دور التدفقات النقدية في التأثير على تكلفة الاقتراض ببيئة الأعمال المصرية*

د. إيهاب محمد أبو خزانة
مدرس المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ
جمهورية مصر العربية

ملخص:

استهدف هذا البحث دراسة دور التدفقات النقدية في التأثير على تكلفة الاقتراض ببيئة الأعمال المصرية، بغرض التعرف على ما إذا كان المقرضون يأخذون في اعتبارهم كفاءة التدفقات النقدية للشركات المقترضة باعتبارها مؤشرًا لقدرتها على السداد عند تحديد معدل الإقراض، ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية تضمنت تحليلاً زمنيًا قطاعيًا لعينة من 33 شركة من الشركات المساهمة المقيدة والمتداولة أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية تمثل 11 قطاعًا لأنشطة مختلفة خلال المدة من 2004 حتى 2009. وقد تم تحديد المتغيرات المستقلة للدراسة في العناصر الرئيسة الثلاثة للتدفقات النقدية وهي التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، بالإضافة إلى اثنين من المتغيرات الرقابية، وهما حجم الشركة والرافعة المالية، أما تكلفة الاقتراض فتمثل المتغير التابع، وقد تم قياس المتغيرات الرئيسة الأربعة للدراسة من خلال أربع نسب مقترحة لتقييم كفاءة هذه المتغيرات، كما تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار ثلاث فرضيات تمت صياغتها بشأن العلاقة بين التدفقات النقدية وتكلفة الاقتراض، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج مهمة وهي: وجود علاقة عكسية قوية بين التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة الاقتراض، ووجود علاقة عكسية متوسطة بين التدفقات النقدية التمويلية وتكلفة الاقتراض، بينما لم تثبت النتائج وجود علاقة بين التدفقات النقدية الاستثمارية وتكلفة الاقتراض.

أولاً– الإطار العام للدراسة:

أ– المقدمة:

يعتبر موضوع التدفقات النقدية أحد أهم الموضوعات التي تناولها الأدب المحاسبي. فلقد أيقن المستثمرون والمحللون الماليون أن المحاسبة على أساس الاستحقاق أبعد ما تكون عن التدفقات النقدية الأساسية بالمنشأة، وبالتالي فإن صافي الدخل لا يوفر مؤشرًا مقبولاً على المقدرة الكسبية للمنشأة، كما أن مفهوم رأس المال العامل لا يوفر معلومات مفيدة عن السيولة والمرونة المالية كتلك التي يوفرها الأساس النقدي (كيسو، ويجانت، 1999: 1225). ولأن نظرية التمويل الحديثة تشير إلى أن قيمة الشركة تعتمد على تيار التدفقات النقدية المستقبلية، وبسبب مشكلات التوقيت والمقابلة فإن التدفقات النقدية تعتبر المقياس الشائع لأداء الشركة من الأرباح (Charitou and Vafeas, 1998: 229). لذلك فقد تزايد الطلب

* تم تسلم البحث في أكتوبر 2013، وقُبل للنشر في ديسمبر 2013.

على معلومات التدفق النقدي بشكل ملاحظ بين المستثمرين في السنوات الأخيرة، ويرجع هذا في جزء منه إلى المخاوف المتعلقة بجودة الأرباح التي عجلت بفضيحة إنرون المحاسبية (Pae and Yoon, 2012, p.140). بالإضافة إلى أن معلومات التدفقات النقدية تعتبر في غاية الأهمية بالنسبة للدائنين لكفاءتها في تقييم مقدرة الشركة على سداد قروضها (Hanini and Abdullatif, 2013: 123) لذلك كان هناك اهتمام متزايد بالتقرير عن التدفق النقدي، وهو ما دفع لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASC) إلى مطالبة الشركات بإعداد قائمة التدفقات النقدية باعتبارها جزءًا من تقاريرها المالية (Charitou and Vafeas, 1998: 225). ولكل ما سبق اهتم العديد من الباحثين بدراسة التدفقات النقدية، حيث قام (Charitou and Clubb,1999: 283-312) بدراسة علاقة التدفقات النقدية بالعائد على الأوراق المالية، واختبر، (Kato et al., 2002: 443-473) العلاقة بين سياسة التوزيعات والتدفقات النقدية وسلوك الاستثمار وتوصل إلى أن تغييرات التوزيعات تعكس واقع التدفقات النقدية للشركة، وقام (Orpurt and Zang, 2009: 893-935) بدراسة لاكتشاف القيمة التنبؤية للطريقة المباشرة لإفصاحات التدفقات النقدية، وتوصلا إلى أن الطريقة المباشرة تحظى بقيمة كبيرة بالنسبة للمستثمرين عند التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية والأرباح، واكتشف (Das et al., 2013: 123-150) أن تقلب التدفقات النقدية بشكل أعلى يجعل حساسية مكافأة الرئيس التنفيذي للشركة (CEO) لتمهيد الأرباح أكبر بكثير.

من جهة أخرى فإن تكاليف الاقتراض تمثل واحدة من أهم بنود المصروفات بقائمة الدخل لأية شركة. ذلك لأن إصدار الديون يلعب دورًا مهمًا في قرارات تمويل الشركات (Doukas et al., 2011: 50). وتعتمد الشركات على مصدرين رئيسين للاقتراض هما القروض المصرفية وقروض السندات. لكن القروض المصرفية تعتبر المصدر الرئيس والأهم في تخصيص رأس المال للشركات في جميع أنحاء العالم (Francis et al., 2012: 521)، (Hasan et al., 2012: 1068). وقد تناول الأدب المحاسبي تكاليف الاقتراض من زوايا عديدة منها دراسة (Ahmed, et al., 2002: 867-890) التي وثقت أن التحفظ المحاسبي يرتبط بانخفاض تكلفة الديون، كما توصل (Li et al., 2010: 395-417) إلى أن الشركات التي تمت مراجعتها بواسطة مراجعين متخصصين في الصناعة تتمتع بتكلفة ديون أقل بكثير. أما دراسة (Robbins,2012: 498-505) فقد اختبرت تأثير مستوى الديون الحكومية على تكاليف الاقتراض، وتوصلت إلى ضعف الدليل على ذلك التأثير، وتناولت دراسة (Gul et al., 2013: 1-30) أثر حماية المستثمر والمشكلات المعلوماتية للشركة وكبير المراجعين على تكلفة الديون، وتوصلت إلى أن تكلفة الديون تكون أقل حينما تتم مراجعة الشركة بواسطة كبير مراجعين، خصوصًا في الدول التي تكون لديها حماية قوية للمستثمرين، كذلك في حالة المعلومات عالية التباين.

ب- مشكلة الدراسة وتساؤلاتها:

إن الدور المهم الذي تقوم به التدفقات النقدية بالنسبة لمستخدمي القوائم المالية من المقرضين، من حيث كونها تعكس بصدق حالة السيولة بالشركة، وتحدد مدى كفاءتها في ترجمة أنشطتها المختلفة في صورة نقدية – جعلها المعيار الأهم والأكثر موضوعية الذي يعتمد عليه هؤلاء المقرضون في تحديد قدرة الشركة على سداد التزاماتها تجاههم، فضلاً عن أنهم ينظرون إلى التدفقات النقدية باعتبارها إحدى الركائز الأساسية عند تقدير مخاطر عدم السداد.

