الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة تشرين

كلية الاقتصاد

قسم المحاسبة

اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة

إعداد الطالبة

سوسن حسن شاهين

إشراف

د. ليلى الطويل

أستاذ مساعد في قسم المحاسبة–جامعة تشرين

2014

SYRIAN ARAB REPUBLIC
Ministry of Higher Education
Tishreen University

الجمهوريةالعربيـة السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة تشرين

قرار لجنة الحكم على رسالة ماجستير

اجتمعت لجنة الحكم المشكلة بموجب قرار مجلس البحث العلمي رقم /٢١٤٢ / المتخذ بالجلسة رقم / ٢١ / المنعقدة بتاريخ ٢٧ / شعبان / ١٤٣٥ هـ الموافق ٢٥ / ٦ / ٢٠١٤ م وذلك في تمام الساعة الثانية عشرة ظهراً من يوم الأربعاء الموافق ١٦ / ٧ /٢٠١٤م.

والمؤلفة من السادة:

الدكتورة: ليلى الطويل الأستاذة المساعدة في قسم المحاسبة بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص/ نظم معلومات محاسبية / عضواً ومشرفاً .

الدكتورة: زينة الأحمد المدرسة في قسم العلوم الماليةوالمصرفية بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص/ الأسواق المالية / عضوا.

الدكتورة: ريم عيسى المدرسة في قسم المحاسبة بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص / المحاسبة الدولية / عضوا .

وناقشت اللجنة رسالة الماجستير التي تقدمت بها الطالبة: **سوسن حسن شاهين**

بعنوان: اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

وبعد المداولة قررت لجنة الحكم:

١) منح الطالبة **سوسن حسن شاهين** علامة وقدرها: (رقماً 95) درجة (كتابة [illegible]) وبتقدير ([illegible]) في اختصاص المحاسبة من قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد.

٢) رفع هذا القرار إلى المجالس المختصة لمنحها الدرجة المذكورة واستصدار القرارات اللازمة لتمتعها بحقوق هذه الدرجة وامتيازاتها وفق الأصول النافذة.

اللاذقية: يوم الأربعاء في ١٦ / ٧ /٢٠١٤ م.

الدكتورة	الدكتورة	الدكتورة
ريم عيسى	زينة الأحمد	ليلى الطويل

شهادة

نشهد بأن العمل الموصوف في هذه الدراسة هو نتيجة بحث قامت به الطالبة سوسن شاهين بإشراف الدكتورة ليلى الطويل وأي رجوع إلى بحث آخر في هذا الموضوع موثق في النص.

المرشح
سوسن شاهين

المشرف
د. ليلى الطويل

تصريح

أصرح بأن هذا البحث:
((اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية))

لم يسبق أن قبل للحصول على أي شهادة ولا هو مقدَّم حالياً للحصول على شهادة أُخرى.

المُرشَّح
سوسن شاهين

تصريح

أنا الموقعة أدناه سوسن حسن شاهين أصرح بأن حقوق طباعة هذه الرسالة خاصة بجامعة تشرين

الاسم : سوسن حسن شاهين

التوقيع:

الملخص

تختبر هذه الدراسة ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالأرباح والقيم الدفترية لأسهم الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تعتمد الدراسة على **نموذج العائد Return Model** المطور من قبل Easton & Harris (1991)، وعلى **نموذج السعر Price Model** المطور من قبل Ohlson (1995) باستخدام بيانات القوائم المالية السنوية للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009-2012. وتختبر الدراسة كذلك تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة وهي: طبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة.

تظهر نتائج الدراسة وفق نموذج العائد بأن الأرباح غير ملائمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم، بالتالي لا يقدم نموذج العائد أدلة على ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية عند اختباره على كامل مجتمع الدراسة. بينما تظهر النتائج وفق نموذج السعر بأن ربحية كل سهم وقيمته الدفترية ملائمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم، وبالتالي يقدم نموذج السعر أدلة على ملاءمة قيمة الأرباح والقيم الدفترية للأسهم ويمكن للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية الاعتماد على نموذج السعر لتقييم ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

كما تظهر نتائج الدراسة وبعد تقسيم المجتمع إلى مجتمعين بناءً على العامل المؤثر، بأن ملاءمة القيمة تتأثر بطبيعة الأرباح وبإشارة الأرباح وبحجم الشركة وفق كل من نموذجي العائد والسعر. حيث يقدم نموذج العائد أدلة على ملاءمة القيمة عند اختباره على الأرباح المؤقتة وعلى الأرباح الإيجابية وعلى الشركات كبيرة الحجم، وبالتالي يمكن الاعتماد على نموذج العائد كلما زاد تجانس المجتمع، فتزداد ملاءمة القيمة في حال الأرباح المؤقتة وتزداد للأرباح الإيجابية وتزداد في الشركات كبيرة الحجم وفق نموذج العائد. كذلك تبين نتائج الدراسة باستخدام نموذج السعر بأن ملاءمة القيمة تتأثر بطبيعة الأرباح وتزداد في حال الأرباح المؤقتة، وتتأثر بإشارة الأرباح وهي أعلى للأرباح الإيجابية، وتتأثر بحجم الشركة وهي أعلى في حالة الشركات كبيرة الحجم.

الكلمات المفتاحية: ملاءمة القيمة، نموذج العائد، نموذج السعر، عائد السهم، مستوى الأرباح، التغير في الأرباح، سعر السهم، ربحية السهم، القيمة الدفترية.

الشكر والتقدير

أوجه جزيل شكري وامتناني إلى كل من ساهم في إنارة طريق حياتي وفكري وإيصالي إلى هذه المرحلة من العلم وإلى كل من ساهم في أن يبصر هذا العمل النور، أشخاص لولا دعمهم ما كان لينجز هذا البحث.

أخص بالشكر مشرفتي ومعلمتي **الدكتورة ليلى الطويل** التي كان لها الفضل الأول والأكبر في وصولي اليوم إلى هذه المرحلة، أشكرها على وقتها الذي منحتني إياه وعلى جهدها المبذول لتصحيح خطواتي وتشجيعها المستمر وصبرها وعطائها الذي لا يقف عند حد. كل الشكر والتقدير لما قدمته لي من نصيحة وإرشاد لإنجاح هذه العمل المتواضع، أتمنى أن أملك في المستقبل صبرها وقوتها ومعرفتها الواسعة.

أشكر أعضاء لجنة التحكيم الدكتورة زينة الأحمد من قسم العلوم المالية والمصرفية والدكتورة ريم عيسى من قسم المحاسبة لتفضلهم بقراءة الرسالة وتقديم المقترحات المفيدة التي ستغني البحث، كل الشكر والتقدير لجهودكم.

أشكر عائلتي التي كانت بقربي دائماً لتقديم الدعم والتشجيع أبي، أمي، أخوتي.

وأخيراً أشكر كل من وقف إلى جانبي ودعمني سواءً بكلمة أو بموقف حاضراً كان أم غائب... وأهدي نجاحي إلى وطني الحبيب سورية عسى أن تكون دائماً بخير.

فهرس المحتويات

الفصل الأول..... 1

الإطار العام للبحث..... 1

2.1 التعاريف الإجرائية Operational Definitions..... 3

3.1 الدراسات السابقة Literature Review..... 4

4.1 مشكلة البحث Research Problem..... 19

5.1 أهداف البحث Research Objectives..... 20

6.1 أهمية البحث Research Importance..... 20

7.1 منهجية البحث Research Methodology..... 21

8.1 محددات البحث Research Limitations..... 23

9.1 مخطط البحث Research Plan..... 23

الفصل الثاني..... 25

ملاءمة المعلومات المحاسبية..... 25

2.2 سوق الأوراق المالية وكفاءتها Securities Market and its Efficiency..... 25

1.2.2 سوق الأوراق المالية Securities Market..... 25

2.2.2 أنواع أسواق الأوراق المالية Types of Securities Market..... 26

3.2.2 كفاءة سوق الأوراق المالية Market Efficiency..... 27

3.2 أهمية المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات الاستثمار The Importance of Accounting Information in Making Investment Decisions..... 32

1.3.2 المعلومات الملائمة للاستثمار في بورصة الأوراق المالية The Relevant Information for Investment in Securities Market..... 32

2.3.2 أنواع المعلومات النافعة وفق مجلس معايير المحاسبة المالية Types of Useful Information According to FASB..... 33

4.2 خصائص المعلومات المحاسبية Characteristics of Accounting Information 34
1.4.2 الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية 34
2.4.2 القيود على المعلومات المحاسبية 35
3.4.2 مستخدمو المعلومات المحاسبية 35
5.2 الملاءمة Relevance 35
6.2 ملاءمة القيمة The Value Relevance 38
1.6.2 تعريف ملاءمة القيمة Value Relevance Definition 38
2.6.2 الفرق بين دراسات ملاءمة القيمة ودراسات المحتوى المعلوماتي Difference between value Relevance Studies and Information Content Studies 39
3.6.2 تطور مفهوم ملاءمة القيمة Development of the concept of Value Relevance 41
4.6.2 أثر الأنظمة المحاسبية على ملاءمة القيمة The influence of accounting systems on value Relevance 43
5.6.2 ملاءمة القيمة وكفاءة السوق Value Relevance and Market Efficiency 45
6.6.2 العوامل المؤثرة على ملاءمة القيمة Factors affecting Value Relevance 45
الفصل الثالث 51
نماذج تقييم ملاءمة القيمة 51
1.3 مقدمة Introduction 51
2.3 مقاربات لدراسات ملاءمة القيمة Approaches to Value Relevance Studies 52
3.3 نماذج اختبار ملاءمة القيمة Models testing Value Relevance 53
1.3.3 نموذج العائد Return Model 54
2.3.3 نموذج السعر price model 61
الفصل الرابع 68

الدراسة التجريبية..... 68
1.4 مقدمة Introduction..... 68
2.4 نماذج الدراسة والتعريف بالمتغيرات وكيفية قياسها Models and Variables 68
3.4 لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية Damascus Securities Exchange..... 70
4.4 مجتمع الدراسة The Population Study..... 71
5.4 أسلوب جمع بيانات الدراسة التجريبية Methods of Data collection..... 72
6.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة Statistical Methods..... 73
7.4 تحليل البيانات Analysis of Data..... 79
8.4 النتائج Results..... 94
9.4 مناقشة النتائج Results Discussion..... 95
10.4 التوصيات Recommendations..... 97
المراجع References..... 99

قائمة الجداول

الجدول 1-1 النقاط التي وردت في الدراسات.....15

الجدول 4-1 شركات الدراسة.....72

الجدول 4-2 توزيع المشاهدات بالنسبة لنموذج العائد.....73

الجدول 4-3 توزيع المشاهدات بالنسبة لنموذج السعر.....74

الجدول 4-4 الإحصاءات الوصفية لكل متغير.....74

الجدول 4-5 مصفوفة الارتباط بالنسبة لنموذج العائد.....76

الجدول 4-6 مصفوفة الارتباط بالنسبة لنموذج السعر.....76

الجدول 4-7 جدول الارتباط لنموذج العائد.....79

الجدول 4-8 جدول تحليل التباين لنموذج العائد.....80

الجدول 4-9 جدول المعاملات لنموذج العائد.....80

الجدول 4-10 جدول الارتباط لنموذج السعر.....81

الجدول 4-11 جدول تحليل التباين لنموذج السعر.....81

الجدول 4-12 جدول المعاملات لنموذج السعر.....82

الجدول 4-13 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح الدائمة).....83

الجدول 4-14 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح المؤقتة).....84

الجدول 4-15 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح الدائمة).....85

الجدول 4-16النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح المؤقتة).....86

الجدول 4-17 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل إشارة الأرباح (الأرباح الإيجابية).....87

الجدول 4-18 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل إشارة الأرباح (الأرباح الإيجابية).....88

الجدول 4-19 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الصغيرة).....90

الجدول 4-20 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الكبيرة).....91

الجدول 4-21 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الصغيرة).....92

الجدول 4-22 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الكبيرة).....93

قائمة الأشكال

الشكل 3-1 العوائد غير العادية لشركات GN و BN.....56

الشكل 4-1 توزع البواقي في نموذج العائد.....77

الشكل 4-2 انتشار البواقي في نموذج العائد.....78

الشكل 4-3 توزع البواقي في نموذج السعر.....78

الشكل 4-4 انتشار البواقي في نموذج السعر.....79

قائمة المصطلحات

Abnormal Return	العائد غير العادي	الفرق بين العائد الفعلي والمتوقع
Book Value	القيمة الدفترية	صافي قيمة أصول الشركة
Earnings Level	مستوى الأرباح	متغير يعبر عن ربحية السهم مقسومة على سعر السهم في بداية الفترة
Earning Response Coefficient	معامل استجابة الأرباح	معامل الميل للأرباح في النموذج
Information Content	محتوى المعلومات	المعلومات التي يتم إصدارها تؤدي إلى تغير في أسعار الأسهم
Market Efficiency	كفاءة السوق	تعني أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة لكل معلومة جديدة وتسلك سلوك عشوائي
Permanent Earnings	الأرباح الدائمة	الأرباح التي تتصف بالثبات والاستمرارية
Price Model	نموذج السعر	نموذج لاختبار ملاءمة القيمة يوظف سعر السهم كمتغير تابع
Random Walk	السير العشوائي	هو سلوك لا يمكن التنبؤ به مستقبلاً وبالتالي فإن القيمة الحالية تعطي أفضل تنبؤ ممكن للقيمة المستقبلية
Return Model	نموذج العائد	نموذج لاختبار ملاءمة القيمة يوظف عائد السهم كمتغير تابع
Transitory Earnings	الأرباح المؤقتة	الأرباح التي تتصف بعدم الثبات والاستمرارية
Unexpected Earnings	الأرباح غير المتوقعة	الفرق بين الأرباح الفعلية المقرر عنها وبين الأرباح المتوقعة الأرباح
Value Relevance	ملاءمة القيمة	قدرة الأرقام المحاسبية على تفسير التغيرات في قيم الأسهم

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

1.1 مقدمة Introduction

يعتمد المستثمرون بشكل أساسي على معلومات المحاسبة المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار، وقد ركزت دراسات عديدة على دراسة الارتباط بين الأرقام المحاسبية والمقاييس السوقية مثل عوائد الأسهم وأسعارها. وهذا كان الدافع الرئيس لسعي الباحثين إلى تطوير بعض النماذج التي تصف العلاقة بين الأرقام المحاسبية وبين المقاييس السوقية، واستخدمت هذه النماذج في سياق البحوث المحاسبية لتقييم الأرقام المحاسبية مقابل القيم السوقية، وقد سمح استخدامها في هذا السياق بتقييم ملاءمة الأرقام المحاسبية بهدف اتخاذ القرارات. وغالباً ما استخدم مصطلح "ملاءمة القيمة" The Value Relevance لتقييم الأرقام المحاسبية والذي يعني بالعموم وجود درجة عالية من الارتباط بين الرقم المحاسبي وبين المقياس السوقي.

عُرفت ملاءمة القيمة من قبل Francis and Schipper (1999, p: 326) بأنها "قدرة الأرقام المحاسبية على تلخيص المعلومات التي ترتكز عليها أسعار الأسهم، حيث تتم الإشارة إلى ملاءمة القيمة من خلال وجود ارتباط إحصائي بين المعلومات المالية وبين الأسعار أو العوائد". كذلك عرفها Anandarajan & Hasan (2010, p: 270) بأنها تعبر عن قدرة الأرقام الواردة في القوائم المالية كالأرباح المعلنة على تفسير التغيرات في قيم الأسهم (القوة التفسيرية الأكبر تعني الملاءمة الأكبر للقيمة).

لقد أصبح تقييم المنفعة من المعلومات المحاسبية (ملاءمة القيمة) في تقييم الأسهم نموذجاً أساسياً في بحوث المحاسبة المالية، فمنذ نشر ورقة عمل Ball and Brown (1968) قدم الباحثون في مجال المحاسبة العديد من الدراسات التي وثقت العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم. أما دراسات ملاءمة القيمة التي أجريت بعد عام 1995 فقد توسعت لتشمل كلاً من عناصر الميزانية العمومية من الأصول والالتزامات وعناصر قائمة الدخل من الأرباح، وذلك استناداً إلى عمل Ohlson (1995) النظري، كما تحولت الأبحاث لدراسة تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة (Chen et al., 2001). يمكن القول بناءً على ذلك أن الأرقام المحاسبية تكون ملاءمة القيمة عند وجود ارتباط بين هذه الأرقام وبين عوائد أو أسعار الأسهم، ويتم التحقق من وجود هذا الارتباط من خلال النماذج المطورة في الأدبيات المحاسبية، وكلما كان هذا الارتباط أعلى يمكن الاستدلال أن الأرقام المحاسبية تحقق منفعة لمستخدميها وبشكل خاص المستثمرين.

تختبر منهجية ملاءمة القيمة العلاقة بين الأرقام المحاسبية وبين أسعار وعوائد الأسهم بناءً على افتراض أساسي، وهو إذا وفرت الأرقام المحاسبية معلومات نافعة للمستثمرين، فيجب أن تكون مرتبطة مع عوائد الأسهم وأسعارها (Dobija & Klimcza, 2010). وبناءً على ذلك ارتكز البحث المحاسبي في مجال ملاءمة القيمة على نموذجين هما نموذج العائد ونموذج السعر. افترض الباحثان Easton and Harris (1991) في نموذج العائد وجود علاقة قوية تربط بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم، حيث يرتكز نموذج العائد على متغيرين هما التغير في الأرباح Earnings Change لكل سهم ومستوى حصة كل سهم من الأرباح (مستوى الأرباح Earnings Level). ينسب نموذج العائد إلى Easton and Harris (1991)، حيث قام الباحثان بتطوير النموذج وأضافا إليه متغير مستوى الأرباح (حصة كل سهم من الأرباح مقسومة على سعر السهم في بداية الفترة). أما نموذج السعر فيفترض وجود علاقة تربط الأرباح والقيمة الدفترية بسعر السهم، وبالتالي فإن نموذج السعر يرتكز على متغيرين هما القيمة الدفترية لكل سهم وربحية السهم. وقد تم تطوير هذا النموذج بالاستناد إلى ورقة عمل Ohlson (1995)النظرية (Chen et al., 2001; Alfaraih & Alanezi, 2011; Alali & Foote, 2012).

يفترض هذان النموذجان كفاءة الأسواق المالية حيث إن كفاءة السوق مطلب أساسي لموثوقية اختبارات ملاءمة القيمة، ولا بد من اختبار كفاءة السوق قبل إجراء اختبارات ملاءمة القيمة (Dobija & Klimcza, 2010). لكن العديد من الدراسات السابقة في مجال ملاءمة القيمة تجاهلت موضوع كفاءة السوق باعتبار أن كفاءة السوق تشكل هاجساً بالنسبة لدراسات الحدث Event Studies أكثر من تحليلات الارتباط Association Analyses، حيث تركز دراسات الحدث على قياس عوائد السوق التي تسببها أحداث أو معلومات تنشر خلال فترة قصيرة (أيام أو أسابيع). وبالتالي فهي تختبر مباشرة كفاءة السوق التي تعرَّف بأنها قدرة أسعار السوق على عكس كل المعلومات المتاحة بشكل فوري. بالمقابل تختبر دراسات الارتباط العلاقة بين المقاييس المحاسبية وعوائد السوق سنوياً، لذلك يعد هذا التحليل طويل المدى، وبالتالي أقل حساسية لكفاءة السوق ويمكن تجاهل افتراض كفاءة السوق (Raffournie & Filip, 2010). فدراسات ملاءمة القيمة لا تتطلب اختبار ردة فعل السوق مباشرة بعد إصدار التقارير المالية، بل تنفذ عادةً على فترات طويلة.

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار نموذجي العائد والسعر على الشركات المالية المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كسوق ناشئ ولفترة تمتد من عام 2009 إلى عام 2012، وذلك للتحقق من ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم المعلن عنها، وبالتالي معرفة إلى أي مدى تسهم هذه البيانات (الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية) في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم وأسعارها.

