

## قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

أ.د. مؤيد محمد علي الفضل/كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة القادسية /م.م طارق  
توفيق يوسف /كلية الإدارة والاقتصاد /جامعة البصرة/م.م حمدي طعمة كاظم  
/المعهد التقني الناصرية

### الملخص

تسهدف الدراسة كشف قدرة مقاييس التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم، ومدى تأثير تلك المقدرة بمحدد حجم الشركة وذلك عن طريق اختبار الفرضيتين الاتيتين :

H1: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمقاييس التدفقات النقدية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم.

H2: لا يختلف الاثر الاحصائي لمقاييس التدفقات النقدية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم تبعاً لاختلاف حجم الشركة .

واختبر الباحث تلك الفرضيتين على ٢٧ شركة صناعية في بورصة عمان . ووضح نتائج الدراسة بان هناك تأثير مهم لمقاييس التدفقات النقدية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم وان معاملة تحديد لنموذج الاختبار يوضح بان التدفقات النقدية تفسر ٢٣% من العوائد السوقية غير العادية للأسهم . وان قدرة مقاييس التدفقات النقدية تتحسن عند اخذ متغير حجم الشركة في الحسبان ضمن نموذج الاختبار .

### اهمية الدراسة

١. لا شك ان البحث في المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية يعد من الاهمية بمكان في الوطن العربي لسببين : اولهما ثبوت فاعليتها في اعادة هيكلة الهياكل الاقتصادية ( ابراهيم و ابراهيم، ٢٠٠٠ ) اما السبب الثاني فيعود الى اعتقاد البعض مثل ( سجينى، ١٩٩٧ ؛ الفضل، ٢٠٠٢؛ الراشد، ٢٠٠٥ ) ان الافصاح عن التدفقات المالية الى جانب المعلومات الاخرى يوفر لمستخدمي التقارير المالية معلومات عن كفاءة السياسات المالية في الشركة وان المستثمر العربي بات يدرك اهمية المعلومات في ترشيد تصرفاته الاستثمارية الخاصة بالاسهم ومساهمة الدراسة الحالية بدعم او دحض ذلك الاعتقاد يعد دليل على أهمية قيامها .

٢. ان دراسة اثر التدفقات النقدية على العوائد السوقية في سوق ناشئ مثل بورصة عمان ،يكسب الدراسة بعد ذاته اهمية اضافية لانها ستساهم في الكشف عن سلوك المستثمر الاردني في التعامل مع المعلومة ومدى استفادته منها ، وبالتالي اعطاء صورة عن مدى كفاءة السوق في عكس المعلومة المحاسبية على اسعار الاسهم المتداولة فيه .

٣. ان مقارنة نتائج هذه الدراسة مع نتائج سابقتها التي اجريت على البيئة الاردنية قد تكشف جانب من السلوك الاداري لمديري الشركات في

استخدام الطرق والسياسات المحاسبية البديلة للتأثير على المعلومات المحاسبية لا سيما التي جرت المقارنة على أساس نتائج تدفقات كل نشاط من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية كلا على حدة .  
الاطار الفكري للدراسة

أولاً: مفهوم قائمة التدفقات النقدية وأهميتها للمستثمرين  
أ- مفهوم قائمة التدفقات النقدية

تعد قائمة التدفقات النقدية من القوائم المالية الهامة التي توفر المعلومات الممكنة لترشيد قرارات المستثمرين عن طريق المساهمة في ( الوابل، ١٩٩١ ) :

١. تحديد قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية موجبة في المستقبل .
٢. ايجاد مقاييس لتقييم جودة ارباح الشركة وسيولتها وذلك لتوفير الفهم الواضح لطبيعة مسببات التغيرات الحاصلة فيها .
٣. تقديم مؤشرات عن توسع ونمو الشركة بحيث انه كلما زادت التدفقات الخارجة للأنشطة الاستثمارية عن التدفقات النقدية الداخلة لتلك الأنشطة كلما كان ذلك دليلاً جيداً على نمو وتوسع الأنشطة .
٤. اعطاء صورة واضحة وواقعية عن السياسات المالية لإدارة الشركة مثل سياسة توزيع ارباح وسياسة الائتمان والتمويل وغيرها.

٥. المساعدة في تقييم قرارات المستثمرين بوصفها احد مدخلات نموذج تقويم الأصول الراس مالية، التي تفترض ان قيمة الاصل تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد خصمها بمعامل خصم مناسب .

وتأتي أهمية قائمة التدفقات النقدية في عكس تلك المعلومات لمستخدمي القوائم المالية ، من قدرتها في ترجمة اوجه الأنشطة الأساسية للشركة والمتمثلة في الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية ، فبينما يخص الأنشطة التشغيلية فان قائمة التدفقات النقدية تعكس جميع العمليات التي تؤثر على بنود قائمة الدخل وبعض بنود قائمة المركز المالي مثل حسابات راس المال العامل كمدنيين والدائنين والمخزون.. الخ، في حين تتضمن الأنشطة الاستثمارية كافة العمليات المتعلقة باقتناء الاستثمارات التي لا تعتبر معادلة للنقدية وبيعها او التخلص منها بطريقة او باخرى ، وكذلك اقتناء الأصول الثابتة المنتجة والمستغنى عنها ، كما تتضمن القروض التي تقدمها الشركة للغير وتحصيل هذه القروض، بينما تشمل الأنشطة التمويلية المصادر التي تحصل عليها الشركة من الملاك وما يحصل عليها الملاك من توزيعات ارباح ، كما تشمل هذه الأنشطة المتحصلات من اصدار السندات والقروض واوراق الدفع وسداد هذه الالتزامات .

ووفقاً للمعيار المحاسبي الصادر من FASB ٩٥ فانه يمكن الافصاح عن التدفقات النقدية اما بشكل مباشر او بشكل غير مباشر ، فطبقاً للطريقة المباشرة تظهر مكونات التدفقات النقدية بشكل تفصيلي في حين لا يظهر ذلك التفصيل عند اتباع الطريقة غير المباشرة، اذ يتم البدا بصافي الدخل الظاهر في قائمة الدخل ويتم تعديل بعض التسويات اللازمة للوصول الى صافي التدفقات النقدية وقد سميت بالطريقة

## المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

غير المباشرة نظراً لأنها تبدأ بصافي الدخل وفقاً لاساس الاستحقاق ثم تويله بعد ذلك الى الاساس النقدي كما انها (الى جانب صافي الدخل تظهر التغيرات في بعض الحسابات الخاصة لقائمة المركز المالي ذات العلاقة بالانشطة .

ب- اهمية قائمة التدفقات النقدية للمستثمرين

تشير الدراسات منذ اكثر من عقدين من الزمن الى ان المستثمرين يدركون اهمية تلك المعلومات في ترشيد تصرفاتهم الاقتصادية ،ففي الدراسة التي قام بها

(Archibal, 1972) لبحث تاثير عملية التحول من طريقة الاندثار المتسارع الى طريقة الاندثار المستقيمة لاغراض اعداد القوائم المالية للمستثمرين وليس لإغراض ضريبية والتي عادة ما تؤدي الى زيادة صافي الدخل المحاسبي ،ومن ثم عائد السهم ،ووجد (Archibald) ان المستثمر لا يعتمد المعلومة الخاصة بهذا الحدث في عملية تقييم سعر السهم بقدر اعتماده على التدفقات النقدية المتوقعة . ويقول ( Ijri, 1980) ان التركيز على الارباح بوصفها مؤشر للاداء يلغي الرشد الاقتصادي للقرارات الاستثمارية التي تعتمد على التدفقات النقدية ، وفي هذا الخصوص يؤكد (Gombula and ketz, 1983) ان المستثمر المقرض عندما يتخذ القرار فانه يفاضل بين النقدية الحاضرة والنقدية المتوقعة مستقبلاً وعادة ما يتوقع المستثمرون والمقرضون ان تزيد التدفقات النقدية المستقبلية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة ، ومن هنا تظهر أهمية التدفقات النقدية وتوقيتها واحتمال الحصول عليها فضلاً عن مصادرها.

اما (Ketz and Largry , 1987) فقد اختبر قوة العلاقة بين مقاييس التدفقات النقدية ومقاييس الربحية وتوصلا الى وجود علاقة ارتباط قوية بين تلك المقاييس واستنتاجاً ان قائمة التدفقات النقدية مكمل للقوائم المالية واقترحا دمج قائمتي الدخل والتدفقات النقدية بقائمة واحدة ،اطلقا عليها قائمة الدخل والتدفقات النقدية ، وذلك لاعتقادهما ان الارتباط الواضح بين البنود ذات العلاقة في القائمة المقترحة سوف يؤدي الى إفصاح أفضل عن أنشطة الشركة .