ولقد أثار ذلك الدور المهم الذي تقوم به التدفقات النقدية بالنسبة للمقرضين تساؤلاً مهمًا لدى الباحث عما إذا كان هؤلاء المقرضون يستخدمون تلك التدفقات أساسًا لإدارة أسعار الفائدة على القروض بما يتناسب مع درجة مخاطر عدم السداد

بهدف تغطية تلك المخاطر، بحيث يقومون بتحديد أسعار فائدة أقل على قروض الشركات التي تتسم بكفاءة مرتفعة لتدفقاتها النقدية نظرًا لانخفاض مخاطر عدم السداد بهذه الشركات، وهو ما يؤدى إلى تخفيض تكاليف الاقتراض بها، مع تحديد أسعار فائدة مرتفعة بالنسبة للشركات التي تنخفض كفاءة تدفقاتها النقدية ومن ثم ترتفع مخاطر عدم السداد بها، وهو ما يؤدى إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض بتلك الشركات. وتأسيسًا على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

التساؤل الأول: هل توجد علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة الاقتراض؟ وما نوع هذه العلاقة؟

التساؤل الثاني: هل توجد علاقة بين التدفقات النقدية الاستثمارية وتكلفة الاقتراض؟ وما نوع هذه العلاقة؟

التساؤل الثالث: هل توجد علاقة بين التدفقات النقدية التمويلية وتكلفة الاقتراض؟ وما نوع هذه العلاقة؟

ج– أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة من جوانب عديدة هي، أهمية التدفقات النقدية بعناصرها المختلفة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية والتي تمثل معظم المتغيرات الرئيسة للدراسة، حيث تحظى بأهمية كبيرة في أدبيات المحاسبة وتطبيقاتها نظرًا لدورها المحوري الذي تؤديه بالنسبة لمستخدمي القوائم المالية والذين يعتمدون عليها في اتخاذ قراراتهم المختلفة التي تتطلب تقييمًا لقدرة الشركة على توليد النقدية ولكفاءة السيولة بها. ومن جانب آخر فإن تكلفة الاقتراض كمتغير رئيس آخر للدراسة تعتبر هي الأخرى على جانب كبير من الأهمية نظرًا لأن التمويل عن طريق الاقتراض يمثل مصدرًا رئيسًا لتمويل غالبية الشركات، وبالتالي صارت تكلفة التمويل أحد البنود الرئيسة في قائمة دخلها. وأخيرا فإن أهمية الدراسة تبرز في أهمية دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وتكلفة الاقتراض والتي يسعى الباحث من خلالها إلى توجيه إدارات الشركات نحو تخفيض تكلفة الاقتراض باعتباره بندًا رئيسًا من بنود قائمة الدخل من خلال تشجيع الجهود لرفع كفاءة التدفقات النقدية، مما يساهم في زيادة ربحية الشركات وتعظيم قيمتها السوقية.

د– أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة بشكل رئيس إلى التعرف على ما إذا كان للتدفقات النقدية بعناصرها المختلفة دور في التأثير على تكلفة الاقتراض ببيئة الأعمال المصرية، ويمكن تحقيق ذلك الهدف الرئيس من خلال الأهداف الفرعية التالية:

1– تحديد وقياس المتغيرات اللازمة لإجراء الدراسة.

2– دراسة العلاقة بين عناصر التدفقات النقدية وتكلفة الاقتراض.

هـ – منهجية الدراسة:

اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على تحديد مشكلة معينة، ثم تحديد الأهداف لمعالجة هذه المشكلة، فمراجعة الأدبيات المتعلقة بها، ثم تطوير فروض معينة تغطى جميع جوانب تلك المشكلة، واختبار هذه الفروض بطريقة علمية عن طريق استخدام الأساليب الإحصائية والتي يتم من خلالها تحديد وقياس وتحليل البيانات الميدانية الخاصة بالمشكلة، وذلك بهدف الوصول إلى نتائج موضوعية يمكن أن تتحقق أهداف الدراسة من خلالها، وقد تم تطبيق ذلك المنهج في الاعتماد على المحورين الرئيسين التاليين:

المحور الأول: يتمثل في الإطار النظري للدراسة، والذي يعتمد على مراجعة الأدبيات السابقة ذات العلاقة بموضوعي التدفقات النقدية وتكلفة الاقتراض والعلاقة بينهما، وذلك من خلال الأبحاث المنشورة بالدوريات العلمية الأجنبية والعربية والكتب العلمية المتخصصة في مجال المحاسبة والمراجعة والتمويل، وكذا المعايير المحاسبية الخاصة بهذين الموضوعين، والمتاحين على شبكة الإنترنت وبالمكتبات.

المحور الثاني: الدراسة التطبيقية، والتي تم إجراؤها من خلال تحليل زمني قطاعي للبيانات المنشورة الخاصة بموضوع البحث لعينة من الشركات المساهمة المقيدة والمتداولة أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية في معظم قطاعاتها، حيث تم تحليل هذه البيانات في الاعتماد على برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية المتعارف عليه بـ (SPSS).

و- حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة على ما يلي:

1- الشركات المساهمة في بيئة الأعمال المصرية، والمتداولة أسهمها في بورصة الأوراق المالية، المتوافرة عنها البيانات اللازمة لإجراء الدراسة، باستثناء البنوك وشركات التأمين، نظرًا للطبيعة الخاصة بها.
2- الشركات التي لم يتم إيقاف التداول على أسهمها خلال فترة الدراسة لمدة شهر متصل أو أكثر.
3- السنوات من 2004 إلى 2009.

ز- خطة الدراسة:

في ضوء منهجية الدراسة وتحقيقًا لأهدافها تم تبويب الجزء المتبقي من الدراسة كما يلي:

ثانيًا: مراجعة الأدبيات وتطوير الفروض.

ثالثًا: الدراسة التطبيقية والنتائج.

رابعًا: التوصيات.

خامسًا: المراجع.

ثانيًا- مراجعة الأدبيات وتطوير الفروض:

أ- نظرة عامة:

أ/1- التدفقات النقدية:

أ/1/1- مفهوم التدفقات النقدية:

عرّف المعيار المحاسبي المصري رقم (4) المسمى بـ "قوائم التدفق النقدي" التدفقات النقدية بأنها التدفقات النقدية وما في حكمها الداخلة والخارجة. وبالتالي يمكن القول إن التدفقات النقدية تعنى حركة النقدية وما في حكمها الداخلة إلى الشركة في صورة متحصلات نقدية والخارجة منها في صورة مدفوعات نقدية.

أ/1/2– أنواع التدفقات النقدية:

أشار المعيار المحاسبي المصري رقم (4) إلى أنه ينبغي أن تعرض قائمة التدفق النقدي التدفقات النقدية خلال الفترة مبوبة على أساس كل من أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل، وقد وضع المعيار تعريفات محددة لكل من هذه الأنشطة، حيث عرّف أنشطة التشغيل بأنها الأنشطة الرئيسة المنتجة للإيراد للمنشأة والأنشطة الأخرى التي لا تمثل أنشطة استثمار أو تمويل، وعرَّف أنشطة الاستثمار بأنها أنشطة اقتناء واستبعاد الأصول طويلة الأجل والاستثمارات الأخرى التي لا تدخل في حكم النقدية، وعرَّف أنشطة التمويل بأنها الأنشطة التي ينتج عنها تغييرات في حجم ومكونات حقوق الملكية والاقتراض بالمنشأة.

أ/1/ 3– أهمية التدفقات النقدية:

تحظى التدفقات النقدية بأهمية كبرى في عالم الأعمال. نظرًا لأن معلومات التدفقات النقدية تخدم العديد من احتياجات المشاركين في الأسواق المالية (Francis, 2010: 831)، هذا وقد تم إبراز أهمية معلومات التدفقات النقدية والفوائد العديدة التي تقدمها بالأدب المحاسبي، فنجد أن (Garrod and Hadi, 1998: 613) قد ذكرا أن القرارات الاقتصادية التي تتخذ بواسطة مستخدمي القوائم المالية تتطلب تقييم قدرة المشروع على توليد النقدية، والتأكد من ذلك التوليد وتوقيته، وأن المستخدمين هم أكثر قدرة على تقييم تلك القدرة إذا تم تزويدهم بالمعلومات التي تركز على المركز المالي، والأداء، والتدفق النقدي للمشروع، لذلك فإن الإفصاح عن التدفق النقدي تم دعمه بواسطة تنظيمات وهيئات وطنية في دول عديدة.