تتألف الرسالة من أربعة فصول حيث يقدم الفصل الأول الإطار العام للبحث من خلال عرض الدراسات السابقة وتحديد مشكلة البحث والأهداف والأهمية والمنهجية المستخدمة. يوضح الفصل الثاني أهمية المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمرين وأهمية ملاءمة هذه المعلومات ويركز على تعريف

الملاءمة وملاءمة القيمة، وذلك من خلال خمسة مباحث تقدم فكرة عن سوق الأوراق المالية وكفاءتها، وتقدم تعريفاً للخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وأهميتها بالنسبة للمستثمر مع التركيز على خاصية الملاءمة Relevance، ومن ثم التعريف بملاءمة القيمة والعوامل المؤثرة فيها. ينتقل الفصل الثالث إلى التركيز على النماذج التي تُستخدم في اختبار ملاءمة القيمة حيث يقسم إلى مبحثين أحدهما يركز على تصنيف الدراسات في مجال ملاءمة القيمة، والثاني يركز على النماذج. يقدم الفصل الرابع الدراسة التجريبية للنماذج والاختبارات الإحصائية ونتائج الدراسة بالإضافة إلى مناقشة هذه النتائج وتقديم بعض التوصيات.

2.1 التعاريف الإجرائية Operational Definitions

العائد المتوقع Expected Return: هو العائد على الأسهم الذي يتوقع المستثمر أن يحققه خلال الفترة، ويمثل المتوسط المرجح لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها عند الاستثمار في المشروع (Alexander et al. (2001); Mayo (2008)).

العائد الفعلي Actual Return: وهو العائد المحقق فعلاً خلال الفترة ويحسب كما يلي:

(سعر السهم في نهاية الفترة + التوزيعات – سعر السهم في بداية الفترة)/ سعر السهم في بداية الفترة (Alexander et al., 2001).

العائد غير العادي Abnormal Return: وهو الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع أو المطلوب(Alexander et al., 2001).

السير العشوائي للأرباح Random Walk Earnings: وفق مفهوم السير العشوائي المذكور سابقاً، حين يقال إن الأرباح تسير سيراً عشوائياً فإنه يتم استخدام الأرباح الحالية لتوقع الأرباح المستقبلية، وبالتالي سيكون التغير في الأرباح هو الأرباح غير المتوقعة (Beaver, 1989) .

الأرباح غير المتوقعة Unexpected Earnings: هي الفرق بين الأرباح الفعلية المفصح عنها وبين الأرباح المتوقعة (Pinto et al., 2010). تعد الأرباح غير المتوقعة من المتغيرات غير الملحوظة في الأسواق المالية، ويستخدم عادةً التغير السنوي في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة باعتبار أن الأرباح تسير سيراً عشوائياً، وقد أصبح مستوى الأرباح يستخدم كممثل للأرباح غير المتوقعة في حال لا تتبع الأرباح السير العشوائي على اعتبار أن الأرباح قد تكون مؤقتة.

الأرباح المؤقتة Transitory Earnings: هي الأرباح التي تتضمن عناصر أو مكونات مؤقتة Transitory، والعناصر المؤقتة هي عوامل مؤقتة تؤثر بالأرباح وتؤدي إلى تضخيمها أو تخفيضها،

ولذلك تسبب تغيراً غير متوقع في الأرباح يؤثر على أسعار الأسهم (Anandarajan & Hassan, 2010).

الفائض الصافي Clean Surplus: يعني الفائض الصافي أن التغير في القيمة الدفترية (القيمة الدفترية في نهاية الفترة مطروحاً منها القيمة الدفترية في بداية الفترة) يساوي الأرباح مطروحاً منها التوزيعات، ويُمّكن هذا الافتراض (الفائض الصافي) من إدراج المتغيرات المحاسبية ضمن النموذج المالي (نموذج خصم التوزيعات النقدية) (Ohlson, 1995).

السوق الكفء Efficient Market: هي السوق التي تعكس فيها أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة، والتي تتعلق بالمعلومات التاريخية والحالية والخاصة التي من المتوقع الحصول عليها(Fama, 1970).

3.1 الدراسات السابقة Literature Review

الدراسات العربية

1- دراسة الدبعي وأبو نصار (1999): مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. وقد تم استخدام عينة مؤلفة من 44 شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان النظامية والتي تتعلق بقطاع الصناعة والخدمات خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين 1986-1996. قام الباحثان بتوظيف ثلاثة انحدارات حيث يتضمن الأول المتغيرين معاً، أما الثاني فيتضمن متغير التغير في الأرباح فقط، والثالث يتضمن متغير مستوى الأرباح. أظهرت نتائج الدراسة أن كلاً من متغيري "مستوى الأرباح" و"التغير في الأرباح" متغيران ملائمان لتفسير التغير في عوائد الأسهم. كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن متغير مستوى الأرباح أهم من متغير التغير في الأرباح في عملية تفسير التذبذبات في عوائد الأسهم. وتدل نتائج الدراسة على أن إدخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة العوائد بالأرباح يؤدي إلى انخفاض خطأ قياس "الأرباح غير المتوقعة"، وأن خطأ القياس الناتج عن استخدام متغير مستوى الأرباح هو أقل من ذلك الناتج عن استخدام متغير التغير في الأرباح، وهذا بدوره يشير إلى أن المستثمرين في سوق عمان المالية يعتقدون بأن أرباح الشركات الأردنية تتضمن عناصر عابرة أو مؤقتة.

2- دراسة الفضل (2001): أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، للتعرف على مدى قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير العوائد السوقية لأسهم الشركات المسجلة في سوق بغداد

للأوراق المالية. قام الباحث باختبار نموذج العائد باستخدام بيانات 26 شركة من الشركات المدرجة في سوق بغداد ولفترة تمتد من 1992-1998. تم التعبير عن الأرباح المحاسبية من خلال متغيرين هما متغير التغير في الأرباح ومتغير مستوى الأرباح. بينت نتائج الدراسة أن قدرة كل متغير من المتغيرين المعبرين عن الأرباح لا تفسر أكثر من 10% من العوائد السوقية لأسهم الشركات، وأنه لا يمكن تحديد متغير الأرباح الذي يفسر العوائد السوقية أفضل تفسير، وأن لحجم الشركة أثراً واضحاً في قدرة الأرباح على تفسير العوائد السوقية.

3- دراسة قايد (2003): تحليل وقياس القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية غير المتوقعة في علاقتها مع عوائد الأسهم غير العادية في سوق الأوراق المالية الكويتية

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد وقياس القيمة الملائمة لمتغيرات الأرباح المحاسبية من خلال قياس العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وتغيراتها ومكوناتها. حيث قام الباحث باختبار نموذج العائد باستخدام بيانات 59 شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الكويتية ولفترة تمتد من 1994-2001. بينت الدراسة أن هناك قيمة ملائمة لمستوى الأرباح وتغيراتها في علاقتها مع العوائد غير العادية للأسهم، وأن إضافة متغير مستوى الأرباح إلى المعادلة كمتغير مستقل يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية للنموذج ومعامل استجابة الأرباح. كما أن هذه القيمة الملائمة المقاسة بالقوة التفسيرية للنموذج ومعامل استجابة الأرباح تختلف باختلاف متغير الحجم، وهي أفضل في حالة الشركات كبيرة الحجم حيث تتسم أرباحها بالثبات والاستمرارية على مدى كبير من الزمن بسبب انخراطها المستمر في عمليات تمهيد الدخل. كذلك أظهرت الدراسة أن ملاءمة القيمة للأرباح تختلف عبر الزمن لذلك لا بد من أخذ هذا العنصر بالحسبان.

الدراسات الأجنبية

أولاً: الدراسات التي استخدمت نموذج العائد

1- دراسة Ball and Brown (1968): تقييم تجريبي لأرقام الدخل المحاسبي An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers

كان الهدف من هذه الدراسة اختبار المحتوى المعلوماتي لأرقام الدخل المحاسبي في سوق نيويورك للأوراق المالية وعلى عينة مكونة من 261 شركة ومن عام 1957 إلى عام 1965. درس الباحثان العلاقة بين العوائد غير العادية والأرباح غير المتوقعة واستخدما التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين العوائد والأرباح المحاسبية، وتعد هذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي قامت باختبار العلاقة بين الأرباح والعوائد واستخدمت التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة.

2- دراسة Easton and Harris (1991): الأرباح كمتغير تفسيري للعوائد Earnings as an Explanatory Variable for Return

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار فيما إذا كان متغير مستوى الأرباح (أي الأرباح مقسومة على سعر السهم في بداية الفترة) متغيراً ملائماً لتقييم علاقة العوائد- الأرباح، حيث أجريت الدراسة على عينة من الشركات في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية ولفترة تمتد من 1968-1986. قام الباحثان بتطوير النموذج من خلال إضافة متغير مستوى الأرباح إلى النموذج الذي كان يتألف من متغير التغير في الأرباح فقط. بينت نتائج الدراسة بأنه يمكن استخدام متغير مستوى الأرباح لتفسير التغير في عائد السهم، وأن استخدام كلا المتغيرين معاً في نموذج الانحدار لعلاقة العوائد- الأرباح يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية للنموذج وإلى ارتفاع معاملات استجابة الأرباح للنموذج. وقد أشار الباحثان إلى أن دور متغير مستوى الأرباح في النموذج يرتبط بوجود عناصر مؤقتة ضمن الأرباح.

3- دراسة Ali and Zarowin (1992): دور مستويات الأرباح في دراسات الأرباح- العوائد السنوية The Role of Earnings Levels and Annual Earnings-Returns Studies

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم توصيف مختلف لفرضية السير العشوائي فيما يتعلق بخصائص وطبيعة الأرباح والتي تفترض أن جميع أرباح الفترة السابقة دائمة. فبعد أن توصلت دراسة Easton & Harris (1991) إلى أن كلاً من متغيري التغير في الأرباح ومستوى الأرباح يملكان قوة تفسيرية عند وجودهما معاً في نموذج الانحدار لعلاقة العوائد- الأرباح، وأن متغير مستوى الأرباح يتلاءم مع وجود عناصر مؤقتة ضمن الأرباح السنوية، افترض Ali and Zarowin (1992) أن الأرباح السنوية تتبع عملية دعيت المتوسط المتحرك المتكامل Integrated Moving Average IMA (1,1) وهي تسمح بوجود المكونات الدائمة والمؤقتة للأرباح، وتظهر العملية أن متغير مستوى الأرباح يعد ممثلاً إضافياً للأرباح غير المتوقعة في حال لم تكن جميع أرباح الفترة السابقة دائمة، أجريت الدراسة على عينة مكونة من 58 شركة في سوق نيويورك للأوراق المالية ولفترة 17 سنة تمتد من عام 1969 إلى عام 1985.

وظف الباحثان ثلاثة اختبارات للانحدار: الأول يتضمن متغيري التغير في الأرباح ومستوى الأرباح، والثاني يتضمن متغير التغير في الأرباح فقط، والثالث متغير مستوى الأرباح، أما المتغير التابع فهو العائد غير العادي للسهم Abnormal Return. وقد بين الباحثان بأن كلاً من مستوى الأرباح وتغيراتها لهما قوة تفسيرية في علاقتهما مع عوائد الأسهم، إلا أن درجة الارتباط هذه أقوى بالنسبة لمتغير مستوى الأرباح. كما بين الباحثان أنه في شركات العينة التي اتصفت أرباحها بالثبات والاستمرارية على مدى سنوات الدراسة كانت الزيادة في معدل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية محدودة عندما تم استخدام متغير مستوى الأرباح فقط، أما الشركات التي اتصفت أرباحها بأنها مؤقتة أظهرت زيادة كبيرة في معامل

استجابة الأرباح والقوة التفسيرية. وهذا الاختلاف يعود إلى الخطأ في قياس الأرباح ولا بد من تصحيح هذا الخطأ بإضافة كلا المتغيرين إلى معادلة الانحدار.

4- دراسة Jermakowicz and Tomaszewski (1998): المحتوى المعلوماتي للأرباح في أسواق المال الناشئة: أدلة من سوق وارسو Information Content of Earnings in the Emerging Capital Market: Evidence from the Warsaw Stock Exchange

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم أدلة على الارتباط بين عوائد الأسهم والأرباح المعلنة والمستمدة من القوائم المالية المعدة على أساس النظام المحاسبي الجديد في بولندا ومعايير التقارير، وكيفية انعكاس هذه الأرباح في قيم السوق. أجريت الدراسة على عينة مكونة من 52 شركة من الشركات المدرجة في سوق وارسو للأوراق المالية ولفترة ممتدة على ثلاث سنوات 1995-1997 باستثناء الشركات المالية. قام الباحثان باختبار ملاءمة قيمة الأرباح السنوية بالاعتماد على النماذج المطورة في بحوث العوائد – الأرباح والتي أدخلت مستوى حصة السهم من الأرباح كمتغير لتفسير التغير في عائد السهم، في حين اعتمدت الدراسات التي سبقتها على متغير التغير في الأرباح لتفسير العائد غير العادي للسهم.

استخدم الباحثان ثلاثة نماذج: يحتوي النموذج الأول متغير التغير في الأرباح فقط، ويحتوي النموذج الثاني متغير مستوى الأرباح، ويجمع النموذج الثالث وهو النموذج المعتمد المتغيرين معاً. وبينت النتائج بأن متغير التغير في الأرباح يفسر 8% من التغير في العائد وأن متغير مستوى الأرباح يفسر 5%، وتصبح القوة التفسيرية للنموذج 7% عند دراستهما بشكل مجتمع. مما يعني أن كلاً من متغير التغير في الأرباح ومستوى الأرباح يملكان محتوى معلوماتي عند دراستهما بشكل منفصل أو في حال جمعهما معاً. قام الباحثان بدراسة تأثير حجم الشركة على ملاءمة القيمة بعد تصنيف الشركات إلى كبيرة وصغيرة بناء على ثلاثة معايير وهي: رأس المال، إجمالي حجم الأصول، والمبيعات بإدخالها كمتغيرات ضابطة[1] إلى النموذج. وقد وجد الباحثان أن الأرباح تكون أكثر ملاءمة (محتوى المعلومات أقوى) بالنسبة للشركات كبيرة الحجم.

5- دراسة Pritchard (2002): العلاقة بين الأرقام المحاسبية والعوائد في أسواق الأوراق المالية لدول البلطيق The Relationship between Accounting Numbers and Returns in the Baltic Stock Markets

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى اختبار وتحليل العلاقة بين الأرقام المحاسبية ممثلة بالأرباح وبين عوائد الأسهم في الأسواق المالية لدول البلطيق، وهي إستونيا ولاتفيا ولتوانيا، للتحقق من ملاءمتها بالنسبة للمستثمرين ومقارنة النتائج بين هذه الدول فيما بينها حيث أن بيئة المعلومات والممارسات المحاسبية تختلف بين الدول الثلاث. استخدم الباحث نموذج العائد وقام باختباره على عينة

[1] تستخدم المتغيرات الضابطة لاختبار احتمال أن تكون العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع زائفة.

مكونة من 99 شركة ولفترة تغطي خمس سنوات تمتد من عام 1995 إلى عام 2000، وذلك من خلال تضمين الدول الثلاث في النموذج كمتغيرات وهمية dummy variable[1]، كما اختبر الباحث مشكلة وجود أرباح مؤقتة. بينت الدراسة بأن ملاءمة القيمة تختلف بين الدول الثلاث وهي الأضعف في لتوانيا والأعلى في إستونيا أما في لاتفيا فهي أقرب إلى إستونيا، ولكن النظام المحاسبي في إستونيا يجعل من الأرقام المحاسبية أكثر ملاءمة. بين الباحث كذلك أن وجود الأرباح المؤقتة يخفض من القوة التفسيرية للنموذج وبالتالي انخفاض ملاءمة القيمة.

6- دراسة Anandarajan and Hasan (2010): ملاءمة قيمة الأرباح: أدلة من دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا Value Relevance of Earnings: Evidence from Middle Eastern and North African Countries

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية بالنسبة للمستثمرين على مجموعة من الشركات في عدد من دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا، وفيما إذا كانت طبيعة هذه الأرباح تؤثر على ملاءمة قيمتها وذلك من خلال احتوائها على عناصر دائمة أم مؤقتة. اختبر الباحثان تأثير عوامل أخرى على ملاءمة قيمة الأرباح، حيث تختلف ملاءمة القيمة باختلاف هذه العوامل بين الدول موضوع الدراسة وهي: مستوى شفافية الإفصاح الإلزامي، البيئة القانونية، مصدر المعايير المحاسبية (قطاع خاص أو عام)، ومستوى الملكية الأجنبية في البلد. ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحثان باختبار نموذج العائد على عينة من 248 شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للبلدان موضوع الدراسة (مصر – الأردن – لبنان – المغرب – تونس – تركيا) ولفترة تمتد من 1994-2005.

قام الباحثان كمرحلة أولى في الدراسة باختبار نموذج العائد على هذه الشركات، وكمرحلة ثانية بدراسة تأثير عنصر طبيعة الأرباح على ملاءمة القيمة من خلال تطبيق الانحدارات الثلاثة التي استخدمها Ali & Zarowin (1992). وفي المرحلة الثالثة درس الباحثان تأثير عوامل أخرى وهي مستوى الشفافية، البيئة القانونية، مصدر المعايير والملكية الأجنبية، بالإضافة لإدخال متغيرات ضابطة إلى النموذج وهي حجم الشركة، نسبة المخاطر، الانفتاح الاقتصادي والبيئة الاقتصادية. أكد الباحثان من خلال النتائج على ملاءمة القيمة للأرباح في هذه الدول، وأن هذه الملاءمة تتأثر بطبيعة الأرباح وهي أكبر بالنسبة للأرباح الدائمة. كما ترتفع قيمة الملاءمة بالنسبة للدول التي تقدم مستويات عالية من الإفصاح، وكذلك بالنسبة للدول التي يشارك فيها القطاع الخاص في وضع المعايير ودول القانون العام، وهي ترتفع كذلك مع ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية في البلد.

[1] حيث يأخذ المتغير الوهمي القيمة 1 في حال وجود الصفة والقيمة 0 في حال غيابها.

7- دراسة Dobija & Klimcza (2010): تطور المحاسبة في بولندا: كفاءة السوق وملاءمة قيمة الأرباح المعلنة Development of accounting in Poland: Market efficiency and the value relevance of reported earnings

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة القيمة للأرباح المحاسبية في ظل التطورات المحاسبية في بولندا. قُسمت فترة الدراسة من عام 1997 إلى عام 2008 إلى ثلاث فترات تغيرت فيها الأنظمة المحاسبية المطبقة وكان آخرها تبني معايير التقارير المالية الدولية. اختبر الباحثان العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم على عينة من الشركات المدرجة في سوق وارسو للأوراق المالية باستثناء الشركات المالية، حيث بلغ عدد المشاهدات 856 مشاهدة. كما درس الباحثان تأثير التطورات التي حدثت في البيئة المحاسبية على ملاءمة قيمة الأرباح. وكان الهدف من الدراسة التحقق من التغيرات في الملاءمة بين الفترات الزمنية، حيث ركز الباحثان على ردة فعل السوق على الأرباح غير المتوقعة، وذلك استناداً إلى العلاقة التي اختبرها Ball and Brown (1968) بين العوائد والأرباح باستخدام نموذج العائد. توصلت الدراسة إلى أن الأرباح المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها في سوق وارسو ذات قيمة ملائمة، وأنه لا يوجد تحسن في ملاءمة القيمة في الفترة الثانية بعد سنة 2000 نتيجة تغير الأنظمة المحاسبية، ولا في الفترة الثالثة بعد سنة 2005 نتيجة تبني معايير التقارير المالية الدولية، حيث أن الملاءمة تحققت في وقت مبكر. وبالتالي فإن التطورات في المحاسبة لم تؤد إلى تطورات ملحوظة في ملاءمة القيمة.