ويشرح (Lielk and Giacomino , 1988) إمكانية استخدام قائمة التدفقات النقدية في قياس وتقييم جودة الربحية والسيولة ، فعن طريق ربط بيانات الدخل ببيانات التدفقات النقدية يمكن ان تقيم جودة الربحية ، فقياس الفجوة بين صافي الدخل على أساس الاستحقاق وصافي التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية يظهر القوة النقدية للشركة كما تظهر هذه الفجوة متطلبات التمويل للشركة ، حيث انه كلما توسعت هذه الفجوة كلما زادت الحاجة للتمويل . ويعتقد الباحثان في هذه الدراسة ان التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية توفر مقياساً أفضل لسيولة أو عدم سيولة الشركة ، فإذا كانت الالتزامات المالية او الديون المترتبة على الشركة تزيد على التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية فان الشركة ستكون مضطرة لتوليد النقد من خلال التخلص من بعض موجوداتها أو اللجوء الى مصادر التمويل الخارجي ، كما يمكن استثمار الفائض من التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية بعد الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة عليها

في أوراق مالية او توسع رأس مالي لذا فان قوة سيولة الشركة ترتبط مباشرة بوفرة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

ويرى (Venkatesh,1989) ان هناك اثر للمضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة الاستثمارية على أسعار الأسهم في السوق المالية ،وذلك عندما فحص رد فعل السوق المالي تجاه التحولات التقنية الاستثمارية المتطورة الحاصلة في أنشطة الشركة .

وفي سياق إبراز أهمية الإفصاح عن التدفقات النقدية يقول (Hull,1990) ان قدرة الشركة على البقاء فترة طويلة لا تتحصر بمقدرتها على تحقيق الأرباح فحسب وإنما يتطلب الأمر ايضاً ان تكون قادرة على مقابلة تعهداتها والتزاماتها حال استحقاقها مع الأخذ بنظر الاعتبار التعارض القائم بين السيولة والربحية ،فالأنشطة المربحة لا يترتب عليها بالضرورة توليد نقدية في الوقت الذي تحتاج فيه الشركة لهذه النقدية والعكس صحيح ،أي ان الأنشطة التي تساهم بتوليد نقدية ليست بالضرورة مربحة وعليه فان التحليل النقدي يعطي معلومات مفيدة لمستخدمي التقارير المالية عن قدرة على خدمة الديون وسداد التوزيعات ومقابلة تعهداتها المستقبلية .

وأشارت دراسة (Hussey and Bence,1992) التي أجريت في بريطانيا حول مجالات استخدام التدفقات النقدية في تحقيق التوازن بين الذاتي والتمويل الخارجي، أشارت ان استخدام مقاييس التدفقات النقدية يفيد الشركات في الوصول الى هيكل التمويل الذي يجعل كلفته في أدنى مستوياتها ويعظم عائد المساهمين . وفي ذات السياق أوضح (Lee,1992) في دراسته التحليلية حول مدى الاستفادة من بيانات قائمة التدفقات النقدية في المقارنة بين تكلفة وعوائد الاستثمارات، أوضح بأنه يجب إعداد مجموعة من المؤشرات الخاصة بالتدفقات النقدية وتوظيفها لخدمة قرارات الاستثمار ، هذا بالإضافة الى توظيفها في دراسة العلاقات بين التدفقات التشغيلية والتدفقات التمويلية لتوفير معلومات تساعد في الحكم على مدى كفاءة التمويل الخارجي وآثاره المحتملة على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة. وفي دراسة قام بها (أسامة ١٩٩٤) حول مدى فعالية ومؤشرات التدفقات النقدية في تقويم الأداء المالي لإحدى شركات القطاع العام في جمهورية مصر العربية ،بين (أسامة) ان قائمة التدفقات النقدية تعكس معلومات هامة قد يصعب التوصل اليها في حالة استخدام النسب المالية التقليدية .

أما دراسة (Rujoub,1995) فقد قيمة مدى منفعة معلومات التدفقات النقدية الواردة بالتقارير المالية المنشورة والمعدة طبقاً للمعيار المحاسبي (٩٥) الصادر من FASB في مجال التنبؤ بالتعثر المالي للشركة وأثره على إمكانية حصول الشركة على التمويل بالاقتراف وذلك باستخدام نموذج يعتمد على البيانات المحاسبية المتعلقة بالتدفقات النقدية .وقد توصلت الدراسة الى نتيجة مفادها ان مؤشرات التدفقات النقدية تعد مقياساً جيداً ودقيقاً للتنبؤ باحتمال التعثر المالي فضلاً

## المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

عن كونها وسيلة فاعلة في مساعدة مستخدمي التقارير المالية في اكتشاف نواحي الخلل في الأوضاع المالية للشركة.

وقد أيدت نتائج دراسة (McConville, 1996) التي بحثت في مدى كفاية مؤشرات التدفقات النقدية في الحكم على قدرة الإدارة في توليد التدفقات النقدية فقد أوضحت ان لمؤشرات التدفقات النقدية جوراً هاماً وفعالاً في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة ، وذلك من خلال أهميتها في دراسة المشاكل الإدارية والمالية واثـر التغيرات البيئية على كفاية الأداء.

وابرز دراسة (ابراهيم و ابراهيم ، ٢٠٠٠) التي اجريت على (٢٢ شركة) عامة في جمهورية مصر العربية دور مؤشرات التدفقات النقدية في تقويم الأداء المالي للشركة والتنبؤ بقدرتها في مجال توليد التدفقات النقدية اللازمة لتلبية احتياجاتها التمويلية والاستثمارية كما ناقشت دراسة ( الفضل ، ٢٠٠٢) بالاختبار والتحقق الإحصائي مدى التماثل بين المؤشرات المالية ومقاييس التدفقات النقدية ، ذلك بهدف تحديد مدى أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية لمستخدمي التقارير المالية وقد ايدت نتائج الدراسة التي أجريت على (٢٥) شركة صناعية مساهمة مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية أهمية تلك المعلومات لجميع مستخدمي التقارير المالية .

ثانياً: الدراسات السابقة

حفلت الدوريات الحاسبية منذ عقد الثمانينات بالعديد من الدراسات التي استهدفت اختبار المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية ، ومن أمثلة تلك الدراسات ، دراسة

(Griffin and Landsmon, 1982) التي حاولت الإجابة على السؤال التالي: أيهما أفضل قائمة الدخل او قائمة التدفقات النقدية في التنبؤ بعوائد الأسهم وذلك بهدف الكشف عن أهمية المضمون المعلوماتي لكلا القائمتين ، وقد عبرت الدراسة عن التدفقات النقدية بصافي الربح مضافاً إليه الإندثار ، وتوصل الباحثان إلى نتيجة تفيد بعدم وجود أدلة قوية تدعم أهمية المضمون المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية زيادة على الدخل .

وقام (Schaefer and kennelly, 1986) باختبار العلاقة بين مقياسين للتدفقات النقدية وعوائد الأسهم ، ويتمثل هذين المقياسين بـ :صافي الدخل مضافاً إليه الاندثار وصافي الدخل معدلاً بالتغيرات في رأس المال العامل ، أما عوائد الأسهم فتمثلت بالعوائد غير العادية السنوية المتجمعة على مدار ١٢ شهراً ، ومع ان النتائج تشير الى وجود مضمون معلوماتي للتدفقات النقدية إلى أنها لم تدعم بشكل قوي فرضيته وجود معلومات إضافية للتدفقات النقدية تزيد عن تلك التي تتضمنها قائمة الدخل، وقد درس هذا الأمر ( Bowen, Burgstahler and Daley, 1987)

بهدف تقديم دليل عن دور كل من الأرباح والتدفقات النقدية في تفسير سلوك أسعار الأسهم ، حيث اهتم الباحثون بهذه الدراسة باختبار ما تضيفه التدفقات

النقدية الى مجموعة المعلومات التي تتأثر بها أسعار الأسهم ، فاختبرت أولاً الارتباط بين التدفقات النقدية غير المتوقعة و العوائد غير المتوقعة للأسهم وذلك بعد تحديد العلاقة بين العوائد غير المتوقعة للأسهم والأرباح غير المتوقعة منها . وقد أشارت نتائج الدراسة الى وجود محتوى إعلامي إضافي نسبي للتدفقات النقدية ، وخصوصاً تلك المتعلقة بالأنشطة التشغيلية زيادة عما هو موجود في الأرباح ، إضافة إلى وجود محتوى إعلامي إضافي للتدفقات النقدية زيادة عن تلك المعلومات التي تحتويها الأرباح ورأس المال العامل معاً .

