلى أن الأرباح المحاسبية تتفوق من حيث قدرتها على تفسير العوائد السوقية للأسهم والتنبؤ بها على التدفقات النقدية (Wilson, 1986; Ali, 1994; Batrov et al., 2001)، و(أبوحسان، 2001).

كما يقصد بالمحتوى المعلوماتي الإضافي قدرة مقياس محاسبي ما أو مجموعة مقاييس محاسبية أو إفصاح مكمل (Supplemental Disclosure) على توفير معلومات إضافية علاوة على ما يوفره مقياس آخر، وتهدف اختبارات المحتوى الإضافي إلى تقدير ما إذا كان مقياس محاسبي معين أو مجموعة من المقاييس المحاسبية توفر محتوى معلوماتي علاوة على ما يوفره مقياس آخر، وصولاً إلى تقييم جدوى الإفصاح عن مقاييس معينة أو إفصاحات إضافية فضلاً عن المقاييس أو الإفصاحات الموجودة أصلاً (Biddle et al., 1995)؛ أي أن تلك الاختبارات تهتم باختبار مدى قدرة متغير أو متغيرات محاسبية ما على تفسير العوائد السوقية للأسهم علاوة على ما يفسره متغير محاسبي آخر (Batrov et al., 2001)، وقد تم استخدام اختبارات المحتوى المعلوماتي الإضافي بشكل مكثف لفحص المحتوى الإضافي للتدفقات النقدية علاوة على الأرباح؛ لأن الأرباح هي المصدر الأولي للمعلومات المحاسبية في حين تشكل التدفقات النقدية مصدراً ثانوياً للمعلومات المحاسبية (Batrov et al., 2001)، وربما يعزى ذلك إلى الجدل الذي أُثير حول أهمية نشر قائمة التدفقات النقدية، وما تتضمنه من معلومات مهمة للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم المختلفة (الأمين، 1999).

4. الدراسات السابقة

تناولت عدة دراسات تقييم قدرة التدفق النقدي الحر على تفسير عوائد الأسهم مقارنةً بالأرباح ومكوناتها من الاستحقاقات (Accruals)، وقد أثبتت تلك الدراسات تفوق الأرباح عموماً ومكوناتها المستحقة خصوصاً على التدفق النقدي الحر من حيث قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وعوائدها غير العادية رغم وجود علاقة ارتباط مهمة إحصائياً بين التدفق النقدي الحروعوائد الأسهم (Gentry et al., 2002; Callen and Segal, 2004).

وتعرضت دراسة (Vogt and Vu, 2000) لعلاقة التدفق النقدي الحر بالعوائد السوقية لأسهم المنشأة، فأثبتت أن الشركات ذات التدفق النقدي الحر المرتفع حققت عوائد عالية وخاصة في أوقات النمو المرتفع، أما الشركات ذات النمو المنخفض فكانت عوائدها سالبة.

كما اختبرت دراسة (Francis et al., 2000) قدرة التدفق النقدي الحر على تفسير القيمة السوقية للملكية (Market Value (MVE) of Equity)، مقارنة بالتوزيعات النقدية، والأرباح غير العادية، وتوصلت الدراسة إلى أن كل من التدفق النقدي الحر والتوزيعات النقدية والأرباح غير العادية لها علاقة بقيمة حقوق الملكية بالشركة، كما خلصت إلى أن الأرباح غير العادية أفضل من التوزيعات النقدية والتدفق النقدي الحر من حيث قدرتها على تفسير قيمة حقوق الملكية بالشركة والتنبؤ بها.

وتناولت دراسات أخرى تقييم قدرة التدفق النقدي الحر الحالي على التنبؤ بالتدفق النقدي الحر المستقبلي مقارنةً بالأرباح المحاسبية (Sloan, 1996)، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الأرباح المحاسبية تتفوق على التدفق النقدي الحر الحالي من حيث قدرتها على التنبؤ بالتدفق النقدي الحر المستقبلي، إلا أن إدخال التدفق النقدي الحر الحالي مع الأرباح المحاسبية يعمل على تحسين القدرة على التنبؤ بالتدفق النقدي الحر المستقبلي، مما يدل على احتواء التدفق النقدي الحر على معلومات إضافة لما تحتويه الأرباح المحاسبية.

كما قامت عدة دراسات أُجريت في البيئة الأردنية والعربية باختبار المحتوى المعلوماتي للأرقام المحاسبية، وتوصلت إلى نتائج مختلفة، فقد توصلت دراسة (أبونصار، والدبعي، 2002) إلى وجود مضمون معلوماتي لعناصر قائمة الدخل، وعدم وجود مضمون معلوماتي إضافي لتلك العناصر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح، وعلى العكس وجدت الدراسة أن لرقم الربح مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لتلك العناصر، وأكدت الدراسة أهمية قائمة الدخل. وتوصلت دراسة (عباس، ومحمد، 2003) التي أُجريت في البيئة المصرية إلى أن لكل من التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات (Accruals) محتوى إعلامياً يؤثر في حجم التداول للشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، كما ان لكليهما محتوى معلوماتياً إضافياً علاوة على الأرباح.

