



The Effect of Cash Conversion Cycle in the Market Value of Stock An Applied Study in Al-Kindi Company of Veterinary Vaccines

أثر دورة التحوّل النقدي في القيمة السوقية للسهم
دراسة تطبيقية في شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية
(*) حسنين فيصل حسن شومان

Abstract

The research aims at measuring and test the effect of cash conversion cycle of industrial company in the market value of its common stock in the financial market and recognizing the effect of subsidiary periods of this cycle in the market stock value. It has covered a period from (2004-2013) to complete the financial data required for measurement and analysis. This research adopts two hypotheses. The first hypothesis says, ((There is no statistically significant effect of cash conversion cycle of industrial company in the market value of its common stock in the financial market)). Whereas the second referred to ((There is no statistically significant effect of subsidiary periods of cash cycle (inventory conversion period, collection period, and payment period) in the market value of its common stock)). For the purpose of achieving the research goals and prove or refute the hypotheses validity, it has been applied to Al-Kindi Company of Veterinary Vaccines, which is listed in Iraqi Stock Exchange. The ready statistical program (SPSS.17) is used to analysis the financial data for the research variables, and by using the simple and multiple linear regression analysis as well as a number of statistical indicators and tests. The research has reached to:

- 1-There is a negative significant effect of cash conversion cycle of the research sample company in its market stock value as well as its contribution ratio raise in explanation of the change in market stock value in the study environment. Accordingly, the first hypothesis has been refuted.

- 2-There is a negative significant effect of inventory and collection periods of the research sample company on its market stock value and there is a statistically positive effect of payment period of the company on stock value. Based on these results, the second hypothesis has also been refuted.

The research ended with number of recommendations, the most important are:

- 1-It is necessary for the research sample company to take care of cash conversion cycle and continuing seeking to reduce it to a minimum possible time without damage of production processes and sales and credit rating of company. Through reducing the inventory conversion period, i.e., manufacturing and selling goods quickly, reducing collection period through accelerating of collecting process of accounts receivable, and decelerating accounts payable period by slowing down company payments of suppliers.

- 2- The investors should adopt the data and information regarding with company's cash cycle length and its subsidiary periods including other assessment indicators for the choosing among the common stocks traded in the market when entering the financial market to invest in common traded stocks.

- 3- Maximum benefit from given trade credit by suppliers (free spontaneous finance) without damage of credit standing of company through improving negotiation ability with suppliers companies and building long-term good relationships with them.

المستخلص:

يهدف البحث الى قياس وأختبار أثر دورة تحويل النقد للشركة الصناعية في القيمة السوقية لسهمها العادي في السوق المالية، والتعرف على أثر الفترات (المكونات) الفرعية لتلك الدورة في قيمة السهم السوقية. وتناول البحث فترة زمنية امتدت من (2004-2013)، لإكتمال بياناتها المالية اللازمة للقياس والتحليل، وتبنى البحث فرضيتين نصت الأولى على " عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لدورة تحويل النقد للشركة الصناعية في القيمة السوقية لسهمها العادي" ، على حين أشارت الثانية الى "عدم وجود أثر للفترات الفرعية للدورة النقدية (فترة تحويل المخزون، فترة التحصيل، وفترة الدفع) في القيمة السوقية لسهم الشركة ". ولغرض تحقيق أهداف البحث واثبات صحة أو رفض فرضيتيه فقد تم تطبيقه عملياً على شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وبالإستعانة بالبرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS.17) في تحليل البيانات المالية لمتغيرات البحث، وباستعمال تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد فضلاً عن عدد من المؤشرات والأختبارات الإحصائية توصل البحث الى :

1- وجود أثر معنوي سلبي للدورة النقدية للشركة عينة البحث في قيمة سهمها السوقية، فضلاً عن ارتفاع نسبة مساهمتها في تفسير التغير في قيمة السهم السوقية في بيئة الدراسة، وبناءً على ذلك فقد تم رفض الفرضية الأولى للبحث.

2- وجود أثر معنوي سلبي لفترتي تحويل المخزون والتحويل في قيمة السهم السوقية، و وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لفترة السداد (الدفع) للشركة عينة البحث على قيمة السهم في بيئة الدراسة، وبناءً على هذه النتائج فقد تم رفض الفرضية الثانية للبحث.

وأختتم البحث بمجموعة من التوصيات أهمها :

1- ضرورة اهتمام الشركة عينة البحث بدورة تحويل النقد ، والسعي المتواصل الى تقليصها الى أقل وقت ممكن من دون الإضرار بعمليات الإنتاج والمبيعات والترتيب الائتماني للشركة، وذلك من خلال تقليص فترة تحويل المخزون، بمعنى تصنيع وبيع السلع بسرعة ، وتقليص فترة التحصيل من خلال الإسراع في عملية تحصيل الحسابات المدينة، وإطالة فترة سداد الحسابات الدائنة بإبطاء مدفوعات الشركة للمجهزين.

2- على المستثمرين اعتماد البيانات والمعلومات المتعلقة بطول الدورة النقدية للشركة ، والفترات الفرعية لها ضمن مؤشرات التقييم الأخرى عند المفاضلة بين الأسهم العادية المتداولة في السوق ، وذلك عند دخول السوق المالية للإستثمار بالاسهم العادية المتداولة فيها.

3- الإستفادة القصوى من الإئتمان التجاري الممنوح من قبل المجهزين (الموردين)- والذي يمثل تمويلاً تلقائياً مجانياً- من دون الإضرار بالمركز الائتماني للشركة ، وذلك من خلال تحسين القدرة التفاوضية للشركة، مع الشركات الموردة (المجهزة) وإقامة العلاقات الطيبة طويلة الأجل معها.

المقدمة

تعد دورة تحويل النقد واحدة من الموضوعات غاية الأهمية في حقل مالية الشركات، إذ تمثل المعيار المتبع في قياس كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركة ، فضلاً عن أن إدارتها أمراً مهماً لتأمين السلامة المالية للشركة لإرتباطها بحاجة الشركة للتمويل وعملياتها الإنتاجية ومبيعاتها، ومن ثَمَّ انعكاس ذلك على سيولة وربحية الشركة.

وتكشف من مراجعة عدد من الأدبيات المالية المعاصرة النظرية والتطبيقية وبالأخص الاجنبية أن هنالك اهتماماً بالغاً بهذا الموضوع في البيئات الأخرى إلا أنه لم يجد أي اهتمام واضح على الصعيد المحلي لا على المستوى النظري ولا التطبيقي.

لذا يمثل هذا البحث أول مساهمة معرفية بهذا الموضوع في بيئة الدراسة على حد علم الباحث ، إذ يسعى البحث الى التعرف على طبيعة الأثر الذي تحدثه دورة تحويل النقد للشركة الصناعية ، والفترات الفرعية المكونة لها في القيمة السوقية لسهم الشركة العادي في السوق المالية ، والتي يُعد تعظيمها الهدف الأساس للإدارة المالية ، والمقياس لقيمة الشركة في السوق المالية لاسيما عندما تكون ممولة بالكامل بتمويل ممتلك ، إذ يصبح قيمتها بقيمة أسهمها ، وكما هو الحال بالنسبة للشركات الصناعية المساهمة العراقية⁽¹⁾ المدرجة في السوق ومن بينها الشركة عينة البحث. ولغرض الإحاطة بموضوع البحث فقد تم تقسيمه الى ثلاث مباحث خصص الأول لعرض منهجية البحث في حين كرس الثاني للإطار النظري العام للبحث. أمّا الثالث فقد خصص للجانب التطبيقي للبحث، أي لمناقشة نتائج التحليل والأختبار لمتغيرات البحث. وانتهى البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث

تتجسد مشكلة البحث بالإجابة على التساؤلات الآتية :

- هل أن لطول دورة التحول النقدي(الدورة النقدية) للشركة الصناعية تأثيراً في قيمة سهمها العادي في السوق المالية ؟.
- ما هي طبيعة تأثير الفترات (المكونات) الفرعية لدورة تحويل النقد على قيمة السهم السوقية للشركة الصناعية ؟.
- أي من عناصر (مكونات) الدورة النقدية للشركة لها التأثير الأكبر في قيمة السهم السوقية ؟.