وفي تأكيد المحتوى الإعلامي الإضافي لقائمة التدفقات النقدية توصل ( )

Wilson , 1986

إلى استنتاج مفاده إن ردود أفعال السوق كانت أكثر استجابة وتأثر بالتدفقات النقدية عنها من الأرباح ، بيد ان مثل هذا الاستنتاج لم يتأكد بالدراسة العملية عندما عاود (Bernard and Stober,1989) إجراء نفس الاختبارات التي أجراها (Wilson) بل إن الأخير نفسه في دراسته الثانية (Wilson,1987) اكتشف ان فترة ١٩٨١-١٩٨٢ التي أجريت عليها الدراسة الأولى كانت فترة ركود اقتصادي مما يجعله يستنتج أن تقلص النشاط الاقتصادي قد يؤدي إلى تجاوز السوق المالي في صالح الشركة التي تسعى إلى تسجيل رأسمالها العامل غير النقدي وهو ما قد بدا له انه تفضيل للتدفقات النقدية على الأرباح .

أما ( Ismai and Kim ,1989 ) فقد بحثا القوة التفسيرية للتدفقات النقدية وتدفقات الأموال ومخاطر السوق وذلك باستخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد وركز الباحثان على اختبار القوة التفسيرية الإضافية لمقاييس المخاطرة من الأرباح وتدفقات الأموال والتدفقات النقدية . وقد خرجت الدراسة بنتيجة مفادها ان إضافة متغير التدفقات النقدية وتدفقات الأموال، قد أدى إلى نتائج ضعيفة في القوة التفسيرية لمخاطر السوق . كما وجد الباحثان إن المعلومات الواردة في قائمة الدخل ، ما هي إلا مجموعة اكبر من المعلومات الموجودة في التدفقات النقدية .

وتعد دراسة ( Livant and Zarwing , 1990 ) من الدراسات التي اختبرت المضمون المعلوماتي لبنود التدفقات النقدية الاستثمارية والتمويلية كما ورد في المعيار المحاسبي رقم ٩٥ . وجاءت نتائجها تدعم وجود مضمون معلوماتي لبنود التدفقات النقدية، إذ تفسر بنودها ما

بين 0.116- 0.81 من التغيرات في عوائد الأسهم . وعند قيام الباحثان بتجميع كل من الأرباح والتدفقات النقدية في نموذج واحد ، زادت القوة التفسيرية للنموذج إلى 0.248 .

أما دراسة ( Garrod and Hadi,1995 ) فقد قامت باختبار المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية كما وردت في المعيار المحاسبي البريطاني البريطاني رقم (91) وبينت ان هناك علاقة سالبة مهمة إحصائياً بين العوائد السوقية غير العادية للأسهم وكل من التدفقات النقدية من الاستثمار والتمويل وعلاقة موجبة لكن غير ذي أهمية بالنسبة للتدفقات النقدية التشغيلية .

وقام (Hodgson and Stenson, 2000) بدراسة مشابهة لدراسة (Bowen, Burgstahler and Daley) وذلك للتحقق من قدرة كل من التدفقات النقدية والأرباح في تفسير العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات الاسترالية ومدى تأثيرها لحجم الشركة ، وقد جاءت نتائج الدراسة مؤكدة تفوق مقاييس التدفقات النقدية على الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم وأن هذا التفوق يزداد في الشركات كبيرة الحجم. ودرس (Charitou, Clubb and Andreou, 2001) أثر كل من عائد الأداء والنمو وحجم الشركة والتدفقات النقدية على عوائد الاستثمارات على عينة من الشركات البريطانية وقد جاءت نتائج الدراسة مدعمة لفرضياتها حيث أظهرت وجود أثر ذا دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على العوائد السوقية للاستثمارات وأن هذا الأثر يختلف تبعاً لاختلاف درجة نمو الشركة وحجمها وأدائها المالي . أما (Oler, 2004) الذي فحص العلاقة بين التدفقات المتراكمة والعوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات الأمريكية في CRSP للسنوات ١٩٧٢-١٩٩٥ وكذلك في Thomson Financial s SDC platinum M&A database للسنوات ١٩٩٦-١٩٩٩ فقد وجد علاقة سلبية مهمة إحصائياً بين التدفقات النقدية والعوائد السوقية غير العادية وأن هذه العلاقة تزداد بطول فترة العائد ، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذج عند فترة (٢٨) سنة حوالي 18.6 % .

وفي العراق بحث (الفضل، ٢٠٠٥) في القدرة التفسيرية للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية للتغير في العوائد السوقية غير العادية للأسهم وذلك بهدف الكشف بالاختبار والتحقيق الإحصائي عن الدلائل التي توفرها مقاييس كل من الأرباح المحاسبية وتلك التي توفرها مقاييس التدفقات النقدية ، وقد جاءت نتائج الدراسة التي أجريت على (٣٧) شركة مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية مؤكدة وجود مضمون معلوماتي لكل من مقاييس الأرباح والتدفقات النقدية غير إن الأولى تتفوق على الثانية في تفسير العوائد السوقية غير

أما في الأردن فقد وجد الباحث الدراسة الميدانية الآتية :

١. دراسة (الخلايلة، ١٩٩٨) واستهدفت اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في الأجل الطويل حيث تفترض هذه الدراسة وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وأن هذه العلاقة تكون أقوى □ لما □ الت فترة العائد □ وشملت الدراسة (٣١) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان المالي خلال (١٠) سنوات وقد استخدم (الخلايلة) معامل الارتباط وتحليل الانحدار الخطي لاختبار فرضيات الدراسة التي أشارت نتائجها الى وجود علاقة متدنية وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وأن هذه العلاقة لا تتحسن بشكل ملحوظ عندما تتم إطالة فترة العائد .

٢. دراسة ( حداد ،٢٠٠١) وسعت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل من جهة ، والعوائد السوقية غير العادية للأسهم من جهة ثانية ، وقد تم قياس التدفقات النقدية بناء على المعيار المحاسبي الاردني رقم (٧) ومتطلبات قانون الشركات الاردني وتعليمات هيئة الأوراق المالية لبورصة عمان ، وقد تكون العينة من (٤٤) شركة صناعية وغطت الدراسة الفترة الممتدة ما بين ١٩٩٣-١٩٩٨ ، وقد جاءت النتائج مدعمة لفرضيات الدراسة حيث لم تظهر وجود علاقة بين العوائد غير العادية للأسهم وبين التدفقات النقدية الناتجة من التشغيل والاستثمار والتمويل ، الى جانب تدني القوة التفسيرية لجميع نماذج الانحدار المستخدمة في الدراسة .

٣. دراسة ( Siam and Al-Khadash,2003 ) اختبرت هذه الدراسة اثر المعلومات الخاصة بالتدفقات على أسعار الأسهم للشركات الصناعية المسجلة في بورصة عمان ومن ثم على عوائد السوقية وقد تم قياس التدفقات النقدية بثلاث مقاييس هي : المقياس الأول النقدية من العمليات الجارية بعد اخذ بنظر الاعتبار التغيرات في عناصر رأس المال العامل التي تؤثر على النقدية ، اما المقياس الثاني فهو التدفق النقدي بعد الأخذ في الاعتبار الأنشطة الاستثمارية وذلك للوصول الى التدفق النقدي بعد الاستثمار وقبل التمويل ، اما المقياس الأخير فهو التدفق النقدي كتغيير في حجم النقدية بعد الأخذ بنظر الاعتبار صافي النشاط التمويلي خلال الفترة ، وقد جاءت نتائج الدراسة مدعمة لفرضياتها حيث أظهرت وجود اثر لمقاييس التدفقات النقدية على اسعار الأسهم وعوائد السوقية.

٤. دراسة ( Al-Attar and Al-Khdash,2005 ) وهدفت هذه الدراسة الى أيهما أكثر تفضيلاً العوائد المحاسبية أم التدفقات النقدية لمقياس الإنجاز المالي ، وتعد هذه الدراسة تطويراً لدراسة ( Dechow,1994 ) حيث تم استخدام طريقة التحليل الأساسية المستخدمة في تلك الدراسة وتطويرها لتشمل متغيرات رقابية مثل الإستمرارية وإستقرار العوائد ونموها وحجم الشركة وأثرها على إبراز القيمة التفضيلية للتدفقات النقدية او للعوائد المحاسبية . وتكونت عينة الدراسة من ( ٢٩ ) شركة صناعية مسجلة في بورصة عمان وتغطي الفترة الممتدة ما بين ( ١٩٩٣ و ٢٠٠١ ) . وقد أظهرت نتائج الدراسة ان كل من العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية تتضمن محتوى معلوماتي فيما يخص التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية ، كما أظهرت لن كل من التدفقات والعوائد المحاسبية لها علاقة مع العوائد السوقية للأسهم . وأشارت النتائج أيضاً، الى عدم وجود إختلافات ذات دلالة معنوية بين قدرة العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية على تفسير الإختلافات في عوائد الأسهم ، إضافة الى ذلك أظهرت الدراسة إنه كلما كان نمو العوائد متدنياً وحجم الشركة صغير فإن التدفقات النقدية التشغيلية تعد أفضل من العوائد المحاسبية كمقياس للإنجاز المالي .

## المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

ويظهر التحليل المالي لهذه الدراسة إنها مشابهة للدراسات السابقة التي أجريت على البيئة الأردنية في مجال إختبار أثر المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية على العوائد غير العادية للأسهم ، إلا إنها اختلفت عن سابقتها في طريقة قياس التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل والإستثمار والتمويل ، حيث تستخدم هذه الدراسة لأول مرة في الأردن مقاييس نسبية بدلاً من الأرقام المطلقة وذلك لثبوت أهمية هذه المقاييس بالنسبة للمحللين الماليين في تقديم النصيحة والإستشارة للمستثمرين والمتعاملين في السوق المالي عموماً ، وذلك لما لهذه المقاييس النسبية من قدرة في عكس جودة الأرباح وجودة السيولة وتقييم كفاءة السياسة المالية للشركة ، ناهيك عن أهمية إستخدام هذه المقاييس في الكشف عن مدى تأثر نتائج الإختبار بطريقة قياس التدفقات ، ولاشك ان هذا الإختبار سيضفي بعداً إضافياً لأهمية الدراسة .

### منهجية الدراسة

#### مشكلة الدراسة

لقد بات واضحاً من خلال العرض السابق للإطار الفكري للدراسة ، ان من القضايا الهامة التي كانت ولا تزال محل جدل واسع في نظرية التمويل الحديثة ، هي مدى أهمية المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التأثير على أسعار الأسهم في السوق المالي ، ومن ثم في التأثير على العوائد السوقية غير العادية للأسهم ، وعليه فإن المشكلة التي بصدد بحثها في الدراسة الحالية تتمثل في مدى إعتداد المستثمر الأردني على مقاييس التدفقات النقدية في تقدير أسعار الأسهم المتداولة في بورصة عمان وذلك من خلال الإجابة على السؤالين الآتيين :-

١. هل تتأثر العوائد السوقية غير العادية للأسهم بمقاييس التدفقات النقدية المختلفة للشركة؟

هل يؤثر حجم الشركة على طبيعة العلاقة بين العوائد السوقية غير العادية للأسهم ومقاييس التدفقات النقدية ؟

#### مجتمع الدراسة

تشكل الشركات المساهمة العامة في القطاع الصناعي حصرياً والمسجلة في بورصة عمان للفترة الممتدة بين عام (٢٠٠٤) وعام (٢٠٠٥) والبالغ عددها كمتوسط ٧٢ شركة تشكل مجتمع الدراسة ، الذي منه تم إختيار العينة التي بلغ حجمها (٧٢) شركة ، وقد إعتد هذا الإختبار على أساس الحصة السوقية لتعاملات المستثمرين بإسم الشركة خلال فترة الدراسة الممتدة من (١ / ٤ / ٢٠٠٧ لغاية ٣١ / ٣ / ٢٠٠٥)\* إذ قام الباحث بإحتساب نسبة الحصة السوقية لتعاملات المستثمرين بأسهم الشركة ، وعن طريق قسمة متوسط حجم التعاملات خلال نفس الفترة ، وباستخدام الوسط الحسابي لنسب الحصة السوقية للشركات ، تم تمييز الشركات ذات الحصة السوقية الأعلى من الوسط الحسابي على إنها شركات ذات حصص سوقية عالية وإختيارها عينة للدراسة ، ولا شك ان إعتداد الباحث على أساس نسبة الحصة السوقية لتعاملات المستثمرين في السوق لإختيار عينة الدراسة

جاءت متوافقة تماماً مع نتائج الدراسات السابقة بهذا الخصوص والتي تفيد بان منحني الطلب على أسهم الشركة هو دالة افقية وان سعر السهم في السوق المالي لا يتوقع ان يتأثر بكمية الأسهم المعروضة وإنما يتحدد في ضوء التدفقات النقدية المستقبلية وعوائد الأسهم المتوقعة التي تبنى على تلك التدفقات وعليه فان ردود الفعل الايجابية للمتعاملين في السوق المالي قد تعكس الى حد كبير اعتمادهم على معلومات التدفقات النقدية في التأثير على سلوك أسعار الأسهم (Siam and Al-Khadst, 2003).

ومما تجدر الإشارة ان الباحث راعا ضرورة توفر الشرطين الاتيين في الشركات المختارة :

١. ان لا تكون هذه الشركات قد تم دمجها خلال فترة الدراسة مع شركات اخرى.
  ٢. ان لا تكون هذه الشركات قد قامت بتوزيع أسهم مجانية او تجزئة أسهمها خلال فترة الدراسة وذلك لاستبعاد تأثير الإصدار الجديد للأسهم على العوائد السوقية كما تأكد بأنه لم يتم ايقاف التداول باسهم هذه الشركات في البورصة بقرار من مجلس إدارة السوق.
- وتوزعت العينة على ثلاثة أنواع من النشاطات الصناعية وهي حسب تسلسلها:

أ- صناعات دوائية وكيميائية وبلغت نسبتها في العينة 29.63% بواقع ٨ شركة.

ب- صناعات غذائية وشكلت نسبة ٢٥,٩٣% بواقع ٧ شركات.

ت- صناعات هندسية ومعدنية وكهربائية وشكلت نسبة ٤٤,٤٤% بواقع ١٢ شركة.

فرضيات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة صاغ الباحث فرضيته على النحو الآتي:

- H1- لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية المختلفة على العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في بورصة عمان.
- H2- لا يختلف الأثر الإحصائي لمقاييس التدفقات النقدية المختلفة على العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في بورصة عمان ، تبعاً لاختلاف حجم الشركة.

متغيرات الدراسة

اولاً: مقاييس التدفقات النقدية: وتمثل هذه المقاييس المتغيرات المستقلة في الدراسة وقد تباينت الدراسات في تعريفها وتحديدها ، فعلى سبيل المثال أشارت

\*يعزى سبب اختيار الباحث لهذه الفترة الى رغبته في استبعاد تأثير المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية للشركات لسنة ٢٠٠٣ ، الذي يتلاشى بعد إعلان ونشر التقارير المالية والذي كان (النشر) في جميع الشركات عينة الدراسة ضمن المدة القانونية

المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية  
للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

دراسة (Conquests and Newman,2001) الى بعض المقاييس للتدفقات النقدية وعلى النحو التالي :

١. المقاييس التقليدية وتعتمد هذه المقاييس على إجراء بعض التعديلات المحدودة على الربح المحاسبي مثل :

١. التدفق النقدي بوصفه صافي الدخل قبل البنود العادية مضافاً لها الإندثار.

٢. رأس المال العامل من التشغيل بعد الأخذ في الاعتبار العناصر الأخرى التي لا تؤثر في رأس المال العامل.

٢. المقاييس البديلة للمقاييس التقليدية ومنها:

١. النقدية من العمليات الجارية حيث يأخذ في الاعتبار التغيرات الحاصلة في عناصر رأس المال التي تؤثر على النقدية .

٢. التدفق النقدي بعد الأخذ بنظر الاعتبار الأنشطة الإستثمارية وذلك للوصول الى التدفق النقدي بعد الإستثمار وقبل التمويل .

٣. التدفق النقدي على إنه تغير في حجم النقدية وذلك بعد الأخذ في الاعتبار صافي النشاط التمويلي خلال الفترة .

كما أشارت دراسة ( Oler,2004 ) على ثلاثة أشكال لمقاييس التدفق النقدي وهي :

١. التدفق النقدي غير المعدل بالأرقام القياسية .

٢. التدفق النقدي للأسهم .

٣. التدفق النقدي المعدل بالأرقام القياسية للمستهلك .

اما لأغراض هذه الدراسة فان الباحث يستخدم مجموعة من المقاييس المستمدة من قائمة التدفقات النقدية المنشورة ضمن التقرير المالي للشركات عينة الدراسة للعام المالي المنتهي في ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٤ وهي على النحو الآتي :

أ. مقاييس جودة الربحية : تتضمن هذه المقاييس على ما يلي :

١- نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية:وتقاس بقسمة التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية على المتطلبات النقدية الأولية ، ويقصد بالمتطلبات النقدية الأولية بكل من التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة التشغيلية والفوائد المدفوعة وأقساط الديون المستحقة ، وتعكس هذه النسبة قدرة الشركة في إنتاج نقدية كافية من أنشطتها التشغيلية لتلبية إحتياجات نشاطاتها الجاري من النقدية .