كما أشار (Charitou and Vafeas,1998: 229) إلى أن التدفقات النقدية تعتبر المقياس الأكثر شيوعًا لأداء الشركة من الأرباح وذلك بسبب مشكلات التوقيت والمقابلة، كما أن سياسة المدفوعات تعتمد على مدى توافر النقدية.

أما (كيسو؛ ويجانت، 1999: 1225– 1227) فقد عرضا أهمية التدفقات النقدية وفوائدها بنظرة أكثر شمولاً حينما ذكرا أن معيار التدفق النقدي يعتبر أكثر تجردًا لتقويم مدى النجاح أو الفشل في العمليات، وأن مفهوم رأس المال العامل لا يوفر معلومات مفيدة عن السيولة والمرونة المالية كتلك التي يوفرها الأساس النقدي، كذلك فإن قائمة التدفقات النقدية مفيدة للإدارة والدائنين بديون قصيرة الأجل في الحكم على قدرة المنشأة على الوفاء بالاحتياجات النقدية الجارية، وأنه كما أشار أحد مسئولي البنوك فإن الأصول تقدم شعورًا بالاطمئنان ولكنها لا تولد نقدية، كما أن التقرير عن صافي الزيادة أو النقص في النقدية يعتبر مفيدًا لأن المستثمرين والدائنين وغيرهم من الأطراف المهتمة يرغبون في معرفة ما يتعرض له أكثر المصادر سيولة بالمنشأة وهو النقدية.

وفي دراسة لهما تحقق (Eng et al., 2005: 165-193) من القوة التنبؤية للتدفقات النقدية بالنسبة لكل من التدفقات النقدية المستقبلية والعائدات المستقبلية الإضافية للأسهم، حيث أشارت النتائج التي توصلا إليها إلى أن التدفقات النقدية للمنشأة وأرباحها تعتبر منبئات مفيدة للعائدات الإضافية المستقبلية للأسهم، كما أبرز أيضًا (Arthur et al., 2010: 1-30) الدور التنبؤي للتدفقات النقدية حينما ذكرا أن الإفصاح عن مكونات التدفقات النقدية التشغيلية توفر معلومات مناسبة للتنبؤ بالأرباح.

ويشير (Shivakumar, 2006: 1-23) إلى أن دراسات عديدة سابقة أظهرت أن التدفقات النقدية لها تأثير أكبر بكثير على أسعار الأسهم من المستحقات وذلك استنادًا إلى حقيقة أن التدفقات النقدية لها علاقة بالعوائد الحالية للأسهم وبالتدفقات النقدية المستقبلية أكبر من المستحقات الحالية.

كذلك يرى (Hanini and Abdullatif, 2013: 123) أن قائمة التدفقات النقدية تعتبر مهمة جدًا من حيث محتوى معلوماتها، وتعطى صورة عن الأداء المالي للمنشأة، ومدى تحول أرباحها إلى تدفقات نقدية، لأن هذا يساعد قراء القوائم المالية على تقييم أدائها المالي، وقدرتها على سداد قروضها حين استحقاقها، فضلاً عن تمكينهم من حكم أفضل على جودة القوائم المالية وفائدتها في صنع القرارات المالية.

أما المعايير المحاسبية سواء الدولية أو المصرية فنجد أن كلاً منهما قد خصص معيارًا مستقلاً للتدفقات النقدية وهما المعيار رقم (7) والمعيار رقم (4) على الترتيب، في إشارة واضحة إلى إدراك منظمي تلك المعايير لمدى أهمية التدفقات النقدية لمستخدمي القوائم المالية. وفي هذا المقام فقد أشار المعيار المحاسبي المصري رقم (4) إلى أن معلومات التدفقات النقدية مفيدة في إمداد مستخدمي القوائم المالية بأساس لتقييم قدرة المنشأة على توليد نقدية وما في حكمها واحتياجاتها لاستخدام هذه التدفقات، وأن القرارات الاقتصادية التي يتخذها هؤلاء المستخدمون تحتاج إلى تقييم قدرة المنشأة على توليد النقدية وما في حكمها وتوقيت توليدها، كما نص المعيار على أن قائمة التدفق النقدي توفر – عند استخدامها بالاشتراك مع باقي القوائم المالية – المعلومات التي تمكن المستخدمين من تقييم التغييرات التي تحدث في صافي أصول المنشأة وفي هيكلها المالي (بما في ذلك درجة السيولة ومقدرتها على سداد ديونها).

أ/2- تكلفة الاقتراض:

أ/2/1- أهمية تكلفة الاقتراض:

استقر منظمو كل من معايير المحاسبة الدولية والمصرية على تخصيص معيار مستقل لتكلفة الاقتراض، وهما المعيار الدولي رقم (23) "تكاليف الاقتراض"، والمعيار المصري رقم (14) "تكلفة الاقتراض"، ويعنى ذلك بوضوح الأهمية الخاصة التي تحظى بها تكلفة الاقتراض في مجال المحاسبة، وبالرغم من ذلك تبين للباحث أن الأدبيات الأكاديمية التي تناولت تكلفة الاقتراض كانت محدودة بدرجة كبيرة وتم تناولها خلال تلك الدراسة.

أ/2/2- مفهوم تكلفة الاقتراض:

عرّف معيار المحاسبة المصري رقم (14) تكلفة الاقتراض بأنها الفوائد والتكاليف الأخرى التي تتكبدها المنشأة نتيجة لاقتراض الأموال.

ب- الأدبيات السابقة:

ب/1- دراسات تناولت موضوع التدفقات النقدية:

ب/1/1- دراسة (Shenoy and Koch, 1996: 307-331): وتشير إلى أن (Signalling Theory and Pecking Order Behaior)– وهما نظريتان من نظريات هيكل رأس المال – تعتبران نموذجين يوفران رؤية جيدة للعلاقة بين اختيارات تمويل الشركة والتدفقات النقدية، ولكن لهما آثارًا متناقضة للعلاقة بين الرافعة المالية والتدفقات النقدية. وتنطوي (Signalling Theory) على علاقة إيجابية، بينما تتضمن (Pecking Order Behaior) علاقة سلبية، ورأى الباحثان أن هذه الآثار المتناقضة في الأدبيات النظرية والتجريبية يمكن التوفيق بينها من خلال النظر في العلاقات المتبادلة المعاصرة والديناميكية بين الرافعة المالية والتدفق النقدي.

وقد حاولت هذه الدراسة التوفيق بين هاتين المدرستين المتنافستين في الفكر عن طريق اقتراح نظام من المعادلات الآنية الديناميكية والتي تتضمن كلاً من العلاقات المتبادلة المتزامنة بين الرافعة المالية، والتدفق النقدي، والأخطار المتعلقة بالشركة، ومن خلال دراسة تطبيقية شملت عينة من 162 شركة و5832 مشاهدة خلال الفترة من 1979– 1989 توصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الحالية والرافعة المالية، بما يتفق مع (Pecking Order Behaior)، إلى جانب وجود علاقة ايجابية بين الرافعة المالية الحالية والتدفقات المستقبلية، بما يتفق مع (Signalling Theory).

ب/2/1– دراسة (Billings and Morton, 2002: 787-805): وقام الباحثان خلال هذه الدراسة بتقييم العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية طبقًا لمتطلبات معيار المحاسبة المالية الأمريكي رقم 95 (SFAS No. 95) ومخاطر الائتمان، ومدى ملاءمة هذا المعيار الخاص بالتدفقات النقدية بالنسبة إلى الدائنين، وعلى وجه التحديد تم فحص العلاقة بين تصنيفات ديون الشركات والتدفقات النقدية من العمليات طبقًا لـ (SFAS No. 95) بالنسبة لمتغيرات الربحية والمخاطر، وقد أشار الباحثان إلى أن الدراسة تقدم دليلاً بشأن الأهمية والفوائد المحتملة لبيانات التدفقات النقدية من حيث صلتها بمخاطر الائتمان، مع التركيز على مصالح واحتياجات الدائنين.