وتوصلت دراسة (الخلايلة، 2004) إلى وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية، وأن مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم من مؤشرات الأداء النقدية ونسبة ما تفسره مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح من التغيرات في عوائد الأسهم يفوق بشكل ملحوظ ما تفسره مؤشرات التدفق النقدي، وأن مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح تحتوي معلومات إضافية، فيما يتعلق بعوائد الأسهم تزيد عن تلك التي تتضمنها مؤشرات الأداء النقدية. أما دراسة (كريم، 2004) فقد توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء المحاسبية (أرباح السهم الواحد، والعائد على الملكية، والعائد على الأصول) والعوائد السوقية للأسهم،

وعدم وجود مثل تلك العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية للسهم والعوائد السوقية للأسهم. وتوصلت دراسة (دراغمة، 2005) إلى وجود مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية، والتدفقات النقدية التشغيلية، وأن المضمون المعلوماتي النسبي للأرباح المحاسبية أكبر من المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية، كما ان ثمة مضموناً معلوماتياً إضافياً للتدفقات النقدية التشغيلية علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن المضمون المعلوماتي لمكونات الأرباح المحاسبية مجتمعة أكبر من المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية منفردة، وأن ثمة علاقة ضعيفة بين التدفقات النقدية الاستثمارية والعوائد السوقية للأسهم، ولا توجد علاقة بين التدفقات النقدية التمويلية والعوائد السوقية للأسهم.

ترتكز دراسات المحتوى المعلوماتي على فرضية كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي، ومفادها أن كافة المعلومات المتاحة للمستثمرين تنعكس في أسعار الأسهم، وتعد المعلومات المحاسبية أحد أهم مصادر تلك المعلومات (Christensen and Demski, 2003).

وقد أكدت عدة دراسات كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف؛ فقد توصل (هيلات، 2004) إلى أن أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف بالنسبة لبياناتها الشهرية، كما توصلت دراسات أخرى إلى أن بورصة عمان كفؤة عند المستوى شبه القوي (غرايبه وداوود، 1988) و(Shamia and Talafha, 1990)، كما أشارت دراسات أخرى إلى أن التغيرات التنظيمية والفنية التي شهدتها بورصة عمان ساهمت في رفع كفاءتها (الفيومي، 2003؛ دراغمة، 2005).

تتميز الدراسة الحالية بأنها تركز على التدفق النقدي الحر مقياساً يعتمد على الأساس النقدي لم ينل اهتماماً مناسباً من قبل الباحثين في البيئة الأردنية؛ فقد ركّزت أغلب الدراسات التي تناولت المقاييس النقدية على التدفقات النقدية التشغيلية (أبو حسان، 2001؛ حداد، 2001؛ الخلايلة، 2004؛ الخداش والعبادي، 2005؛ دراغمة؛ 2005)، ولم تهتم بالتدفق النقدي الحر بوصفه مدخلاً بديلاً أو إضافياً لقياس أداء الشركة، الذي قد يعكس أهميته المحتملة في توفير معلومات لأطراف فاعلة ذات علاقة بالمنشأة، وهم المساهمون والدائنون؛ لذا تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها محاولة لتقديم تقييم أولي (مبدئي) لمقياس نقدي حظي باهتمام الباحثين في المحاسبة والمالية في البيئات الاقتصادية المتقدمة.

5. فرضيات الدراسة

بناء على الإطار النظري والدراسات السابقة، فقد تم صياغة فرضيات الدراسة على النحو الآتي:

الفرضية الأولى:

H_{01}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر المتاح للملكية والعوائد السوقية للأسهم.

الفرضية الثانية:

H_{02}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة والعوائد السوقية للأسهم.

الفرضية الثالثة:

H_{03}: لا يتفوق التدفق النقدي الحر المتاح للملكية على التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية والتنبؤ بها.

الفرضية الرابعة:

H_{04}: لا تتفوق الأرباح المحاسبية على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية والتنبؤ بها.

الفرضية الخامسة:

H_{05}: لا يتفوق صافي التدفقات النقدية التشغيلية على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية والتنبؤ بها.

الفرضية السادسة:

H_{06}: لا يوجد محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على الأرباح المحاسبية.

الفرضية السابعة:

H_{07}: لا يوجد محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية.

نماذج اختبار الفرضيات

1- لاختبار الفرضية الأولى يقترح الباحثان النموذج التالي:

$$R_{it} = a_0 + a_1\ FCFE_{it} + e_t.$$

إذ:

a_0 ثابت ، وa_1 هو معامل المتغير المستقل.

وR_{it} معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t.

و$FCFE_{it}$ التدفق النقدي الحر لسهم الشركة i في السنة t.

وe_t حد الخطأ العشوائي.

2- ولاختبار الفرضية الثانية والثالثة يقترح الباحثان النموذج الآتي:

$$R_{it} = a_0 + a_1\ FCFF_{it} + e_t.$$

إذ:

a_0 ثابت ، وa_1 هو معامل المتغير المستقل.

وR_{it} معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t.

و$FCFF_{it}$ التدفق النقدي الحر لسهم الشركة i في السنة t.

وe_t حد الخطأ العشوائي.

4- ولاختبار الفرضية الرابعة يقترح الباحثان النموذجين الآتيين:

$$R_{it} = a_0 + a_1\ AE_{it} + e_t.$$

$$R_{it} = a_0 + a_1\ FCFE_{it} + e_t.$$

إذ:

a_0 الثابت، و a_1 معامل المتغير المستقل.

وR_{it} معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t.

وAE_{it} صافي الأرباح المحاسبية لسهم الشركة i في السنة t.

و$FCFE_{it}$ التدفق النقدي الحر لسهم الشركة i في السنة t.

وe_t حد الخطأ العشوائي.

5- ولاختبار الفرضية الخامسة يقترح الباحثان النموذج الآتي:

$$R_{it} = a_0 + a_1 CFO_{it} + e_t.$$

$$R_{it} = a_0 + a_1\ FCFE_{it} + e_t.$$

إذ:

a_0 الثابت، وa_1 معامل المتغير المستقل.