ثانياً : أهداف البحث

- 1- التعرف على دورة التحول النقدي للشركات الصناعية.
- 2- قياس وأختبار أثر الدورة النقدية للشركة الصناعية في القيمة السوقية للسهم العادي في سوق العراق للأوراق المالية.
- 3- التعرف على أثر عناصر دورة تحويل النقد في قيمة السهم السوقية.
- 4- تحديد أي الفترات الفرعية لدورة التحول النقدي للشركة ذات التأثير الأكبر في القيمة السوقية للسهم في سوق العراق المالي.

ثالثاً : أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من كونه أول دراسة على الصعيد المحلي تسلط الضوء على هذا الموضوع الحيوي والمهم في حقل الإدارة المالية، إذ لم يلقى هذا الموضوع اهتماماً من قبل الباحثين والمؤلفين لا على المستوى النظري ولا التطبيقي في بيئة الدراسة . لذا يسعى هذا البحث إلى الكشف عن طبيعة الأثر الذي يحدثه طول الدورة النقدية للشركة الصناعية ومكوناتها الفرعية على قيمة سهمها العادي في السوق المالية، والتي يعد تعظيمها الهدف المعاصر والأكثر أهمية للإدارة المالية كونه المقياس لتعظيم ثروة مساهميها وقيمتها في السوق المالية ، ولا شك أن نتائج الدراسة التي سيتم التوصل إليها ستكون ذات أهمية للمهتمين في حقل التمويل وهم الباحثون، إذ يمكن أن يستفيدوا مما ستتوصل اليه الدراسة لإجراء بحوث ودراسات لاحقة توسع من دائرة التطبيق في شركات أخرى، والمدراء الماليون في التعرف على نقاط القوة والضعف في كل ما يتعلق بقرارات الإستثمار والتمويل وتحفيزهم على أخذ المتغيرات التي عالجتها

¹ - تعتمد الشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق المالي على التمويل الممتلك بإصدار الأسهم ورسملة الأرباح ولا تعتمد على التمويل المقترض

الدراسة بنظر الاعتبار وهم يتعاملون مع تلك القرارات، والمساهمون (المالكون) في التعرف على مدى وطبيعة تأثير المتغيرات التي تناولتها الدراسة على قيمة أسهمهم في السوق المالية، ومن ثمَّ ثروتهم المالية، والمستثمرين بتبصيرهم بالعوامل التي من شأنها أن تؤثر في عوائد إستثمارهم بالأسهم العادية فضلاً عن المتعاملين الآخرين في سوق الأوراق المالية.

رابعاً : فرضيات البحث

الفرضية الأولى للبحث

((لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لدورة التحول النقدي للشركة الصناعية في القيمة السوقية لسهمها العادي في السوق المالية))

الفرضية الثانية للبحث

((لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية للفترات الفرعية للدورة النقدية " فترة تحويل المخزون، فترة التحصيل، وفترة السداد " في القيمة السوقية لسهم الشركة)).

خامساً : الحدود المكانية والزمانية للبحث

لقد تم اختيار شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية ، وهي شركة مساهمة مختلطة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ميداناً عملياً للبحث ، لأنها تمثل البيئة الملائمة لتحليل الأثر بين متغيرات البحث كونها تعاني من زيادة طول الدورة النقدية ، وفي الوقت ذاته من التذبذب في سعر سهمها العادي في سوق العراق المالي. وشملت الفترة الزمنية التي خضعت للقياس والتحليل والأختبار عشرة سنوات أمتدت من (2004-2013) كونها السلسلة الزمنية المتاحة منذ تأسيس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المؤقت المرقم (74) في 2004/4/18 ، وافتتاح أعماله رسمياً في 2004/6/24 فضلاً عن إكمال بياناتها اللازمة للقياس والتحليل.

سادساً : مصادر بيانات البحث

اعتمدت المصادر العربية والأجنبية ذات العلاقة بموضوع البحث من كتب علمية متخصصة ، ورسائل وأطاريح جامعية فضلاً عن المواقع الإلكترونية لإغناء الجانب النظري للبحث. أما البيانات اللازمة للتحليل في الجانب التطبيقي للبحث ، وللفترة المبحوثة فقد استخلصت من واقع الكشوفات المالية الفرعية للشركة المبحوثة ، والمتمثلة بكشف المخزون ، كشف المدينون ، وكشف الدائنون ، زيادة على كشف الدخل ، والتي أخذت من التقارير السنوية المنشورة للشركة ، والمصادق عليها من قبل الجهات الرقابية المختصة. وبالنسبة لأسعار الأسهم العادية للشركة ، وللفترة المبحوثة فقد تم اقتباسها من النشرات السنوية لأسعار تداول الأسهم التي يصدرها سوق العراق للأوراق المالية.

سابعاً : قياس متغيرات البحث

- 1- طول الدورة النقدية : ويمثل المتغير المستقل الأول للبحث ، وقد تم حسابه باستخدام المعادلة الآتية :
طول الدورة النقدية = فترة تحويل المخزون + فترة التحصيل - فترة السداد
- 2- فترة تحويل المخزون : وهي المكون الأول للدورة النقدية ، وتمثل المتغير المستقل الثاني للبحث ، وقد حُسبت بتطبيق المعادلة الآتية :
فترة تحويل المخزون = متوسط المخزون / كلفة البضاعة المباعة * 360
- 3- فترة التحصيل : وتمثل المكون الثاني لدورة التحول النقدي ، وهي المتغير المستقل الثالث للبحث ، وقد تم حسابها باستخدام المعادلة الآتية :
فترة التحصيل = متوسط الحسابات المدينة / المبيعات الأجلة * 360
- 4- فترة السداد : وهي الجزء الثالث والأخير للدورة النقدية ، وتمثل المتغير المستقل الرابع للبحث ، وقد حُسبت بتطبيق المعادلة الآتية :
فترة السداد = متوسط الحسابات الدائنة / المشتريات الأجلة * 360

5- القيمة السوقية للسهم : وتمثل المتغير التابع للبحث ، وتعني سعر السهم العادي للشركة في سوق العراق للأوراق المالية ، وقد تم اعتماد معدل السعر السنوي للسهم في البحث ، والذي يحسب وفقاً للتقارير السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية كما يلي :

معدل السعر السنوي للسهم = حجم التداول / عدد الأسهم المتداولة

ثامناً : الأساليب والمؤشرات الإحصائية المستخدمة في البحث

لغرض تحقيق أهداف البحث وأثبتت أو رفض صحة فرضيته باختبارها تم تحليل البيانات المالية لمتغيرات البحث، والمعرضة في الجداول (1) و(2) و(3) و(4) و(5) في ملحق البحث بالإستعانة بالبرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS.17)، وباستخدام الأساليب والمؤشرات الإحصائية الآتية :

- 1- تحليل الارتباط الخطي البسيط : وهو أسلوب إحصائي لقياس قوة ونوع العلاقة الخطية بين المتغير المستقل (X) والمتغير المعتمد (Y). وقد استخدم لقياس علاقة الارتباط بين دورة التحول النقدي والقيمة السوقية للسهم.
- 2- تحليل الانحدار الخطي البسيط : وهو أسلوب إحصائي لتحديد ما اذا كان المتغير المستقل يؤثر في المتغير التابع. اذ يحاول تفسير التغير الذي يحدث في المتغير المستجيب على أساس انه ناتج عن التغير الذي يحدث في المتغير المستقل. وقد استخدم لقياس أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة للبحث في المتغير التابع.
- 3- تحليل الانحدار المتعدد : وهو أسلوب إحصائي لقياس أثر مجموعة من المتغيرات المستقلة في المتغير التابع. وقد استخدم لتقدير أثر الفترات الفرعية للدور النقدية للشركة عينة البحث بوصفها متغيرات مستقلة في القيمة السوقية لسهمها العادي في السوق.