٢- نسبة النقدية التشغيلية : وتقاس هذه النسبة بقسمة صافي التدفقات النقدية من النشاط التشغيلي على صافي الدخل التشغيلي . وتعكس هذه النسبة مقدار النقدية في صافي الدخل المقاس على أساس الإستحقاق . والمبرر العلمي

لإستخدام هذه النسبة يستند الى ما أشارت إليه دراسة ( Breton and Taffler,1995 ) والذي يفيد بأنه إذا كان المستثمر يعرف أرقام الأرباح المقررة وفقاً لأساس الاستحقاق هي غالباً ناتجة من الاختيار المدروس

والواعي بين مختلف المعالجات المحاسبية وانه في سبيل تقدير حقيقة المقدرة الايرادية للشركة عليه ان يقوم باجراء اختبار لمدى جودة الأرباح لإلغاء اثر ما يعرف بـ(إدارة الأرباح) فانه من المنطق انه يربط التغير في أسعار الأسهم بالتغيرات الحاصلة في التدفقات النقدية التشغيلية .

ب-مقاييس جودة السيولة : ومن اهم مقاييس جودة السيولة هي:

١- نسبة التدفقات النقدية الضرورية:وتقاس بقسم صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على إجمالي الديوان قصيرة الأجل المستحقة.وتعكس هذه النسبة مدى قدرة الشركة في إنتاج نقدية من نشاطها التشغيلي يضمن لها مواجهة التزاماتها في الأجل القصير دون اللجوء الى وسائل التمويل الأخرى.

٢- نسبة تغطية النقدية:وهي حصيلة قسمة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على التدفقات النقدية الضرورية الخارجة للأنشطة التمويلية والاستثمارية .وتعكس هذه النسبة ما اذا كانت الشركة تنتج نقدية كافية من نشاطها التشغيلي يمكن ان يساهم في

مقابلة احتياجاتها الاستثمارية والتمويلية الضرورية ، او ما إذا كانت تلجا الى التمويل بالاقتراض او بأدوات الملكية او كليهما .

٣- ويستند الباحث في استخدام هذين المقياسين على وجهة النظر التي تفيد ان ضعف قدرة الشركة على توليد التدفقات او فشلها في خلق التدفقات التي تساعد في الالتزام بعبء الدين ، قد يكون له آثار سلبية على القيمة السوقية لأسهمها وذلك بفعل اضطرارها للجوء الى الإصدار الجديد للأسهم

( Lielke and Giacomino,1988 )

ج-مقاييس تقييم السياسات المالية : ان تحليل معلومات قائمة التدفقات النقدية يمكن ان يعكس أداء الإدارة في مجال السياسات المالية وذلك عن طريق قياس عدد من النسب ومقارنتها على عدد من السنوات ، ومن أهم النسب في هذا الخصوص.

١-نسبة توزيعات الأرباح النقدية :تقاس هذه النسبة بقسمة التوزيعات النقدية على صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.وتوضح هذه النسبة ما اذا كانت الشركة تنتج نقدية كافية من أنشطتها التشغيلية لدفع هذه التوزيعات من جهة ومقارنة هذه النسبة من سنة الى أخرى يعطي مؤشراً عن مدى استمرار واستقرار التوزيعات.

٢-نسبة الإنفاق الرأسمالي:وتقاس بقسمة الإنفاق الرأسمالي على التدفقات النقدية الداخلة من إصدار الأسهم والقروض طويلة الأجل. وتقيم هذه النسبة سياسة الإدارة ومدى مساهمة مصادر التمويل في الاستثمار بالموجودات الثابتة ، وبالتالي فهي تساعد المستثمرين في معرفة كيف تم استخدام استثماراتهم من قبل الإدارة .

ثانياً :المتغير التابع : ويتمثل في متوسط العائد السوقي غير العادي لسهم الشركة ويقاس باتباع الخطوات الآتية (Brick,Palmon and Patro,2004)

١- حساب العائد الفعلي على السهم لكل شركة: ويستخدم لها الغرض  
المعادلة الآتية :

٢- تقدير العائد المتوقع على سهم كل شركة : ويستخدم لهذا الغرض  
نموذج السوق المبين في المعادلة التالية :

$$R_{it} = a_j + b_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث ان :

$a_j$  = الحد الثابت للمعادلة وهو يمثل الجزء العائد الذي يتحقق بغض النظر عن  
العلاقة بين عائد السوق على السهم والعائد على سهم الشركة .  
 $b_i$  = معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد على السهم  $R_{it}$  والعائد على  
المحفظة .

$e_{it}$  = الخطأ العشوائي وهو ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي  
نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج.  
ويوضح الجدول رقم ( ٢ ) في الملحق نتائج تقدير معادلات النموذج لكل شركة  
على حدة خلال فترة الدراسة الممتدة ما بين ٢٠٠٤/٤/١ و ٢٠٠٥/٣/٣١ .  
٣- تقدير العائد غير العادي لكل شركة : تم تقدير العائد غير العادي  
على سهم كل شركة خلال الأربعة أسابيع المحيطة بتاريخ نشر  
التقارير المالية لكل شركة على حدة وذلك أساس النموذج التالي :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}$$

٤- حساب متوسط العائد غير العادي المجمع (  $CAR_{it}$  ) : بعد تقدير  
العائد غير العادي لكل شركة على حدة خلال فترة (٤+) اسبوع  
المحيطة بتاريخ نشر التقارير المالية للشركة ، قام الباحث بجمع  
ذلك العائد لكل شركة لتلك النافذة وتقسيمه على عدد الأسابيع  
المحيطة بتاريخ نشر التقارير المالية والبالغة تسعة أسابيع لتحصل  
على متوسط العائد غير العادي لكل شركة وكما هو مبين في  
الجدول رقم (٣) في الملحق .

ج- حجم الشركة :-يعتمد الباحث في التعبير عن حجم الشركة  
الاسلوب الذي استخدمه (Charitou,Clubb and Andreou,2001)  
الذي يقوم على أساس استخدام الوسط الحسابي لقيمة مجموع موجودات  
الشركات عينة الدراسة للتمييز بين الشركات الكبيرة والشركات  
الصغيرة فالشركات التي تكون قيمة موجوداتها اكبر من الوسط  
الحسابي ، تصف على انها شركات كبيرة ، بينما ينظر الى الشركات  
التي تكون قيمة موجوداتها اقل من الوسط الحسابي ، على انها شركات  
صغيرة الحجم . وعلى ضوء هذا المعيار صنف الباحث الشركات عينة  
الدراسة الى (١٤) شركة كبيرة و (١٣) شركة صغيرة ، ولإغراض

اختبار اثر الحجم ، اعطى قيمة (١) للشركات الكبيرة والقيمة (صفر) للشركات الصغيرة .

لقد اعتمد تاريخ توقيع مراقب الحسابات على رايه الفني المحايد اساساً لتحديد تاريخ نشر التقارير المالية .

نموذج الاختبار

يستعين الباحث في اختبار فرضيتي الدراسة على :

١- نموذج الانحدار المتعدد رقم (١) لاختبار الفرضية الاولى

$$CAR_{it} = a_j + b_{1i} x_{1i} + b_{2i} x_{2i} + b_{3i} x_{3i} + b_{4i} x_{4i} + b_{5i} x_{5i} + b_{6i} x_{6i} + e_{it} \dots (1)$$

2- نموذج الانحدار المتعدد رقم (٢) لاختبار الفرضية الثانية

$$CAR_{it} = a_j + b_{1i} x_{1i} + b_{2i} x_{2i} + b_{3i} x_{3i} + b_{4i} x_{4i} + b_{5i} x_{5i} + b_{6i} x_{6i} + Dun + e_{it} \dots (2)$$

: حيث ان

$CAR_{it}$  = متوسط العائد السوقي غير العادي لسهم الشركة i

$a_j$  = الحد الثابت .

$X_{1i}$  = نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية .

$X_{2i}$  = نسبة النقدية التشغيلية .

$X_{3i}$  = نسبة التدفقات النقدية الضرورية .

$X_{4i}$  = نسبة تغطية النقدية .

$X_{5i}$  = نسبة توزيعات الأرباح .

$X_{6i}$  = نسبة الإنفاق الرأسمالي .

$Dun$  = متغير الحجم .