وR_{it} معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t.

وCFO_{it} صافي التدفقات النقدية التشغيلية لسهم الشركة I في السنة t.

و$FCFE_{it}$ التدفق النقدي الحر لسهم الشركة i في السنة t.

وe_t حد الخطأ العشوائي.

6- ولاختبار الفرضية السادسة يقترح الباحثان النموذجين الآتيين:

$$R_{it} = a_0 + a_1 FCFE_{it} + et.$$

$$R_{it} = a_0 + a_1 AE_{it} + a_2 FCFE_{it} + e_t.$$

إذ:

a_0، وa_1، وa_2 معاملات المتغيرات المستقلة.

وR_{it} معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t.

و$FCFE_{it}$ التدفق النقدي الحر لسهم الشركة i في السنة t.

وAE_{it} صافي الأرباح المحاسبية لسهم الشركة i في السنة t.

وe_t، حد الخطأ العشوائي.

7- ولاختبار الفرضية السابعة يقترح الباحثان النموذجين الآتيين:

$$R_{it} = a_0 + a_1\ FCFE_{it} + e_t.$$

$$R_{it} = a_0 + a_1\ CFO_{it} + a_2\ FCFE_{it} + e_t.$$

إذ:

a_0، وa_1، وa_2 معاملات المتغيرات المستقلة.

وR_{it} معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t.

و$FCFE_{it}$ التدفق النقدي الحر لسهم الشركة i في السنة t.

وCFO_{it} صافي التدفقات النقدية التشغيلية لسهم الشركة I في السنة t.

وe_t حد الخطأ العشوائي.

قياس متغيرات الدراسة

يتم قياس المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للدراسة على النحو الآتي:

أولاً: قياس المتغير التابع (العوائد السوقية للأسهم) (Stock Returns): ويقصد بها العوائد السوقية لأسهم الشركة، والمحسوبة عن المدة من 5/1 من السنة المالية (t) إلى 4/30 من السنة المالية التالية (t+1)، لأن نشر القوائم المالية يتم خلال الأشهر الأربعة الأولى من السنة المالية (غالبا) (أبو نصار والدبعي، 2002).

وتحسب العوائد السوقية للأسهم كما يلي:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

إذ:

Rit: معدل عائد سهم الشركة i في السنة t.

Pit: سعر الإغلاق لسهم الشركة i في السنة t.

Pi(t-1): سعر الإغلاق لسهم الشركة i في السنة (t-1).

Dit: التوزيعات النقدية للسهم في الشركةi في السنة t.

ثانياً: قياس المتغيرات المستقلة

1- التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة (FCFF) (Free Cash Flow of Firm): وهو "صافي النقدية الفائضة المتولد من العمليات التشغيلية والمتاح للتوزيع على المساهمين، ولسداد الديون، وللتوسع الاستثماري، بعد سداد كافة المصروفات اللازمة لإدارة المنشأة وتشغيلها" (Revsine et al., 1997, p.212)، ويحسب التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة بالمعادلة الآتية:

التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة = صافي التدفقات النقدية التشغيلية + المدفوعات النقدية للدائنين – الاستثمارات النقدية (Revsine, et al., 1997, p.212).

2- التدفق النقدي الحر المتاح للملكية (Free Cash Flow of Equity) (FCFE): وهو التدفق النقدي من العمليات التشغيلية المتاح للمساهمين بعد دفع كافة النفقات الرأسمالية ويحسب

بالمعادلة الآتية:

التدفق النقدي الحر المتاح للملكية = صافي التدفقات النقدية التشغيلية – الاستثمارات النقدية في الأصول الثابتة (Penman, 2001; Richardson, 2002).

3- صافي التدفقات النقدية التشغيلية: وهو صافي التدفقات النقدية التشغيلية من العمليات العادية المستمرة للمنشأة، والمفصح عنه في قائمة التدفقات النقدية للشركة i عن السنة المالية t.

4- الأرباح المحاسبية: وهي صافي الدخل بعد الضرائب المفصح عنه في قائمة الدخل للشركة i عن السنة المالية t.

منهجية الدراسة

تشمل منهجية الدراسة ما يلي:

- **مجتمع الدراسة وعينتها:** يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة ببورصة عمان في المدة من 1998 إلى 2003، ويتكون مجتمع الدراسة من 93 شركة صناعية مساهمة عامة أردنية، وقد تم اختيار القطاع الصناعي في الأردن لسببين هما:

أ- أهمية قطاع الصناعة في الاقتصاد الأردني.

ب- ملاءمة طبيعة بيانات الشركات الصناعية لإجراء الدراسة.

واقتصرت عينة الدراسة على الشركات الصناعية التي تحقق الشروط الآتية:

- أن لا تكون قد خضعت لعملية اندماج أو إعادة هيكلة خلال مدة الدراسة.
- أن تتوفر قوائمها المالية السنوية خلال مدة الدراسة.
- أن تنتهي سنتها المالية في 12/31.
- أن لا يكون قد توقف تداول أسهمها خلال مدة الدراسة لمدة اثني عشر شهراً متواصلة؛ إذ ينشأ عن توقف التداول فجوة في البيانات التي تعتمد عليها الدراسة مما يخل باستمرارية البيانات واتساقها.
- أن تكون من الشركات المدرجة في السوق الأول أو الثاني.

وقد بلغ حجم العينة 58 شركة، كما بلغ عدد مشاهداتها 329 مشاهدة.