8- دراسة Filip and Raffournier (2010): ملاءمة قيمة الأرباح في الاقتصاد الانتقالي: حالة من رومانيا The Value Relevance of Earnings in Transition Economy: The Case of Romania

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية وتغيراتها في سوق بوخارست للأوراق المالية من خلال دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم على عينة مؤلفة من 48 شركة من الشركات المدرجة في سوق بوخارست للأوراق المالية، ولفترة تمتد من 1998-2004 مع استثناء قطاع المصارف والتأمين. استخدم الباحثان نموذج العائد لاختبار ملاءمة القيمة، ثم قاما بتعديل النموذج في ظل ظروف التضخم الموجودة، آخذين بالحسبان معدل التضخم لكل سنة من سنوات الدراسة. كما قام الباحثان من خلال دراستهما باختبار النموذج في حال وجود أرباح أو خسائر بشكل منفصل (استبعاد المشاهدات التي تحقق فيها الشركة خسائر من العينة). بينت النتائج أن الأرباح تكون ملائمة القيمة في ظل غياب ظروف التضخم، كذلك تكون ملاءمتها أكبر بالنسبة للشركات صغيرة الحجم، وكذلك حين تُستبعد المشاهدات التي تتضمن خسائر من التحليل(درست الأرباح بشكل منفصل ولم تدرس الخسائر بشكل منفصل بل فقط تم استبعادها وذلك لعدم وجود عدد مشاهدات كافٍ للخسائر). وقد تبين نتيجة للمعامل السلبي لتغيرات الأرباح أن المستثمرين يبدون ردة فعل سلبية لزيادة الأرباح وردة فعل إيجابية لانخفاض الأرباح. وكانت هذه النتيجة غامضة ومحيرة، وقد فسرت هذه النتيجة سابقاً من قبل

Hellström (2006) بأن المعامل السلبي لتغيرات الأرباح، بافتراض السلوك العشوائي للأرباح، يشير إلى إدراك المستثمرين أن التغير في الأرباح مؤقت وأن الأرباح يمكن أن تعود إلى مستواها الطبيعي في الفترة المحاسبية القادمة.

أما الدراسة نفسها فقد فسرت هذه النتيجة لمعامل التغير السلبي بأنها تعود لعدم كفاءة السوق النسبية، حيث أن المستثمرين يعتمدون على مصدر وحيد للمعلومات وهو التقرير السنوي الذي يصدر بعد الشهر الثالث، وبالتالي فإن الأسعار ترتكز بشكل رئيس على الأرباح التي يتم الإفصاح عنها بعد عدة شهور. لذلك فإن العوائد تعكس أرباح السنة الماضية أكثر من السنة الحالية، في حين يعتمد المستثمرون في الأسواق الكفوءة على التقارير المرحلية.

ثانياً: الدراسات التي استخدمت نموذجي العائد والسعر

1- دراسة .Chen et al (2001): هل المعلومات المحاسبية ملائمة القيمة في سوق الأوراق الصينية الناشئة؟ Is Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market?

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية على عينة مؤلفة من 800 شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق الصينية الناشئة، وإلى اختبار تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة مثل حجم الشركة، وطبيعة الأرباح (مؤقتة أو دائمة)، والأرباح الإيجابية مقابل السلبية (الخسائر) ولفترة تمتد من 1990-1997. برهنت الدراسة باستخدام نموذجي العائد والسعر على القوة التفسيرية الأكبر لنموذج السعر، كما برهنت أن المعلومات المحاسبية تكون ملائمة القيمة بالنسبة للمستثمرين بالرغم من حداثة السوق. بالنسبة لتأثير عنصر طبيعة الأرباح اختلفت نتائج الدراسة عن نتائج الدراسات السابقة حيث بينت هذه الدراسة أن الأرباح تكون ذات قيمة ملائمة أكبر عندما تزداد فيها العناصر المؤقتة على عكس ما بينه بعض الباحثين في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية. أما بالنسبة لحجم الشركة فقد اختلفت درجة التأثير بين نموذجي العائد والسعر. فبينما برهنت الدراسة بأن ملاءمة القيمة أكبر بالنسبة للشركات صغيرة الحجم وفق نموذج العائد تبين العكس وفق نموذج السعر. وبالنسبة لإشارة الأرباح (إيجابية أو سلبية) فقد برهنت الدراسة أن ملاءمة القيمة أكبر في حالة الأرباح الإيجابية وذلك وفق النموذجين.

2- دراسة Hellström (2006): ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المالية في الاقتصاد الانتقالي: حالة من جمهورية التشيك The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transitional Economy: The Case of the Czech Republic

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق براغ للأوراق المالية في جمهورية التشيك لفترة تمتد من 1994-2001. كان للدراسة هدفان رئيسان الأول التحقق من ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية ومقارنتها مع دول أكثر تطوراً حيث اختار الباحث سوق ستوكهولم للأوراق المالية كمعيار للمقارنة، والثاني التحقق من أن ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية تزداد عبر الزمن. قسم الباحث فترة الدراسة إلى فترتين زمنيتين الأولى من عام 1994 إلى عام 1997 والثانية من عام 1998 إلى عام 2001، موضحاً بأن السوق بدأ عمله في عام 1993، كما خضع لإصلاح إداري كبير في السوق في عام 1996 وألغي إدراج حوالي 80% من الشركات المدرجة في سوق براغ في عام 1997 بسبب ضعف السيولة وضعف معايير التقرير. في عام 1998 شكلت لجنة الأوراق المالية التشيكية للإشراف على سوق الأوراق المالية رداً على وجود عدد كبير من العيوب منها الخبرة القليلة في سير عمل سوق الأوراق المالية وعدم وجود الكفاءة العالية عند التجار والسماسرة وعيوب في التشريعات وارتفاع مستوى الخطر وانخفاض مستوى المعلومات، وهذا أدى أيضاً إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة بسبب معايير التقرير والإدراج التي أقرتها اللجنة. وكانت العينة الإجمالية 72 شركة في سوق براغ و310 شركات في سوق ستوكهولم باستثناء الشركات المالية لأن الممارسات المحاسبية في هذه الشركات تختلف عن الشركات غير المالية. وكان من نتائج الدراسة أن المعلومات المحاسبية في جمهورية التشيك أقل ملاءمة من السويد وأن ملاءمة القيمة لهذه المعلومات تزداد عبر الزمن مما يدل على التحسن في التنظيمات والممارسات المحاسبية.

3- دراسة Alfaraih and Alanezi (2011): منفعة الأرباح والقيمة الدفترية لتقييم الأسهم للمشاركين في سوق الكويت للأوراق المالية The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation to Kuwait Stock Exchange Participants

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة القيمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث بلغ عدد الشركات التي أجريت عليها الدراسة 163 شركة وذلك لفترة تمتد من 1995-2006. استخدم الباحثان نموذجي العائد والسعر، وقاما بدراسة تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة وهي إشارة الأرباح، نوع الصناعة، وحجم الشركة، باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والتحليل القطاعي. أظهرت نتائج الدراسة بأن الأرباح المحاسبية المفصح عنها في سوق الكويت ملائمة القيمة، وأن هناك زيادة في القوة التفسيرية لنموذج العائد في سوق ناشئة كسوق الكويت مقارنة مع أسواق أخرى متطورة حيث بلغت 27% مقارنة بـ 8% في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية. ويعزو

الباحثان ذلك إلى عدم وجود مصادر بديلة للمعلومات في سوق الكويت لبناء توقعات المستثمرين. أما بالنسبة لنموذج السعر فقد بين الباحثان بأن كلاً من الأرباح والقيمة الدفترية ملائمة القيمة في سوق الكويت حتى وإن تم اختبارهما بشكل مجتمع أو بشكل منفصل، فهي تكون مرتبطة إيجابياً وبشكل معنوي مع أسعار الأسهم.

وبالنسبة لاختبار تأثير العوامل الأخرى فقد قام الباحثان بإدخالها إلى النماذج كمتغيرات وهمية dummy variable. عند استخدام نموذج السعر كانت ملاءمة القيمة للأرباح والقيمة الدفترية أصغر في حال وجود الخسائر، كما تختلف باختلاف نوع الصناعة وحجم الشركة. ويرى الباحثان ضرورة التحول إلى القيم الدفترية عند تقييم الشركات صغيرة الحجم لأنها تمتلك فرصة أكبر في النمو من الشركات الكبيرة، وبالتالي قد يكون ثبات أرباحها منخفضاً، ولذلك لا تكون الأرباح ممثلاً جيداُ للأرباح المستقبلية. أما بالنسبة لنموذج العائد فإن تأثير نوع الصناعة وحجم الشركة غير معنوي وفق نتائج الدراسة ويعود ذلك إلى عدم وجود متغير كمتغير القيمة الدفترية في نموذج العائد.

4- دراسةِ Alali and Foote (2012): ملاءمة القيمة في ظل معايير التقارير المالية الدولية: أدلة تجريبية في الأسواق الناشئة The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية في ظل وجود معايير التقارير المالية الدولية على عينة من الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية مستخدمة البيانات الشهرية لفترة تمتد من 2000-2006. اعتمدت الدراسة على النماذج المطورة من قبل Easton and Harris (1991)، ومن قبل Ohslon (1995) لدراسة العلاقة بين العوائد والأرباح. وتناول الباحثان تأثير عاملين مهمين وهما حجم الشركة وجودة المراجعة. ومن أجل اختبارهما قاما بتقسيم العينة إلى شركات كبيرة وصغيرة، وإلى شركات تخضع للتدقيق من قبل شركات تدقيق كبرى وشركات تخضع للتدقيق من قبل شركات تدقيق أخرى.

توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط إيجابي بين الأرباح والعوائد المتراكمة، وإلى وجود ارتباط إيجابي بين الأرباح لكل سهم والقيمة الدفترية لكل سهم بسعره. كما أكدت الدراسة أن ملاءمة القيمة قد تغيرت منذ نشأة السوق، وساهمت في الجدل القائم حول ضرورة الاعتراف الإلزامي بمعايير التقارير المالية الدولية، وملاءمة المعلومات المقرر عنها في ظل هذه المعايير. كما بين الباحثان أن ملاءمة القيمة تختلف بين الشركات الكبيرة والصغيرة الحجم وهي أكبر في حالة الشركات الكبيرة عند استخدام نموذج السعر وأكبر في حالة الشركات الصغيرة عند استخدام نموذج العائد، كذلك تختلف حسب انتماء مدققي الحسابات وهي أكبر بالنسبة للشركات التي تخضع للتدقيق من قبل الشركات الأربع الكبرى.

5- دراسة Shamki and Rahman (2012): ملاءمة قيمة الأرباح والقيمة الدفترية: أدلة من الأردن Value Relevance of Earnings and Book Value: Evidence from Jordan

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة القيمة لكل من الأرباح والقيمة الدفترية بشكل منفصل عن بعضهما، ومن ثم بشكل مجتمع باستخدام نموذجي العائد والسعر على عينة مؤلفة من 198 شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ولفترة تمتد من 1992-2002. توصلت الدراسة إلى أنه بالنسبة لنموذج السعر تزداد ملاءمة قيمة كل من الأرباح والقيمة الدفترية عندما يتم اختبارهما بشكل منفصل عن بعضهما، في حين تزداد ملاءمة قيمة الأرباح وتصبح القيمة الدفترية من دون تأثير عندما يتم اختبارهما مجتمعين. أما بالنسبة لنموذج العائد فإن ملاءمة القيمة للأرباح تزداد عندما يتم اختبارها بشكل منفصل أو مجتمع مع القيمة الدفترية، في حين تتناقص الملاءمة للقيمة الدفترية. وهكذا يؤكد الباحثان أن الأرباح هي الأهم في تفسير الاختلافات في سعر وعائد السهم من القيمة الدفترية؛ أي تكون الملاءمة أفضل بالنسبة للأرباح والقيمة الدفترية عندما يتم اختبارهما بشكل منفصل عن بعضهما باستخدام نموذج السعر، في حين تكون الملاءمة أفضل عندما يتم اختبارهما مجتمعين باستخدام نموذج العائد.

تقييم الدراسات السابقة:

اختبرت الدراسات السابقة التي تعرضت لموضوع ملاءمة القيمة النماذج المطورة في الأدبيات المحاسبية (نموذجا العائد والسعر) لمعرفة قدرة الأرقام الواردة في القوائم المالية على تفسير التغيرات في عوائد وأسعار أسهم الشركات. استخدمت الدراسات التي قامت باختبار ملاءمة القيمة للأرباح نموذج العائد، في حين استخدمت الدراسات التي قامت باختبار ملاءمة القيمة للأرباح وللقيمة الدفترية نموذجي العائد والسعر.

قامت المجموعة الأولى من الدراسات باختبار نموذج العائد فقط الذي يركز على عنصر الأرباح من ناحية المعلومات المحاسبية، ويتألف من متغيرين هما متغير التغير في الأرباح ومتغير مستوى الأرباح. كان النموذج في بدايته يتألف من متغير التغير في الأرباح فقط، والدراسة الأولى التي قامت باختبار العلاقة بين الأرباح والعوائد مستخدمة التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة هي دراسة Ball & Brown (1968). ثم قام Easton & Harris (1991) في دراستهما بعنوان "الأرباح كمتغير تفسيري للعوائد" باختبار النموذج بعد إضافة متغير مستوى الأرباح. برهن الباحثان في دراستهما على زيادة القوة التفسيرية للنموذج وزيادة معاملات استجابة الأرباح بعد إدخال متغير مستوى الأرباح إلى النموذج. ويرجع ذلك إلى أن متغير التغير في الأرباح قد لا يكون ممثلاً جيداً للأرباح غير المتوقعة على اعتبار أن الأرباح قد تحتوي عناصر مؤقتة. ثم جاءت دراسة Ali & Zarowin (1992) لتؤكد ما

توصل إليه Easton & Harris (1991) فيما يخص متغير مستوى الأرباح، وأن إضافته إلى النموذج تقدم توصيفاً مختلفاً لفرضية السير العشوائي للأرباح ويتفق مع وجود عناصر مؤقتة ضمن الأرباح ويؤدي إلى زيادة القوة التفسيرية للنموذج وزيادة معاملات استجابة الأرباح.

استخدمت الدراسات اللاحقة نموذج العائد الذي خضع للاختبار في الأسواق المتطورة والناشئة كأسواق الولايات المتحدة الأمريكية والصين وبولندا ورومانيا، وفي الأسواق العربية كسوق الأردن وأبو ظبي والكويت. توصلت جميع هذه الدراسات إلى أن الأرباح المحاسبية ذات قيمة ملائمة، وإن اختلفت القوة التفسيرية للنموذج من سوق إلى أخرى. تراوحت القوة التفسيرية للنموذج من 7 % إلى 40%، وكانت النسبة الأعلى في سوق الكويت حيث يفسر Alfaraih & Alanezi (2011) ذلك بأن المستثمرين في سوق الكويت لا يملكون ثقافة استثمارية واسعة، وبالتالي فهم أكثر تركيزاً على معلومات الأرباح أو بسبب عدم وجود مصادر بديلة للمعلومات في سوق الكويت.

قامت المجموعة الثانية من الدراسات باختبار النموذجين معاً العائد والسعر، وبدأت مرحلة جديدة من التركيز على نموذج السعر بعد ورقة عمل Ohlson (1995)، حيث يتألف النموذج من متغيرين هما ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم. بينت جميع الدراسات التي اعتمدت على النموذجين أن القوة التفسيرية الأكبر هي لنموذج السعر بسبب احتوائه على متغير القيمة الدفترية والذي يعطي أهمية لقائمة المركز المالي، وهذا بدوره ينسجم مع المعالجات المحاسبية التي أقرتها بعض المعايير المحاسبية، والتي تتطلب ترحيل بعض المكاسب أو(الخسائر) إلى حقوق الملكية في قائمة المركز المالي (المعالجة المحاسبية عن الاستثمارات في الأوراق المالية المعيار رقم 39).

وبينت معظم هذه الدراسات أن ملاءمة قيمة الأرباح والقيمة الدفترية تختلف بين الشركات وبين الدول وعلى مدى الفترات الزمنية بتأثير عوامل أخرى، مثل حجم الشركة وطبيعة الأرباح (مؤقتة أو دائمة) وإشارة الأرباح (إيجابية أو سلبية) وتطور الأنظمة المحاسبية وتطبيق المعايير الدولية والبيئة القانونية ونسبة الملكية الأجنبية والتضخم وجودة تدقيق الحسابات. قامت جميع الدراسات التي تم ذكرها، ومن أجل دراسة تأثير العوامل الأخرى على ملاءمة القيمة بتجزئة العينة حسب طبيعة العامل المؤثر ومن ثم اختبار النموذج من جديد على العينة الجديدة، أو بإدخال العوامل المؤثرة كمتغيرات وهمية dummy variables إلى النماذج.

من أجل دراسة تأثير عامل طبيعة الأرباح قام الباحثون بتجزئة العينة إلى قسمين: قسم تتسم طبيعة أرباحه بنسبة عالية من الديمومة (أرباح دائمة) وقسم تتسم طبيعة أرباحه بنسبة منخفضة من الديمومة (أرباح مؤقتة). ومن جهة أخرى قام بعض الباحثين لدراسة تأثير عامل طبيعة الأرباح باستخدام اختبارات الانحدار الثلاثة التي استخدمها Ali & Zarowin (1992) حيث ينحدر regress العائد غير العادي للسهم على كل من الأرباح وتغيراتها. كما قامت كل من دراسة .Chen et al (2001) ودراسة

Pritchard (2002) ودراسة Anandarajan and Hasan (2010) باختبار عامل طبيعة الأرباح وقد اتفقت معظم الدراسات في نتائجها من حيث أن ملاءمة القيمة تكون أكبر للأرباح الدائمة.

من أجل دراسة تأثير عامل إشارة الأرباح قام الباحثون بتجزئة العينة إلى أرباح إيجابية وأرباح سلبية أو باستبعاد المشاهدات التي تتضمن خسائر ودراسة الأرباح الإيجابية فقط. ركزت كل من دراسة .Chen et al (2001) ودراسة Filip & Raffournier (2010) ودراسة Alfaraih & Alanezi (2011) على اختبار عامل إشارة الأرباح، وقد اتفقت هذه الدراسات في نتائجها حيث أن ملاءمة القيمة تكون أكبر بالنسبة للأرباح الإيجابية وتنخفض بالنسبة للخسائر وقد أكدت دراستا .Chen et al (2001) و Alfaraih & Alanezi (2011) هذه النتائج باستخدام نموذجي العائد والسعر وبينت ضرورة التحول إلى القيمة الدفترية، وبالتالي إلى نموذج السعر عند اختبار ملاءمة القيمة للشركات التي تحقق خسائر، في حين أن دراسة Filip & Raffournier (2010) اختبرت نموذج العائد فقط.

ولدراسة عامل حجم الشركة تمت تجزئة العينة –بناءً على معيار وهو متوسط حجم الأصول– إلى شركات كبيرة وشركات صغيرة. قامت كل من دراسة .Chen et al (2001) ودراسة Alali and Foote (2012) باختبار أثر حجم الشركة على ملاءمة القيمة باستخدام النموذجين، وقد اتفقت الدراستان من حيث عدم الاتساق في النتائج بين نموذجي العائد والسعر، حيث كانت ملاءمة القيمة أكبر للشركات الصغيرة باستخدام نموذج العائد. وكانت ملاءمة القيمة أكبر للشركات الكبيرة باستخدام نموذج السعر، وتفسر الدراستان ذلك بوجود مصادر معلومات مختلفة للشركات الكبيرة وبأنها تلقى اهتماماً أكبر من الشركات الصغيرة، وبالتالي توصيان بضرورة التحول إلى القيمة الدفترية، أي إلى نموذج السعر عند تقييم الشركات الكبيرة.