وللتحقق من ان نتائج النموذجين ( ١ ، ٢ ) ليست ناتجة من وجود ارتباط عال بين المتغيرات المستقلة ، قام الباحث بإختبار علاقة الارتباط فيما بينها ، وذلك باستخدام إختبار ( VIF ) Variance Inflation Factor الذي يفسر نسبة التباين الفعلي الى تباين المتغيرات المستقلة ولقد أظهرت نتائج الإختبار المدرجة في الجدول رقم (١) عدم وجود إرتباطات ذات دلالة إحصائية مهمة بين المتغيرات المستقلة ، مما يعني إمكانية استخدام نماذج الإختبار .

جدول رقم (١)

مصفوفة نتائج إختبار ( VIF )

| المتغيرات | $X_{i1}$ | $X_{i2}$ | $X_{i3}$ | $X_{i4}$ | $X_{i5}$ | $X_{i6}$ |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| $X_{i1}$  | ١        | 0.0056   | 0.0074   | 0.0045   | 0.0067   | 0.0047   |
| $X_{i2}$  | 0.0056   | 1        | 0.0083   | 0.0068   | 0.0054   | 0.0072   |
| $X_{i3}$  | 0.0074   | 0.0083   | 1        | 0.0052   | 0.0061   | 0.0074   |
| $X_{i4}$  | 0.0045   | 0.0068   | 0.0052   | 1        | 0.0073   | 0.0068   |
| $X_{i5}$  | 0.0067   | 0.0054   | 0.0061   | 0.0073   | 1        | 0.0073   |
| $X_{i6}$  | 0.0047   | 0.0072   | 0.0074   | 0.0068   | 0.0073   | 1        |

المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية  
للأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

نتائج الدراسة

أولاً : نتائج اختبار الفرضية الأولى:

- تشير نتائج الانحدار للنموذج (١) المدرجة في الجدول رقم (٢) ما يلي :
١. رفض الفرضية بالنسبة للنموذج ككل مما يعني ان نموذج الاختبار يشير الى وجود اثر ذات دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية على العوائد السوقية. وهذا ما تؤكدته قيمة F المحسوبة مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية ١%.
  ٢. يفسر معامل التحديد ان ٢٣% من التغير في العوائد السوقية غير العادية للأسهم يمكن ان تتسبب الى تأثر قرارات المستثمرين بالمعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية .

جدول رقم (٢)

نتائج اختبار الفرضية الأولى

| المتغيرات المستقلة | قيمة $b_i$ | قيمة t المحسوبة | الخطأ المعياري | الوسط الحسابي |
|--------------------|------------|-----------------|----------------|---------------|
| $X_1$              | (2.39)     | (1.78)**        | 1.344          | 1.121         |
| $X_2$              | 3.25       | 1.51***         | 2.157          | 1.021         |
| $X_3$              | 106        | 0.78****        | 134.9          | 1.87          |
| $X_4$              | 10         | 1.08****        | 9.367          | 0.0479        |
| $X_5$              | 75.3       | 1.11****        | 67.96          | 1.311         |
| $X_6$              | 0.134      | 0.24            | 0.5663         | 0.947         |

الحد الثابت  $a_{jj} = ٨,٤$   
الوسط الحسابي  $CAR_{it} = ٠,٣٠٣$   
قيمة F المحسوبة  $(6.21) = ٠,٨١$   
قيمة معامل التحديد  $R^2 = ٢٣\%$   
الخطأ المعياري  $= ٢٠٢,٩$   
الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائي  $D.W = ٢,١٤$

مستوى المعنوية

\* عند ١% ، \*\* عند ٥% ، \*\*\* عند ١٠% ، \*\*\*\* عند ١٥% ، \*\*\*\*\* عند ٢٠%

٣- تبين قيمة t المحسوبة ان اثر جميع مقاييس التدفقات النقدية باستثناء نسبة الإنفاق الرأسمالي ، ذا دلالة إحصائية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم ، ولكن أكثرها أهمية في الأثر الإحصائي هي فقط نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة النقدية التشغيلية .

لا شك ان هذه النتيجة كانت متوقعة من قبل الباحث لان المتعاملين في بورصة عمان ، منذ أكثر من سنتين ، بات يدركون مدى أهمية تلكما النسبتين

في تقييم جودة ربحية الشركات وكشف سلوك الإدارة باتجاه تمهيد الدخل عن طريق استخدام الطرق والسياسات المحاسبية البديلة للتأثير على مقدار الأرباح، لأن هذا السلوك لم يعد حالة عابرة يمارسه عدد محدود من الشركات المسجلة في بورصة عمان، وإنما هو ظاهرة أصبحت تسود الشركات الاردنية خاصة في الثلاث سنوات الأخيرة، حيث أظهرت دراسة (الفضل، ٢٠٠٦) أن أكثر من ٥٢% من الشركات المسجلة في البورصة تمارس إدارتها بشكل أو بآخر وسائل إدارة الأرباح، وعليه فمن الطبيعي أن يعتمد المتعاملون في بورصة عمان على المعلومات المنشورة في التقارير المالية للشركات عن تدفقاتها النقدية خاصة تلك المتعلقة بتقييم جودة الربحية. ومما يؤيد هذه النتيجة، هو توافقها مع النتائج التي توصلت لها دراسة (AL-Attar and AL-Khadash, 2005) ودراسة (Siam and AL-Khadash, 2003) أما عدم تأثير نسبة الإنفاق الرأسمالي على العوائد السوقية غير العادية للأسهم وربما يعود الى الإيضاحات المرفقة بالتقارير المالية عن التوسعات الرأسمالية التي غالباً ما تفصح بشكل جلي عن حجم الاتفاق الرأسمالي ومجالاته ودرجة المخاطرة المصاحبة له ومقدار التغير فيه من سنة الى أخرى، وهي بذلك تفصح عن معلومات ذلك النشاط بطريقة أفضل مما تعكسه نسبة الإنفاق الرأسمالي، وقد أظهرت دراسة (الخلايلة واستنبولي، ١٩٩٧) أهمية تلك الإيضاحات في التأثير على العوائد السوقية غير العادية وعلى حجم التداول في بورصة عمان، مما يعني عدم أهمية تلك النسبة في هذا المجال، كذلك دراسة

(Eikner, Hefzi and Glezen, 2000) التي أجريت في الولايات المتحدة على ٣٢٩ شركة. ودراسة (الفضل، ٢٠٠١) التي أجريت في العراق. تشير نتائج النموذج رقم (٢) والمدرجة في الجدول رقم (٣) الى رفض الفرضية عند مستوى معنوية ٥%، مما يعني ذلك أن اثر المقياس المختلفة للتدفقات النقدية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم، يختلف تبعاً لاختلاف حجم الشركة وذلك بعلاقة طردية، حيث كلما كبر حجم الشركة كلما زاد تأثير مقياس التدفقات النقدية على العوائد السوقية غير العائدة للأسهم، والعكس صحيح.

في الواقع ان هذه النتيجة تعكس بصدق واقع المناخ الاستثماري في الاردن، فتعدد الادوات الاستثمارية وزيادة دور النظام المصرفي في تحفيز الادخارات المتراكمة، خاصة في الخمس سنوات الاخيرة، من جهة، والاستقرار النسبي الذي يتمتع به الاقتصاد الوطني، من جهة ثانية، جعل الاستثمار في بورصة عمان لا يتحسس بالضرورف الاقتصادية العامة بقدر تحسسه بالهدف من الاستثمار ومدى توفر المعلومات عن البدائل الاستثمارية المتاحة التي تساعد المستثمر في المفاضلة بين البدائل في ضوء نظرية العائد والمخاطرة، بمعنى ان سعر السهم في بورصة عمان، في ظل تلك المعطيات، بات يتحدد والى حد كبير، على اساس مخاطر التدفقات النقدية والعوائد السوقية المتوقعة

المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية  
لأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية

(AL-R ai,2001) . وبما ان شريحة كبيرة من اسهم الشركات المختارة للدراسة يتم تداولها في البورصة بسبب كون هذه الشركات ليست عائلية ، فمن الطبيعي وحال البورصة هكذا ان تكون اسهم تلك الشركات احد البدائل المتوفرة اما المستثمر وعليه ان يستفيد من المعلومات المنشورة في تقاريرها المالية ليحدد مدى جودة الاستثمار فيها مثلما يستفيد منها مالك هذه الاسهم ليقوم فرصة تحقيقه عوائد اضافية من بيعه لتلك الاسهم . ويبدو ان من بين تلك المعلومات التي يعتمد عليها المتعاملين في بورصة عمان هي تلك المتعلقة بالتدفقات النقدية .