- **مدة الدراسة:** تغطي الدراسة المدة الواقعة من سنة 1998-2003. وأُلزمت الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن التدفقات النقدية، وذلك بعد صدور التعليمات رقم 1 لسنة 1998المتعلقة بمتطلبات الإفصاح للشركات المدرجة في بورصة عمان؛ مما سهل على الباحثين احتساب بعض من متغيرات الدراسة المستقلة (صافي التدفقات النقدية التشغيلية، والتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، والتدفق النقدي المتاح للمنشأة).

- **أسلوب جمع البيانات:** تم جمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركات المكونة لعينة الدراسة، والوسائط الإلكترونية التي تصدرها بورصة عمان، وموقع بورصة عمان على الإنترنت، والتقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الأردنية.

- **الأساليب الإحصائية:** لاختبار فرضيات الدراسة، تم اعتماد الأساليب الإحصائية الآتية:

أ- أسلوب تحليل الارتباط الخطي (تحليل معاملات ارتباط بيرسون).

ب- أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط.

ج- أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد.

نتائج التحليل الإحصائي

تم تقسيم التحليل الإحصائي إلى محورين رئيسيين، يركز المحور الأول على عرض نتائج تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، في حين يهتم المحور الثاني بعرض نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وفيما يلي نتائج التحليل الإحصائي:

أ- تحليل معاملات ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول (1) نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة؛ وتُظهر النتائج الواردة في هذا الجدول وجود ارتباط موجب ذي دلالة إحصائية بين المتغير التابع (العوائد السوقية للأسهم) (R_{it}) وكل المتغيرات المستقلة عند مستوى دلالة 5% و1%؛ فقد بلغ معامل الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) 25% عند مستوى دلالة 5%، ويشير ذلك إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) والعوائد السوقية للأسهم (R_{it})، مما يدل على وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية.

وبلغ معامل الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم والتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة ($FCFF_{it}$) 10% عند مستوى دلالة 10%، ويشير ذلك إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة ($FCFF_{it}$) والعوائد السوقية للأسهم (R_{it})، مما يدل على وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة.

كما بلغ معامل الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم وصافي التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it}) 31% عند مستوى دلالة 5%، مما يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية

بينهما، ويدل على وجود محتوى معلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية، وبلغ معامل الارتباط بين العوائد السوقية للأسهم (R_{it}) والأرباح المحاسبية (AE_{it}) 40%، وعند مستوى دلالة 5%. مما يؤكد وجود ارتباط ذي دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، ويشير إلى وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية.

وبناء على نتائج تحليل الارتباط المشار إليها في الفقرات السابقة يمكن ترتيب المتغيرات المذكورة من حيث محتواها المعلوماتي كما يلي:

1- الأرباح المحاسبية.
2- صافي التدفقات النقدية التشغيلية.
3- التدفق النقدي الحر المتاح للملكية.
4- التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة.

ب- نتائج التحليل الإحصائي لاختبار فرضيات الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضياتها، وفيما يلي نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد المتعلقة باختبار الفرضيات مرتبة حسب فرضيات الدراسة:

- نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الأولى

تشير النتائج الإحصائية الواردة في الجدول رقم (2) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بين التدفق النقدي الحر المتاح للملكية والعوائد السوقية للأسهم، فقد بلغ معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) 6%. إلا أنه يلاحظ أن قدرة التدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) على تفسير التغير في العوائد للأسهم متدنية نسبياً مقارنة بالأرباح المحاسبية وصافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ إذ يفسر التدفق النقدي الحر المتاح للملكية ما نسبته 6% فقط من التغير في العوائد السوقية للأسهم.

الجدول رقم (1)
مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

المتغير	R_{it}	$FCFE_{it}$	$FCFF_{it}$	OCF_{it}	AE_{it}
R_{it}	-	0.25**	0.10*	0.31**	0.40**
$FCFE_{it}$		-	0.71**	0.68**	0.31**
$FCFF_{it}$			-	0. 47**	0.13*
OCF_{it}				-	0.40***
AE_{it}					-

***مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى مستوى معنوية 5%،

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

الجدول رقم (2)
ملخص النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الأولى

المتغير المستقل	a_0	a_1	R	R2	$Adj\text{-} R^2$	t	F
FCFEit	0.07	0.46	25%	6.2%	6%	4.646***	21.6***

***مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى مستوى معنوية 5%،

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

وقد كان نموذج العلاقة المقدرة بين العوائد السوقية للأسهم كمتغير تابع والتدفق النقدي الحر المتاح للملكية كمتغير مستقل كالآتي:

$$R_{it} = 0.07 + 0.46\ FCFE_{it}.$$

وبناء على ما تقدم، يستنتج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر المتاح للملكية والعوائد السوقية للأسهم، مما يشير إلى أن للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية محتوى معلوماتياً، وجاءت هذه النتيجة منسجمة مع النتائج التي توصلت لها عدة دراسات أجنبية (Gentry, et al., 2002; Penman, 2004).

- نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الثانية

تشير نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط الواردة في

الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة والعوائد السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 10%، إذ بلغ معامل التحديد المعدل 0.7%، مما يشير إلى تدني القوة التفسيرية للنموذج، ويستدل من ذلك على أن المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة متدن، وقد كان نموذج العلاقة المقدرة كما يلي:

$R_{it} = .06 + .14FCFF_{it} + e_t$.

- نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الثالثة

من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدولين رقمي (2) و(3)، وعند مقارنة معامل التحديد المعدل (Adj-R^2) لكل من نموذج التدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) ونموذج التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة ($FCFE_{it}$)، يلاحظ أن معامل التحديد المعدل (Adj-R^2) لنموذج التدفق النقدي الحر المتاح للملكية أكبر من معامل التحديد المعدل (Adj-R^2) لنموذج التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة؛ مما يدل على أن للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية محتوى معلوماتيا أفضل من المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة، لذا فإن التدفق النقدي الحر المتاح للملكية يتفوق على التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية للأسهم.

- نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الرابعة

تشير النتائج الإحصائية الواردة في الجدول رقم (4) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، وقد بلغ معامل التحديد 16.3%، كما بلغ معامل التحديد المعدل 16%، مما يدل على قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير العوائد السوقية والتنبؤ بها، وتثبت تلك النتائج أن الأرباح المحاسبية لها محتوى معلوماتي.

الجدول رقم (3)

ملخص النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الثانية

المتغير المستقل	**a_0**	**a_1**	**R**	**R^2**	**Adj- R^2**	**F**	**t**
FCFFit	0.06	0.14	10%	1%	0.7%	3.331*	1.825*

***مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى مستوى معنوية 5%،\

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

الجدول رقم (4)

ملخص النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الرابعة

المتغير الستقل	**a_0**	**a_1**	**R**	**R^2**	**Adj-R^2**	**F**	**t**
AEit	0.02	0.43	40%	16.3%	16%	63.8***	7.99***

***مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى مستوى معنوية 5%،

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

وكان نموذج العلاقة المقدرة بين العوائد السوقية للأسهم بوصفها متغيراً تابعاً وبين الأرباح المحاسبية متغيراً مستقلاً كالآتي:

$R_{it} = 0.02 + 0.43\ AE_{it}$.

وقد جاءت هذه النتيجة منسجمة مع معظم الدراسات التي أجريت في البيئة الأردنية والبيئات الأجنبية (حداد، 2001؛ أبونصار والدبعي، 2002؛ الخلايلة، 2004؛ كريم، 2004؛ الخداش والعبادي، 2005؛ دراغمة، 2005)، و (Dechow, 1994; Plenborg, 1999; Gentry, et al., 2002; Francis, et al., 2003).

وللمقارنة بين المحتوى المعلوماتي النسبي للتدفق النقدي الحر المتاح والمحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية، يتم طرح معامل التحديد المعدل لنموذج التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من معامل التحديد المعدل لنموذج الأرباح المحاسبية، فإذا كان الناتج أكبر من الصفر، فإن ذلك يدل على أن المحتوى المعلوماتي النسبي للأرباح المحاسبية أكبر

من المحتوى المعلوماتي النسبي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية (Biddle, et al., 1995)، و(دراغمة، 2005). وبعبارة أخرى يتم مقارنة معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لكلا النموذجين بحيث يكون المحتوى المعلوماتي للمتغير ذي معامل التحديد المعدل الأكبر هو الأفضل من حيث محتواه المعلوماتي (شبيطة، 2003).

وبمقارنة معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لكل من نموذج التدفق النقدي الحر المتاح للملكية مع معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لنموذج الأرباح المحاسبية، يستنتج أن للأرباح المحاسبية محتوى معلوماتياً نسبياً أفضل من المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، فبلغ معامل التحديد المعدل لنموذج الأرباح المحاسبية 16% عند مستوى معنوية 1%، بينما كان معامل التحديد المعدل لنموذج التدفق النقدي الحر المتاح للملكية 6% عند مستوى معنوية 1% (انظر الجدول رقم 2)؛ وبناء على ذلك يتم رفض الفرضية العدمية، التي تنص على أن الأرباح المحاسبية لا تتفوق على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من حيث قدرتها على تفسير العوائد السوقية للأسهم. وقد جاءت هذه النتيجة منسجمة مع نتائج دراسات عديدة أجريت في بيئات اقتصادية أجنبية مختلفة (Gentry et al., 2002; Callen and Segal, 2004; Penman, 2004).

- **نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الخامسة**

تشير النتائج الإحصائية الواردة في الجدول رقم (5) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم؛ فقد بلغ معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) 9.2%؛ مما يدل على قدرة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على تفسير العوائد السوقية للأسهم، ويمكن الاستدلال من تلك العلاقة على وجود محتوى معلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية.

الجدول رقم (5)

ملخص النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضية الخامسة

المتغير المستقل	a_0	a_1	R	R^2	$Adj\text{-}R^2$	t	F
CFOit	0.02	0.2	31%	9.4%	9.2%	5.938***	34***

***مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى مستوى معنوية 5%،

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

وقد كانت العلاقة المقدرة بين العوائد السوقية للأسهم متغيراً تابعاً وصافي التدفقات النقدية التشغيلية متغيراً مستقلاً كالآتي:

$$R_{it} = 0.02 + 0.56\ CFO_{it}.$$

وجاءت هذه النتيجة منسجمة مع نتائج دراسات عديدة أُجريت في بيئات أجنبية (Livnat and Zarowin, 1990; Pfeiffer et al., 1998; Plenborg, 1999; West and worthington, 2000; Batrov et al., 2001). كما جاءت هذه النتيجة منسجمة مع نتائج دراسات أُجريت في البيئة الأردنية (الخلايلة، 2004؛ الخداش والعبادي، 2005؛ دراغمة، 2005).

ولمقارنة المحتوى المعلوماتي النسبي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية بالمحتوى المعلوماتي النسبي لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، يتم مقارنة معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لنموذج الانحدار للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية بمعامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لنموذج الانحدار لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، وقد بلغ معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لمعادلة الانحدار للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية (6%) (انظر الجدول رقم 2)، في حين بلغ معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لمعادلة الانحدار لصافي التدفقات النقدية التشغيلية 9.2%.