4- اختبار T : تُستعمل إحصاءه (t) لإختبار معنوية الأثر بين المتغير المستجيب والمتغير المستقل واستناداً الى هذا الاختبار يتم مقارنة قيمة (t) المحسوبة بقيمتها الجدولية (t_0) , فإذا كانت قيمة (t) المحسوبة عند مستوى دلالة (5%) أكبر من قيمتها الجدولية, فإن نتيجة المقارنة توضح وجود أثر معنوي بين المتغيرين وتقبل فرضية البحث، والعكس صحيح.

5- معامل التحديد R^2 : وهو مؤشر إحصائي يقيس ويفسر نسبة التغير في المتغير المعتمد (Y) التي تعزى الى التغير في المتغير المستقل (X) أو المتغيرات المستقلة فإذا كان قريباً من الواحد الصحيح يعني أن التغير في المتغير أو المتغيرات المستقلة يفسر الجزء الأكبر من التغير في (Y), ويقاس معنوية معادلة (نموذج) الانحدار.

6- معامل التحديد المعدل (R^2) : ويقاس القوة التفسيرية للنموذج مع الأخذ بنظر الاعتبار درجات الحرية، أي النقص الحاصل في درجات الحرية.

7- اختبار F : وهو اختبار كلي لنموذج الانحدار، وذلك بمقارنة إحصاءه (F) المحسوبة بقيمتها الجدولية (F_0)، ولمستوى دلالة (1%) فعندما تكون (F) المحسوبة أكبر من (F_0) الجدولية فهذا مؤشر نهائي لجودة النموذج (معنوية النموذج).

7- اختبار دربن واتسن (D.W) : يستخدم للتأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي.

8- اختبار كلاين (Klein Test) : يستخدم للتأكد من خلو النموذج من مشكلة التعدد الخطي.

المبحث الثاني

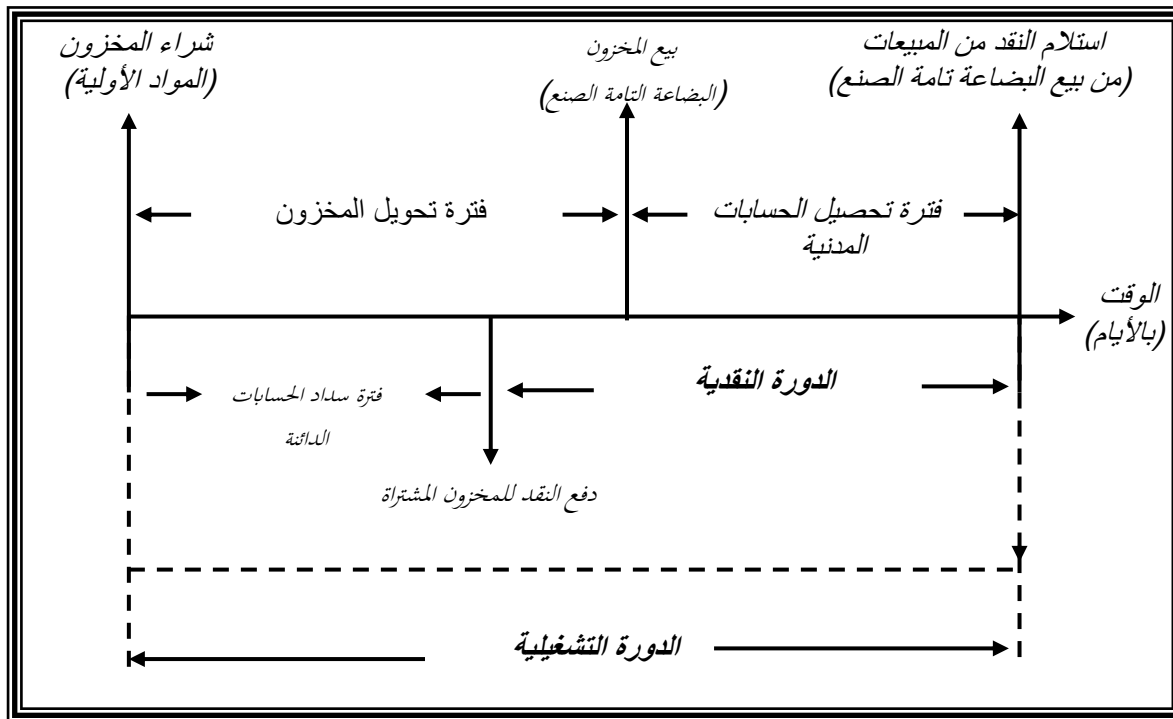
الخلفية النظرية العامة للبحث

أولاً : الأساسيات المعرفية لدورة التحول النقدي

1- مفهوم دورة التحول النقدي، حسابها، أهميتها

يشير مصطلح الدورة النقدية (Cash Cycle)، أو دورة تحويل (تحوّل) النقد (Cash Conversion Cycle) كما تُسمّى أيضاً إلى الوقت المنقضي بين دفع وتحصيل نقدية الشركة (en.wikipedia.org)، وتُعرّف هذه الدورة بأنها الوقت الذي تأخذه الشركة لتحويل إستثماراتها في المخزون والمدخلات الأخرى إلى نقد، بمعنى آخر هي تقيس مقدار الوقت لكل دينار موظف في مدخلات الإنتاج وعملية البيع قبل تحويله إلى نقد من خلال البيع للزبائن (www.myaccountingcourse.com)، أي تقيس الفترة الزمنية (طول الوقت) من الوقت الذي تدفع به

الشركة النقد لشراء المواد الأولية والعمل إلى الوقت الذي تُحصَّل به النقد من بيع البضاعة تامة الصنع (المنتج النهائي)(www.investorwords.com)(en.wikipedia.org).
وتبدأ دورة التحول النقدي في أي شركة صناعية بشراء المواد الأولية والحصول على العاملين، ثم تصنيع المنتج النهائي، وبيع البضاعة التامة الصنع، والحصول على الإيرادات النقدية من المبيعات، وتحصيل الحسابات المدينة، وفي مرحلة معينة من الدورة يتم دفع الحسابات الدائنة (الجوري، 1996:10)، وكما موضح في الشكل (1) فإن هذه الدورة تمثل عدد الأيام المنقضية قبل تحصيل الشركة للنقد من البيع، والمقاسة من لحظة الدفع فعلياً للمخزون (Ross,et.al,2007:568)، فهي تساوي طول الوقت بين النفقات النقدية الفعلية التي تدفعها الشركة للمدخلات الإنتاجية (المواد الأولية والعمل) ومتحصلاتها النقدية من بيع المنتجات، أي طول الوقت بين الدفع للعمل والمواد الأولية والتحصيل للحسابات المدينة، ومن ثمَّ فإنَّ هذه الدورة تساوي متوسط طول الوقت المستغرق لكل دينار في الموجودات المتداولة قبل تحويله إلى نقد. (Brigham and Ehrhardt,2005:745)



Source: Ross, Stephen A., WesterField, Randolph W., and Jordan, Bradford D., "Fundamentals of Corporate Finance", 8th.ed. New York: McGraw – Hill/ Irwin, 2008. p.628

الشكل (1)

الدورة النقدية في شركة صناعية

وتعتمد دورة التحول النقدي على الدورة التشغيلية (Operating Cycle) للشركة، وهي الفترة الزمنية الممتدة من تاريخ البدء بعملية الإنتاج (استخدام مدخلات الإنتاج من مواد وعمال في العملية الإنتاجية) حتى تاريخ الحصول على النقد من بيع المنتج النهائي (راضي، 2009:23)(Gitman, 2000: 663).
وتتكون الدورة التشغيلية من مكونين (فترتين) أساسيين هما : فترة تحويل المخزون وفترة تحصيل الحسابات المدينة. وتُحسب وفقاً للمعادلة الآتية : (Ross,et.al,2008:627)

الدورة التشغيلية = فترة تحويل المخزون + فترة تحصيل الحسابات المدينة

أمَّا دورة تحويل النقد فتحسب كما يلي : (Ross, et.al, 2007:569)

دورة تحويل (تحوّل) النقد = الدورة التشغيلية – فترة سداد الحسابات الدائنة

أو كما في المعادلة الآتية : (Brigham and Ehrhardt, 2005:745)

دورة تحويل النقد = فترة تحويل المخزون + فترة تحصيل الحسابات المدينة – فترة سداد الحسابات الدائنة
وتبرز أهمية دورة تحويل النقدية في كونها المعيار المتبع في قياس كفاءة إدارة رأس المال العامل، إذ أن طول هذه الدورة يعني زيادة الاستثمار في رأس المال العامل (Deloof, 2003:1) فضلاً عن أن زيادة هذه الدورة يُدلّل على تعرض الشركة لازمات في السيولة النقدية لبطء سيولة عناصر الموجودات المتداولة (راضي، 2009: 21) كما أن ربحية الشركة تنخفض أيضاً مع طول هذه الدورة لاسيما إذا ما ارتفعت كلفة الاستثمار في رأس المال العامل بصورة أسرع من المنافع المتحققة من الاحتفاظ بكميات كبيرة من المخزون السلعي و/أو التوسع في الائتمان التجاري الممنوح إلى زبائن الشركة. بيد أن زيادة فترة تحويل النقدية ربما تؤدي إلى زيادة الربحية من خلال زيادة المبيعات (راضي، 2009: 11).