ترى الباحثة أن هذا التفسير منطقي، ولكن في الوقت نفسه فإن الشركات الصغيرة هي في أغلبيتها ناشئة وقابلة للنمو بالتالي قد لا تكون أرباحها المتحققة ممثلاً جيداً للأرباح، وعرضة لاحتمالات التصفية والتنازل بصورة أكبر من الشركات الكبيرة، وقد يتحول المستثمرون بالتالي إلى التركيز على القيمة الدفترية وهذا يؤدي إلى ضرورة استخدام نموذج السعر عند تقييم الشركات الصغيرة، وهذا ما توصلت إليه دراسة Alfaraih & Alanezi (2011) حيث كانت ملاءمة القيمة أكبر للشركات الصغيرة باستخدام نموذج السعر. ويمكن تلخيص الدراسات السابقة التي تتعلق بموضوع الدراسة الحالية في الجدول رقم 1–1:

الجدول 1–1 النقاط التي وردت في الدراسات

الدراسة	أهم النقاط
Ball & Brown	▪ كانت الدراسة الأساسية في بحوث أسواق رأس المال في المحاسبة التي

(1968)	استند عليها الباحثون في دراستهم لعلاقة العوائد– الأرباح.
Easton & Harris (1991)	▪ هي الدراسة التي أضافت متغير مستوى الأرباح إلى نموذج العائد ليعبر هذا المتغير عن وجود الأرباح المؤقتة.
Ali & Zarowin (1992)	▪ الدراسة التي جاءت لتؤكد ما توصل إليه Easton & Harris (1991)، وتقدم توصيف مختلف لفرضية السير العشوائي للأرباح.
& Jermakowicz Tomaszewski (1998)	▪ كانت الدراسة الأولى في سوق وارسو للأوراق المالية. ▪ قام الباحثان بتطبيق دراستهما منذ بداية عام 1995 حيث صدر أول قانون محاسبي في بولندا ينسجم مع التوجيهات المحاسبية في الاتحاد الأوروبي، وقدم أدلة على الارتباط بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وهي أدلة تخدم المستثمرين في سوق وارسو للأوراق المالية كسوق ناشئ. ▪ اختبرا تأثير عامل حجم الشركة وقاما بتصنيف الشركات إلى كبيرة وصغيرة بناءً على ثلاثة معيار هي رأس المال وإجمالي الأصول والمبيعات. ▪ كان بإمكان الباحث **زيادة فترة الدراسة وإجراء مقارنة مع فترة ما قبل إصدار القانون** أي قبل عام 1995. ▪ قام الباحثان باختبار ثلاثة انحدارات، يحتوي الأول متغير التغير في الأرباح فقط والثاني متغير مستوى الأرباح والثالث المتغيرين معاً، **ولكنهما لم ينوهان إلى علاقة متغير مستوى الأرباح بوجود الأرباح المؤقتة.**
Pritchard (2002)	▪ حاول الباحث في دراسته المقارنة بين ثلاث دول تختلف فيها الأنظمة المحاسبية. ▪ اختبر تأثير عامل طبيعة الأرباح المؤقتة. ▪ فسر الباحث الطبيعة المؤقتة بأنها ناتجة عن الخسائر فقط وهذا غير كافٍ، كذلك **كان بإمكانه اختبار تأثير عامل إشارة الأرباح ومن ثم ربط النتائج بعامل طبيعة الأرباح.**
Anandarajan & (2010) Hasan	▪ كانت الدراسة الأولى التي قامت بإجراء المقارنة على مجموعة من دول الشرق الأوسط حيث اختبر أثر الاختلافات الثقافية على العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم. ▪ درس الباحثان تأثير عوامل عديدة تختلف بين الدول وأهمها مستوى شفافية الإفصاح الإلزامي والبيئة القانونية ومصدر المعايير ومستوى الملكية

	الأجنبية. ▪ كان بإمكان الباحثين أيضاً **توظيف نموذج السعر**.
Dobija & Klimcza (2010)	▪ اختبر الباحثان في دراستهما ثلاث فترات تختلف فيها الأنظمة المحاسبية في بولندا وقاما بإجراء المقارنة بين الفترات. ▪ لم يجد الباحثان من خلال دراسته تحسناً ملحوظاً في الملاءمة عبر الزمن وقد بررا ذلك بأن الملاءمة تحققت في وقت مبكر وبالتالي فالتطورات في البيئة المحاسبية لم تؤد إلى تحسن في الملاءمة، **ولكن قد يعود السبب في ذلك إلى عدم تطبيق الأنظمة والمعايير بالشكل الصحيح.** ▪ كان بإمكان الباحثين **استخدام نموذج السعر في دراسته،** فالدراسات السابقة لدراسته في سوق وارسو استخدمت نموذج العائد فقط.
Filip & Raffournier (2010)	▪ كانت الدراسة الأولى في رومانيا. ▪ أخذ الباحثان معدل التضخم في كل سنة من سنوات الدراسة وقاما بتعديل النموذج في ظل ظروف التضخم الموجودة. ▪ كانت **فترة الدراسة قصيرة 6 سنوات (1998-2004)** مقارنة بتاريخ الدراسة وتاريخ نشأة السوق، ولم يقم الباحثان **بإجراء المقارنة** بعد تطبيق الأنظمة واللوائح المحاسبية الجديدة.
Chen et al. (2001)	▪ قدمت أدلة على ملاءمة القيمة تخدم المستثمرين وواضعي المعايير في السوق الصينية. ▪ اختبر الباحثون تأثير عامل طبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة. ▪ اختبرت الدراسة نموذجي العائد والسعر. ▪ اختلفت نتيجة هذه الدراسة عن الدراسات السابقة فيما يتعلق بعامل طبيعة الأرباح حيث كانت ملاءمة القيمة أكبر للأرباح المؤقتة، وتفسر الباحثة ذلك **باستخدام الباحثين لمعيار آخر مختلف عن الدراسات السابقة في تصنيف الشركات** حيث أخذوا نسبة الدخل قبل الضريبة – الدخل التشغيلي/ الدخل التشغيلي.
Hellström (2006)	▪ قام بإجراء المقارنة مع سوق ستوكهولم باعتباره أكثر تطوراً من سوق التشيك. ▪ قارن فترتين تختلف فيهما الأنظمة المحاسبية.

	▪ وجد تحسناً ملحوظاً في الملاءمة عبر الزمن وهو بذلك قدم دليل على التحسن في الممارسات المحاسبية. ▪ لم يقم الباحث **بدراسة تأثير أي عامل على ملاءمة القيمة** فكانت دراسته لإجراء المقارنة فقط.
Alfaraih & Alanezi (2011)	▪ استخدما نموذجي العائد والسعر. ▪ درسا عامل إشارة الأرباح وحجم الشركة ونوع الصناعة. ▪ تعد **فترة الدراسة قصيرة** مقارنة بتاريخ نشأة السوق وتاريخ الدراسة.
Alali & Foote (2012)	▪ الدراسة الأولى في سوق أبو ظبي. ▪ قدمت الدراسة نتائج حول ضرورة الاعتراف بمعايير التقارير المالية الدولية. ▪ استخدم الباحثان نموذجي العائد والسعر ودرسا عامل جودة المراجعة بالإضافة لحجم الشركة. ▪ يمكن إجراء دراسات قادمة تقوم **بإجراء المقارنة** بين سوق أبو ظبي والأسواق المجاورة له.

يمكن كذلك إدراج الملاحظات الآتية:

- قامت الدراسات العربية بدراسة العلاقة بين العوائد والأرباح ولكن لم تنوه إلى مصطلح ملاءمة القيمة باستثناء دراسة قايد (2003)، كما لم تختبر هذه الدراسات نموذج السعر.
- توصلت جميع الدراسات إلى وجود قوة تفسيرية لنموذج العائد، اختلفت القوة التفسيرية للنموذج من دراسة لأخرى وتفسر الباحثة ذلك باختلاف حجم العينة واختلاف المعايير المطبقة في كل سوق.
- توصلت جميع الدراسات إلى وجود قوة تفسيرية لنموذج السعر وهي أكبر من القوة التفسيرية لنموذج العائد، وتفسر الباحثة ذلك بأن الاعتماد على الأرباح لاختبار ملاءمة المعلومات المحاسبية غير كافٍ وأن إدخال متغير القيمة الدفترية للنموذج يؤدي دوراً مهماً في زيادة القوة التفسيرية.
- اتفقت معظم الدراسات في نتائجها فيما يتعلق بتأثير عامل طبيعة الأرباح حيث تكون ملاءمة القيمة أكبر في حال الأرباح الدائمة، وترى الباحثة أن هذه النتيجة متوقعة بسبب الثبات في الأرباح، باستثناء دراسة .Chen et al (2001) التي توصلت إلى أن ملاءمة القيمة تكون أكبر للأرباح المؤقتة وتفسر الباحثة ذلك باستخدام الدراسة لطريقة مختلفة في تصنيف الشركات حيث استخدم الباحثون نسبة الدخل قبل الضريبة – الدخل التشغيلي/ الدخل التشغيلي. ويبرر الباحثون استخدامهم لهذه النسبة بأن مبادئ المحاسبة المقبولة في الصين لا توضح بشكل صريح ما هي العناصر تحت الدخل التشغيلي وما هي متطلبات الإفصاح عنها، وبالتالي تملك الإدارة حرية كبيرة بالتلاعب بالأرباح بالبنود تحت الدخل التشغيلي.

- اتفقت جميع الدراسات في نتائجها فيما يتعلق بتأثير عامل إشارة الأرباح حيث تكون ملاءمة القيمة أكبر في حال الأرباح الإيجابية، ويمكن تبرير هذه النتيجة من خلال ربطها مع عامل طبيعة الأرباح فالطبيعة المؤقتة للخسائر تجعل منها أقل ملاءمة.
- اختلفت الدراسات في نتائجها فيما يتعلق بعامل حجم الشركة، وتفسر الباحثة ذلك أن معيار الحجم يختلف من سوق لأخرى والشركات التي تعد كبيرة في سوق معينة قد تكون صغيرة بالنسبة لسوق أخرى.
- استبعدت معظم الدراسات القطاع المالي باستثناء كل من دراسة **Alfaraih and Alanezi (2011)** ودراسة **Alali and Foote (2012)** وذلك بسبب الطبيعة الخاصة للعمليات التي يقوم بها هذا القطاع، كما تخضع شركاته لقواعد محاسبية خاصة. أشار Al-Shamma et al. (2008) إلى أن معلومات وملفات المصارف وشركات التأمين أكثر عمومية وبأنها تتحمل تكاليف سياسية أكبر، فقد يكون لدى الشركات في هذا القطاع حافز أكبر للالتزام بمعايير التقارير المالية الدولية لتعزيز سمعتها وتجنب التدخلات التنظيمية.

ويمكن كذلك بيان أهم النقاط التي تعطي خصوصية للقطاع المالي كالآتي:

- ❖ هناك اهتمام بضمان سلامة وحسن أداء قطاع المصارف وخاصة فيما يتعلق بملاءتها المالية ومدى توفر السيولة لديها ودرجة المخاطرة النسبية المتعلقة بأنشطتها المختلفة.
- ❖ يهتم مستخدمو البيانات المالية للمصرف بسيولة وملاءة المصرف والمخاطر المرتبطة بموجوداته.
- ❖ تلعب المصارف دوراً مهماً في الحفاظ على الثقة بالنظام النقدي من خلال علاقاتها الوثيقة بالأجهزة والسلطات الحكومية المسؤولة عن تنظيم ووضع القوانين المنظمة لأعمال القطاع المصرفي.
- ❖ يستفيد معظم الأفراد والمؤسسات من خدمات المصارف كمودعين أو مقترضين، وهي تحتاج للإفصاح عن معلومات أكثر لطمأنة أصحاب الديون بأن مصالحهم محمية.

وبسبب وجود هذا الجدل القائم حول أهمية استخدام النموذجين لقياس ملاءمة القيمة في الشركات وبسبب استبعاد القطاع المالي في أغلب الدراسات ونظراً لأهمية دراسة سوق دمشق باعتباره سوق ناشئ، تسعى هذه الدراسة إلى إعادة اختبار هذين النموذجين، أولاً في الشركات التي تنتمي إلى القطاع المصرفي والتأميني، وثانياً في سوق دمشق للأوراق المالية، وثالثاً إلى دراسة تأثير عدة عوامل على ملاءمة القيمة، وهي طبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة.

4.1 مشكلة البحث Research Problem

تركز هذه الدراسة على اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في الشركات التي تنتمي إلى قطاع المصارف والتأمين والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وبين أسعار وعوائد الأسهم، باستخدام النماذج المطورة في الأدبيات

المحاسبية، واختبار مدى قوة هذه العلاقة بدراسة تأثير عدد من العوامل وهي طبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة.

وبناء عليه تتمثل مشكلة البحث في الأسئلة الآتية:

1- هل تعد قيمة الأرقام المحاسبية ممثلة بالأرباح ملائمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم باستخدام نموذج العائد؟
2- هل تعد قيمة الأرقام المحاسبية ممثلة بالأرباح والقيمة الدفترية للسهم ملائمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم باستخدام نموذج السعر؟
3- هل تتأثر ملاءمة القيمة بطبيعة الأرباح (وجود عناصر مؤقتة ضمن الأرباح)؟
4- هل تتأثر ملاءمة القيمة بإشارة الأرباح ؟
5- هل تتأثر ملاءمة القيمة باختلاف حجم الشركة؟

5.1 أهداف البحث Research Objectives

يهدف هذا البحث الى اختبار ملاءمة القيمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم باستخدام النماذج المطورة في الأدبيات المحاسبية (نموذجي العائد والسعر) وذلك للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تنتمي إلى قطاع المصارف والتأمين، ويمكن عرض الأهداف على النحو التالي:

1- اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية في الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج العائد.
2- اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج السعر.
3- اختبار مدى تأثر ملاءمة القيمة بطبيعة الأرباح (مؤقتة أو دائمة) وفق كلٍ من النموذجين.
4- اختبار مدى تأثر ملاءمة القيمة بإشارة الأرباح وفق كلٍ من النموذجين.
5- اختبار مدى تأثر ملاءمة القيمة باختلاف حجم الشركة وفق كلٍ من النموذجين.

6.1 أهمية البحث Research Importance

تتمثل أهمية البحث في اختبار النموذجين وتقديم أدلة تجريبية إضافية عن قدرة النموذجين على تفسير أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وإذا ثبتت قدرة النموذجين على تفسير أسعار الأسهم بشكل أفضل في تلك الأسواق، فإنه يمكن الاعتماد عليه من قبل المحللين والمستثمرين للتنبؤ بأسعار الأسهم. وكما تتمثل أهمية البحث في اختبار النموذجين في قطاع المصارف والتأمين بشكل خاص وتعد هذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي تختبر النموذجين في القطاع المالي

فقط، حيث تختلف الشركات المالية في خصائصها عن غيرها من الشركات. فللمصارف والمؤسسات المالية الأخرى طبيعة خاصة من حيث العمليات التي تجريها، وقد قام مجلس معايير المحاسبة المالية بوضع معيار محاسبي خاص للمصارف والمؤسسات المالية المتشابهة (المعيار رقم 30).

7.1 منهجية البحث Research Methodology

بنيت الفلسفة الوضعية في المحاسبة Positive Accounting Theory على عدد كبير من البحوث التجريبية، وتهتم الفلسفة الوضعية بالتنبؤ بالأحداث الناتجة عن اختيار مديري الشركات لسياسات محاسبية معينة (Scott, 2009). تختبر مجموعة كبيرة من الأدبيات في المحاسبة التنبؤات الناتجة عن الفلسفة الوضعية وتستلزم العديد من هذه الاختبارات استخدام بيانات الأسواق المالية. على سبيل المثال اختبار ردة فعل أسعار الاسهم لصدور البيانات المحاسبية، وفيما إذا كان هناك ارتباط بين هذه الأسعار والبيانات المحاسبية (Kothari, 2001). ويعد هذا البحث من البحوث التجريبية الوصفية لأسواق رأس المال في المحاسبة.

اعتمدت الباحثة في الدراسة الحالية لاختبار النموذجين على البيانات الثانوية، المنشورة في التقارير المالية وفي نشرات التداول للشركات المالية المساهمة المدرجة والموجودة على الموقع الالكتروني للسوق أو كبيانات ورقية. ويتكون مجتمع البحث من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تنتمي إلى قطاع المصارف والتأمين، وهي عبارة عن 18 شركة (12[1] مصرفاً و6 شركات تأمين). بلغ عدد الشركات المدروسة 12 شركة (10مصارف وشركتي تأمين)، حيث تم استثناء 6 شركات (منها 2 في قطاع المصارف و4 شركات تأمين) وذلك لعدم توافر البيانات الكافية للتحليل، إما بسبب توقفها لفترة طويلة عن التداول أو حداثة إدراجها في السوق، حيث امتدت فترة الدراسة من 2009 إلى 2012.

وبالتالي يتكون مجتمع الدراسة من عدد من الشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وهي: (بنك بيمو السعودي الفرنسي- بنك عودة- بنك سوريا والمهجر- البنك العربي- المصرف الدولي للتجارة والتمويل- بنك بيبلوس- بنك الأردن- بنك سوريا والخليج- بنك قطر الوطني- بنك سوريا الدولي الإسلامي- شركة العقيلي للتأمين التكافلي- الشركة المتحدة للتأمين).

وقد تم اختيار الشركات ضمن الدراسة وفق الشروط التالية:

1. أن تكون الشركة المختارة من الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية ويتم التداول على أسهمها منذ عام 2009 أو 2010.

2. توفر بيانات حصة السهم من الأرباح السنوية وأسعار الإغلاق الشهرية للشركة، وقد تم الحصول على هذه البيانات من القوائم المالية للشركات ونشرات التداول، والموجودة على الموقع الالكتروني للسوق.

[1] تم إدراج بنك الشام بتاريخ 2014/5/25 ليصبح عدد المصارف المدرجة 13 مصرف.

تم الاعتماد على البيانات الثانوية والتي يقصد بها البيانات المجمعة من قبل الآخرين، وتوجد العديد من الأسباب وراء الاستخدام المتزايد من قبل الباحثين للبيانات الثانوية. أهم المصادرة الرئيسة المتوفرة للحصول على البيانات الثانوية هي الأدلة، أدلة الأرشيفات وأدلة المنظمات المنشأة لمساعدة الباحثين. بالإضافة إلى الكتالوجات مثل المصادر الإحصائية ودليل مراكز البحث، وقواعد البيانات الموجودة على شبكة الأنترنت (ناشيماز، 2004).

النماذج المستخدمة في الدراسة:

النموذج الأول: نموذج العائد Return Model

يصف نموذج العائد العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية. وكان كلٌ من Easton and Harris (1991) قد طورا واختبرا النموذج وأضافا إليه متغير مستوى الأرباح لتفسير التغير في عائد للسهم. يؤدي استخدام كلا المتغيرين (التغير في الأرباح ومستوى الأرباح) إلى تحسين قوة الأرباح التفسيرية للعوائد في نموذج الانحدار لعلاقة العوائد بالأرباح، ويؤدي إلى ارتفاع معامل استجابة الأرباح للنموذج(Chen et al., 2001; Alfaraih & Alanezi, 2011; Alali & Foote, 2012).

$$\boldsymbol{Rit = \beta 0 + \beta 1\ EPS/pit - 1 + \beta 2\ \Delta EPSit + eit}$$

حيث:

Rit العائد السنوي المراكم للشركة i في السنة tوهو العائد المراكم لمدة 12 شهر بدءاً من الشهر الرابع للسنة الحالية حتى الشهر الثالث من السنة التالية، وذلك لتضمين موعد الإعلان عن التقارير المالية السنوية.