ومن خلال إجراء تلك المقارنة، يلاحظ أن معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لنموذج صافي التدفقات النقدية التشغيلية أكبر من معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لنموذج التدفق النقدي الحر المتاح للملكية، وبناء عليه؛ يستنتج أن المحتوى المعلوماتي النسبي لصافي التدفقات النقدية التشغيلية أفضل من المحتوى المعلوماتي النسبي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، أي أن صافي التدفقات النقدية التشغيلية يتفوق على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية.

- **نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضية السادسة:**

تشير النتائج الإحصائية الواردة في الجدول رقم (6) إلى

وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والتدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) مجتمعين مع العوائد السوقية للأسهم(R_{it})، إذ بلغ معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) 17.5% عند مستوى معنوية 1%. وقد كان نموذج العلاقة المقدرة على النحو الآتي:

$$R_{it} = 0.04 + 0.27AE_{it} + 0.02FCFE_{it}.$$

كما تشير نتائج الجدول رقم (6) أيضاً إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، إذ كان معامل التحديد المعدل ($Adj\text{-}R^2$) لنموذج الأرباح المحاسبية 16% (انظر الجدول رقم 4)، كما يوضح أيضا اختبار (t) أن التدفق النقدي الحر المتاح للملكية (FCFEit) مهم إحصائيا، فكانت $t = 2.6$ وبلغ مستوى المعنوية (sig) 1%، لذلك تُرفض الفرضية العدمية، وبناء على ذلك؛ يستنتج أن للتدفق للنقدي الحر المتاح للملكية محتوى معلوماتياً إضافياً علاوة على الأرباح المحاسبية، وجاءت هذه النتيجة متوافقة مع نتائج دراسة (Penman and Yehuda, 2004).

- **نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضية السابعة**

تبين النتائج الإحصائية الورادة في الجدول رقم (7) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it}) والتدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) مجتمعين مع العوائد السوقية للأسهم (R_{it})، عند مستوى معنوية1%؛ إذ بلغ معامل التحديد المعدل 9.2%، كما بلغت قيمة (F) 17.5. وقد كان نموذج العلاقة المقدرة على النحو الآتي:

$$R_{it} = 0.033 + 0.49CFO_{it} + 0.14FCFE_{it}.$$

وتشير نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار الخطي المتعدد الخاص باختبار الفرضية السادسة إلى عدم وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it})، وذلك عند مقارنة معامل التحديد المعدل لنموذج الانحدار الخطي البسيط لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، إذ بلغ 9.2% (انظر الجدول رقم 5)، في حين بلغ معامل التحديد المعدل لمعادلة الانحدار الخطي المتعدد للتدفق النقدي الحر للملكية ($FCFE_{it}$) وصافي التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it}) 9.2%، مما يدل على عدم وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية ($FCFE_{it}$) علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ إذ إن معدل التحديد المعدل لم يتغير عند إدخال التدفق النقدي الحر المتاح للملكية، وقد اقترح هذا الأسلوب في دراسة (Biddle, et al., 1995).

الجدول رقم (6)

ملخص النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضية السادسة

المتغيرالمستقل	a_0	a_1	a_2	R	R^2	$Adj\text{-}R^2$	T	F	sig
	0.04	---	---	43%	18%	17.5%	1.74***	15***	0.01
AEit	---	0.27	---	---	---	---	6.86***	---	0.01
FCFEit	---	---	0.02	---	---	---	2.6**	---	0.05

*** مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 5%،

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

الجدول رقم (7)

ملخص النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضية السابعة

المتغيرالمستقل	a_0	a_1	a_2	R	R^2	$Adj\text{-}R^2$	T	F	sig
	0.033	---	---	31.2%	9.7%	9.2%	1.75***	17.5***	0.01
CFO_{it}	---	0.49	---	---	---	---	5.57***	---	0.01
$FCFE_{it}$	---	---	0.14	---	---	---	1.02	---	0.31

*** مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، ** مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 5%،

* مهم إحصائياً عند مستوى معنوية 10%.

6. النتائج والتوصيات

في ضوء التحليل السابق فقد خلصت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. تؤكد هذه الدراسة تفوق الأرباح المحاسبية (المقاييس المعتمدة على أساس الاستحقاق) على المقاييس المعتمدة على الأساس النقدي (صافي التدفقات النقدية التشغيلية والتدفق النقدي الحر)، وذلك انسجاماً مع نتائج كثير من الدراسات التي تم إجراؤها في البيئات الأجنبية والبئية الأردنية، ويعزو بعض الباحثين هذا التفوق إلى تركيز المستثمرين والمديرين والمحللين الماليين على الأرباح المحاسبية عند تقييم أداء الشركات (Sloan, 1996)، بينما يعزوها آخرون إلى قدرة الأرباح المحاسبية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية (Gentry et al., 2002; Penman, 2001).
2. توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين العوائد السوقية للأسهم والتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، مما يدل على وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، وجاء ت هذه النتيجة منسجمة (متوافقة) مع نتائج دراسات أجريت في بيئات أجنبية (Gentry, et al., 2002; Penman and Yehuda, 2004).
3. توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين العوائد السوقية للأسهم والتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة (FCFF)، مما يشير إلى وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة.
4. يتفوق التدفق النقدي الحر المتاح للملكية على التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة (FCFF)؛ إذ بلغ معامل التحديد المعدل للعلاقة بين التدفق النقدي الحر المتاح للملكية والعوئد السوقية للأسهم 6% عند مستوى معنوية 1%، في حين بلغ معامل التحديد للعلاقة بين التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة والعوائد السوقية للأسهم 0.7% عند مستوى معنوية 10%.
5. توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، مما يثبث وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية.
6. تتفوق الأرباح المحاسبية على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من حيث قدرتها على تفسير العوائد السوقية للأسهم، وجاءت هذه النتيجة منسجمة مع نتائج عدة دراسات أجنبية (Gentry, et al., 2002; Callen and Segal, 2004; Penman and Yehuda, 2004).
7. توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم، مما يثبت وجود محتوى معلوماتي لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، وجاءت هذه النتيجة منسجمة مع نتائج عدة دراسات أجنبية من أهمها: (Livnat and Zarowin, 1990; Pfeuffer et al., 1998; West and Worthington, 2000; Batrov at al., 2001)، كما جاءت منسجمة مع نتائج دراسات أجريت في البيئة الأردنية (الخلايلة، 2005؛ دراغمة، 2005).
8. يتفوق صافي التدفقات النقدية التشغيلية على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية من حيث قدرته على تفسير العوائد السوقية للأسهم.
9. يمكن ترتيب المتغيرات المستقلة للدراسة من حيث محتواها المعلوماتي كالآتي:
   - الأرباح المحاسبية.
   - صافي التدفقات النقدية التشغيلية.
   - التدفق النقدي الحر المتاح للملكية.
   - التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة.
10. يوجد محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على الأرباح المحاسبية.
11. **لا** يوجد محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية.

وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية يوصي الباحثان بما يلي:

1. ضرورة اعتماد المستثمرين والمحللين الماليين والمديرين على مجموعة من المقاييس المختلفة، التي تعتمد على أساس الاستحقاق والأساس النقدي عند تقييم أداء الشركات.
2. ضرورة تبني المستثمرين والمحللين الماليين والمديرين للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية مقياساً ضمن مقاييس متعددة لتقييم أداء الشركات، ومؤشراً لتقييم أسهم تلك الشركات.
3. ضرورة استخدام مدخل الاستثمارات النقدية لاحتساب التدفق النقدي الحر المتاح للملكية، لما يوفره من مزايا مثل: الموضوعية والبساطة.
4. يقترح الباحثان استخدام مصطلح التدفق النقدي الحر للدلالة على التدفق النقدي الحر المتاح للملكية، في حين يستخدم مصطلح التدفق النقدي المتاح للمنشأة للدلالة على التدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة.
5. يقترح الباحثان على الشركات الصناعية الأردنية القيام بالإفصاح عن التدفق النقدي الحر المتاح للملكية بشكل

اختياري؛ بوصفه ملائماً للتقييم، كما ان له محتوى معلوماتياً إضافياً علاوة على الأرباح المحاسبية.

6. يوصي الباحثان بإجراء المزيد من الدراسات لاختبار أثر بعض المتغيرات مثل: حجم الشركة ونوع نشاطها وهيكلها التمويلي ونسبة ملكية الإدارة بها على المحتوى المعلوماتي للأرباح والتدفقات النقدية والتدفق النقدي الحر.

المراجـع

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

أبو نصار، محمد، ومأمون الدبعي، 2002، المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد 31، العدد 2.

الأمين، محمد بدرالدين، 1999، دور وأهمية التدفقات النقدية للمستثمرين، دراسة اختبارية على الشركات السعودية، البحوث المحاسبية، المجلد الثالث، العدد الثاني، رجب 1420، أكتوبر 1999، السعودية.

حداد، فايز، 2001، المحتوى المعلوماتي للحسابات الختامية، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد 28، العدد1.

الخداش، حسام الدين، ومحمد عيسى العبادي، 2005، علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد 32، العدد 1.

الخلايلة، محمود، 2004، مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغييرات في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد 11، عدد 2، مايو.

دراغمة، زهران، 2005، العوامل المؤثرة على مدى ملاءمة التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2005، عمان، الأردن.

شبيطة، محمد، 2003، المضمون المعلوماتي الإضافي للإنتاجية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

غرايبة، فوزي، وداود جعفر، 1988، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية، أبحاث اليرموك، مجلد 4، العدد 2، الأردن.

الفيومي، نضال، 2003، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد 30، عدد 2.

كريم، عبدالحفيظ، 2004، العلاقة بين مقاييس الأداء المحاسبية والاقتصادية والعوائد السوقية للأسهم، أطروحة دكتوراة غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

محمد، عزة، وسامية عباس، 2003، اختبار المحتوى الإعلامي لمكونات صافي الربح للشركات المساهمة في سوق الأوراق المالية المصري باستخدام نظرية الفئات غير المحددة ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 62، جامعة القاهرة، مصر.

هيلات، بشار علي، 2004، كفاءة واستقرار سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

Ali, A. 1994. The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows, *Journal of Accounting Research*, 32 (1): 61-74.

Batrov, E., Goldberg, S. and Kim, M. 2001. The Valuation-Relevance of Earnings and Cash Flow; an International Perspective, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12: 2: 103-132.

Beneda, N.L. 2003. Estimating Free Cash Flows and Valuing A Growth Company, *Journal of Asset Management*, 4-4: 247-257.

Biddle, G., Seow G. and Siegel, A. 1995. Relative Versus Incremental Information Content, *Contemporary Accounting Research*, 12 (1-1): 1-23.

Board, J.L. and Day, J.F.S. 1989. Information Content of Cash Flow Figures, *Accounting and Business Research*, 20: 3-11.

Callen, J. and Segal, D. 2004. Do Accruals Drive Firm-level Stock Returns? A Variance Decomposition Analysis, *Journal of Accounting Research*, 42 (3): 527-560.