أنّ التغيرات في دورة تحويل النقد للشركة غالباً ما تراقب كمقياس تحذير مبكر Early Warning Measure، فالدورة الطويلة يمكن أن تؤثر أن للشركة مشاكل في تحويل المخزون أو التحصيل لحساباتها المدينة، وهذه المشاكل يمكن إخفاءها من قبل الشركة على الأقل جزئياً بزيادة فترة سداد الحسابات الدائنة (Ross, et.al, 2008:632).
لذا أنّ هدف الإدارة المالية ينبغي أن يكون هو تقليص دورة تحويل النقد بقدر الإمكان من دون أن يؤدي ذلك إلى إيداء أو تدهور عمليات الإنتاج والمبيعات والإرباح كون ذلك سيزيد من قيمة الشركة، لأن دورة التحول النقدي الأقصر تعني صافي رأس المال التشغيلي المطلوب الأقل، والتدفق النقدي الحر⁽²⁾ الأكبر (Brigham and Ehrhardt, 2005:746). إذ أن قلة متطلبات رأس المال العامل تقود إلى قلة الحاجة إلى التمويل، ومن ثمّ قلة كلفة رأس المال وتوفير المزيد من النقد إلى المساهمين ولكن من جانب آخر، ربما تؤدي قلة رأس المال العامل إلى خسارة جزء من المبيعات وهذا مما يؤثر على ربحية الشركة (راضي، 2009: 19-20).
ويمكن تقليص دورة تحويل النقد من خلال تقليص فترة تحويل المخزون، بمعنى تصنيع وبيع السلع بسرعة أكبر، وتقليص فترة التحصيل، أي من خلال الإسراع في عملية تحصيل الحسابات المدينة، وإطالة فترة سداد الحسابات الدائنة بإبطاء مدفوعات الشركة (Brigham and Ehrhardt, 2005:746) (الجبوري، 1996: 13).

2- مكونات (عناصر) دورة التحول النقدي

بناءً على ما سبق عرضه ، فإن الدورة النقدية للشركة الصناعية تتضمن ثلاث فترات زمنية (مكونات) فرعية هي:
أ- فترة تحويل المخزون : وهي متوسط طول الوقت المطلوب لتحويل المواد الأولية إلى سلع تامة الصنع ، ثمّ بيع هذه السلع (Brigham and Ehrhardt, 2005:744) (النعمي وآخرون، 2007: 242)، وتفيد هذه الفترة في معرفة مدى ملائمة حجم الإستثمار في المخزون السلعي، وفي معرفة عدد الأيام التي تحتاجها الشركة لبيع ما لديها من بضائع، كما تفيد في معرفة معدل الأيام التي تبقى فيها البضاعة في مستودعاتها قبل بيعها وتحويلها إلى حسابات مدينة، ومن ثمّ إلى نقد يتدفق إلى الشركة (عقل، 2006: 322). وتحسب هذه الفترة كالآتي: (Brigham and Ehrhardt, 2005:744)

فترة تحويل المخزون = المخزون / المبيعات ÷ 365⁽³⁾

وتحسب هذه الفترة أيضاً كالآتي : (النعمي وآخرون، 2007: 242) (النعمي والتميمي، 2008: 200)

فترة تحويل المخزون = المخزون / كلفة البضاعة المباعة ÷ 360

(2) - التدفق النقدي الحر = صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة – صافي الإستثمار في رأس المال التشغيلي (العامل)

(Brigham and Ehrhardt, 2005:447).

(3) - أن السنة المالية التي يستخدمها معظم المالبين هي (365) يوماً ، ومع ذلك يستخدم بعض المحللين المالبين (360) يوماً (Brigham and Ehrhardt, 2005:447).

والسبب في استعمال كلفة البضاعة المباعة بدلاً من المبيعات هو أن الأخيرة تُحدّد بأسعار السوق في حين أن المخزون يقيم بالكلفة (كلفة الشراء)، ولذلك يفضل استعمال كلفة البضاعة المباعة بدلاً عنها (Brigham and Ehrhardt, 2005:447)

كما يمكن حساب هذه الفترة، والحصول على نفس نتيجة المعادلة أعلاه باستعمال المعادلة الآتية: (هندي، 2004: 79) (Cornett, et.al, 2009:72)

فترة تحويل المخزون = المخزون / كلفة البضاعة المباعة * 360

وتحسب هذه الفترة كذلك كالآتي : (عقل، 2006: 321-322) (راضي، 2009: 23)

فترة تحويل المخزون = متوسط المخزون / كلفة البضاعة المباعة ÷ 365

فترة تحويل المخزون = متوسط المخزون / كلفة البضاعة المباعة * 360

والسبب في استعمال متوسط المخزون هو أن المبيعات تحدث خلال السنة بينما يدرج المخزون في ميزانية الشركة في نهاية السنة المالية ولهذا السبب فإن الأفضل استعمال متوسط⁽⁴⁾ المخزون لاسيما إذا كانت طبيعة أعمال الشركة موسمية أو إذا كان هنالك ارتفاع أو انخفاض قوي في اتجاه المبيعات خلال السنة (Brigham and Ehrhardt, 2005:447-448).

كما يمكن حساب فترة تحويل المخزون، والحصول على نفس نتيجة المعادلة السابقة كالآتي: (Ross, et.al, 2008:630)

فترة تحويل المخزون = 365 / دوران المخزون

دوران المخزون = كلفة البضاعة المباعة / متوسط المخزون

وبشكل عام، أن انخفاض فترة تحويل المخزون ربما يعني واحداً أو أكثر من الاحتمالات الآتية وهي:

- كفاءة الشركة في إدارة المخزون
- الجودة العالية للسلع المصنعة وكفاءة النشاط الإنتاجي
- إمتلاك الشركة أنشطة تسويقية فعالة.
- انخفاض حجم الأموال المستثمرة بالمخزون
- أمّا ارتفاع هذه الفترة فقد يعني أيضاً واحداً أو أكثر من الاحتمالات الآتية وهي :
- عدم الكفاءة في إدارة المخزون
- وجود بضائع تالفة أو متقادمة وغير قابلة للتسويق في مخازن الشركة
- ضعف قدرة الأنشطة التسويقية المستخدمة من قبل الشركة
- زيادة غير مبررة في حجم الإستثمار بالمخزون

ب - فترة تحصيل الحسابات المدينة : وهي متوسط طول الوقت المطلوب لتحويل حسابات الشركة المدينة إلى نقد، أي تحصيل النقد بعد البيع (Brigham and Ehrhardt, 2005:744) (النعيمة والتميمي، 2008: 201)، بمعنى آخر، هي تمثل متوسط الوقت الذي يجب أن تنتظره الشركة بعد القيام بالبيع قبل أستلام النقد، أي عدد الأيام التي على الشركة أنتظارها لحين قبض ثمن مبيعاتها الآجلة نقداً (عقل، 2006: 318) وتدعى هذه الفترة أيضاً " أيام المبيعات الغير مسددة " (Days Sales Outstanding). وكذلك تُسمّى متوسط فترة التحصيل (Average collection period) (Brigham and Ehrhardt, 2005:448)، وتحسب كالآتي: (Brigham and Ehrhardt, 2005:744)