جدول رقم (٣)  
نماذج اختيار الفرضية الثانية

| المتغيرات المستقلة                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | قيمة $b_i$ | قيمة $t$ المحسوبة | الخطا المعياري |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|-------------------|----------------|
| $X_1$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | (٢,٢٤)     | *(١,٧١)           | ١,٣١٥          |
| $X_2$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ٣,٢٣       | ***١,٥٤           | ٢,١٠٣          |
| $X_3$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | (١١٤)      | *****٠,٨٧         | ١٣١,٧          |
| $X_4$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ١٢,٦       | ****١,٣٦          | ٩,٢٧٨          |
| $X_5$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ٨٣,٩       | ****١,٢٦          | ٦٦,٥٨          |
| $X_6$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ٠,١٧١      | ****٠,٣١          | ٠,٥٥٢٩         |
| $D_{un}$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | ١١٧        | **١,٣٥            | ٨,٤٣           |
| <p>الحد الثابت <math>44.8 = a_{ij}</math><br/>                     قيمة <math>f</math> المحسوبة <math>(٧,٢٠) = ٣,١٣</math><br/>                     قيمة معامل التحديد <math>R^2 = ٣١,٦\%</math><br/>                     الخطا المعياري <math>= ٩٧,٩</math><br/>                     الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية <math>D.W = ٢,١٣</math></p> |            |                   |                |

مستوى المعنوية:

\* عند ٥% ، \*\* عند ٧,٥% ، \*\*\* عند ١٠% ، \*\*\*\* عند ١٥% ، \*\*\*\*\* عند ٢٠%

بيد ان الملفت للانتباه في نتائج هذه الفرضية ، هو تحسن معنوية نسبة تغطية النقدية من ١٥% في النموذج السابق الى ١٠% في النموذج الحالي لتصبح اكثر اهمية في التأثير على العوائد السوقية غير العادية للاسهم ، الامر الذي يؤكد حقيقة اهمية هيكل التمويل في قرارات المستثمرين في بورصة عمان ومدعمة ، في الوقت نفسه ، نتائج دراسة (Attar and AL-) (Khadash,2005) في الاردن ودراسة (Charitou , Clubb and Andreau,2001) في بريطانيا ، ودراسة (ابراهيم و ابراهيم ، ٢٠٠١) التي اجريت على ٦٢ شركة مساهمة في مصر .  
الاستنتاجات والتوصيات

يمكن تلخيص الاستنتاجات التي جاءت بها الدراسة بما يلي:

١. اتفاق نتائج هذه الدراسة مع نتائج نظيرتها التي قام بها (Attar and AL-Khadash, 2005) خاصة وان الدراساتين اجريت على شركات القطاع الصناعي الاردني ، مما يعني ذلك :-

أ. ان استخدام المقاييس النسبية بدلاً من الارقام المطلقة لا يفسد في الود قضية.

ب. تلاشي اعتماد المستثمر الاردني على مصادر المعلومات غير المحاسبية ، لا بل ان المستثمر اصبح اكثر وعياً لاهمية المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير السنوية للشركات ، خاصة تلك المتعلقة بالتدفقات النقدية ، واعمق فهماً تعنيه تلك المعلومات بدلالة عدم معنوية متغير نسبة الانفاق الراسمالية مقارنة باهمية نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية التي تشير معنويتها العالية الى اهمية هذه التدفقات في بقاء الشركة واستمرارها .

ت. ادراك المستثمرين في بورصة عمان تدني اهمية الارباح المحاسبية للشركات الكبيرة في ترشيد قرارات الاستثمار بالاسهم وذلك بسبب ادراكهم للسعي الحثيث لادارات هذه الشركات نحو تخفيض تكاليفها السياسية من خلال اختيار الطرق والسياسات المحاسبية البديلة التي تساعد في خفض الارباح ، وهذا ما يفسر الاثر الايجابي لمتغير الحجم.

٢. ان ارتفاع مستوى معنوية مقاييس التدفقات النقدية التشغيلية في كلا النموذجين ، انما يعكس اهمية النشاط التشغيلي بالنسبة للمستثمرين مقارنة بالنشاط التحويلي والاستثماري ، وهذا يعني ان تقييم المستثمر الاردني لادارة الشركة يكون بالدرجة الاساسية من خلال كفاءتها

في الاستمرار بمزاولة نشاطها التجاري ، وبلا شك ان إدراك الادارة لهذه الناحية قد يقوض نشاطها باتجاه التوسعات الاستثمارية واستخدام مصادر التمويل الخارجي ، وهو ما لا يحمد عقبه على سوق رأس المال ومن ثم النشاط الاقتصادي للبلد ككل .

في ضوء استنتاجات الدراسة يوصي الباحث بما يلي :

(١) ضرورة اعادة إجراء مثل مثل هذه الدراسة على قطاعات اخرى مثل قطاع البنوك والتأمين وقطاع الخدمات وذلك بهدف الكشف عن دور مقاييس التدفقات النقدية في تفسير سلوك الاسهم في بورصة عمان .

(٢) ضرورة اعادة تقييم كفاءة بورصة عمان ، اذ يعتقد الباحث في ظل معطيات هذه الدراسة والدراسات السابقة يصبح من غير

المعقول التسليم بفرضية ضعف كفاءة بورصة عمان خاصة  
لقطاع الصناعة.

ثبت المراجع

أولاً : المراجع العربية

١. ابراهيم ،محمد زيدان ومحمد عبد الفتاح ابراهيم ، (٢٠٠٠) ، "استخدام مؤشرات التدفقات النقدية كأداة لاعادة هيكلية الهيئات الاقتصادية في مصر " ، وقائع المؤتمر العلمي لقسم المحاسبة بكلية الاقتصاد والعلوم الادارية بجامعة اليرموك /المملكة الاردنية الهاشمية بعنوان - المحاسبة في بيئة متغيرة : تحديات القرن الحادي والعشرين /للفترة ٢١-٢٣-تشرين الثاني .
٢. اسامة ، محمد زكي ، ١٩٩٤ ، "الفكر المحاسبي لاهمية اعداد وتوحيد ونشر قائمة التدفقات النقدية :دراسة نظرية تطبيقية " مجلة العلوم الادارية ، كلية التجارة ،جامعة المنوفية ، ج.م.ع ، العدد ٧ ، يناير ، ص ص ٤٤-٦٥ .
٣. حداد ، فايز ، (٢٠٠) " العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية " ، مجلة دراسات ، الجامعة الاردنية ، المجلد ٢٥ ، العدد ١، ص ص ١-١٤ .
٤. الخلايلة ،محمود ، (١٩٩٨) ، " العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الاسهم في الأجل الطويل " ، مجلة دراسات ، الجامعة الاردنية ، المجلد ٢٥ ، العدد ١ ، ص ص ١٤٤-١٣٣ .
٥. الخلايلة ، محمود وغدير إستنبولي ، (١٩٩٧) ، " أثر التغير في التدفقات الرأسمالية على اسعار وحركة الأسهم : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الاردنية ، مجلة دراسات ،الجامعة الاردنية ، العدد ١ ، ص ص ١٤٢-١٥١ .
٦. الرجبي ، محمد ويونس بهجت ، (١٩٩٧) ، " اثر إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي " ، مجلة أبحاث اليرموك ، جامعة اليرموك ، أربد ، المملكة الاردنية الهاشمية ، العدد ٤ ، ص ص ٢٧-٤٠ .
٧. سجينى ، طلال إبراهيم ، (١٩٩٧) ، " قياس درجة ومدى الإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية بالمملكة العربية السعودية " ،المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد ،جامعة قطر ، العدد ٨ ، ص ص ١٣٧-١٧٣ .
٨. الفضل ، مؤيد محمد علي ، (٢٠٠٦) ، " محددات السلوك الإداري في إختيار السياسات المحاسبية في ضوء النظرية الإيجابية : دراسة إختبارية في الشركات

المساهمة العامة في الاردن "بحث مقبول في مجلة الادارة العامة ، معهد الادارة العامة ، الرياض ، المملكة العربية السعودية .

الفضل ، مؤيد محمد علي ، (٢٠٠٥) ، "ايمها اكثر قدرة في تفسير العوائد السوقية غير العادية للاسهم : الارباح المحاسبية ام التدفقات النقدية ؟ دلائل ميدانية من العراق " ، مجلة آفاق اقتصادية ، مركز البحوث والتوثيق ، اتحاد غرف التجارة والصناعة ، دولة الامارات العربية المتحدة ، المجلد ٢٦ ، العدد ٢ ، ص ص ١٣٣-١٦٣ .

٩. الفضل ، مؤيد محمد علي ، (٢٠٠٢) ، "اهمية الافصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير الخارجية : دراسة اختيارية في العراق " ، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، كلية الادارة والاقتصاد جامعة الامارات العربية ، المجلد ١٨ ، العدد ١ ، يونيو ، ص ص ١-٢٨ .