وقد غطت الدراسة الفترة من 1991 – 1996، وسجلت 3856 مشاهدة، حيث تم فحص العلاقة خلالها بين التدفقات التشغيلية وخطر الائتمان باستخدام تصنيف ديون "ستاندرز آند بورز"، وفي الاعتماد على نموذج الانحدار توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية من العمليات ترتبط طرديًا بتصنيفات الديون وعكسيًا بمخاطر الائتمان، فخطر الائتمان الأقل النابع من تصنيف أعلى للديون يرتبط بالشركات التي تكون تدفقاتها النقدية التشغيلية أفضل والقادرة على تغطية تكاليف الفوائد، كذلك فإن احتواء نموذج الدراسة لمتغير التدفق النقدي يحسن الدقة التنبؤية لتصنيفات الديون.

وقد توصلت الدراسة أيضًا لبعض الأدلة على أن إفصاحات التدفق النقدي في إطار (SFAS No. 95) تهيمن عليها التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة (باستخدام معلومات الميزانية العمومية وقائمة الدخل) في توضيح مخاطر الائتمان، كما اكتشفت الدراسة وجود علاقة أقوى بين التدفقات النقدية التشغيلية وخطر الائتمان بالنسبة للشركات التي لديها نسبة أكبر من الديون طويلة الأجل، والشركات الأكبر حجمًا مع عدم تأكد أقل بالنسبة للتشغيل، كذلك اكتشفت علاقة أضعف بين التدفقات النقدية وخطر الائتمان بالنسبة للشركات في مجال الصناعات عالية التكنولوجيا والتنظيم.

ب/3/1– دراسة (Sharma and Iselin, 2003: 1115-1140): واعتمدت هذه الدراسة على اختبارين، أحدهما ميداني سلوكي والآخر نموذج كمي، وذلك للحكم على الملاءة المالية، ومن خلال إجراء الدراسة التطبيقية على عينة شملت جميع الشركات التي تعثرت خلال الفترة من 1994 – 1997 في بورصة الأوراق المالية الأسترالية، وأشار الباحثان إلى أن نتائج الدراسة قدمت دليلا قويًا على أن معلومات المستحقات التدفق النقدي تعزز دقة تقييمات الملاءة المالية، كما أشارت النتائج أيضًا إلى أن معلومات التدفق النقدي لها أهمية أو صلة أكبر بالحكم على الملاءة المالية من معلومات المستحقات.

ب/4/1– دراسة (Arthur et al., 2010: 1-30) وركزت هذه الدراسة على القوة التفسيرية والقدرة التنبؤية لمكونات التدفقات النقدية في علاقتها بالأرباح المستقبلية، كما اختبرت محتوى المعلومات الإضافية لمكونات التدفقات النقدية التشغيلية،

وقد أشار الباحثون إلى سعيهم لتحديد ما إذا كان مثل هذا التقسيم للتدفقات النقدية التشغيلية الكلية من شأنه تعزيز قدرة المستثمرين على توقعات الأرباح المستقبلية أم لا. وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات الأسترالية والتي تضمنت 3672 مشاهدة وغطت الفترة من 1992 – 2005، وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج مكونات التدفق النقدي يتفوق على نموذج التدفق النقدي الكلى من حيث القوة التفسيرية والقدرة التنبؤية للأرباح في المستقبل، كما وفرت نتائج البحث دعمًا قويًا بأن الإفصاح عن مكونات التدفقات النقدية التشغيلية يوفر معلومات مناسبة للتنبؤ بالأرباح.

ب/1/5- دراسة (Dasgupta et al., 2011: 1259-1294): واختبرت هذه الدراسة تأثر بنود الميزانية العمومية قصيرة وطويلة الأجل بهزات التدفقات النقدية، واعتمدت الدراسة التطبيقية على البيانات المحاسبية للشركات الأمريكية المقيدة في بورصة نيويورك، ومن خلال أربعة نماذج انحدار بين أربعة متغيرات تابعة (الاستخدامات النقدية) ومتغير مستقل (التدفقات التشغيلية) توصلت الدراسة إلى أن مدخرات النقدية في المدى القصير وتخفيض الديون في الأجلين القصير والطويل تشغل الجزء الأكبر من استخدامات النقدية.

وعلى الرغم من أنه في المدى الطويل يكون للاستثمار حساسية كبيرة للتدفقات النقدية فإنه لا يستوعب أو لا يمتص هزات أو صدمات التدفقات النقدية بأكملها، وأنه مع تشديد القيود المالية فإن الجزء أو النسبة الصغرى من التدفقات النقدية يتم امتصاصها من خلال الاستثمار، بينما الأكبر منها يكون من خلال تخفيض الديون، وتشير هذه النتائج إلى أن الكثير من الآثار الاقتصادية في المدى قصير الأجل لصدمات التدفقات النقدية لقطاع الشركات يتم توجيهها إلى سوق ديون الشركات بدلاً من سوق السلع الرأسمالية، خصوصًا عند تشديد قيود التمويل. وقد أشار الباحثون إلى أن نتائج دراستهم بصفة عامة تبين أن الشركات في الأجل القصير تدخر وتخفض التمويل الخارجي عندما تتعرض لصدمات تدفقات نقدية إيجابية، أما التوزيعات أو الإنفاق الرأسمالي فإنهما يستجيبان بدرجة صغيرة جدًا.

ب/1/6- دراسة العمودي والخيال (2011: 135-181): وقامت هذه الدراسة ببحث العلاقة بين نسب التدفق النقدي والقيمة السوقية للأسهم في الشركات المساهمة السعودية، ومن خلال إجراء الدراسة التطبيقية على عينة من 54 شركة خلال الفترة من 2004 – 2006، وبالاعتماد على تحليل الارتباط والانحدار المتعدد – تمثلت أهم نتائج الدراسة في وجود علاقة طردية بين نسبة التغيير في القيمة السوقية للسهم وكل من نسبة التدفقات النقدية التمويلية إلى إجمالي التغيير في التدفقات النقدية في كل القطاعات مجتمعة وفي قطاع الصناعة خاصة، ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل في قطاع الخدمات، ووجود علاقة عكسية بين نسبة التغيير في القيمة السوقية للسهم وكل من نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الالتزامات قصيرة الأجل في كل القطاعات مجتمعة وفي قطاع الزراعة خاصة، ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى حقوق المساهمين في قطاع الصناعة فقط.

ب/2- دراسات تناولت موضوع تكلفة الاقتراض:

ب/2/1- دراسة (Binsbergen et al., 2010: 2089-2136): وقامت هذه الدراسة بتقدير دوال التكلفة الحدية الخاصة بالديون لقائمة كبيرة من الشركات، وفي الاعتماد على 126611 مشاهدة خلال الفترة من 1980 – 2007 توصلت الدراسة إلى تحديد منحنيات التكلفة الحدية للديون، وأن تلك المنحنيات موجبة الميل، كذلك فإن موقع دالة تكلفة الديون للشركة يختلف بحسب خصائص مثل: الأصول، والضمانات، والحجم، والقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية،

وملموسية الأصول، والتدفقات النقدية، وما إذا كانت الشركة تقوم بدفع توزيعات، وأن معدل تكلفة الرافعة المالية المرتفعة أكبر من معدل الرافعة المالية المنخفضة، كما أشارت الدراسة إلى أنه بدمج المنطقة الواقعة بين دوال المنفعة والتكلفة تم تقدير صافي منافع التوازن للديون بـ 3.5% من قيمة الأصول، ناتجة عن إجمالي منفعة مقدرة للديون 10.4% من إجمالي الأصول، وتكلفة ديون مقدرة بـ 6.9%.