فترة تحصيل الحسابات المدينة = الحسابات المدينة / المبيعات ÷ 365

وتحسب هذه الفترة كما يلي: (النعيمة وآخرون، 2007: 242) (النعيمة والتميمي، 2008: 200)

فترة تحصيل الحسابات المدينة = الحسابات المدينة / المبيعات الآجلة ÷ 360

(4) - يحسب متوسط المخزون بجمع الأرقام الشهرية خلال السنة واتقسيم على (12) ، وفي حالة عدم توفر البيانات بشكل شهري فيمكن حساب متوسط المخزون بإضافة المخزون بداية الى مخزون نهاية السنة والتقسيم على (2) (Brigham and Ehrhardt, 2005:447)

ويمكن حسابها والوصول إلى نفس النتيجة أعلاه باستخدام المعادلة الآتية: (Cornett,et.al,2009:72)
 (الزبيدي،2008:127)(راضي،2009:22) (هندي،2004:77)
 فترة تحصيل الحسابات المدينة = الحسابات المدينة / المبيعات الآجلة * 360
 أن استخدام المبيعات الآجلة بدلاً من المبيعات في مقام المعادلة يرجع إلى أن المبيعات الآجلة هي مصدر الحسابات المدينة للزبائن وبذلك تتحقق وحد القياس للبسط والمقام (هندي،2004:78).
 كما تحسب هذه الفترة أيضاً بتقسيم متوسط الأرصدة المدينة على المبيعات الآجلة اليومية وكما يلي :
 (www.gulfbase.com) (عقل،2006:318-319)
 فترة تحصيل الحسابات المدينة = متوسط الحسابات المدينة / صافي المبيعات الآجلة ÷ 365
 فترة تحصيل الحسابات المدينة = متوسط الحسابات المدينة / صافي المبيعات الآجلة * 360
 ويمكن حساب هذه الفترة والحصول على نفس نتيجة المعادلة أعلاه كالاتي: (Ross,et.al,2008:630) (آل شبيب،2007:89).

فترة تحصيل الحسابات المدينة = 365 / دوران الحسابات المدينة
 دوران الحسابات المدينة = المبيعات الآجلة / متوسط الحسابات المدينة
 أن ارتفاع فترة التحصيل ، تؤشر حالة التباطؤ في سرعة تحويل أرصدة الحسابات المدينة الى النقدية وقد يعزى ذلك إلى خلل أما في سياسة منح الائتمان (إطالة مدة الائتمان التجاري بأكثر من السقوف الزمنية المعتادة أو منحه لزبائن غير قادرين على السداد) ، أو خلل في سياسة التحصيل (ضعف متابعة الزبائن ، أو ضعف اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة للضغط على الزبائن لحملهم على سداد ما بذمتهم من ديون) ، أو في السياستين معاً (راضي،2009:21).
 ومن جانب آخر ، أن انخفاض هذه الفترة ، ربما يدل على اتباع الشركة سياسات تحصيل صارم ، وتقيد نسب الائتمان التجاري الممنوح للزبائن ، وهذا من شأنه يخفض حجم التدفقات النقدية ، وأن أتباع مثل هذه السياسات الصارمة في تحصيل الديون تقضي الى خسارة جزء من المبيعات، ومن ثمَّ انخفاض الأرباح.
 3- فترة سداد (دفع) الحسابات الدائنة: وهي متوسط طول الوقت بين شراء المواد الأولية والعمل والدفع الأجل عند استلامها إلى حين الدفع نقداً (Brigham and Ehrhardt, 2005:745) (en.wikipedia. org)، بعبارة أخرى، هي الفترة الزمنية التي تحصل عليها الشركة من الموردين التجاريين حتى يتم سداد ثمن المشتريات الآجلة (راضي،2009:23). وتحسب هذه الفترة بقسمة الحسابات الدائنة على المشتريات الآجلة اليومية وفقاً للصيغة الآتية: (Brigham and Ehrhardt,2005:745)

فترة سداد الحسابات الدائنة = الحسابات الدائنة / المشتريات ÷ 365
 وتحسب أيضاً كالاتي: (هندي،2004:79) (راضي،2009:23) (Rahemanand Nasr,2007:284)
 فترة السداد = الحسابات الدائنة / المشتريات الآجلة * 360
 وتحسب باستخدام متوسط الحسابات الدائنة كما يلي: (عقل،2006:326)
 فترة السداد = متوسط الحسابات الدائنة / المشتريات الآجلة * 360
 وتحسب هذه الفترة باستعمال كلفة البضاعة المباعة بدلاً من المشتريات وعلى الشكل الآتي: (النعمي وآخرون، 2007:243) (النعمي والتميمي،2008:201) (Brigham and Ehrhardt,2005:745)
 فترة سداد = الحسابات الدائنة / كلفة البضاعة المباعة ÷ 360
 وتحسب أيضاً باعتماد متوسط الحسابات الدائنة كما يلي: (www.gulfbase.com)
 فترة سداد الحسابات الدائنة = متوسط الأرصدة الدائنة / كلفة البضاعة المباعة ÷ 365
 كما يمكن حسابها ، والحصول على نفس نتيجة المعادلة أعلاه كالاتي: (Ross, et.al,2008:631)
 فترة سداد الحسابات الدائنة = 365 / دوران الحسابات الدائنة
 دوران الحسابات الدائنة = كلفة البضاعة المباعة / متوسط الحسابات الدائنة
 أن ارتفاع هذه الفترة مؤشر على حصول الشركة على تسهيلات جديدة أو مدى أطول للوفاء ولكن قد يكون مؤشراً على مشكلة سيولة أدت بالشركة الى التأخير في دفع التزاماتها (عقل،2006:326).

ثالثاً : القيمة السوقية للسهم

وهي القيمة التي تتداول بها الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية ، وتتمثل بالسعر الذي يحدده البائعون والمشترون عند المتاجرة بالأسهم(العامري،2010:476)، إذ تُحدّد هذه القيمة من تفاعل قوى العرض والطلب على أسهم الشركة في السوق المالية ، وتعكس هذه القيمة ما يمكن ان يدفعه المستثمر فعلياً مقابل الحصول على السهم العادي في سوق الأوراق المالية(النصار،2002: 29).

ومن مراجعة الأدبيات المالية المعاصرة يتضح أن الهدف الأساس للإدارة المالية ، والذي ينبغي أن توجه نحوه معظم قراراتها المالية هو تعظيم القيمة السوقية للسهم في السوق المالية(حداد،2009:20) ويقصد بتعظيم القيمة السوقية للسهم زيادة سعر سهم الشركة العادي في السوق المالية (حداد،2009:19)، فسعر السهم السوقي هو أفضل مقياس لقيمة الشركة (النعيمي وآخرون،2007:32). إذ تعبر أسعار الأسهم العادية المتداولة في السوق المالية، وفي معظم ادبيات الادارة المالية عن قيمة الشركة ،لاسيما عندما تكون ممولة بالكامل بتمويل ممتلك، إذ يصبح قياس قيمتها من خلال قيمة اسهمها العادية في السوق المالية(شومان،2012: 55).

لذا ينبغي على المدراء الماليين أن يركزوا على قيمة (سعر) سهم الشركة في السوق المالية كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين، ويعزى السبب في ذلك هو أن هذه الاسعار تعكس نتائج تقويم السوق للعوائد المتوقعة للشركة خلال الزمن وللمخاطرة المصاحبة لهذه العوائد فضلاً عن عوامل أخرى كثيرة (العامري،2007:27).