Chang, C. and Young, S. 2003. The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flow From Operations Affected by Their Extremity, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(1) and (2), 73-116.

Christensen, J. and Demski, J. 2003, *Accounting Theory; an Information Content Perspective*, McGraw-Hill, International Edition.

Damodaran, A. 1997. *Corporate Finance Theory and Practice*, Second Edition, John Wiley and Sons, Inc.

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

papers.ssrn.com/sol3/RefUsedIn.cfm?abid.

Pfeiffer, R.J., Lo, M.H. and Rees, L. 1998. Additional Evidence on the Incremental Information Content of Cash Flow and Accruals: the Impact of Errors in Measuring Market Expectations, *The Accounting Review*, 73 (3) 373-385.

Plenberg, T. 1999. An Examination of the Information Content of Danish Earnings and Cash Flows, *Accounting and business Research*, 30 (1) :43-55.

Revsine, L., Collins, D. and Johnson, W.B. 1997. Financial and Reporting Analysis, Prentice Hill, New Jersey.

Richardson, S. 2002. Stock Repurchases: A Test of Free Cash Flow Hypothesis. University of Pennsylvania, Working Paper, Available:
cba.uri.edu/Faculty/Higgins/Homepages/.../Blouin.pdf.

Shamia, A. and Talafha, H. 1990. Amman Financial Stability, Effectiveness and Efficiency: an Economic Analysis, Abhath Al-Yarmouk, 6: 47-71.

Sloan, R. 1996. Using Earnings and Free Cash Flow to Evaluate Corporate Performance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (1): 70-78.

Vogt, S.C. and Vu, J.D. 2000. Free Cash Flow and Long-Run Firm Value, *Journal of Management Issues*, 12 (2) 1-20.

West, T. and A. Worthington, 2000, The Information Content of Economic Value – Added: A Comparative Analysis with Earnings, Cash Flow and Residual Income, Working Paper, Griffith University, Australia. Available:
www.agsm.edu.au/eajm/0412/pdf/worthington_etal.pdf.

White, G., Sondi, A. and Fried, D. 1997. *The Analysis and Use of Financial Statements, Second Edition*, John Weliy and Sons Inc.

Wilson, P. 1986. The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual report Release Date, *Journal of Accounting Research*, 24: 165-200.

Young, S.D. and O'Byrne, S.F. 2001, *EVA and Value – Based Management a Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York.

Francis, J., Olsson, P. and Oswald, D. 2000. Comparing the Accuracy and Explainability of Dividends, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates, *Journal of Accounting Research*, 38 (1) 45-69.

Francis, J., Schipper, K. and Vincent, L. 2003. The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns, *Contemporary Accounting Research*, 20 (1): 121-164.

Gentry, J., Whitford, D., Sougiannis, T. and Shigeo, A. 2002. Do Accounting Earnings or Free Cash Flows Provide a Better Estimate of Capital Gain Rates of Return on Stocks , Working Paper.
vailable:www.business.uiuc.edu/Working_Papers.

Hackel, K. and Livnat, J. 1996. Cash Flow and Security Analysis, Irwin Professional Publishing, Chicago, USA.

Hackel, K., Livnat, J. and Rai, A. 1994. The Free Cash Flow / Small-Cap Anomaly, *Financial Analysts Journal*, 33-42.

Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76 (2): 323-39.

Kothari, S.P. 2001. Capital Markets Research in Accounting, *Journal of Accounting and Economics*, 31 (3): 105-127.

Livnat, J. and Zarowin, P. 1990. The Incremental Information Content of Cash-flow Components, *Journal of Accounting and Economics*, 13: 25-46.

Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (2): 305-360.

Penman, S. 2004. Financial Statement Analysis and Security Valuation, Second Edition, McGraw-Hill.

Penman, S. 2001. On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation, Working Paper, Columbia University, New York, Available:
caaa.metapress.com/index/DT0RJNEGQL607CBP.pdf.

Penman, S. and yehuda, N. 2004. The Pricing of Earnings and Cash Flows and Affirmation of Accrual Accounting, Working Paper, University of Columbia, New York., Available:

Information Content for Free Cash Flow

Abdel Razzaq H. Salem and Husein A. Khasharmeh*

ABSTRACT

This Study aims at testing the information content of free cash flow. The main objectives of this study can be summarized as following:

1- Testing information content of both free cash flow for equity and firm.

2- Testing relative and incremental information content of free cash flow for equity compared with accounting earnings and net cash flow from operations.

3- Testing relative and incremental information content of free cash flow for firm, compared with accounting earnings and net cash flow from operations.

The study sample consisted of (329) observations firm/year, for 58 Jordanian industrial corporations listed in Amman Bourse, over the period from 1998 to 2003. The study utilizes simple and multiple regressions models to test its hypothesis.

The study concluded that free cash flow has information content, and the information content of both accounting earnings and net cash flow from operations are superior to free cash flow's information content. Finally, it found that free cash flow for equity has incremental information content beyond accounting earnings, but does not have incremental information content beyond net cash flow from operations.

Based on these results, the study recommended that investors, financial analysts and managers should adopt a set of different measures (cash and accrual-based measures) to evaluate company performance, as well as pay attention to free cash flow for equity. The study also suggested that it would be beneficial to Jordanian industrial corporations to disclose free cash flow for equity.

Keywords: Free Cash Flow, Information Content, Relative and Incremental Information Content.

* Department of Accounting, Faculty of Economy and Political Sciences, Al-Fateh University, Tripoli, Libya; and Department of Accounting, Al-Bahrain University, Al-Bahrain. Received on 7/9/2005 and Accepted for Publication on 29/11/2006.