ب/2/2– دراسة (Roberts and Yuan, 2010: 604-626): وأشارت الدراسة إلى أن ملكية الأسهم من قبل المستثمرين من المؤسسات قد زادت بشكل ملاحظ خلال العقود الماضية، وهو ما حفز البحوث حول ما إذا كان هناك دور متزايد للمستثمرين من المؤسسات في مجال حوكمة الشركات في خلق قيمة للمستثمرين، لذلك تختبر هذه الدراسة تأثير الملكية المؤسسية للأسهم – وهي مكون مهم جدًا في حوكمة الشركات – على تكلفة القروض المقدمة للشركات. وقد ضمت عينة الدراسة 7800 قرض تم إصدارها خلال الفترة من 1995 – 2004، وباستخدام نموذج الانحدار توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية ترتبط سلبيًا بتكلفة القروض، وقدمت أدلة قوية على أن الملكية المؤسسية تقلل من تكلفة القروض بشكل كبير، لأن المستثمرين المؤسسيين (من المؤسسات) يلعبون دورًا نشيطًا في مجال حوكمة الشركات عن طريق تقليل مستويات المخاطر لمحافظ شركاتهم من خلال مراقبة الإدارة بفاعلية.

ب/3/2– دراسة (Shuto and Kitagawa, 2011: 590-620): وهدفت هذه الدراسة أولاً إلى اختبار أثر الملكية الإدارية على تكلفة الديون، والتي تم قياسها بمعدل الفائدة على السندات للشركات اليابانية، وثانيًا إلى دراسة تأثير تكلفة الوكالة المحتملة لديون الشركات المصدرة للسندات وقت الإصدار على العلاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون.

وباختيار عينة من الشركات المصدرة لسندات خلال الفترة من 1997 – 2004 وباستخدام تحليل الانحدار توصلت الدراسة بخصوص الهدف الأول إلى أن الملكية الإدارية ترتبط إيجابيًا بمعدل الفائدة بعد السيطرة على عناصر هيكل الملكية الأخرى، كذلك فإن هناك تأثيرًا لتلك العناصر الأخرى على تكلفة الديون.

أما النتائج الخاصة بالهدف الثاني للدراسة فتمثلت في أن الملكية الإدارية لديها ارتباط أعلى بمعدل الفائدة حينما تكون تكلفة الوكالة للديون أكبر وقت إصدار السندات، وأن حملة السندات المحتملين يستخدمون معلومات الملكية الإدارية لتوقع تكلفة الوكالة المستقبلية لديون الشركة، ويقدرونها أعلى حينما تكون تكلفة الوكالة الحالية للديون عند إصدار سندات أكبر بالفعل، حيث تم التنبؤ بأن حصص الأسهم الإدارية قد تدفع إلى سلوك انتهازي من قبل مديري الشركة بهدف زيادة منافعهم على حساب ثروة حملة السندات، فإذا انخرط مديرو الشركة في المخاطر الأخلاقية وقت إصدار السندات فإن المستثمرين في السندات يقدرون تكلفة وكالة مستقبلية للديون أعلى ومخاطر تخلف عن السداد للشركة، لأنهم يعتبرون أن هؤلاء المديرين يتوقع منهم القيام بإجراءات تحويل الثروة منهم (حملة السندات) إليهم (المديرين) بعد إصدار السندات، والذي ينتج عنه زيادة في سعر الفائدة.

تعليق الباحث على مراجعة الأدبيات:

تبين للباحث من النظرة العامة في الأدبيات ذات العلاقة بالدراسة أن المقرضين يعولون بشكل كبير على التدفقات النقدية باعتبارها مؤشرًا مهمًا في تحديد قدرة المقترضين على سداد التزاماتهم تجاههم وقت استحقاقها، لما تلعبه معلومات

التدفقات النقدية من دور مهم ومؤثر في هذا المجال، أما الأدبيات السابقة فلم يثبت للباحث من مراجعتها تناولها لموضوع الدراسة، لكن في الوقت نفسه توصل بعضها لنتائج تفيد موضوع الدراسة وتعزز فروضه، أهم هذه النتائج هي ما توصلت إليه دراسة (Shenoy and Koch, 1996) من وجود علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الحالية والرافعة المالية، حيث يستنتج الباحث من ذلك وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية الحالية وتكلفة الاقتراض، لأنه بديهيًا أن تكون العلاقة طردية بين الرافعة المالية وتكلفة الاقتراض، كذلك دراسة (Binsbergen et al., 2010) والتي توصلت إلى أن موقع دالة تكلفة الديون للشركة يختلف بحسب عدة خصائص منها التدفقات النقدية، كذلك ما توصلت إليه دراسات أخرى من نتائج تشير إلى أن التدفقات النقدية تلعب دورًا مهمًا في تقييم قدرة المقترضين على سداد ديونهم، وأهم تلك الدراسات هي دراسة (Billings and Morton,2002) والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية التشغيلية وخطر الائتمان، وبالتالي يتضح أن موضوع الدراسة الذي يتناوله الباحث يتناول قضية محاسبية مهمة لم يتناولها الأدب المحاسبي من قبل وهو ما يعزز من أهمية الدراسة.

تطوير الفروض:

في ضوء مشكلة الدراسة وتساؤلاتها والأدبيات السابقة قام الباحث بتطوير الفروض التالية:

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة الاقتراض.

H2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الاستثمارية وتكلفة الاقتراض

H3: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التمويلية وتكلفة الاقتراض.

ثالثًا- الدراسة التطبيقية والنتائج:

يتناول الباحث في هذا الجزء الجانب التطبيقي للدراسة والذي يسعى من خلاله إلى اختبار الفروض التي قام بتطويرها ومن ثم التوصل إلى نتائج الدراسة، وقد تم تصميم الدراسة التطبيقية وعرض نتائجها من خلال العناصر التالية:

أ- متغيرات الدراسة:

أ/1- تعريف المتغيرات:

- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في تكلفة الاقتراض.

- المتغيرات المستقلة:

تتمثل المتغيرات المستقلة في التدفقات النقدية التشغيلية، والتدفقات النقدية الاستثمارية والتدفقات النقدية التمويلية، والتي تمثل في مجموعها التدفقات النقدية، كما تم إضافة اثنين من المتغيرات الرقابية إليها بنموذج الدراسة وهما: حجم الشركة والرافعة المالية والذي تبين من مراجعة الأدبيات ذات العلاقة بالدراسة تأثيرهما في تكلفة الاقتراض (Binsbergen et al., 2010)، بهدف استبعاد تأثير تلك المتغيرات على المتغيرات المستقلة الرئيسة.

أ/2– قياس المتغيرات:

– قياس المتغير التابع:

تم قياس المتغير التابع ممثلاً في تكلفة الاقتراض طبقًا لتعريف معيار المحاسبة المصري رقم (14) السابق عرضه لتكلفة الاقتراض. وقد قام الباحث بتحويل تكلفة الاقتراض من الصورة الرقمية الصماء إلى الصورة النسبية، وذلك بقسمة تكلفة الاقتراض على قيمة القروض بهدف إمكانية تقييم قيمة تلك التكلفة بشكل سليم، وتجنب تأثير اختلاف حجم القروض بين الشركات على سلامة وموضوعية القياس، وبالتالي تكون تكلفة الاقتراض = قيمة تكلفة الاقتراض/ قيمة القروض طويلة وقصيرة الأجل.