حساب العائد الشهري:

العائد الشهري= (سعر الإغلاق للشهر الحالي – سعر الإغلاق للشهر السابق) + التوزيعات/ سعر الافتتاح

EPSit/pit−1 (متغير مستوى الأرباح) ويعني حصة كل سهم من الأرباح للشركة i في السنة t / سعر السهم في السنة t−1

ΔEPSit (متغير التغير في الأرباح) [حصة كل سهم من الأرباح في السنة t – حصة كل سهم من الأرباح في السنة t−1] / سعر السهم في السنة t−1

eit خطأ القياس

β0,β1,β2 معاملات التقدير

النموذج الثاني: نموذج السعر Price Model

يصف نموذج السعر العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح والمحاسبية والقيمة الدفترية، أوجده Ohlson (1995) وما يميز هذا النموذج عن نموذج العائد أنه يسمح بتقييم الملاءمة للقيم الدفترية والأرباح المحاسبية في نفس الوقت، في حين أن نموذج العائد يسمح بتقييم الملاءمة للأرباح المحاسبية فقط.

$$\boldsymbol{Pit = \beta 0 + \beta 1\ EPSit + \beta 2\ BVPSit + eit}$$

حيث:

Pit سعر السهم للشركة i بعد ثلاثة شهور من نهاية السنة المالية

EPSit (ربحية السهم) الأرباح المعلنة لكل سهم للشركة i في 12/31 من السنة t

BVPSit القيمة الدفترية المعلنة لكل سهم للشركة i في السنة t

eit خطأ القياس

β0,β1,β2 معاملات التقدير

8.1 محددات البحث Research Limitations

تتمثل محددات البحث بقصر فترة الدراسة التي تغطي أربع سنوات فقط، فسوق دمشق للأوراق المالية هي سوق ناشئة تم افتتاحها عام 2009، بالإضافة فإن بعض الشركات لم تباشر نشاطها منذ افتتاح السوق حيث أدرجت في وقت لاحق وشركات أخرى تم إيقاف التداول على أسهمها.

9.1 مخطط البحث Research Plan

الفصل الأول: الإطار العام للبحث.

الفصل الثاني: ملاءمة المعلومات المحاسبية.

الفص الثالث: نماذج تقييم ملاءمة القيمة.

الفصل الرابع: الدراسة التجريبية.

الفصل الثاني

ملاءمة المعلومات المحاسبية

Relevance Accounting Information

الفصل الثاني

ملاءمة المعلومات المحاسبية

1.2 مقدمة Introduction

يعد وجود نظام كفء وفعال للمعلومات المحاسبية من المرتكزات الأساسية لسوق الأوراق المالية، حيث يظهر المراكز المالية للشركات المسجلة في البورصة التي تعكس قيم أسهمها وأصولها، ويوفر قواعد ومعايير واضحة للإفصاح عن تلك المعلومات مع الاستجابة التامة لها من قبل السوق، بما يضمن تحقيق التقارب بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة (الشواوره، 2007).

يقوم المستثمرون عادة باتخاذ ثلاثة أنواع من القرارات، وهي إما قرار الشراء أو الاحتفاظ أو البيع. بالتالي وكما –يشير مجلس معايير المحاسبة المالية في قائمة أهدافه– فإن الهدف الأول من تقديم المعلومات المحاسبية هو تزويد المستثمرين بمعلومات ملائمة وموثوقة بما يمكنهم من اتخاذ القرارات (شرويدر وآخرون، 2006). ونظراً لأهمية المعلومات المحاسبية وأهمية الإفصاح عنها وعلاقتها بكفاءة السوق، يوضح هذا الفصل أهمية هذه العلاقة، ويقدم تعريفاً للخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وأهميتها بالنسبة للمستثمر والتركيز على خاصية الملاءمة Relevance، ومن ثم التعريف بملاءمة القيمة والعوامل التي تؤثر عليها وذلك من خلال خمسة مباحث وهي:

1. سوق الأوراق المالية وكفاءتها.
2. أهمية المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات الاستثمار.
3. خصائص المعلومات المحاسبية.
4. الملاءمة.
5. ملاءمة القيمة.

2.2 سوق الأوراق المالية وكفاءتها Securities Market and Market Efficiency

1.2.2 سوق الأوراق المالية Securities Market

تحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تدعم الاقتصاد القومي.

ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه المكان الذي يلتقي فيه عدد من البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية (أسهم وسندات)، حيث يجري التعامل بها بيعاً وشراءً على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسة التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي (حسين، 2007).

ويعرف بصيغة أخرى بأنه المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات) وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية. وهذا يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية) أو العكس. وبالتالي يمكن القول إن للأوراق المالية أسواقاً يتم من خلالها تداولها مثل أية سلعة أو خدمة أخرى، بفارق وحيد يتمثل بأنها تعد أسواقاً أكثر كفاءةً وتنظيماً من الأسواق العادية، وبالتالي فهي تشكل القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين والعكس صحيح (الشواوره، 2007).

2.2.2 أنواع أسواق الأوراق المالية Types of Securities Market

- السوق الأولية أو سوق الإصدار: هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، الأسهم والسندات والأسهم الممتازة. في هذه السوق يكون البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي، كأن تطرح شركة جديدة أسهمها في السوق للاكتتاب العام ويتم طرحها في السوق الأولي.
- السوق الثانوية أو سوق التداول: هي السوق التي يتم تدول الأوراق المالية فيها عن طريق السماسرة والوسطاء. ويتم في هذه السوق التعامل بالأسهم والسندات التي تم إصدارها مسبقاً والتي يتم تداولها من قبل المستثمرين (حسين، 2007).

وتقسم السوق الثانوية إلى نوعين من الأسواق:

- الأسواق المنظمة: ويقصد بها بورصة الأوراق المالية وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء. وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط للتعامل بالأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقاً لقواعد معينة.
- الأسواق غير المنظمة: هي الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أو غير المسجلة فيها. يطلق هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها وفقاً للتفاوض.
- سوق ثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. وتكون بيوت

السمسرة على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات.

- سوق رابعة: ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية ضمن صفقات كبيرة، والتي يكون الهدف منها الحد من العمولات المدفوعة للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى. ويساعد في ذلك شبكة قوية من الهواتف والحاسبات بحيث يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل (حسين، 2007).

3.2.2 كفاءة سوق الأوراق المالية Market Efficienc

1.3.2.2 تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية Definition of Market Efficiency

يعرف Fama (1970) السوق الكفوءة بأنها السوق التي تعكس فيها أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة والتي تتعلق بالمعلومات التاريخية والحالية والخاصة التي من المتوقع الحصول عليها.

تقوم السوق الكفء على الافتراضات الآتية (Mayo,2008):

1- يوجد عدد كبير من المشاركين المتنافسين في السوق.
2- تكون المعلومات متاحة بسرعة وغير مكلفة للحصول عليها.
3- تعدل أسعار الأسهم بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة، ويجب أن تعكس كل المعلومات المتعلقة بالشركة.
4- تتبع تغيرات الأسعار السير العشوائي وهذا يعني أن تغيرات الأسعار لا يمكن التنبؤ بها.
5- يجب أن تكون المعلومات الجديدة عشوائية لا يمكن التنبؤ بها، وبالتالي ستكون تغيرات أسعار الأسهم عشوائية استجابة لهذه المعلومات.
6- تكون كل المعلومات المعروفة مجسدة في السعر الحالي للسهم، وفقط بعض المعلومات الجديدة ستغير من السعر.
7- لا يستطيع المستثمر أن يحقق عائداً يتجاوز العائد المتوقع المعطى على أساس درجة المخاطرة.

2.3.2.2 مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية Levels of Market Efficiency

تختلف درجة كفاءة الأسواق المالية باختلاف المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها، وبما أن التعامل في سوق الأوراق المالية يعتمد بشكل أساسي على المعلومات وكيفية استخدامها فلا بد من إتاحة هذه المعلومات وتماثلها للجميع.

صنف Fama (1970) المعلومات التي تخص الورقة المالية إلى ثلاثة مستويات وهي، المعلومات التاريخية عن الورقة المالية، والمعلومات الحالية العامة المتاحة، والمعلومات العامة والخاصة أي المتاحة والداخلية. وفقاً لهذه الدرجات وارتباطها بكفاءة السوق فلا بد من التمييز بين ثلاث درجات لكفاءة السوق:

السوق الكفوءة ذات الشكل الضعيف Weak Form

تعكس أسعار الأسهم في هذه السوق جميع المعلومات التي تتعلق بالأسعار الماضية، بالتالي لا يمكن توقع التغيرات في الأسعار بالاعتماد على الأسعار الماضية حيث تكون تغيرات الأسعار في هذه السوق عشوائية (Williams, 2005). بالتالي تبين السوق الكفوءة ذات الشكل الضعيف أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات التي يمكن أن تؤخذ من بيانات تداول السوق مثل سجلات الأسعار الماضية وحجم التداول (Bodie et al., 2008).

السوق الكفوءة ذات الشكل شبه قوي Semi Strong Form

تعكس أسعار الأسهم في هذه السوق جميع المعلومات العامة المتاحة، ويملك المستثمر فيها ميزة إضافية في توقع الأسعار إذا حصل فقط على معلومات أخرى (Williams, 2005). بالتالي تبين السوق الكفوءة ذات الشكل شبه القوي أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات العامة المتاحة المتعلقة بجميع نواحي الشركة، حيث تتضمن هذه المعلومات بالإضافة للمعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم، المعلومات الأساسية عن خط إنتاج الشركة والقوائم المالية وتنبؤات الأرباح والممارسات المحاسبية (Bodie et al., 2008).

السوق الكفوءة ذات الشكل القوي Strong Form

تعكس أسعار الأسهم في هذه السوق جميع المعلومات العامة المتاحة والداخلية، ولا يستطيع أحد في هذه السوق تحقيق ميزة إضافية في توقع أسعار الأسهم طالما أنه لا يملك معلومات خاصة (Williams, 2005). بالتالي تبين السوق الكفوءة ذات الشكل القوي أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات الملائمة حول الشركة حتى المعلومات المتاحة للأشخاص داخل الشركة (Bodie et al., 2008).

وتتجلى متطلبات تحقيق هذه كفاءة السوق بما يلي (مفتاح ومعارفي، 2009، ص186):

1- "كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية: ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون وجود فاصل زمني كبير، ودون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة. والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات، ويكون للجميع نفس الفرصة لتحقيق الأرباح. إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات".
2- "كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية: ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين قوى العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق مغالاة في هامش الربح. وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها

المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية".

3.3.2.2 علاقة كفاءة السوق بالمعلومات المحاسبية The Relation between Accounting Information and Market Efficiency

تملك كفاءة السوق انعكاسات مهمة على المحاسبة المالية، ومن أهم هذه الانعكاسات أنها تؤدي إلى تحقيق مفهوم الإفصاح الكامل. وتعني الكفاءة وجود محتوى معلوماتي للإفصاح يقيم من خلال السوق وليس شكل الإفصاح بحد ذاته. تظهر المحاسبة وفق نظرية كفاءة السوق كمنافس مع مصادر أخرى للمعلومات مثل وسائل الإعلام وتقارير المحللين الماليين، مع ذلك تبقى المحاسبة وسيلة الإعلام الأفضل للمستثمرين إذا كانت المعلومات المحاسبية ملائمة وموثوقة ووقتية وذات تكلفة أقل مقارنة مع مصادر أخرى للمعلومات (Scott, 2009). تعد المعلومات المحاسبية من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور سوق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد، كما تستخدم من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية. تتحدد درجة الثقة بالمعلومات المحاسبية من خلال نوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل ومنفعة أعلى، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني (دبون وحجاج، 2011).

تؤدي المعلومات المحاسبية دوراً مهماً في الكشف عن الحقائق التي يستخدمها المحلل المالي والمستثمر في سبيل الوصول لأسعار التوازن وتحليل الاستثمارات، وتأتي قيمة هذه المعلومات ودورها في تحديد أسعار الاستثمارات من كونها أداة مساعدة للمستثمر في تقدير الربحية والمخاطرة من الاستثمار سواء على مستوى الشركة الواحدة أو على مستوى محفظة الاستثمارات. لذلك فالمعلومات الملائمة لتقدير الربحية والمخاطرة تؤدي إلى خدمة المستثمر في تكوين المحفظة المثلى، وكذلك في تمكين السوق من الوصول بالكفاءة والسرعة اللازمتين لأسعار التوازن (العربيد، 2002). وتفيد المعلومات المتوفرة في توقع العائد وتمكين المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية التي تعد أساس القرار الاستثماري. كما أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة، وبذلك فإن كفاءة السوق تمثل قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة أساساً لتقييم واتخاذ القرارات الاستثمارية (دبون وحجاج، 2011).

أكد Lee (2001) على أهمية التحقق من الجوانب المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يقترح أنه بدلاً من افتراض كفاءة السوق، يجب أن ندرس كيف ومتى ولماذا تصبح الأسعار كفوءة؟ ولماذا تفشل في أوقات أخرى؟ وبما أن المعلومات المحاسبية من أبرز المدخلات لقرارات تحديد الأسعار، فإنها

تعد الخيار الطبيعي الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند اختبار كفاءة عملية تحديد الأسعار. وحيث لا يتغير التعريف بالبنود المحاسبية accounting items عبر الزمن فهي واضحة ومتماثلة وثابتة، وذلك على خلاف غيرها من المعلومات حول الشركة التي يمكن الحصول عليها على سبيل المثال من الصحف، من هنا يمكن للمستثمرين الحصول على سلاسل زمنية طويلة للأرقام المحاسبية الرئيسة، علاوة على ذلك تخضع الأرقام المحاسبية للتدقيق، وبالتالي فهي تكون موثوقة أكثر من معلومات أخرى. كل هذا يعني بأن المعلومات المحاسبية تشكل نوعاً من المعلومات يعد أكثر سهولة للفهم وأكثر موثوقية من أنواع أخرى من المعلومات لتحديد الأسعار، وبأن المحاسبة تقدم نوعاً من المعلومات التي يجب أن تكون أسهل للتفسير وأكثر موثوقية من أنواع أخرى من المعلومات (Novak, 2008).

يمكن القول إن العلاقة بين المعلومات المحاسبية وكفاءة السوق تتجلى من خلال السوق ذات الشكل شبه القوي، فالسوق ذات الشكل شبه القوي هي التي تعكس فيها أسعار الأسهم جميع المعلومات التاريخية والعامة المتاحة، والتي يقصد بها المعلومات التاريخية عن الأسهم بما في ذلك المعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية.

حسب ما يرى Beaver (1973) في دراسته ماذا يجب أن تكون أهداف مجلس معايير المحاسبة المالية (What should be the FASB's Objectieves?)، فإن لكفاءة سوق الأوراق المالية عدة مضامين implications تتعلق بالتقارير المالية، وبالتالي بالمعلومات المحاسبية وهي (Scott, 2009):

1- السياسات المحاسبية.
2- الإفصاح.
3- مصادر المعلومات الأخرى.

وفيما يلي شرحاً مفصلاً لهذه المضامين:

1. **الاختيار بين السياسات المحاسبية وأثرها على أسعار الأسهم**

إن تغيير إجراء من الإجراءات المحاسبية في المنشأة من شأنه أن يغير من النتائج المحققة، وطالما لجأ الإداريون إلى بعض الممارسات المحاسبية لإظهار أن مؤسستهم في وضع مالي أفضل. من الأمثلة على تلك الممارسات الانتقال من طريقة إلى أخرى في تقييم المخزون، أو التحول من طريقة في حساب الاهتلاكات إلى طريقة أخرى وغيرها من المسائل والمعلومات المحاسبية، وبالتالي فإن تغيير بعض السياسات المحاسبية سيغير من القيمة السوقية للشركة ويؤثر على سعر السهم (جبار، 2007).

من وجهة نظر Beaver (1973) إن السياسات المحاسبية المعتمدة من قبل الشركات لا تؤثر على أسعار أسهمها طالما أن هذه السياسات لا تملك آثاراً على التدفقات النقدية المستقبلية وعلى التوزيعات، وفي أغلب الأحيان إن اختيار الشركة بين سياستين محاسبيتين يؤثر فقط على صافي الدخل ولا يؤثر على التدفقات النقدية والتوزيعات. على سبيل المثال لا تعتمد العائدات من بيع النفط الخام

والمنتجات المكررة في شركات النفط والغاز بشكل مباشر على استخدام الشركة طريقة التكلفة الكلية أو المجهودات الناجحة. بالتالي إذا كان اهتمام المستثمرين بالتدفقات النقدية المستقبلية والتوزيعات وتأثيرها على عوائد الأسهم وإذا كان الاختيار بين سياستين محاسبيتين لا يؤثر على هذه المتغيرات، فإن الاختيار بين السياسات المحاسبية لن يكون ذا أثر بالنسبة للشركة. وهكذا فإن حجة السوق الكفء أنه ما دامت الشركة تفصح عن السياسة المحاسبية المختارة وتفصح عن أية معلومات إضافية للتحول من طريقة إلى أخرى، فإن المستثمرين قادرون على القيام بالحسابات الضرورية لرؤية الاختلاف الناتج في صافي الدخل المقرر (Scott, 2009).

2. الإفصاح في القوائم المالية وأثره على أسعار الأسهم

يعد الإفصاح المحاسبي من المتطلبات الأساسية لكل سوق مالية وأساس نجاحه، فالإفصاح المحاسبي يحقق في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركات المتعاملة في السوق والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات، والتدخل لإزالة الغش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين (زيود وآخرون، 2007).

تسعى دائماً الأسواق المالية الكفوءة إلى الإفصاح الكامل. إذا كانت إدارة الشركة تمتلك معلومات ملائمة حول الشركة وتستطيع الإفصاح عنها بتكلفة قليلة أو بدون تكلفة، فإنه يجب عليها الإفصاح عن هذه المعلومات في الوقت المناسب ما لم يحصل عليها المستثمرون من مصادر أخرى. كما يجب على الإدارة أن تطور المعلومات المفصح عنها حول الشركة بحيث تتجاوز المنافع –بالنسبة للمستثمرين– التكاليف. وهذا الأمر يعود إلى سببين: الأول أن كفاءة السوق تتضمن استخدام المستثمرين لجميع المعلومات عن الشركة كما يسعون جاهدين لتحسين توقعاتهم حول العوائد المستقبلية، لذلك فإن أي معلومات إضافية لن تهدر. الثاني هو أن المعلومات التي تفصح عنها الشركة عن نفسها هي المعلومات الأكثر التي يأخذها المستثمر ضمن اهتماماته ويتعامل معها، طالما أنه لا توجد معلومات داخلية يمكن أن تسبب القلق (Scott, 2009).

3. مصادر المعلومات الأخرى

تهتم كفاءة السوق بالمعلومات النافعة من أي مصدر وليس فقط من التقارير المالية، وبالتالي يجب التركيز على تقديم معلومات محاسبية ملائمة وموثوقة ووقتية وبتكلفة قليلة منافسةً مع المصادر الأخرى (Scott, 2009).

يمكن تلخيص أثر كفاءة السوق على المعلومات المحاسبية كالآتي:

1– لا توجد مشكلة في تغيير السياسات المحاسبية طالما يتم الإفصاح عنها.
2– أهمية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب وبتكلفة قليلة.
3– ضرورة تقديم معلومات ملائمة وموثوقة في ظل وجود مصادر منافسة للحصول على المعلومات.

3.2 أهمية المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات الاستثمار The Importance of Accounting Information in Making Investment Decisions

تحتاج الأسواق المالية إلى توافر نظام معلومات جيد يمكّن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة وبالسعر المناسب. ويؤيد هذا الرأي العديد من الباحثين حيث أن المعلومات تعد أحد المقومات الرئيسة للمستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار، وتعد المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها بورصة الأوراق المالية. وتعطي الأسواق العالمية أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، حيث أصدرت قوانين تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة (قوائم مالية ربع سنوية على سبيل المثال) فهي تعد المصدر الأساس في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية (حمزة، 2007).