وتتغير العوامل التي تحدد القيمة السوقية للسهم باستمرار، لذا فان هذه القيمة لا تتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت لآخر، وتكون التنبؤات حول قيم الأسهم السوقية عادةً مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق ، وهي تختلف من شخص لآخر. وعليه فأن هذا الاختلاف يكون سبباً في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية. وتعتمد تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين في الأوراق المالية على عوامل عدة منها ربحية الشركة ومقدار الأرباح المتوقع توزيعها، والحالة الإقتصادية العامة ومعدلات التضخم وأسعار الفائدة (عقل،2009: 110). وعادةً ما يداخل هذه التوقعات عنصر الاشاعات وعدم اعتمادها على التحليل السليم فضلاً عن عوامل أخرى كحجم الطلب والعرض على الأسهم والظروف العامة السائدة في السوق(شومان،2012: 56)

المبحث الثالث

الجانب التطبيقي للبحث

أولاً : نبذة مختصرة عن شركة الكندي لأنتاج اللقاحات

تأسست الشركة بموجب شهادة التأسيس المرقمة م/س/2641 في 10/1/1990 الصادرة عن دائرة مسجل الشركات بموجب إجازة التأسيس المرقمة 19698 في 19/9/1990 وفق المادة الرابعة من قانون الاستثمار الصناعي للقطاعين المختلط والخاص رقم(115) لسنة 1983 الصادر عن وزارة الصناعة بإنتاج اللقاحات والمواد البيطرية ، وقد باشرت أعمالها بتاريخ 5/2/1990، وهي خاضعة لأحكام قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 المعدل(التقرير السنوي للشركة لعام2008: 1)

وهي شركة مساهمة مختلطة بنسبة (29.37%) للقطاع العام(وزارة الصناعة والمعادن والمصرف الزراعي والشركة العامة للتجهيزات الزراعية) والباقي للقطاع الخاص، وتعد الشركة الوحيدة في القطر في أنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية ولذلك فلها أهمية كبيرة في مجال صيانة الثروة الحيوانية ودعم الإقتصاد الوطني باعتبار الثروة الحيوانية جزء أساس ومهم في مجال توفير الأمن الغذائي(دليل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية،2008: 77).

بلغ رأس مال الشركة عند تأسيسها (15) مليون دينار واصبح رأس المال بعد الزيادة السنوية الحاصلة فيه بمقدار (4500) مليون دينار لغاية 31/12/2013 ، ودرجت الشركة في سوق العراق للأوراق المالية لتداول أسهمها في 2004/07/25.

تجهز الشركة (95%) من اللقاحات المنتجة الى الشركة العامة للبيطرة لتنفيذ خططها الوقائية وحماية الثروة الحيوانية من الأمراض التي تفتك بها فضلاً عن قيامها بتجهيز العيادات البيطرية والمكاتب والمربين وأصحاب الحيوانات (www.ikhnews.com).

وتهدف الشركة الى المساهمة في دعم الإقتصاد الوطني من خلال نشاطها في توفير اللقاحات الوقائية من الأمراض لحماية الثروة الحيوانية وحماية الصحة العامة من الأمراض المشتركة . ومن أجل تحقيق أهدافها تسعى الشركة الى إنتاج اللقاحات والمستحضرات البايولوجية والأدوية البيطرية لسد حاجة المريض ، وكذلك تسعى لأجراء البحوث والدراسات وتبادل الخبرات مع الجهات العلمية الأخرى في مجال إنتاج اللقاحات وتسويقها وتسهيل مهمة السيطرة على الأمراض. أن الشركة تنتج نوعين رئيسيين من اللقاحات هما: (دليل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، 2008: 77).

أ- اللقاحات البكتيرية : وتشمل

- لقاح الجمرة الخبيثة : يستخدم لوقاية الاغنام والماعز من مرض الجمرة الخبيثة.
- لقاح الجمرة العرضية : يستخدم لوقاية الابقار والجاموس من مرض الجمرة العرضية.
- لقاح عفونة الدم النزفية : يستخدم لوقاية الابقار والجاموس من مرض عفونة الدم النزفية.
- لقاح كو بغداد : يستخدم لوقاية الاغنام ضد التسمم المعوي.

ب - اللقاحات الفيروسية : وتتضمن

- لقاح نيوكاسل : يستخدم لوقاية الدجاج من مرض النيوكاسل.
- لقاح الكمبورو : يستخدم لوقاية الدجاج من مرض الكمبورو.
- لقاح جدري الدجاج : يستخدم لوقاية الدجاج من مرض جدري الدجاج.
- لقاح جدري الاغنام : يستخدم لوقاية الاغنام من مرض جدري الاغنام.
- السلاين : يستخدم لحل اللقاحات (جدري الاغنام والدجاج).

ثانياً : مناقشة نتائج التحليل والأختبار

1- نتائج تحليل أثر دورة التحول النقدي في القيمة السوقية للسهم

يبين الجدول (1) نتائج تحليل أثر طول دورة التحول النقدي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية على القيمة السوقية لسهمها العادي في سوق العراق للأوراق المالية وللفترة المدروسة (2004- 2013)، وقد تم إجراء التحليل الإحصائي لتقدير أثر المتغير المستقل (X) المتمثل بدورة تحويل النقدية والمتغير التابع (Y) المتمثل بقيمة السهم السوقية باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط، وبالإعتماد على بيانات المتغيرين والمعروضة في الجدولين (1) و(5)، والمرفقة في ملحق البحث باستخدام البرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS.17). ومن ملاحظتنا لنتائج التحليل يتضح أن هنالك أثر سلبي (عكسي) لطول دورة تحويل النقدية للشركة عينة البحث في القيمة السوقية للسهم العادي ، إذ أن زيادة طول دورة تحويل النقدية للشركة بمقدار وحده واحد، أي ليوم واحد يؤدي الى انخفاض قيمة سهم الشركة في السوق المالية بمقدار (0.043-). دينار، وذلك من خلال تقدير معامل الانحدار (b1) المقياس لتلك العلاقة ، وقد عزز هذه النتيجة القيمة العالية جداً لمعامل الارتباط بين المتغيرين (R)، والتي بلغت (91.7 %)، وأن إشارة معلمة النموذج المقدرة تتفق مع منطق النظرية المالية.

أما معامل التحديد (R^2) الذي يقيس نسبة التغير في القيمة السوقية للسهم الناشئة عن التغير في طول الدورة النقدية للشركة فقد بلغ (84 %)، وهذا يعني أن (84 %) من التغير في القيمة السوقية للسهم يعزى الى التغير في طول دورة تحويل النقد للشركة، والنسبة المتبقية والبالغة (16 %) تعود الى عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج المقدر، وهذا ما عززته قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) والبالغة (82 %).

وبينت نتائج الاختبار باستخدام إحصاءة (t) معنوية الأثر عند مستوى دلالة (0.01)، اذ بلغت قيمة (t) المحسوبة (6.504 -) وهي أعلى بكثير من قيمتها الجدولية (t_0) البالغة (3.355)، مما يعني رفض الفرضية الاولى للبحث (فرضية العدم) وقبول الفرضية البديلة.

الجدول (1)

نتائج تحليل أثر طول دورة التحول النقدي على القيمة السوقية للسهم العادي

Estimates	Coefficients	Se	T	Sig	R	Tests of Model
Constant	8.427	.908	9.283	.000	R = 91.7 %	R² = 84 %
X1	- .043	.007	- 6.504	.000		R⁻² = 82 %
F _{0.01,1,8} = 11.26 t _{0.01,8} = 3.355						F = 42.308
						Sig. = .000

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي باستخدام البرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS)

2- نتائج تحليل أثر المكونات الفرعية لدورة التحول النقدي في القيمة السوقية للسهم

يلخص الجدول (2) نتائج تحليل أثر الفترات (المكونات) الفرعية لدورة تحويل النقدية للشركة عينة البحث (فترة تحويل المخزون (X1)، فترة تحصيل الحسابات المدينة (X2)، وفترة سداد الحسابات الدائنة (X3)) في القيمة السوقية للسهم (Y)، ولغرض تقدير أثر المتغيرات المستقلة أعلاه في قيمة السهم فقد تم إجراء التحليل الإحصائي للبيانات المالية للمتغيرات والمعروضة في الجداول (2)، (3)، (4) و (5) في ملحق البحث باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وبالإستعانة بالبرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS.17)، ومن مطالعنا لنتائج التحليل أتضح أن فترتا تحويل المخزون وتحصيل الحسابات المدينة يؤثران تأثيراً سلبياً (عكسياً) في القيمة السوقية لسهم الشركة في سوق العراق المالي، إذ بلغت قيمة معاملات الانحدار المقدرة لكل منهما (-0.026) و (-0.056) على التوالي، وهذا يعني أن زيادة فترتا تحويل المخزون وتحصيل الحسابات المدينة للشركة عينة البحث بمقدار وحدة واحدة، أي ليوم واحد يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق بمقدار (0.026) و (0.056) دينار على التوالي، وتشير أشارات المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرين المستقلين أتفاقها مع منطق النظرية المالية. وتبين من نتائج الاختبار باستخدام أحصاء (t) معنوية الأثر عند مستوى دلالة (0.10)، إذ بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعلمتي النموذج (-1.986، 2.013) على التوالي مقارنة بقيمتها الجدولية (t_0) والبالغة (1.943).