– قياس المتغيرات المستقلة:

- تم قياس التدفقات النقدية التشغيلية من خلال النسبة التالية: صافي قيمة التدفقات النقدية التشغيلية/ قيمة الربح التشغيلي، حيث إن صافي قيمة التدفقات النقدية التشغيلية تساوى الفرق بين قيمتي التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة والخارجة، كما نُسِبَت تلك القيمة إلى الربح التشغيلي، حيث يرى الباحث أنه البند الأنسب لذلك لأن بنود حسابه تمثل المصدر الرئيس لحساب التدفقات النقدية التشغيلية، وذلك بغرض إمكانية تقييم كفاءة تلك التدفقات بشكل موضوعي، واستبعاد تأثير اختلاف قيم بنود القوائم المالية الداخلة في حساب تلك التدفقات على سلامة وموضوعية هذا التقييم.
- تم قياس التدفقات النقدية الاستثمارية من خلال النسبة التالية: صافي قيمة التدفقات النقدية الاستثمارية/ الاستثمارات طويلة الأجل، حيث إن صافي قيمة التدفقات النقدية الاستثمارية تساوي الفرق بين قيمتي التدفقات النقدية الاستثمارية الداخلة والخارجة، أما نسبة تلك القيمة إلى الاستثمارات طويلة الأجل فترجع إلى رؤية الباحث بأنها البند الأنسب لذلك باعتبارها المصدر الرئيس لحساب التدفقات النقدية الاستثمارية، وذلك بغرض تقييم كفاءة تلك التدفقات بشكل سليم.
- تم قياس التدفقات النقدية التمويلية من خلال النسبة التالية: صافي قيمة التدفقات النقدية التمويلية/ التمويل طويل الأجل، حيث إن صافي قيمة التدفقات النقدية التمويلية يساوي الفرق بين قيمتي التدفقات النقدية التمويلية الداخلة والخارجة، أما نسبة تلك القيمة إلى التمويل طويل الأجل فتعود إلى اعتقاد الباحث بأنه البند الأجدر بذلك باعتباره المصدر الرئيس لحساب التدفقات النقدية التمويلية، وذلك بغرض تقييم كفاءة تلك التدفقات بشكل سليم.
- تم قياس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.
- تم قياس الرافعة المالية من خلال نسبة القيمة الدفترية للديون إلى القيمة الدفترية لصافي الأصول.

ب– مجتمع الدراسة واختيار العينة:

مجتمع الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة ببيئة الأعمال المصرية المقيدة والمتداولة أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية في جميع قطاعات الأنشطة المختلفة باستثناء قطاع البنوك نظرًا لطبيعته الخاصة، والتي تشمل 11 قطاعًا، وذلك خلال الفترة من عام 2004 إلى عام 2009، ويعرض الجدول التالي عدد هذه الشركات خلال فترة الدراسة، وذلك بحسب التقارير السنوية للبورصة المصرية المتاحة على موقعها الرسمي:

http://www.egx.com.eg/arabic/MarketIndicator.aspx

جدول رقم (1)

عدد شركات مجتمع الدراسة خلال فترة الدراسة

السنة	الشركات المقيدة	الشركات المتداولة أسهمها
2004	795	503
2005	744	441
2006	595	407
2007	435	337
2008	373	322
2009	306	289

وبالتالي بلغ متوسط عدد الشركات المقيدة 541 شركة، ومتوسط عدد الشركات المتداولة أسهمها 383 شركة خلال فترة الدراسة.

اختيار العينة: تكونت عينة الدراسة من 33 شركة موزعة على 11 قطاعًا لأنشطة مختلفة من إجمالي 11 قطاعًا شملها مجتمع الدراسة (بعد استثناء قطاع البنوك)، وبالتالي تبلغ نسبة تمثيل القطاعات الممثلة للعينة 100% من القطاعات الممثلة لمجتمع الدراسة، وذلك حسبما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (2)

توزيع عينة الدراسة على القطاعات المختلفة

مسلسل	اسم القطاع	عدد الشركات
1	العقارات	6
2	التشييد ومواد البناء	5
3	منتجات منزلية وشخصية	5
4	كيماويات	4
5	أغذية ومشروبات	3
6	اتصالات	3
7	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	2
8	خدمات مالية (باستثناء البنوك)	2
9	تكنولوجيا	1
10	إعلام	1
11	سياحة وترفيه	1
	إجمالي	33

وعند اختيار الشركات الممثلة لعينة الدراسة راعى الباحث استيفاءها الشروط التالية:

1- ألا يكون قد تم إيقاف التداول على أسهمها خلال فترة الدراسة لمدة شهر متصل أو أكثر.

2- ألا تكون قد تعرضت للتصفية أو الاندماج خلال فترة الدراسة.

3- توافر جميع البيانات عنها اللازمة لإعداد الدراسة.

وبالتالي يكون عدد المشاهدات الخاصة بالدراسة التي سجلها الباحث من واقع العينة هو 2178 مشاهدة خلال سنوات الدراسة.

ج- بيانات الدراسة:

تتمثل بيانات الدراسة في جميع البيانات المالية للشركات التي تمثل مجتمع الدراسة واللازمة لقياس متغيراتها وتحديد عيناتها، بالإضافة إلى بعض البيانات الكمية والوصفية الأخرى اللازمة لتوصيف مجتمع وعينة الدراسة، وذلك بغرض

اختبار فروض الدراسة ومن ثم تحقيق أهدافها، وقد اعتمد الباحث في جمع بيانات الدراسة بشكل رئيس على المصادر الثانوية والتي تشمل الأبحاث العلمية المنشورة في المجلات العلمية الأجنبية والعربية، والكتب، ومعايير المحاسبة المصرية والدولية، ذات العلاقة بموضوع الدراسة، المتاحة على شبكة الإنترنت وبمكتبات كليات التجارة بالجامعات المصرية، كذلك القوائم المالية السنوية للشركات المقيدة والمتداولة أسهمها بالبورصة المصرية التي تمثل مجتمع الدراسة، المتاحة بكتاب الإفصاح الذي تصدره البورصة، كذلك المتاحة على موقع "مباشر" المالي على شبكة الإنترنت، بالإضافة إلى التقارير السنوية التي تصدرها البورصة وذلك خلال سنوات الدراسة.

د– الأساليب الإحصائية:

اعتمد التحليل الإحصائي للدراسة بغرض اختبار فرضياتها والوصول إلى نتائجها على الأساليب الإحصائية التالية:

1– نموذج الانحدار المتعدد:

وتم استخدام هذا النموذج في اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتي تتمثل في عناصر التدفقات النقدية، والمتغيرين الرقابيين، والمتغير التابع ممثلاً في تكلفة الاقتراض، وقد تمت صياغة هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + e$$

حيث إن:

Y = تكلفة الاقتراض a = ثابت نموذج الانحدار.

b_1، b_2، b_3، b_4، b_5 = معاملات نموذج الانحدار.

X_1 = التدفقات النقدية التشغيلية. X_2 = التدفقات النقدية الاستثمارية.

X_3 = التدفقات النقدية التمويلية. X_4 = حجم الشركة.

X_5 = الرافعة المالية. e = الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار.

2– معامل ارتباط بيرسون:

وذلك لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

3– اختبار Variance Inflation Factor (VIF)

وذلك للكشف عن وجود لمشكلة الارتباط الذاتي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي التحقق من سلامة النموذج الإحصائي المستخدم في اختبار الفرضيات، وتحديد إمكانية التعويل على نتائجه.

وقد تم استخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية "Statistical Package for Social Sciences"، والمتعارف عليه بـ " SPSS"، بمستوى معنوية 5% في إجراء التحليل الإحصائي للدراسة، باستخدام الأساليب الإحصائية السابقة.