1.3.2 المعلومات الملائمة للاستثمار في بورصة الأوراق المالية The Relevant Information for Investment in Securities Market

يعتمد التعامل في سوق الأوراق المالية بشكل أساسي على المعلومات وكيفية استخدامها، وبالتالي لا بد من إتاحتها وتماثلها بالنسبة للجميع وإلا سيؤدي ذلك إلى تحقيق بعض المستثمرين عوائد غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لعدم العدالة في توزيع المعلومات. ومع احتمال وجود إمكانية لتحقيق المستوى الأول والثاني من كفاءة السوق، فإنه يصعب تحقيق المستوى الثالث من الكفاءة لأن توفر المعلومات الخاصة قد لا يكون أمام كافة المستثمرين. حيث قد لا يكون لبعض المستثمرين متنفذين في الشركات المصدرة للأوراق المالية، وبالتالي فإن الحصول على المعلومات من هؤلاء المتنفذين أمر سوف يكون في غاية البطء والصعوبة.

قد تكون هذه المعلومات وصفية وتتمثل في الحقائق التاريخية وسلوكها الاقتصادي الحالي والأدوات الاستثمارية المتاحة التي يعتمد عليها للتنبؤ في المستقبل، وقد تكون تحليلية تتمثل في البيانات والمعلومات الموضوعية المبنية على أسس علمية والتي يتمكن المستثمر بالاعتماد عليها من بناء توقعات رشيدة فيما يخص عوائد ومخاطر الاستثمارات الحالية والمستقبلية التي ينوي الدخول فيها. ويتجلى دور السوق في توصيل هذه المعلومات إلى المستثمرين من خلال إعداد وإصدار دليل الشركات وبيان حركة الأسعار اليومية وحجم التداول وإصدار نشرة شهرية تتضمن نشاط حركة التداول للشركات المدرجة والتقرير السنوي العام للسوق.

ويمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر وفقاً للمعايير الآتية:

من حيث توقيتها:

- المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار الأسهم وأرباحها والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأوراق، وهي على الأغلب تخص فترات سابقة وتكون متاحة لجميع المستثمرين.
- المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم ونتائج الشركات المالية التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية ولم يسبق أن تم الإفصاح عنها. وتكون أيضاً متاحة لجميع المستثمرين إلا أن الفارق يكون في التفاوت بين قدرات المستثمرين الذهنية في فهم هذه المعلومات وسرعة ترجمتها إلى قرارات.
- المعلومات الخاصة التي تتمثل فيما يتم الاطلاع عليه في الشركة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز أو درجة القرابة أو النفوذ او المصلحة أو ما شابه ذلك من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.

من حيث طبيعتها:

- المعلومات الاقتصادية والاجتماعية التي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية والبيئية المحيطة بالاستثمار بشكل عام.
- المعلومات القطاعية التي تتمثل بالأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص.
- المعلومات التفصيلية التي تتمثل في أسعار الأسهم وأرباحها وتوزيعاتها وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية (الشواوره، 2007).

2.3.2 أنواع المعلومات النافعة وفق مجلس معايير المحاسبة المالية Types of Useful Information According to FASB

الهدف الرئيس للتقارير المالية هو تقديم معلومات نافعة لاتخاذ قرارات الاستثمار والائتمان، وبالتالي يجب أن تقدم التقارير المالية معلومات تساعد مستخدميها في تقييم كمية وتوقيت ودرجة عدم التأكد حول التدفقات النقدية المستقبلية. لقد عرف مجلس معايير المحاسبة المالية FASB خمسة أنواع من المعلومات التي من الممكن أن تحقق هذا الهدف وهي (Bazley et al., 2010):

1- العوائد على الاستثمار Returns of Investment حيث تقدم مقياساً للأداء العام للشركة.
2- الخطر Risk وهو عدم التأكد أو عدم القدرة على التنبؤ بنتائج الشركة المستقبلية.
3- المرونة المالية Financial Flexibility وهي قدرة الشركة على استخدام مصادر أموالها للتكيف مع التغيير.
4- السيولة Liquidity وهي قدرة الشركة على تحويل أصولها إلى نقدية لسداد التزاماتها.

5- القدرة التشغيلية Operating Capability وهي قدرة الشركة على الحفاظ على مستوى معين من عملياتها.

4.2 خصائص المعلومات المحاسبية Characteristics of Accounting Information

1.4.2 الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية

يغطي البيان رقم /2/ حول مفاهيم المحاسبة المالية الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية والتي تفرق بين المعلومات الأفضل (الأكثر نفعاً) والمعلومات الأدنى (الأقل نفعاً) لأغراض اتخاذ القرار (لطفي، 2006). كما بين البيان رقم /1/ حول مفاهيم المحاسبة المالية أن المراد من المعلومات المحاسبية أن تكون نافعة لمتخذي القرارات، وأن خاصتي الملاءمة والموثوقية هما اللتان تجعلان المعلومات المحاسبية نافعة في اتخاذ القرار، وأنه إذا كانت أي من هذه الصفتين مفقودة كلية لن تكون المعلومات نافعة (شرويدر وآخرون، 2006).

1.1.4.2 الخصائص الرئيسة للمعلومات المحاسبية

❖ الملاءمة Relevance

تكون المعلومات المحاسبية ملائمة عندما تكون قادرة على إحداث فرق في القرارات المتخذة، وذلك من خلال مساعدة مستخدمي هذه المعلومات على التنبؤ بنتائج الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية، أو تأكيد أو تصحيح توقعاتهم السابقة. لتكون المعلومات المحاسبية ملائمة يجب أن تمتلك قيمة تنبؤية وقيمة استرجاعية بالإضافة إلى الوقتية (Bazley et al., 2010).

❖ الموثوقية Reliability

تكون المعلومات المحاسبية موثوقة عند خلوها من الخطأ والتحيز وعندما تمثل بصدق ما يجب أن تمثله، وحتى تكون المعلومات المحاسبية موثوقة يجب أن تكون قابلة للتحقق وحيادية وصادقة في العرض (Bazley et al., 2010).

2.1.4.2 الخصائص الثانوية للمعلومات المحاسبية

القابلية للمقارنة Comparability والثبات Consistency

يقصد بالقابلية للمقارنة إمكانية مقارنة المعلومات مع معلومات مشابهة لها في شركات أخرى (مقارنة بين الشركات)، أو مع معلومات مشابهة لها في فترات سابقة في نفس الشركة (مقارنة داخل الشركة). تمكن هذه الخاصية مستخدمي المعلومات المحاسبية من تعريف وتفسير التشابهات والاختلافات لمجموعتين أو

أكثر من الحقائق الاقتصادية. ويعني الثبات تطبيق نفس السياسات والمعالجات المحاسبية من فترة لأخرى من دون تغيير (Bazley et al., 2010).

2.4.2 القيود على المعلومات المحاسبية

بالإضافة إلى الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية فقد حددت هيئة المعاييرالمحاسبية المالية "FASB" قيدين رئيسين على المعلومات المحاسبية وهما (شبير، 2006):

1. قيد التكلفة والمنفعة

يتطلب إنتاج المعلومات المحاسبية تكاليف عديدة مما يستوجب المقارنة بين تلك التكاليف والمنافع المتحققة من استخدام المعلومات المحاسبية. ويعتمد قرار الإدارة في الحصول على المعلومات المحاسبية عندما تتساوى تكلفة إنتاجها مع المنفعة المتحققة من استخدامها كحد أدنى. كما يمثل هذا القيد معياراً أساسياً للحكم على مدى كفاءة النظام المحاسبي في توفير المعلومات بأقل تكلفة ممكنة.

2. الأهمية النسبية

ويحدد هذا القيد مستوى ودرجة الأهمية النسبية للمعلومات المحاسبية بالنسبة لمستخدميها. ويشير إلى ضرورة تبويب وتصنيف المعلومات في القوائم والتقارير المالية وفقاً لأهميتها النسبية لمتخذي القرارات، كما يتضمن ضرورة الاهتمام بجوهر المعلومات المحاسبية ومضمونها وعدم المبالغة في التركيز على الشكل والصورة.

3.4.2 مستخدمو المعلومات المحاسبية

إن الهدف الأساسي للمحاسبة هو تقديم معلومات لمستخدميها وحسب ما ورد في الإطار المفاهيمي للمحاسبة يضم مستخدمو المعلومات المحاسبية المستثمرين الحاليين والمرتقبين، الدائنين، الموظفين، المدراء، والجهات الحكومية (Bazley et al., 2010).

5.2 الملاءمة Relevance

كما ورد سابقاً تعد الملاءمة Relevance أحد الخصائص النوعية للمعلومات والتقارير المحاسبية، والتي خصصت للدراسة والنقاش في إطار الدراسات المحاسبية، بهدف تحديد مدى تقديم التقارير المالية لمعلومات ملائمة لاحتياجات الأطراف ذات الصلة بالمنشأة. ومن ثم إمكانية الحكم على السياسات والمبادئ المحاسبية التي تفضي إلى المعلومات التي تحتويها تلك التقارير، ما يساعد في تطوير السياسات والمبادئ المحاسبية ويزيد من منفعتها في اتخاذ القرارات المختلفة. كذلك أكدت المنظمات المهنية أهمية ملاءمة المعلومات المحاسبية، فقد عدَّ مجلس معايير المحاسبة المالية أنه حتى تكون المعلومات نافعة يجب أن تكون ملائمة لاحتياجات متخذي القرارات. وتمتلك المعلومات خاصية

الملاءمة عندما تؤثر في القرارات الاقتصادية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة المستقبلية أو تأكيد تقييماتهم الماضية أو تصحيحها (يوسف، 2012).

عَّرف مجلس معايير المحاسبة المالية الملاءمة بعدة تعاريف فالمعلومات الملائمة هي تلك المعلومات التي تحمل على الأقل ثلاثة أبعاد: وهي التأثير في الأهداف وتسمى الملاءمة للأهداف Goal Relevance، والتأثير في الفهم وتسمى بالملاءمة الدلالية Semantic Relevance، والتأثير في اتخاذ القرارات وتسمى الملاءمة للقرارات (Hendrikson & Breda, 2001). تعني الملاءمة للهدف بأن المعلومات المحاسبية تكون ملائمة عندما تمكن المستخدمين من إدراك أهدافهم، وهذا أمر يصعب الوصول إليه لأن أهداف المستخدمين مختلفة فكل مستخدم له أهداف قد تختلف عن المستخدمين الآخرين لذلك تعد هذه الخاصية ذاتية لأنها تتعلق بالمستخدمين وأهدافهم المتباينة. أما التأثير في الفهم فيطلق عليها الملاءمة الدلالية ويمكن الوصول إليها عندما يفهم المستخدم المعنى المقصود للمعلومات المحاسبية والذي تود الإدارة توصيله إليه. وبما أن مقدار فهم المستخدمين للمعلومات المحاسبية مختلف لذلك تعد هذه الخاصية أيضاً ذاتية وغير موضوعية لأنها تتعلق بشخص المستخدم ودرجة فهمه للمعلومات المحاسبية. أما الملاءمة لاتخاذ القرارات فيمكن الوصول إليها عندما تسهل المعلومات المحاسبية عملية اتخاذ القرارات (خليل ونعوم، 2012). وقد ارتكز مجلس معايير المحاسبة المالية FASB على المفهوم الأخير عندما بين أن المعلومات المحاسبية الملائمة يجب أن تكون مؤثرة في القرار، فإذا كانت معلومات معينة غير مؤثرة في القرار فإنها تكون غير ملائمة لهذا القرار.

تعد ملاءمة المعلومات المحاسبية من أهم الخصائص التي يجب توافرها في هذه المعلومات، وتعني مدى تطابق المعلومات المحاسبية مع احتياجات مستخدميها، كما يقصد بها مدى قدرة المعلومات في التأثير على القرارات، وكذلك قدرتها على مساعدة مستخدمي المعلومات المحاسبية على إجراء تنبؤات أكثر دقة حول الأحداث المستقبلية (شبير، 2006). وحتى تكون المعلومات ملائمة يجب أن تتوافر فيها ثلاث خصائص فرعية وهي:

- **الوقتية Timeliness**

ويقصد بها توفير المعلومات بالوقت المناسب لمتخذي القرارات، فإذا لم تكن المعلومات متاحة عند الحاجة إليها وأصبحت متاحة بعد فترة من الأحداث المقرر عنها، بحيث تكون لا قيمة لها مستقبلاً، عندئذ تكون غير ملائمة واستخداماتها تكون محدودة (شرويدر، 2006). ويتضمن التوقيت الملائم للمعلومات المحاسبية حسب ما يرى Givoly and Palmon (1982) عنصرين أساسيين، أولهما يتعلق بالفترة الزمنية التي تعد عنها وتغطيها التقارير المالية ويطلق عليها فترة الإعداد Reporting Interval، وثانيهما يتعلق بالفترة الزمنية التي تنقضي من نهاية فترة إعداد التقارير المالية حتى نشر واستخدام هذه التقارير ويطلق عليها فترة التأخير Reporting Delay.

تتحسن خاصية التوقيت الملائم للمعلومات المحاسبية المنشورة كلما تم توصيل هذه المعلومات بصورة سريعة، أي كلما تضاءلت فترة إعداد التقارير المالية وفترة تأخير نشرها. فالقاعدة العامة أن المنفعة التي تستخلص من التقارير المالية المنشورة تتزايد كلما تم الإعلان عنها في وقت قصير وسريع، وتتضاءل منفعة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية إذا تم تأخير إصدار ونشر هذه التقارير. وتعد خاصية التوقيت الملائم العنصر المتحكم في تحسين ملاءمة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لأن توافر التوقيت الملائم والحداثة في المعلومات المحاسبية يمكن أن تؤدي إلى تحسين القيمة التنبؤية والقيمة الاسترجاعية لهذه المعلومات عند اتخاذ القرارات الاستثمارية (الميهي، 2006).

- **القيمة التنبؤية Predictive Value**

لقد عرفت القيمة التنبؤية من قبل مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بأن المعلومات المحاسبية تصبح ملائمة للمستخدمين عندما تساعدهم على إنشاء تنبؤات عن نتائج الأحداث السابقة والحالية والمستقبلية (خليل ونعوم، 2012). وبالتالي تساعد القيمة التنبؤية مستخدمي المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالنتائج المتوقعة للأحداث المختلفة، وتؤكد توقعاتهم أو تساعدهم في تصحيحها وتعديلها. ولكي تؤثر المعلومات المحاسبية على عملية اتخاذ القرار لا بد أن يكون لها قدرة تنبؤية لإجراء اختيارات مستقبلية، ويستحسن أن يكون لها القدرة على تقييم نتائج الاختيارات السابقة (شرويدر، 2006). كما تعمل المعلومات المحاسبية ذات القدرة التنبؤية على تخفيض درجة عدم اليقين (التأكد) حول النتائج المتوقعة في المستقبل التي تتخذ على نتائج الماضي (لطفي، 2006).

- **القيمة الاسترجاعية Feedback Value**

تمتلك المعلومات المحاسبية قيمة استرجاعية عندما يكون لها قدرة على تغيير أو تصحيح التوقعات الحالية أو المستقبلية، حيث تساعد مستخدم المعلومات في تقييم مدى صحة توقعاته السابقة، وبالتالي يستخدم المعلومات في تقييم نتائج القرارات التي تبنى على هذه التوقعات (لطفي، 2006). إن المعلومات المحاسبية من الناحية النظرية وباعتبارها تمتلك خاصية القيمة الاسترجاعية تقدم خدمات هامة للمستثمرين لأنها تمكنهم من تعديل استراتيجياتهم بمرور الزمن في سبيل بقاء نشاطهم مستمراً ومستقراً إلى حد ما(خليل ونعوم، 2012). أي أنه يمكن القول بأن خاصية القيمة الاسترجاعية للمعلومات تؤدي إلى تخفيض درجة عدم التأكد لمتخذي القرارات، كما تؤدي إلى تعديل وتقييم وتصحيح توقعاتهم السابقة بالنسبة لنتائج القرارات الماضية.

6.2 ملاءمة القيمة The Value Relevance

حظيت العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم باهتمام كبير من قبل الباحثين في أدبيات المحاسبة والتمويل، وكانت الدراسة الأولى التي قامت باختبار هذه العلاقة هي دراسة Ball & Brown (1968). وقد تطورت دراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم إلى حين ظهور ما يعرف بأدبيات ملاءمة القيمة والتي سعت إلى بناء نماذج لاختبارها، وبالتالي اختبار درجة الارتباط بين متغيرات محاسبية محددة وبين أسعار أو عوائد الأسهم.

قامت الدراسات في هذا المجال ببناء نموذجين هما نموذج العائد ونموذج السعر، وفي حين كانت هذه المتغيرات المحاسبية ترتكز فقط على الأرباح المحاسبية والتي تندرج ضمن نموذج العائد، أكد العديد من الباحثين وذلك استناداً إلى نموذج Ohlson (1995) النظري أهمية الاعتماد على متغير القيمة الدفترية الذي يندرج في نموذج السعر، وذلك نتيجة وجود العديد من مشاكل القياس بالنسبة للأرباح والتي تؤدي إلى انخفاض معامل استجابة الأرباح. ظهرت بحوث ملاءمة القيمة في بدايتها في الأسواق المتطورة، ومن ثم قام العديد من الباحثين بإجرائها في الأسواق الناشئة.

1.6.2 تعريف ملاءمة القيمة Value Relevance Definition

يُعرَّف الرقم المحاسبي في الأدبيات الموجودة بأنه ملائم القيمة إذا كان لديه ارتباط متوقع مع القيم السوقية للأسهم. وعلى الرغم من أن الأدبيات تختبر مثل هذا الارتباط على الأقل منذ أربعين سنة ماضية فقد ذكر Barth et al. (2001) بأن الدراسة الأولى التي استخدمت مصطلح ملاءمة القيمة لوصف هذا الارتباط هي دراسة Amir et al. (1993).

يذكر Barth et al. (2001) أيضا أن كلاً من Beaver (1998)، وOhlson (1999) وBarth (2000)) قدموا تعاريف رسمية ترتبط ارتباطاً وثيقاً مع التعريف السابق، وإن القاسم المشترك بين هذه التعاريف هو أن الرقم المحاسبي يعد ذا قيمة ملائمة إذا كان لديه ارتباط معنوي مع القيمة السوقية للسهم.

يعرِّف Francis and Schipper (1999, p: 326) ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية بأنها "قدرة الأرقام المحاسبية على تلخيص المعلومات التي ترتكز عليها أسعار الأسهم. وهكذا تتم الإشارة إلى ملاءمة القيمة من خلال وجود ارتباط احصائي بين المعلومات المالية وبين الأسعار أو العوائد". كذلك يعرفها Hung (2001) بأنها قدرة الأرقام المحاسبية على التقاط أو تلخيص المعلومات التي تؤثر على قيمة الشركة. ويعرف Anandarajan & Hasan (2010, p:270) ملاءمة القيمة بأنها قدرة أرقام محددة في القوائم المالية مثل الأرباح المقرر عنها على شرح التغيرات في قيم الأسهم، والقوة التفسيرية الأكبر تعني ملاءمة القيمة الأكبر. وتستند منهجية ملاءمة القيمة على العلاقة بين الأرقام

المحاسبية وبين أسعار الأسهم وعوائدها وعلى افتراض أساسي وهو أنه إذا وفرت الأرقام المحاسبية معلومات نافعة للمستثمرين فيجب أن تكون مرتبطة مع أسعار الأسهم (Dobija & Klimcza, 2010).

ويرى Barth et al. (2001) أن الهدف الأساسي لبحوث ملاءمة القيمة هو توسيع المعرفة المتعلقة بملاءمة وموثوقية الأرقام المحاسبية. وهو يجادل أن ملاءمة القيمة كما تعرف في الأدبيات الأكاديمية ليست معياراً criterion صادراً عن مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، ولكن اختبارات ملاءمة القيمة تمثل نهجاً لتفعيل المعايير الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية والمتعلقة بالملاءمة والموثوقية. إن ملاءمة القيمة تفعيل تجريبي لمعياري الملاءمة والموثوقية، حيث يكون الرقم المحاسبي ملائماً إذا كان لديه قدرة على إحداث تغيير في قرارات مستخدمي القوائم المالية، ويكون موثوقاً إذا كان يمثل ما يجب أن يمثله، وبالتالي سيكون الرقم المحاسبي ملائم القيمة، أي لديه علاقة معنوية متوقعة مع أسعار الأسهم فقط إذا كان يعكس معلومات ملائمة للمستثمرين في تقييم الشركة ومقاسة بشكل موثوق وكافٍ لتنعكس في أسعار الأسهم.