واتضح من نتائج التقدير أيضاً وجود أثر معنوي إيجابي (طردي) لفترة السداد (الدفع) في القيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة (0.05) إذ بلغت قيمة (t) المحسوبة (4.006) مقارنة بقيمتها الجدولية البالغة (2.447). وكان لهذا المتغير التأثير الأكبر من بين متغيرات الدورة النقدية في قيمة السهم في السوق المالية، إذ بلغت قيمة معامل الانحدار الذي يمثل المقياس لهذه العلاقة (0.068). وهذا يعني أن زيادة فترة السداد (الدفع) للشركة بمقدار وحدة واحدة، أي ليوم واحد يؤدي الى زيادة القيمة السوقية لسهم الشركة بمقدار (0.068) دينار، وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية المالية.

وأظهرت النتائج المقدرة القوة التفسيرية العالية للنموذج، إذ بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) التي تعكس القوة التفسيرية للنموذج المقدرة (89.7%)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة أستطاعت تفسير ما نسبته (89.7%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لسهم الشركة العادي المتداول في سوق العراق المالي، وأن النسبة المتبقية والبالغة (10.3%) تعود الى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج، وهذا ما عززته القيمة العالية لمعامل التحديد (المعدل) (R^2) الذي يأخذ بنظر الاعتبار النقص في درجات الحرية، والبالغة (84.6%).

وتبين من نتائج اختبار (F) المعنوية العالية للنموذج المقدرة عند مستوى دلالة (0.01)، إذ بلغت قيمة (F) المحسوبة (17.481) وهي أعلى بكثير مقارنة بقيمتها الجدولية ($F_{0.01,3,6}$) والبالغة (9.780). وبناءً على ذلك تم رفض الفرضية الثانية للبحث (فرضية العدم) وقبول الفرضية البديلة.

أمّا بخصوص مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity Problem) فاتضح أن النموذج المقدر يخلو منها حسب اختبار كلاين (Klein Test)، إذ كانت قيمة معامل الارتباط المتعدد أكبر من قيمة معاملات الارتباط الجزئية بين المتغيرات المستقلة. أمّا من حيث المشاكل القياسية فلم يتأكد أن النموذج المقدر يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation Problem) بحسب اختبار (Durbin – Watson Test)، إذ أن قيمة (D.W) المحسوبة

بلغت (0.805) مقارنة بقيمتها الجدولية ($d_u = 2.016$, $d_l = .805$) عند مستوى معنوية (0.01)، ومن ثَمَّ وقوعها في منطقة القرار غير الحاسم. وبناءً على أجتياز النموذج المقدر للأختبارات الإحصائية والقياسية أعلاه فإنه يمكن الاعتماد عليه لأغراض التحليل والتنبؤات بالقيمة السوقية للشركة.

الجدول (2)

نتائج تحليل أثر الفترات الفرعية لدورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للسهم العادي

Estimates	Coefficients	T	Tests of Model
Constant	4.396	1.252	$R^2 = 89.7 \%$
X1	-.026	-2.013	$R^2 = 84.6 \%$
X2	-.056	-1.986	$F = 17.481$
X3	.068	4.006	$Sig = .002$
$t_{0.10,3,6} = 1.943$ $R = 94.7 \%$			$D.W = .805$
$t_{0.05,3,6} = 2.447$			$F_{0.01,3,6} = 9.78$

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي باستخدام البرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS)

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

1- أسفرت نتائج تحليل واختبار أثر دورة تحويل النقد في قيمة السهم العادي في السوق المالية للشركة عينة البحث، باستخدام أسلوب تحليل الانحدار البسيط، عن وجود أثر سلبي (عكسي) ومعنوي إحصائياً للدورة النقدية على قيمة السهم ، فضلاً عن ارتفاع نسبة مساهمتها في تفسير التغير في قيمة السهم السوقية في بيئة الدراسة ، وهذا يعني أن طول الدورة النقدية للشركة يؤدي الى تخفيض قيمة السهم السوقية ، ومن ثم قيمة الشركة، والعكس صحيح ، على الرغم من أن مدراء المالية يكون بمقدورهم خلق قيمة موجبة للمساهمين من خلال تخفيض دورة التحويل النقدي الى أدنى مستوى ممكن. وبناءً على هذا تم رفض الفرضية الأولى للبحث.

2- أظهرت نتائج التحليل والاختبار لأثر الفترات الفرعية لدورة تحويل النقد في قيمة السهم العادي في السوق المالية ، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وجود أثر معنوي سلبي لفترتي تحويل المخزون والتحويل في قيمة السهم، وهذا يعني أن ارتفاع هاتين الفترتين سيفضي الى انخفاض قيمة السهم السوقية. ومن هذه النتيجة، نستنتج بان الشركة إذا ما تمكنت من تقليص الفترات الزمنية لتحويل المخزون والتحويل فإنها ستكون أكثر كفاءة في إدارة دورتها النقدية، وهذه الكفاءة سوف تقود إلى زيادة قيمة سهمها في السوق المالية.

3- أشرت نتائج التحليل والاختبار أيضاً عن وجود أثر إيجابي (طردى) ذا دلالة إحصائية لفترة السداد (الدفع) للشركة عينة البحث في قيمة السهم السوقية في بيئة الدراسة، وكان لهذا المتغير (المكون) التأثير الأكبر من بين متغيرات (مكونات) الدورة النقدية على قيمة السهم، مما يدل ذلك على أن زيادة فترة الدفع للمجهزين ليوم واحد يترتب عليها ارتفاع قيمة سهم الشركة في السوق المالية. وبناءً على هذه النتيجة ونتيجة الفقرة الثانية أعلاه تم رفض الفرضية الثانية للبحث.

ثانياً : التوصيات

1- ضرورة اهتمام الشركة عينة البحث بدورة تحويل النقد، والسعي المتواصل الى تقليصها الى أقل وقت ممكن ، وذلك من خلال :

أ- استلام وتصريف المخزون السلعي بصورة سريعة قدر الإمكان على ان لا يؤدي إتباع مثل هذه الإستراتيجية الى خسارة المبيعات او توقف خطوط الإنتاج بسبب نفاد المخزون.