هـ – تحليل البيانات واختبار الفرضيات وعرض نتائج الدراسة:

1– أسفر اختبار Variance Inflation Factor (VIF) عن النتائج التالية:

جدول رقم (3)

نتائج اختبار الارتباط الذاتي

المتغيرات المستقلة	VIF
X1	1.195
X2	1.231
X3	1.215
X4	1.084
X5	1.390

ويتضح من هذه النتائج عدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي سلامة نموذج الانحدار الذي سيستخدمه الباحث في اختبار الفروض، ومن ثم صحة نتائجه وإمكانية الاعتماد عليها.

2– أسفر استخدام معامل ارتباط بيرسون لقياس قوة وتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عن النتائج التالية:

جدول رقم (4)

مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون

المتغيرات	Y	X1	X2	X3	X4	X5
Y	1					
X1	.746-**	1				
X2	.244-	.250	1			
X3	.498-**	.181	.351*	1		
X4	.360-*	.131	.041	.094	1	
X5	.593**	.378-*	.320-	.330-	.271-	1

** الارتباط دال إحصائيًا عند مستوى.01 (اتجاهين).

* الارتباط دال إحصائيًا عند مستوى.05 (اتجاهين).

ويتضح من المصفوفة السابقة أن تكلفة الاقتراض ترتبط بعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع كل من التدفقات النقدية التشغيلية، والتمويلية، وحجم الشركة، وعلاقة طردية مع الرافعة المالية، فيما لم تثبت علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الاقتراض والتدفقات النقدية الاستثمارية، كما أن التدفقات النقدية التشغيلية احتلت العلاقة الأقوى مع تكلفة الاقتراض مقارنة بباقي المتغيرات المستقلة، بينما احتلت الرافعة المالية المرتبة الثانية في قوة هذه العلاقة، وتتفق هذه النتائج مع طبيعة وأهمية التدفقات النقدية التشغيلية من حيث كونها تعكس مدى كفاءة الشركة في توليد النقدية من عملياتها الرئيسة، لذلك فهي تعد محور الاهتمام الرئيس من جانب المقرضين لتقدير قدرة الشركة على سداد القروض، ومن ثم تقدير مخاطر عدم السداد في ضوء هذه القدرة، حيث يتم الاعتماد على هذه المخاطر في تحديد تكلفة الاقتراض بما يتناسب معها.

كذلك فإن الرافعة المالية تلعب دورًا مهمًا في تقدير مخاطر عدم السداد للشركات، من خلال قياسها أعباء الديون التي تتحملها الشركة منسوبة إلى تمويلها الذاتي، وهو ما يفسر ارتباطها بتكلفة الاقتراض، كما نلاحظ أيضًا أن تكلفة الاقتراض ترتبط بالتدفقات النقدية التمويلية بعلاقة متوسطة وتتفق تلك النتيجة أيضًا مع طبيعة التدفقات التمويلية وأهميتها بالنسبة للمقرضين، والتي تعكس قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية من مصادر أخرى ثانوية أو إضافية خلاف أنشطة الشركة الرئيسة، بينما ترتبط بحجم الشركة بعلاقة ضعيفة.

3- تشير نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة إلى ما يلي:

أ- بلغ معامل الارتباط (R) للنموذج 89.2%، وهو مرتفع مما يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة ممثلة في التدفقات النقدية وحجم الشركة والرافعة المالية والمتغير التابع ممثلاً في تكلفة الاقتراض قوية.

ب- بلغ معامل التحديد (R^2) للنموذج 79.5%، وهو مرتفع، ويعنى ذلك أن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار المقدر جيدة، حيث نجح النموذج في تفسير 79.5% من التغير في تكلفة الاقتراض (المتغير التابع) من خلال التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية وحجم الشركة والرافعة المالية (المتغيرات المستقلة معًا)، كما يعنى ذلك أيضًا أن نموذج الانحدار المقدر ملائم بدرجة كبيرة.

ج- تشير نتائج تحليل التباين (ANOVA) الموضحة بالجدول رقم (5) إلى أن نموذج الانحدار المقدر معنوي، حيث بلغت قيمة (.sig) 0.000، وهي أصغر من 0.05، ويؤكد ثبوت معنوية الانحدار وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

جدول رقم (5)

نتائج (أ) لنموذج الانحدار

بيـــان	درجات الحرية	F	Sig.
الانحدار	5	20.997	0.000
البواقي	27		
الإجمالي	32		

د- تشير نتائج جدول المعاملات (Coefficients) والموضحة بجدول رقم (6) إلى الآتي:

د-1- بلغ مستوى معنوية معامل التدفقات النقدية التشغيلية 0.000، وهو أقل من 0.01، وفي ضوء ذلك نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة الاقتراض وبمستوى ثقة 99%، كما تشير الإشارة السالبة للمعامل إلى سلبية هذه العلاقة.

د-2- بلغ مستوى معنوية معامل التدفقات النقدية الاستثمارية 0.281، وهو أكبر من 0.05، وبالتالي نقبل الفرض الصفري ونرفض الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الاستثمارية وتكلفة الاقتراض.

د-3- بلغ مستوى معنوية معامل التدفقات النقدية التمويلية 0.002، وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التمويلية وتكلفة الاقتراض، كما تشير الإشارة السالبة للمعامل إلى أن هذه العلاقة عكسية.

د-4- بلغ مستوى معنوية معامل حجم الشركة 0.043، كما أن إشارة هذا المعامل سالبة، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وتكلفة الاقتراض.

د-5- بلغ مستوى معنوية معامل الرافعة المالية 0.026، وذات إشارة موجبة، مما يشير إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وتكلفة الاقتراض.

وتكون معادلة الانحدار المقدرة للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الممثل هي:

$$Y = 0.069 - 0.005\ x_1 + 0.063x_2 - 0.002\ x_3 - 0.006\ x_4 + 0.016\ x_5$$

جدول رقم (6)

نتائج (ب) لنموذج الانحدار

بيـــان	معاملات الانحدار (B)	t	Sig.
ثابت الانحدار	.069	4.251	,000
المتغيرات المستقلة:			
التدفقات النقدية التشغيلية	,005 -	6.281-	,000
التدفقات النقدية الاستثمارية	,063	1.100	,281
التدفقات النقدية التمويلية	,002-	3.437-	,002
حجم الشركة	,006-	2.091-	,043
الرافعة المالية	,016	2.350	,026

المتغير التابع: تكلفة الاقتراض.

رابعًا- التوصيات:

في ضوء مشكلة الدراسة والنتائج التي تم التوصل إليها يوصي الباحث بما يلي:

1- توجيه إدارات الشركات نحو الاهتمام برفع كفاءة تدفقاتها النقدية، خصوصًا التدفقات النقدية التشغيلية والتمويلية، وكذا دعم مصادر التمويل الذاتي بغرض تحسين الرافعة المالية، والذي أثبت التحليل الإحصائي للدراسة علاقتها المهمة بتكلفة الاقتراض بحكم أهميتها، وذلك من أجل تخفيض هذه التكلفة، وبالتالي رفع ربحية الشركات وتعظيم قيمتها، مع ضرورة مراعاة درجة أهمية كل متغير منها بالنسبة لتكلفة الاقتراض وذلك حسبما بين التحليل الإحصائي، حيث استحوذت التدفقات التشغيلية على الأهمية الكبرى في العلاقة ثم الرافعة المالية وأخيرا التدفقات التمويلية.

2- حث البنوك وجهات الإقراض الأخرى على الاستمرار في اتجاهها نحو تحديد سعر فائدة الإقراض في ضوء التدفقات النقدية، خاصة التدفقات النقدية التشغيلية والتمويلية والرافعة المالية للشركات المقترضة لثبوت صحة العلاقة بين هذه المتغيرات علميًا من خلال تلك الدراسة من جهة، ولتشجيع تلك الشركات على رفع كفاءة تدفقاتها النقدية وتحسين رافعتها المالية وبالتالي رفع ربحيتها وقيمتها السوقية من جهة أخرى.