١٠. الفضل ، مؤيد محمد علي ، (٢٠٠١) " العلاقة بين الافصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة واسعار اسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها : دراسة ميدانية في العراق " ، مجلة آفاق اقتصادية ، مركز البحوث والتوثيق ، غرف التجارة والصناعة في الامارات العربية المتحدة ، ص ص ٩١-١٢٣ .

١١. الوابل ، وابل بن علي ، (١٩٩١) ، "المحتوى الاعلامي لقائمة التدفقات النقدية :دراسة تحليلية مقارنة بالقياس الى ارباح الاستحقاق " ،مجلة الادارة العامة ،معهد الادارة العامة - الرياض ، المجلد ٣٦ ، العدد ٢ ، اغسطس ، ص ص ٢٢١-٢٤٩ .

١٢. يوسف ، احمد محمود ، (١٩٩٧) ، "المحاكاة التاريخية والمستقبلية للقدرة التنبؤية لمفاهيم التدفق النقدي والربح المحاسبي: دراسة تطبيقية لقطاع الغزل والنسيج ١٩٧٣-١٩٩٣" ، المجلة العلمية لكلية الادارة والاقتصاد ، جامعة قطر ، العدد ٨ ، ص ص ١٩٩-٢٣٠ .

ثانياً :- المراجع الاجنبية

Al – Rashed , Wael E . , (2005) , “ Funds Flow Reporting in Kuwait “ The Arab Journal of Accounting . May , pp , 75-91 .

1. Al – Rai , Z . , (2001) , ” Stock Market Valuation to Earnings Risk , and Growth of Jordanin Companines Empirical investigation “ Derasat Journal , Vol . 28 , No . 2 , p p . 478-491 .

2. Al \_ Attar , Ali and H . Al – Khadash , (2005) , “ The Effect of Contextual Factor on the information Content of Cash Flows in Explaining Stock Prices : The Cace of Aumman Stock .

**المحور المحاسبي — قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية  
لأسهم: دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية**

**الملحق**

**جدول رقم (١)**

**مقاييس التدفقات النقدية للشركات عينة الدراسة /سنة ٢٠٠٤**

| ت  | اسم الشركة                                  | مقياس جودة الربحية | مقياس جودة السيولة | مقياس السياسة المالية |
|----|---------------------------------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
|    |                                             | $X_{2i}$           | $X_{3i}$           | $X_{6i}$              |
| ١  | مصفاة البترول الأردنية                      | 1.061              | 0.0003             | 0.000                 |
| ٢  | العامة للتعبئة                              | 1.004              | 0.0033             | 0.0014                |
| ٣  | العربية لصناعة الألمنيوم                    | 1.015              | 0.0031             | 0.0001                |
| ٤  | الوطنية لصناعة الصلب                        | 1.112              | 0.0025             | 0.0003                |
| ٥  | مصانع الخزف الأردنية                        | 0.995              | 0.003              | 0.0004                |
| ٦  | الأردنية لصناعة الانابيب                    | 0.978              | 0.0001             | 0.0006                |
| ٧  | مصانع الاسمنت الأردنية                      | 0.981              | 0.0015             | 0.0012                |
| ٨  | الكابلات الأردنية الحديثة                   | 0.987              | 0.0014             | 0.0013                |
| ٩  | حديد الأردن                                 | 1.002              | 0.0016             | 0.0002                |
| ١٠ | الوطنية لصناعة الألمنيوم                    | 0.985              | 0.002              | 0.0002                |
| ١١ | مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية         | 0.988              | 0.0013             | 0.0012                |
| ١٢ | العربية لصناعة المواسير المعدنية            | 1.016              | 0.0025             | 0.0035                |
| ١٣ | العربية لصناعة الأدوية                      | 0.999              | 0.0018             | 0.0002                |
| ١٤ | مصانع المنظفات الكيماوية العربية            | 1.008              | 0.0001             | 0.0018                |
| ١٥ | دار الدواء للتنمية والاستثمار               | 1.001              | 0.0024             | 0.0016                |
| ١٦ | مناجم الفوسفات الأردنية                     | 0.996              | 0.0017             | 0.0018                |
| ١٧ | المركز العربي للصناعات الدوائية والكيميائية | 1.004              | 0.0017             | 0.0021                |
| ١٨ | الصناعات الكيماوية الأردنية                 | 1.007              | 0.0014             | 0.0014                |
| ١٩ | العالمية للصناعات الكيماوية                 | 1.031              | 0.0027             | 0.0024                |
| ٢٠ | البوتاس العربية                             | 1.085              | 0.0032             | 0.0028                |
| ٢١ | الالبان الأردنية                            | 1.048              | 0.0001             | 0.0017                |
| ٢٢ | الصناعات التجارية الزراعية                  | 1.046              | 0.0016             | 0.0013                |
| ٢٣ | العالمية الحديثة لصناعة الزيوت              | 1.105              | 0.0024             | 0.0014                |
| ٢٤ | الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن              | 1.108              | 0.0031             | 0.0018                |
| ٢٥ | المصانع العربية الدولية للاغذية             | 1.006              | 0.0012             | 0.0015                |
| ٢٦ | العصرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية  | 1.012              | 0.0012             | 0.0017                |
| ٢٧ | مصانع الزيوت النباتية الأردنية              | 1.009              | 0.0021             | 0.0014                |

**جدول رقم (٢)**

**نتائج تقدير معاملات معاملات نموذج السوق**

| الشركة | الحد        | معدل         | قيمة t المحسوبة | الشركة | الحد        | معدل         | قيمة t المحسوبة |
|--------|-------------|--------------|-----------------|--------|-------------|--------------|-----------------|
| $a_j$  | الميل $b_i$ | الثابت $a_j$ | الميل $b_i$     | $a_j$  | الميل $b_i$ | الثابت $a_j$ | الميل $b_i$     |
| 1      | 0.0375      | 2.472        | **1.953         | 15     | 0.562       | 2.447        | **1.877         |
| 2      | 1.007       | 2.291        | **1.875         | 16     | 0.667       | 1.492        | *1.697          |

|          |       |       |    |                                          |       |       |    |
|----------|-------|-------|----|------------------------------------------|-------|-------|----|
| *1.711   | 1.602 | 0.786 | 17 | **1.878                                  | 1.821 | 0.872 | 3  |
| ***2.294 | 1.687 | 0.778 | 18 | *1.756                                   | 6.135 | 2.411 | 4  |
| **1.944  | 2.071 | 0.945 | 19 | **2.115                                  | 3.479 | 2.745 | 5  |
| **1.848  | 1.991 | 1.438 | 20 | **1.945                                  | 2.491 | 1.298 | 6  |
| ***2.117 | 1.903 | 0.851 | 21 | *1.683                                   | 2.453 | 0.622 | 7  |
| *1.746   | 1.488 | 0.737 | 22 | ***2.485                                 | 2.035 | 0.627 | 8  |
| *1.771   | 0.989 | 0.372 | 23 | ***2.342                                 | 1.973 | 0.614 | 9  |
| *1.682   | 0.921 | 0.188 | 24 | **1.882                                  | 0.975 | 0.488 | 10 |
| **2.141  | 1.025 | 0.459 | 25 | *1.654                                   | 1.432 | 0.895 | 11 |
| *1.742   | 2.491 | 1.018 | 26 | *1.712                                   | 1.088 | 0.891 | 12 |
| ***2.321 | 0.297 | 0.297 | 27 | ***2.337                                 | 3.879 | 1.179 | 13 |
|          |       |       |    | ***2.341                                 | 2.436 | 0.397 | 14 |
|          |       |       |    | المعنوية عند مستوى: %٥* ، %٢,٥** ، %١*** |       |       |    |

### جدول رقم (٣)

#### العوائد السوقية غير عادية لأسهم الشركات عينة الدراسة

| شركة | العائد | شركة | العائد | شركة | العائد | شركة | العائد |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| ١    | 0.378  | ٨    | 0.3383 | ١٥   | 0.198  | ٢٢   | 0.211  |
| ٢    | 0.229  | ٩    | 0.287  | ١٦   | 1.174  | ٢٣   | 0.261  |
| ٣    | 0.205  | ١٠   | 0.223  | ١٧   | 0.285  | ٢٤   | 0.213  |
| ٤    | 0.401  | ١١   | 0.3158 | ١٨   | 0.219  | ٢٥   | 0.315  |
| ٥    | 0.283  | ١٢   | 0.271  | ١٩   | 0.242  | ٢٦   | 0.398  |
| ٦    | 0.257  | ١٣   | 0.192  | ٢٠   | 0.295  | ٢٧   | 0.285  |
| ٧    | 0.241  | ١٤   | 0.203  | ٢١   | 0.275  |      |        |