2.6.2 الفرق بين دراسات ملاءمة القيمة ودراسات المحتوى المعلوماتي Difference between value Relevance Studies and Information Content Studies

يصنف Holthousen & Watts (2001) دراسات ملاءمة القيمة إلى ثلاث مجموعات وهي:

- دراسات الارتباط النسبية Relative association studies

تقارن هذه الدراسات الارتباط بين القيم السوقية للأسهم (أو التغيرات في القيم) وبين مقاييس صافي الربح. وهي تختبر عادةً الفروق في R^2 للانحدارات وذلك باستخدام أرقام لصافي الدخل (على نوافذ طويلة over long windows أي سنة). وعندما تكون القوة التفسيرية R^2 للنموذج الذي يحوي الرقم المحاسبي أكبر فهذا دليل على أن هذا الرقم ملائم القيمة. من الأمثلة على هذه الدراسات ((Alford et al. (1993); Dhaliwal et al. (1999); Harria & Muller (1999)).

- دراسات الارتباط التفاضلية Incremental association studies

تتحقق هذه الدراسات فيما إذا كان الرقم المحاسبي الداعي للاهتمام مفيداً في تفسير القيمة أو العوائد المعطاة من متغيرات محددة (وذلك على نوافذ طويلة). وهذا الرقم يعتبر ملائم القيمة إذا كانت معاملات الانحدار المقدرة تختلف معنوياً عن الصفر. من الأمثلة على هذه الدراسات (Amir et al. ((1997); Aboody & Lev (1998); Barth & Clinch (1998)

- دراسات المحتوى المعلوماتي الحدية Marginal information content studies

تتحقق هذه الدراسات فيما إذا كان الرقم المحاسبي المحدد يزيد من كمية المعلومات المتاحة للمستثمرين. تستخدم هذه الدراسات عادة دراسات الحدث (أي على نافذة قصيرة short window أي أيام

أو أسابيع) لتحديد فيما إذا كان إصدار الرقم المحاسبي مرتبطاً مع تغيرات القيمة، حيث تعد ردود أفعال الأسعار أدلة على ملاءمة القيمة. من الأمثلة على هذه الدراسات (Amir et al. (1993); Vincent (1999)).

كذلك يصنف Beaver (2002) أبحاث السوق المحاسبية إلى مجموعتين وهما:

1- تشمل المجموعة الأولى الدراسات التي تركز على تفاعل أسعار الأسهم أو عوائدها مع الأرباح المحاسبية خلال فترة نافذة الحدث التي تقع على جانبي تاريخ الإعلان عن التقارير أو الأحداث المالية. وهنا تعد العلاقة بين العوائد غير العادية للأسهم والأرباح المحاسبية غير المتوقعة دليلاً على منفعة المعلومات المحاسبية. تُعرف هذه المجموعة من الدراسات باسم دراسات أبحاث السوق أو دراسات المحتوى المعلوماتي.
2- تشمل المجموعة الثانية دراسات مستويات الأسعار، وتقوم بفحص علاقة مجموعة من الأرقام المحاسبية التي يتوقع أن تؤثر على أسعار الأسهم ويتم وصفها بأنها ملائمة للقيمة (أو أن لها قوة تفسيرية). وعادة يضاف مصطلح Value Relevance إلى عناوين هذه الدراسات.

يوضح Kothari (2001) الفرق بين دراسات الحدث ودراسات الارتباط، وهو بذلك يوضح الفرق بين دراسات المحتوى المعلوماتي ودراسات ملاءمة القيمة. تستخلص دراسة الحدث فيما إذا كان الحدث، مثل إعلان الأرباح، ينقل معلومات جديدة للمشاركين في السوق تنعكس في التغيرات في مستوى أو تقلبات أسعار الأسهم أو حجم التداول خلال فترة قصيرة من الحدث. إن الافتراض الأساسي في دراسات الحدث أن أسواق رأس المال كفوءة معلوماتياً حيث أن أسعار الأسهم سريعة في عكس المعلومات الجديدة التي تصل. ولأن دراسات الحدث تختبر وصول المعلومات من خلال الحدث المحاسبي، يشار إليها أيضاً كاختبار للمحتوى المعلوماتي في بحوث أسواق رأس المال في المحاسبة.

أما دراسات الارتباط فهي تختبر العلاقة الإيجابية بين مقياس الأداء المحاسبي (مثل الأرباح أو التدفقات النقدية من العمليات) وبين عوائد الأسهم، حيث أن كليهما يقاس على فترة طويلة نسبياً هي عادة سنة. إن دراسات الارتباط لا تفترض أن التقارير المحاسبية هي المصدر الوحيد للمعلومات للمشاركين في السوق منذ أن أصبح المشاركون يبحثون عن مصادر عديدة أخرى للحصول على معلومات عن الشركة. والهدف من دراسات الارتباط هو اختبار فيما إذا كانت وكيف تلتقط capture المقاييس المحاسبية بسرعة التغيرات في مجموعة المعلومات التي تنعكس في عوائد الأسهم على طول الفترة المعطاة (Kothari, 2001). وهذا ينطبق مع مفهوم ملاءمة القيمة الذي تم توضيحه مسبقاً.

إذاً يمكن القول إن أهم الفروق بين دراسات المحتوى المعلوماتي وملاءمة القيمة هي:

- تعتمد دراسات المحتوى المعلوماتي على دراسات الحدث أي تكون على نافذة قصيرة، في حين تعتمد دراسات ملاءمة القيمة على دراسات الارتباط أي تكون على نافذة طويلة.

- تركز دراسات المحتوى المعلوماتي على مجمل المعلومات المفصح عنها، بينما تركز دراسات ملاءمة القيمة على اختبار أرقام محاسبية محددة.

وتنتمي الدراسة الحالية إلى بحوث ملاءمة القيمة التي تركز على اختبار أرقام محاسبية محددة وذلك على فترة طويلة هي سنة.

3.6.2 تطور مفهوم ملاءمة القيمة Development of the concept of Value Relevance

كان تقديم أدلة تجريبية للتأكد فيما إذا كانت الأرقام المحاسبية تحتوي أو تنقل معلومات حول أداء الشركة المالي الدافع الأساسي الذي قاد إلى إجراء بحوث من قبل Ball & Brown (1968) و Beaver (1968). وتعد هاتان الدراستان من الدراسات الرائدة في بحوث أسواق رأس المال في المحاسبة، حيث قامت كلا الدراستين بإجراء دراسات الحدث، وفي دراسة Ball & Brown (1968) قام الباحثان أيضاً بإجراء دراسات الارتباط (Kothari, 2001).

يذكر Ball & Brown (1968) بأن دراستهما هي المحاولة الأولى لتقييم الأهمية النسبية لرقم الدخل السنوي تجريبياً، حيث كان الهدف من هذه الدراسة تقييم المنفعة usefulness لأرقام الدخل المحاسبي الموجودة عن طريق اختبار محتواها المعلوماتي وتوقيتها. حيث يظهر الباحثان العوائد كدالة function لتغيرات الأرباح أو كدالة للأرباح غير المتوقعة (Alali & Foote, 2012).

وقد قدم Ball & Brown (1968) و Beaver (1986) أدلة قاطعة بوجود محتوى معلوماتي في إعلانات الأرباح المحاسبية. والفرضية الأساسية في دراسة Ball & Brown (1968) تختبر ما إذا كان نموذج الأرباح المتوقعة محدداً جيداً في قياس مفاجأة الأرباح earnings surprise (يتم قياس مفاجأة الأرباح بالفرق بين الأرباح المحققة وممثل للأرباح المتوقعة من قبل المستثمرين معتمدين على نماذج السلاسل الزمنية للتنبؤ بالأرباح أو على توقعات المحللين). هذا يعني أنه على الأقل يوجد جزء من زيادة الأرباح في الشركات التي تقرر عن أخبار جيدة كانت مفاجأة إيجابية favorable للسوق وأدت إلى ارتفاع أسعار الأسهم. لذلك فإن قوة الارتباط بين العائد غير العادي لفترة إعلان الأرباح ومفاجأة الأرباح تعبر عن المحتوى المعلوماتي للأرباح وجودة النموذج الموظف للأرباح المتوقعة (Kothari, 2001). يقدم الباحثان من خلال دراستهما أدلة على دراسات الحدث، ويرى Kothari (2001) أن الباحثين يقدمان أيضاً أدلة على دراسات الارتباط حيث يوضحان بأن الأرباح المحاسبية تلتقط بالتزامن جزءاً من مجموعة المعلومات التي تنعكس في عوائد الأسهم. وتشير الأدلة أيضاً أن مصادر بديلة للمعلومات مثل التقارير الربعية أو النصف سنوية تسبق المعلومات في الأرباح السنوية بحوالي 85%.

كما قدم Beaver (1968) أدلة على دراسات الحدث حيث يلتف حول مشكلة توصيف نموذج الأرباح المتوقعة عن طريق اختيار التقلبات في عوائد الأسهم وحجم التداول حول فترة إعلان الأرباح (Kothari, 2001). قام العديد من الباحثين بعد هاتين الدراستين باختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية

وأسعار الأسهم معتمدين على النموذج نفسه والذي يوظف التغير في الأرباح كمتغير مستقل حتى تاريخ نشر دراسة Easton & Harris (1991).

قام Easton & Harris (1991) بالتحقق ما إذا كان متغير مستوى الربح (الأرباح مقسمة على السعر في بداية الفترة) متغيراً ملائماً لتقييم علاقة العوائد – الأرباح. وقد أثبت الباحثان بأن استخدام متغير مستوى الأرباح لتفسير التغير في عائد السهم يؤدي إلى تحسين قوة الأرباح التفسيرية للعوائد، ويؤدي إلى ارتفاع معامل استجابة الأرباح في النموذج. وبالتالي تطور نموذج العائد ليتألف من متغيرين هما التغير في الأرباح ومستوى الأرباح. وقد برهن Ohlson (1995) في دراسته النظرية أهمية متغير القيمة الدفترية في تقييم الشركة، حيث طور الباحث نموذجاً يعبر عن الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للأسهم. وأصبح هذا النموذج يستخدم فيما بعد من قبل الباحثين ولم تعد تعتمد دراسات ملاءمة القيمة على نموذج العائد فقط بل على نموذجي العائد والسعر.

يذكر Barth (2000) بأن تحديد القيمة السوقية لأسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية تشكل محور الارتكاز في مقاربة ملاءمة القيمة. ويتم تقدير مدى ملاءمة المتغير المحاسبي من خلال قدرته على زيادة درجة الارتباط في العلاقة، وبالتالي تقرير إدخاله مباشرة إلى نموذج التقييم من عدمه. وعلى ذلك فإن مقاربة ملاءمة القيمة تقدم أدلة عملية عن الخصائص التقييمية للمتغيرات المحاسبية (قايد، 2003).

ويوضح .Barth et al (2001) بأن اختبارات ملاءمة القيمة تركز في أغلبها على معاملات coefficients الأرقام المحاسبية، ويقصد بها معامل استجابة الأرباح Earnings Response Coefficient (ERC). ويقوم البعض باختبار ما إذا كانت المعاملات تختلف معنوياً عن الصفر، ويختبر البعض الآخر إذا كانت المعاملات المقدرة لرقم محاسبي ما تختلف عن معاملات الأرقام الأخرى المعترف بها في القوائم المالية، وكما يختبر البعض ما إذا كانت معاملات الرقم المحاسبي تختلف عن المعاملات النظرية على أساس نموذج تقييم. وفي حين تختبر العديد من الدراسات التوقعات المتعلقة بالمعاملات فإن بعض الدراسات تركز على حجم التباين في أسعار الأسهم الموضحة بواسطة الأرقام المحاسبية أي R^2، وبالتالي تنشأ المقارنات بين R^2. ويقيس معامل استجابة الأرباح (ERC) وقتية الأرباح المحاسبية، بينما يقيس R^2 درجة الارتباط بين الأرباح المحاسبية والقيمة السوقية، وبالتالي فإن الاثنين يعكسان ملاءمة القيمة للرقم المحاسبي (Pritchard, 2002).

ويوضح Luberrink (2000) الفرق بين ملاءمة القيمة value relevance وبين الوقتية timeliness والعلاقة بينهما. ففي حين يعرف ملاءمة القيمة بأنها درجة الارتباط بين المعلومات المحاسبية والقيم السوقية، فإنه يعرف الوقتية من خلال ما تعكسه المعلومات المالية من أحداث ملائمة القيمة في الوقت المناسب، أي في أبكر وقت ممكن. وينتج عن زيادة الوقتية ارتباط أعلى بين الأرقام المحاسبية والقيم السوقية، وهذا بدوره يقود إلى قيمة ملائمة أكبر للمعلومات المحاسبية.

وفي حين ركزت دراسات ملاءمة القيمة في معظمها على اختبار هذه النماذج، قدمت كل من دراستي Holthausen & Watts (2001) و.Barth et al (2001) نقاشاً حول أهمية بحوث ملاءمة القيمة لإعداد معايير المحاسبة المالية، وبالتالي فيما إذا كانت بحوث ملاءمة القيمة مهمة لواضعي (معدي) المعايير مثل مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، مجلس معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standard Board (IASB) ولجنة الأوراق المالية والبورصات Securities and Exchange Commission (SEC). يؤكد Holthausen & Watts (2001) في دراستهما بأنه لا أهمية لبحوث ملاءمة القيمة في إعداد المعايير وأنها لا تقدم أي رؤية لواضعي المعايير وذلك بسبب أنها لا تسعى إلى تطوير نظرية للمحاسبة أو لإعداد المعايير. على العكس من ذلك تؤكد دراسة .Barth et al (2001) على أهمية بحوث ملاءمة القيمة في إعداد المعايير المحاسبية وبأنها تقدم رؤىً مثمرة لواضعي المعايير وتقدم أفكاراً مفيدة للقضايا المحاسبية، ويؤكد الباحثان على الآتي:

1- تقدم بحوث ملاءمة القيمة رؤىً للأسئلة التي تهم واضعي المعايير.
2- يمكن أن تقدم دراسات ملاءمة القيمة تقنيات للتخفيف من آثار قضايا الاقتصاد القياسي التي تنشأ في بحوث ملاءمة القيمة.
3- يمكن أن تلبي بحوث ملاءمة القيمة مبدأ الحيطة والحذر وأن تُستخدم لدراسة آثاره على العلاقة بين الأرقام المحاسبية وقيم الأسهم.
4- تُصمم دراسات ملاءمة القيمة لتقييم ما إذا كانت أرقام محاسبية محددة تعكس المعلومات التي تستخدم من قبل المستثمرين في تقييم أسهم الشركة وليس في تقدير قيمة الشركة.

تركزت دراسات ملاءمة القيمة في بدايتها في الأسواق الناضجة (المتطورة) وخاصة أسواق الولايات المتحدة الأمريكية. إلا أن الفترة الأخيرة شهدت تطوراً ملحوظاً لدراسات ملاءمة القيمة في الأسواق الناشئة كسوق الصين ورومانيا وبولندا وحتى في الأسواق العربية. وقد استخدمت هذه الدراسات نفس النماذج التي استخدمت في الأسواق المتطورة، واتفقت نتائج أغلب هذه الدراسات مع النتائج في الأسواق المتطورة.

4.6.2 أثر الأنظمة المحاسبية على ملاءمة القيمة The Influence of Accounting Systems on Value Relevance

ركزت مجموعة من دراسات ملاءمة القيمة على أثر اختلاف الأنظمة المحاسبية على ملاءمة القيمة، ومنها دراسة Pritchard (2002) ودراسة دراسة Hellström (2006) ودراسة Dobija & Klimcza (2010). ففي دراسة Pritchard (2002) قام الباحث باختبار ملاءمة القيمة في ثلاثة أسواق هي استونيا ولاتفيا ولتوانيا وقد بينت الدراسة بأن ملاءمة القيمة تختلف بين الدول الثلاث وهي

الأضعف في لتوانيا والأعلى في إستونيا، أما في لاتفيا فهي أقرب إلى إستونيا، ولكن النظام المحاسبي في إستونيا يجعل من الأرقام المحاسبية أكثر ملاءمة فجميع الشركات المدرجة في سوق استونيا ملزمة بتطبيق معايير المحاسبة الدولية كما أن لمجلس معايير المحاسبة الاستونية نفوذاً أعلى فيما يتعلق بتطوير المحاسبة عند مقارنتها مع دول البلطيق الأخرى 1995. أما في لاتفيا فيوجد ثلاثة من المعايير التي طورت بناءً على معايير المحاسبة الدولية ولكنها غير ملزمة بالتطبيق وهي عرض البيانات المالية والمخزون وقوائم التدفق النقدي. اختارت لتوانيا طريقاً مختلفاً في الإصلاح المحاسبي عن استونيا ولاتفيا وهي لا تركز على المحاسبة المالية بل بياناتها معدة فقط لتخفيض الربح الضريبي.

يبرهن Hellström (2006) كذلك بأن ملاءمة القيمة تزداد عبر الزمن نتيجة التحسن في التنظيمات والممارسات المحاسبية. قسم الباحث فترة الدراسة إلى فترتين زمنيتين الأولى من عام 1994 إلى عام 1997 والثانية من عام 1998 إلى عام 2001، حيث بدأ السوق عمله في عام 1993، كما خضع لإصلاح إداري كبير في السوق في عام 1996، وألغي إدراج حوالي 80% من الشركات المدرجة في سوق براغ في عام 1997 بسبب ضعف السيولة وضعف معايير التقرير. في عام 1998 شكلت لجنة الأوراق المالية التشيكية للإشراف على سوق الأوراق المالية رداً على وجود عدد كبير من العيوب منها الخبرة القليلة في سير عمل سوق الأوراق المالية وعدم وجود الكفاءة العالية عن التجار والسماسرة وعيوب في التشريعات وارتفاع مستوى الخطر وانخفاض مستوى المعلومات، وهذا أدى أيضاً إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة بسبب معايير التقرير والإدراج التي أقرتها اللجنة. وفي حين تبرهن الدراستان المذكورتان بأن ملاءمة القيمة تتغير بتغير الأنظمة المحاسبية وتزداد بتطبيق المعايير الدولية وتزداد عبر الزمن مع التحسن في الممارسات والتنظيمات المحاسبية، برهنت دراسة Dobija & Klimcza (2010) ومن خلال تقسيم فترة الدراسة 1997–2008 إلى ثلاث فترات بأن ملاءمة القيمة لم تتغير نتيجة لتغير الأنظمة المحاسبية أو الاعتراف بمعايير التقارير المالية الدولية.

تميزت الفترة الأولى في دراسة Dobija & Klimcza (2010) من عام 1997 إلى عام 2000 بإصدار أول قانون محاسبي ينسجم مع التوجيهات المحاسبية في الاتحاد الأوربي. وتميزت الفترة الثانية من عام 2001 إلى عام 2004 بتطبيق معايير المحاسبة الدولية ومحاولة واضعي السياسات تقليل الفجوة بين التنظيم المحاسبي في بولندا وبين معايير المحاسبة الدولية. أما الفترة الثالثة وهي من عام 2005 إلى عام 2008 فتميزت بانضمام بولندا إلى الاتحاد الأوربي وأصبحت الشركات التي ستدرج في أسواق الاتحاد الأوربي ملزمة بتطبيق معايير المحاسبة الدولية ومعايير التقرير المالي الدولي. وقد برهن الباحثان أنه لا يوجد تحسن في ملاءمة القيمة في الفترة الثانية بعد سنة 2000 نتيجة تغير الأنظمة المحاسبية، ولا في الفترة الثالثة بعد سنة 2005 نتيجة الاعتراف بمعايير التقارير المالية الدولية، حيث أن الملاءمة تحققت في وقت مبكر. وبالتالي فإن التطورات في المحاسبة لم تؤد إلى تطورات ملحوظة في ملاءمة القيمة.