3- إجراء مزيد من الأبحاث التي تتناول دراسة التدفقات النقدية، خصوصًا العوامل التي تؤثر فيها وتتأثر بها، نظرًا للأهمية الكبيرة التي تمثلها التدفقات النقدية بالنسبة للشركات ولمستخدمي القوائم المالية باعتبارها معيارًا رئيسًا في تقييم كفاءة السيولة لهذه الشركات والقدرة على سداد التزاماتها.

المراجع

أولاً– المراجع باللغة العربية:

- العمودي، آمال أحمد؛ وتوفيق عبد المحسن الخيال. (2011). "دراسة العلاقة بين نسب التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تحليلية على الشركات المساهمة السعودية"، ***مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة***، م 25، ع 2.
- كيسو، دونالد؛ جيرى ويجانت. (1999). ***المحاسبة المتوسطة: الجزء الثاني***، تعريب د. أحمد حامد حجاج. الطبعة العربية الثانية. الرياض: دار المريخ للنشر.
- وزارة الاستثمار. (2006). ***معايير المحاسبة المصرية***، معيار رقم (14) "تكلفة الاقتراض".
- وزارة الاستثمار. (2006). ***معايير المحاسبة المصرية***، معيار رقم (4) "قوائم التدفق النقدي".

ثانيًا– المراجع باللغة الأجنبية:

- Ahmed, Anwer S. and Others. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs, ***The Accounting Review***, October, Vol. 77, No. 4.
- Billings, Bruce K. and Richard M. Morton (2002). "The Relation between SFAS No. 95 Cash Flows from Operations and Credit Risk", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 29(5) & (6), June/July.
- Binsbergen, Jules H. Van; John R. Graham and Yang Jie. (2010). **"**The Cost of Debt", ***Journal of Finance***, Vol. 65, Issue 6.
- Charitou, Andreas and Colin Clubb. (1999). "Earnings, Cash Flows and Security Returns over Long Return Intervals: Analysis and UK Evidence", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 26(3) & (4), April/May.
- Charitou, Andreas and Nikos Vafeas. (1998). "The Association between Operating Cash Flows and Dividend Changes: An Empirical Investigation", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 25(1) & (2), January/March.
- Das, Somnath; Keejae Hong and Kyonghee Kim. (2013). **"**Earnings Smoothing, Cash Flow Volatility, and CEO Cash Bonus", ***The Financial Review***, 48.
- Dasgupta, Sudipto; Thomas H. Noe and Zhen Wang. (2011**). "**Where Did All the Dollars Go: The Effect of Cash Flow Shocks on Capital and Asset Structure", ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, Vol. 46, Issue 5, November.
- Doukas, John A.; Guo Jie (Michael); Bilei Zhou. (2011). 'Hot' Debt Markets and Capital Structure, ***European Financial Management***, Vol. 17, No.1.
- Eng, Li Li; Sandeep Nabar and Kiong Chng Chee. (2005). "The Predictive Value of Earnings, Cash flows and Accruals in the Period Surrounding the Asian Financial Crisis: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore and Thailand Hong Kong, Malaysia, Singapore and Thailand", ***Journal of International Financial Management and Accounting***, 16: 3.
- Francis, Bill; Iftekhar Hasan; Michael Koetter and Qiang Wu. (2012). "Corporate Boards and Bank Loan Contracting", ***The Journal of Financial Research***, Vol. XXXV, No. 4, Winter.
- Francis, Rick N. (2010). "The Relative Information Content of Operating and Financing Cash Flow in the Proposed Cash Flow Statement", ***Accounting and Finance***, 50.
- Garrod, Neil and Mahdi Hadi. (1998). "Investor Response to Cash Flow Information", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 25(5) & (6), June/July.
- Gul, Ferdinand A.**;** Zhou Gaoguang (Stephen**)** and Zhu Xindong (Kevin**).** (2013). "Investor Protection, Firm Informational Problems, Big N Auditors, and Cost of Debt around the World", ***A Journal of Practice & Theory***, Vol. 32, issue 3, Aug.
- Hanini, Eman and Modar Abdullatif. (2013). "Auditing the Statement of Cash Flows for Jordanian Public Listed Companies", ***International Journal of Business and Management***, Vol. 8, No. 4.

- Hasan, Iftekhar; Chool Park Jong and Qiang WU. (2012). "The Impact of Earnings Predictability on Bank Loan Contracting", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 39 (7) & (8), September/October.
- Kato, Hideaki Kiyoshi; Uri Loewenstein and Wenyuh Tsay. (2002). Dividend Policy, Cash Flow, and Investment in Japan", ***Pacific-Basin Finance Journal***, 10.
- Li, Chan**;** Yuan Xie and Jian Zhou. (2010). "National Level, City Level Auditor Industry Specialization and Cost of Debt", ***Accounting Horizons***: September, Vol. 24, No. 3.
- Neal, Arthur; Cheng Marco and Czernkowski Robert. (2010). Cash Flow Disaggregation and the Prediction of Future Earnings", ***Accounting and Finance***, 50.
- Orpurt, Steven F. and Yoonseok Zang. (2009). "Do Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings", ***The Accounting Review***, May, Vol. 84, No. 3.
- Pae, Jinhan and Sung-Soo Yoon. (2012). "Determinants of Analysts' Cash Flow Forecast Accuracy", ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***, 27(1).
- Robbins, Mark D. (2012). "Do Debt Levels Influence State Borrowing Costs", ***Public Administration Review***, Vol. 72, Iss. 4, July / August.
- Roberts, Gordon S. and Yuan Lianzeng (Edward). (2010). "Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing", ***Journal of Economics and Business***, Vol. 62.
- Sharma, Divesh S. and Errol R. Iselin. (2003). "The Relative Relevance of Cash Flow and Accrual Information for Solvency Assessments: A Multi-Method Approach", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 30 (7) & (8), September/October.
- Shenoy, Catherine and Paul D. Koch. (1996). **"**The Firm's Leverage-cash Flow Relationship", ***Journal of Impirical Finance***, 2.
- Shivakumar, Lakshmanan. (2006). "Accruals, Cash Flows and the Post-earnings-announcement Drift", ***Journal of Business Finance & Accounting***, 33(1) & (2), January/March.
- Shuto, Akinobu and Norio Kitagawa. (2011). "The Effect of Managerial Ownership on the Cost of Debt: Evidence From Japan", ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***, vol. 26, 3.

The Role of Cash Flows in Influencing the Cost of Borrowing In Egyptian Business Environment

Dr. Ehab Mohamed Abo Khzana

Accounting and Auditing Lecturer
Faculty of Commerce
Kafr El-Sheikh University
Arab Republic of Egypt

ABSTRACT

This research aims to study the role of cash flows in influencing the cost of borrowing in the Egyptian business environment, for the purpose of identifying whether the lenders take into account the efficiency of the cash flows of the borrowing companies as an indicator of their ability to pay when determining the lending rate. To achieve this goal, an Empirical study is conducted including a cross sectional analysis of a sample of three Shareholding companies which are listed in the Egyptian Stock Exchange, representing 11 sectors of the various activities during the period from 2004 to 2009. The independent variables of the study are confined to the three key elements of the cash flows; which are operating, investing and financing cash flows, in addition to the two control variables, namely; the size of the company and Leverage.

While the cost of borrowing represents the dependent variable, the four key variables of the study were measured through four ratios, which proposed to assess the efficiency of these variables. The multiple regression model has been used to test three hypotheses that were formulated for the relationship between the cash flows and the cost of borrowing. The study found several significant results: the existence of a strong inverse relationship between the operating cash flows and the cost of borrowing, and a medium inverse relationship between the financing cash flows and the cost of borrowing, while the results did not prove any relationship between the investing cash flows and the cost of borrowing.