- ب- تسريع عملية تحصيل الحسابات المدينة ، على ان لا يؤدي ذلك الى اتباع أساليب تحصيل متشددة وصارمة تفقد الشركة بعضاً من زبائنها الدائمين او المحتملين.
- ت- الإبطاء في سرعة تسديد الحسابات الدائنة(حسابات الموردين) قدر الإمكان ، شريطة أن لا يؤدي ذلك الى الإضرار بالترتيب الائتماني للشركة وعلاقتها مع المجهزين أو خسارة المزايا التي يوفرها الموردون لزبائنهم من ائتمان تجاري.
- 2- على المستثمرين اعتماد المعلومات المتعلقة بطول الدورة النقدية للشركة ، والفترات الفرعية لها ضمن مؤشرات التقييم الأخرى عند المفاضلة بين الاسهم العادية المتداولة في السوق ، وذلك عند دخول السوق المالية للإستثمار بالاسهم العادية.
- 3- على إدارة سوق العراق المالي أن يضمنوا تقاريرهم وإدلتهم المالية الصادرة على المعلومات المتعلقة بالدورة النقدية ، ليتسنى للمستثمرين الاعتماد على هذه المعلومات عند المفاضلة بين الاسهم العادية المتاحة في السوق، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب الخاص بتشكيل المحافظ الاستثمارية المالية.
- 4- الإستفادة القصوى من الائتمان التجاري الممنوح من قبل المجهزين(الموردين)- والذي يمثل تمويلاً تلقائياً مجانياً- من دون الأضرار بالمركز الائتماني للشركة وعلاقتها مع المجهزين ، ويعتمد ذلك على تحسين القدرة التفاوضية للشركة مع الشركات الموردة(المجهزة) وعلى إقامة علاقات طيبة طويلة الأجل معها.
- 5- ضرورة الاستفادة من التقنيات والتكنولوجيا الحديثة في العمليات الإنتاجية والتسويقية وبما يقصر من الوقت المطلوب لتصنيع وبيع المنتج النهائي للشركة.
- 6- الإستثمار بكل مكون من مكونات رأس المال العامل(المخزون السلعي، الحسابات المدينة، الحسابات الدائنة) في حدود المستوى الأمثل له.
- 7- الإستفادة من نموذجي الدراسة المقدرين (نموذج الدورة النقدية ونموذج الفترات الفرعية للدورة) كمؤشر عام للتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم كونهما أجتازا الاختبارات الإحصائية فضلاً عن اتفاق أشارات المعالم المقدرة مع منطق النظرية المالية.

المصادر

أولاً : المصادر العربية

أ – الوثائق والنشرات الرسمية

- 1- دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للعام 2008.
 - 2- حسابات الأرباح والخسائر والتوزيع للشركة عينة البحث للفترة من 2004 – 2013.
 - 3- سوق العراق للأوراق المالية، النشرات السنوية لأسعار الأسهم للشركة للفترة من 2004 – 2013.
 - 4- الميزانيات العمومية للشركة عينة البحث للفترة من 2004 – 2013.
- ب- الكتب
- 5- حداد، فايز سليم، " الإدارة المالية "، ط2، عمان : دار الحامد للنشر والتوزيع، 2009.
 - 6- الزبيدي، حمزة محمود، " الإدارة المالية المتقدمة "، ط 2، عمان : مؤسسة الورق للنشر والتوزيع ، 2008.
 - 7- آل شبيب، دريد كامل، " مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة "، عمان : دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، 2007.
 - 8- العامري، محمد علي أبراهيم، " الإدارة المالية "، ط 1، عمان : دار المناهج للنشر والتوزيع، 2007.
 - 9- العامري، محمد علي أبراهيم، " الإدارة المالية المتقدمة "، ط 1، عمان : دار أثير للنشر والتوزيع ، 2010.
 - 10- عقل، مفلح محمد، " مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي "، ط1، عمان : مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006.
 - 11- عقل، مفلح محمد، " مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي "، الطبعة العربية الأولى، عمان : مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2009.
 - 12- النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، ارشد فؤاد، " التحليل والتخطيط المالي : اتجاهات معاصرة "، الطبعة العربية، عمان : دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2008 .
 - 13- المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، تمويل الأعمال والإدارة المالية ، عمان : مطابع الشمس، 2001.
 - النعيمي ، عدنان تايه، الساقى، سعدون مهدي، سلام، أسامة عزمي، وموسى، شقير نوري، " الإدارة المالية : النظرية والتطبيق " ، ط1 ، عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2007.
 - 14- هندي، منير إبراهيم، " الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر " ، ط 6 ، الإسكندرية : المكتب العربي الحديث، 2004.
- ج – البحوث المنشورة
- 15- راضي، حمد عبد الحسين، " العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات : دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية للفترة 1995- 2002 " ، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، م ١١، ع ٤، ٢٠٠٩.
 - 16- شومان، حسنين فيصل حسن، " أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة : دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية " ، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة ، م 1، ع 1، 2012.
- د – الرسائل والاطاريح الجامعية
- 17- الجبوري، رغد محمد نجم " عائد ومخاطرة سياسات إدارة رأس المال العامل " ، رسالة ماجستير، جامعة بغداد/ كلية الإدارة والاقتصاد، 1996.
 - 18- النصار، ولاء اسماعيل عبد اللطيف، " اثر عائد المقسوم ونسبة التوزيع في أسعار الأسهم العادية "، رسالة ماجستير ، جامعة بغداد/ كلية الإدارة والاقتصاد، 2002.

ثانياً : المصادر الأجنبية

A- Books

- 19- Brigham, Eugene F., Ehrhardt, Michael C., " Financial Management: Theory and Practice ", 11th.ed, China, South - Western, 2005.
- 20- Cornett, Marcia Millon, Adair, Jr., Troy A., and Nofsinger, John, " Finance: Applications and Theory ", 1st.ed. New York: McGraw - Hill/ Irwin, 2009.
- 21- Gitman, Lawrence, " Principles Of Managerial Finance ", 12th.ed., New York -USA , Prentice - Hall Inc., 2009.
- 22- Jim, Mc Menamin, " Financial Management: An Introduction " , 1st.ed., London : Rout ledger, 1999.
- 23- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., and Jordan, Bradford D., " Fundamentals of Corporate Finance ", 7th.ed. New York: McGraw - Hill/ Irwin, 2006.
- 24- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey F., and Jordan, Bradford D., " Corporate Finance: Core principles and Applications " , 1st.ed. New York: McGraw - Hill/ Irwin, 2007.

25- Ross, Stephen A., WesterField, Randolph W., and Jordan, Bradford D. "Fundamentals of Corporate Finance ", 8th.ed. New York: McGraw – Hill/ Irwin, 2008.

B- Researches

26 - Deloof, Mare, "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms", Journal of Business and Accounting, Vol.30, No.4, 2003.

27- Raheman, Abdul & Nasr, Mohamed, "Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms", International Review of Business Research, Vol.3, No.1, 2007.

C- Internet

28- <http://www.gulfbase.com/ar/InvestmentTutorial/SubSection?id=59&SectId=10>

29 - <http://www.accountingtools.com/questions-and-answers/what-is-the-inventory-conversion-period.html>.

30 - http://en.wikipedia.org/wiki/Cash_conversion_cycle.

31 - <http://www.myaccountingcourse.com/financial-ratios/cash-conversion-cycle>.

32- http://www.investorwords.com/761/cash_cycle.html.

33- http://www.readyratios.com/reference/asset/cash_conversion_cycle.html.

ملحق البحث

الجدول (1)

طول دورة التحويل النقدي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات (بالأيام)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X	-217	-3	286	81	105	94	194	142	188	116

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (2)

فترة تحويل المخزون لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات (بالأيام)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X1	75	135	182	106	125	118	251	189	200	86

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (3)

فترة تحصيل الحسابات المدينة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات (بالأيام)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X2	7	4	17	40	56	48	55	29	47	48

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (4)

فترة سداد الحسابات الدائنة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات (بالأيام)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X3	229	142	89	65	76	72	113	76	59	18

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (5)

معدل سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات (دينار)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Y	18.450	11.300	2.000	2.050	2.050	1.955	2.380	3.510	3.150	2.930

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004- 2013)

الجدول (6)

متوسط المخزون لشركة عينة البحث (ألف دينار)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X	56055	143198	182444	170468	188929	227962	432862	656333	874504	1038256

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (7)

متوسط الحسابات المدينة للشركة عينة البحث (ألف دينار)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X1	7893	6854	35505	90063	115398	158009	243504	204387	404359	757672

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (8)

متوسط الحسابات الدائنة للشركة عينة البحث (ألف دينار)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X2	171247	150818	138127	103789	114926	139232	193695	264029	256662	218350

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (9)

مبيعات الشركة عينة البحث (ألف دينار)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X3	419548	628385	745473	810577	735504	1190750	1585389	2533071	3086153	5736567

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية للشركة للفترة (2004- 2013)

الجدول (10)

تكلفة البضاعة المباعة للشركة عينة البحث (ألف دينار)

Years	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Y	268805	382540	557101	577675	545241	693046	620034	1248206	1575046	4333018

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004- 2013)