5.6.2 ملاءمة القيمة وكفاءة السوق Value Relevance and Market Efficiency

ترتبط بحوث ملاءمة القيمة ببحوث كفاءة السوق، حيث أن بحوث ملاءمة القيمة تفترض عموماً أن الأسواق المالية كفوءة (Beisland, 2009). بينت دراسة .Aboody et al (2002) إمكانية قياس ملاءمة القيمة في حالة عدم كفاءة السوق، وأنه بالرغم من أن الباحثين في دراساتهم حول ملاءمة القيمة يفترضون ضمنياً بأن السوق تتسم بالدرجة المتوسطة من الكفاءة، توجد أدلة قوية تثبت بأن السوق قد لا تكون كفوءة تماماً في معالجة المعلومات. يقيّم الباحثون في هذه الدراسة التأثيرات الناتجة عن عدم الكفاءة التي تؤدي إلى اختلاف في نتائج دراسات ملاءمة القيمة التقليدية. حيث يقوم الباحثون أولاً باختبار تأثير عدم كفاءة السوق على تقدير المعاملات في انحدارات ملاءمة القيمة ويشتقون طريقة لتصحيح التحيزات المحتملة التي تسببها عدم كفاءة السوق من خلال زيادة الفترة الزمنية التي تتم خلالها الدراسة من 12 شهراً إلى 24 شهراً و36 شهراً لتعديل تأخر ردة فعل السوق. وقد وجدوا أن معاملات الانحدار لكل من الأرباح والقيم الدفترية تزداد بشكل معنوي مقارنة مع الطريقة التقليدية.

وعلى العكس من ذلك يرى Beisland (2009) أن دراسة .Aboody et al (2002) لا تعد معياراً في دراسات ملاءمة القيمة وإنما تطبق أحياناً لاختبار قوة النتائج التجريبية، حيث أن أغلب دراسات ملاءمة القيمة أجريت بدون التأكد من كفاءة السوق فالباحثون يفترضون وجود الكفاءة بدون التحقق منها.

6.6.2 العوامل المؤثرة على ملاءمة القيمة Factors affecting Value Relevance

وثقت معظم الدراسات العديد من العوامل التي تؤثر على ملاءمة القيمة للأرباح المحاسبية، والتي تؤدي إلى تغيير في القوة التفسيرية للنموذج وإلى انخفاض معاملات استجابة الأرباح، والذي بدوره يقود إلى التركيز على القيم الدفترية أكثر من الأرباح المحاسبية. ومن هذه العوامل والتي سوف يتم اختبارها ومناقشتها في الفصل الرابع والأخير: الأرباح المؤقتة وإشارة الأرباح وحجم الشركة.

1.6.6.2 الأرباح المؤقتة Transitory Earnings

من الممكن أن تكون الأرباح من حيث طبيعتها دائمة أو مؤقتة transitory or permanent. وتتكون الأرباح المؤقتة من عناصر مؤقتة تؤثر على الأرباح وتؤدي إلى تضخيمها أو تضاؤلها، وبالتالي فهي تؤدي إلى تغير غير متوقع في الأرباح يؤثر على سعر السهم. وفي هذه الحالة فإن العلاقة الأقوى أو الأضعف التي تمت ملاحظتها تعتمد على طبيعة المفاجأة (Anandarajan & Hasan, 2010).

يُفترض أن الأرباح السنوية تتبع السير العشوائي، ولكن وجود مكونات مؤقتة في الأرباح معترف به في الأدبيات المحاسبية (Kothari, 2001). المشكلة في فرضية السير العشوائي أن الأرباح المحاسبية الفعلية تمثل أفضل تقدير للأرباح المحاسبية المتوقعة للفترات القادمة، أي أن التغيرات المحاسبية السنوية سوف تكون ثابتة ومستمرة في المستقبل (قايد، 2003). ولكن الافتراض الكامن وراء

الأرباح المؤقتة هو أن التغير في الأرباح من المتوقع أن يكون غير دائم، وهذا خروج عن فرضية السير العشوائي (Luberrink, 2000). بالتالي كان لا بد من تقديم توصيف مختلف لفرضية السير العشوائي نظراً لوجود عناصر مؤقتة ضمن الأرباح.

وثقت العديد من الدراسات معاملات استجابة أرباح منخفضة كنتيجة لوجود الأرباح المؤقتة. كما قدم Kothari (2001) في دراسته الأرباح المؤقتة كتفسير لانخفاض معاملات استجابة الأرباح، حيث أنه كلما اتصفت السلاسل الزمنية للأرباح بالثبات كلما كان معامل استجابة الأرباح أكبر.

ويذكر عدة أسباب لوجود الأرباح المؤقتة وهي:

1- قيام الشركة بأنشطة تجارية محددة مثل بيع الأصول ينتج عنه بالضرورة مكاسب وخسائر لمرة واحدة (أي مؤقتة).
2- بسبب عدم تماثل المعلومات بين المدراء والمستخدمين الخارجيين وبسبب الدعاوى القضائية المحتملة، يوجد طلب على أرقام محاسبية متحفظة وتوفير أرقام محاسبية متحفظة conservative accounting numbers. يعرف Basu (1997) الحيطة والحذر conservatism بأنها عدم التماثل في السرعة التي تعكس بها الأرقام المحاسبية الخسائر والمكاسب الاقتصادية، أو أن الأرباح تعكس الأخبار السيئة بسرعة أكبر من الأخبار الجيدة. ويتناول Basu (1997) دور التحفظ المحاسبي، حيث يوضح أنه في أنظمة محاسبية متحفظة يجب أن تدرج الشركات الأخبار السيئة بسرعة أكبر من الأخبار الجيدة، وبسبب هذه المعالجة غير المتماثلة للأخبار الجيدة والسيئة، فإن تخفيضات الأرباح (أو الخسائر) تكون مؤقتة أكثر من زيادات الأرباح.
3- الدوافع الإدارية المتأصلة في نظرية الوكالة من الممكن أن تسهم بخسائر ومكاسب مؤقتة. على سبيل المثال فقد يقوم مدراء الشركات بتوليد المستحقات الاختيارية التي تخفض من مستويات الأرباح أو اتباع أسلوب Big Bath، الذي ينص على تقليل تقديرات الأرباح في فترة معينة مقابل المبالغة في تقدير الخسائر، وهذه المكونات التقديرية للمستحقات من المرجح أن تكون مؤقتة.

يؤكد Ali & Zarowin (1992) في دراستهما حول الأرباح الدائمة والمؤقتة أنه بالرغم من أن جميع البحوث السابقة قامت باستخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة مفترضة أن الأرباح تتبع السير العشوائي، فإن استخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة في حالة وجود الأرباح المؤقتة يعد ممثلاً ضعيفاً ويؤدي إلى انحياز معاملات استجابة الأرباح نحو الصفر أو تسجيل معاملات استجابة أرباح منخفضة جداً، وهذا يؤدي بدوره إلى ارتباط أخطاء التقدير سلباً مع الاستمرار (الثبات).

وقد وظف الباحثان نموذجاً لالتقاط مكونات الأرباح المؤقتة، حيث يفترضان أن الأرباح المحاسبية تتبع عملية تدعى المتوسط المتحرك المتكامل Integrated Moving Average (IMA)

وتأخذ الصيغة IMA (1,1). وطبقاً لهذه العملية فإن الأرباح المحاسبية والأرباح غير المتوقعة عن الفترة يمكن قياسهما من خلال المعادلتين التاليتين:

$$Xit = Xit-1 + UEit - OUEit-1$$

$$UEit = (1-O)(Xit - Xit-1) + OXit$$

حيث أن:

O تمثل متوسط متحرك تتراوح قيمته بين (1,0) ويشير إلى مستوى الأرباح المؤقتة في أرباح الفترة

Xit تشير إلى مستوى الأرباح عن الفترة

UEit تشير إلى الأرباح غير المتوقعة عن الفترة

ويجادل الباحثان بالقول إنه إذا ما سلمنا بأن الأرباح المحاسبية تتبع عملية IMA (1,1) فإنه عندما تكون الأرباح المحاسبية دائمة بنسبة 100% (purely permanent) فإن قيمة O تكون مساوية للصفر وتكون قيمة الأرباح غير المتوقعة مساوية للتغيرات في مستوى الأرباح. أما عندما تكون الأرباح المحاسبية مؤقتة بنسبة 100% (purely transitory) فإن قيمة O تكون مساوية للواحد الصحيح وتكون قيمة الأرباح غير المتوقعة مساوية لمستوى أرباح الفترة. أما إذا كانت أرباح الفترة تتكون من شقيها المستمر والمؤقت فإن قيمة O تكون أكبر من الصفر وأقل من الواحد الصحيح وفي هذه الحالة تكون قيمة الأرباح غير المتوقعة مساوية لمستوى أرباح الفترة وتغيراتها معاً وذلك حسب الوزن النسبي لكل منهما (قايد، 2003).

لقد اتفقت معظم الدراسات في نتائجها من حيث أن ملاءمة القيمة تكون أكبر للأرباح الدائمة ومنها دراسة Pritchard (2002) ودراسة Anandarajan and Hasan (2010). وأوصت دراسة Chen et al. (2001) بضرورة التركيز على القيمة الدفترية وبالتالي التحول إلى نموذج السعر عندما تكون الأرباح مؤقتة.

2.6.6.2 إشارة الأرباح Earnings Signal

تبين دراسة Hayn (1995) أن الشركات التي تقرر عن أرباح سلبية تكون فيها معاملات استجابة الأرباح أصغر من الشركات التي تقرر عن أرباح إيجابية. وهي تعزو ذلك إلى أن المساهمين يملكون خيار التصفية عندما يتوقعون أن الخسائر الحالية ستستمر في حال استمرت الشركة بعملها وبالتالي لا يمكن للخسائر أن تستمر إلى أجل غير مسمى. وتبين هذه الدراسة كذلك ازدياد قوة الرابطة في علاقة العوائد-الأرباح عند استبعاد المشاهدات التي تحتوي على خسائر من عينة الدراسة. كما يؤكد Chen et al. (2001) بأن الأرباح تكون ذات قيمة ملائمة أكبر بالنسبة للشركات التي أرباحها إيجابية، وهو يقترح ضرورة التحول إلى القيم الدفترية بالنسبة للشركات التي أرباحها سلبية.

وتتفق معظم الدراسات في نتائجها بأن ملاءمة القيمة تكون أكبر للأرباح الإيجابية أي تزداد باستبعاد الخسائر ومنها دراسة Filip & Raffournier (2010) ودراسة Alfaraih & Alanezi (2011).

3.6.6.2 حجم الشركة Firm Size

يُختبر حجم الشركة كعامل يؤثر على ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية، حيث بينت العديد من الدراسات أن ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية بالنسبة للشركات صغيرة الحجم أكبر منها بالنسبة للشركات كبيرة الحجم، وذلك بسبب وجود مصادر معلومات مختلفة ومتنافسة للشركات كبيرة الحجم (Chen et al., 2001).

يفسر Chen et al. (2001) ذلك بأن الشركات كبيرة الحجم تحظى باهتمام أكبر من الجمهور وتتعرض لتغطية إعلامية أكبر، وبالتالي فإن أسعار الأسهم للشركات كبيرة الحجم إما أن تتضمن معلومات عامة حول المستقبل المحتمل للشركة أو تجمع هذه المعلومات بسرعة أكبر، وهذا يؤدي بالحالتين إلى معامل استجابة أرباح أصغر (ERC) بالنسبة للشركات كبيرة الحجم.

يؤكد Collins et al. (1987) كذلك بأنه يوجد عدد أكبر من المهتمين بأنشطة الشركات كبيرة الحجم، حيث ينفق التجار والمحللون مواردهم بشكل كبير على الأنشطة الإعلامية للشركات الكبيرة، وبالتالي فإن مجموعة من المعلومات الواسعة والغنية تكون متوافرة عن أنشطة هذه الشركات.

يوضح Collins et al. (1997) أن القيمة الدفترية أهم من الأرباح المحاسبية في تقييم الشركات وهو يربط ذلك بحجم الشركة وذلك لسببين: أولاً إن الشركات الصغيرة هي في أغلبيتها شركات ناشئة (مبتدئة)، وبالتالي فإن أرباحها الحالية المتحققة ليست ممثلاً جيداً للأرباح المستقبلية. وثانياً إن الشركات الصغيرة عرضة أكثر لمواجهة الأزمات المالية أو الفشل، وبالتالي فهي عرضة أكثر لاحتمالات التصفية أو التنازل حيث يأخذ المستثمرون بعين الاعتبار القيم الدفترية أكثر من الأرباح عند تقييم الشركات في حالة التصفية أو التنازل.

يمكن ربط العوامل الثلاثة مع بعضها فالشركات صغيرة الحجم وكما أكد Collins et al. (1997) هي في أغلبيتها شركات ناشئة (مبتدئة)، وبالتالي فإن أرباحها الحالية المتحققة ليست ممثلاً جيداً للأرباح المستقبلية. بالإضافة إلى أنها تكون أكثر عرضة لتحقيق الخسائر وهذا يؤدي بدوره إلى عدم ثبات أرباحها(أرباح مؤقتة)، وبناء على ذلك فإن عامل الحجم يؤثر على العوامل الأخرى لذلك لا بد من الاعتماد على نموذج السعر لتقييم الشركات في حال التباين في حجمها. وترى الباحثة بناء على ذلك أن نموذج السعر قد يعطي نتائج أدق عند تقييم الشركات في حال التباين في حجمها وهذا ما سيتم اختباره لاحقاً.

خلاصة

عرض هذا الفصل فكرة عن سوق الأوراق المالية وأهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين بالإضافة إلى التعريف بالملاءمة وبملاءمة القيمة وذلك من خلال المباحث الرئيسة التي أفرد لكل منها مبحث خاص.

قدم المبحث الأول تعريفاً لسوق الأوراق المالية وكفاءتها مبيناً كفاءة السوق ومستويات هذه الكفاءة وعلاقتها بالمعلومات المحاسبية. أما المبحث الثاني فقد بين أهمية المعلومات المحاسبية لاتخاذ قرارات الاستثمار، وقدم المبحث الثالث الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، ونظراً لأهمية خاصية الملاءمة فقد أفرد لها مبحث خاص وهو المبحث الخامس.

ناقش المبحث السادس مفهوم ملاءمة القيمة كما ورد في الأدبيات المحاسبية حيث تناول مفهوم ملاءمة القيمة مبيناً العديد من التعاريف لعدد من الباحثين وتوصل إلى القاسم المشترك بين هذه التعاريف وهو الارتباط المعنوي بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم. كذلك بين أهم الفروق بين دراسات المحتوى المعلوماتي ودراسات ملاءمة القيمة والتي تتمثل في طول نافذة الدراسة والمعلومات التي يتم التركيز عليها. شرح المبحث تسلسلاً لأهم الدراسات التي تتناول العلاقة بين الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية وأسعار الأسهم، مبيناً كيف تم التوصل إلى النماذج التي تختبر هذه العلاقة، بالإضافة إلى أهم العوامل التي تؤثر على ملاءمة القيمة ابتداءً بالأرباح المؤقتة وكذلك إشارة الأرباح وحجم الشركة.

الفصل الثالث

نماذج تقييم ملاءمة القيمة

Valuation Models of the Value Relevance

الفصل الثالث

نماذج تقييم ملاءمة القيمة

1.3 مقدمة Introduction

اهتمت البحوث المتعلقة بأسواق رأس المال منذ أواخر الستينات بفحص ردود أسعار الأسهم لمجموعة من الأحداث والإفصاحات بما فيها الإعلان عن الأرباح السنوية وربع السنوية، والتغيرات في توزيعات الأرباح والتنبؤ بالأرباح. وقد بينت هذه الدراسات وجود علاقة قوية بين تحركات سعر السهم والربح المحاسبي. وقد خلقت زيادة الأدلة على عدم كفاءة الأسواق وحسب ما يرى Kothari (2001) مجالاً جديداً من البحوث المحاسبية يركز على دراسة أداء الأسهم لفترة طويلة، حيث يتعارض مع دراسات الحدث التي تركز على نافذة قصيرة. وقد دعيت الدراسات التي تركز على أداء الأسهم على لفترة طويلة بدراسات ملاءمة القيمة.

تحول المستثمرون في الأوراق المالية إلى تحليل القوائم المالية للتأكد من القيمة الأساسية للشركات وذلك ليتمكنوا من تقييم أسعار الأسهم لهذه الشركات. وحيث أن أحد الأهداف الأساسية للتقارير المالية هو تقديم معلومات ملائمة للمستثمرين لتقييم الشركة، فإن بحوث ملاءمة القيمة تحلل تجريبياً ما إذا كان هذا الهدف قد تحقق. هل المعلومات المحاسبية ملائمة للمستثمرين الذين يرغبون بتقييم الشركة أو هل يقوم المستثمرون أولاً بالحصول على المعلومات التي يحتاجونها من مصادر أخرى؟ تسعى بعض الأدبيات المحاسبية للإجابة عن عدد كبير من جوانب هذا السؤال، ويشار إليها بأدبيات ملاءمة القيمة Value Relevance Literature (Beisland, 2009).

قامت الدراسات في هذا المجال ببناء نموذجين هما نموذج العائد ونموذج السعر، وفي حين كانت هذه المتغيرات المحاسبية ترتكز فقط على الأرباح المحاسبية والتي تندرج ضمن نموذج العائد، أكد العديد من الباحثين وذلك استناداً إلى نموذج Ohlson (1995) النظري أهمية الاعتماد على متغير القيمة الدفترية الذي يندرج في نموذج السعر، وذلك نتيجة وجود العديد من مشاكل القياس بالنسبة للأرباح، والتي تؤدي إلى انخفاض معامل استجابة الأرباح. تستخدم دراسات ملاءمة القيمة نماذج تقييم مختلفة لبناء اختباراتها، وتستخدم عادة القيمة السوقية للأسهم كمعيار تقييم valuation benchmark وذلك لتقييم كيف تعكس الأرقام المحاسبية المعلومات المستخدمة من قبل المستثمرين (Barth et al., 2001).

يعرض هذا الفصل كيف تختلف الدراسات المتعددة في مداخلها لدراسة ملاءمة القيمة، ثم يقوم بالتعريف بنماذج قياس ملاءمة القيمة وهما نموذجا العائد والسعر وذلك من خلال مبحثين:

1. مقاربات لدراسات ملاءمة القيمة.

2. نماذج اختبار ملاءمة القيمة.

2.3 مقاربات لدراسات ملاءمة القيمة Approaches to Value Relevance Studies

صنف Francis & Schipper (1999) أربع مقاربات مختلفة لدراسات ملاءمة القيمة وهي:

1- الرؤية الأساسية The fundamental View

ترتبط هذه الرؤية ببحوث التحليل الأساسي في المحاسبة، ووفق هذه الرؤية تسبب المعلومات المحاسبية في القوائم المالية تغيراً في سعر السهم من خلال التقاط capture أسعار الأسهم للقيم التي تتسبب في انحراف سعر السهم. ولا تفترض هذه المقاربة أن أسواق الأسهم كفوءة، مما يعني أن الأسواق لا تعكس جميع المعلومات المتاحة في كل الأوقات. يتم إجراء دراسات ملاءمة القيمة التي تستخدم الرؤية الأساسية من خلال قياس العوائد التي تتولد بناءً على استراتيجية تداول محددة تركز على المعلومات المحاسبية؛ مما يعني أن المستثمرين قادرون على كسب عوائد غير عادية باستخدام المعلومات المحاسبية دون الاعتماد على درجة كفاءة السوق. وبالتالي تكون المعلومات المحاسبية ملائمة القيمة إذا كانت المحافظ التي شُكلت باستخدام المعلومات المحاسبية مرتبطة مع العوائد غير العادية.

2- الرؤية التنبؤية The Prediction View

تقدم الرؤية التنبؤية المعلومات المالية على أنها ملائمة للقيمة إذا كانت هذه المعلومات تتضمن متغيرات من نموذج التقييم أو إذا كانت هذه المعلومات تساعد في التنبؤ بتلك المتغيرات. وترتبط الرؤية التنبؤية بالتحليل الأساسي المذكور أعلاه. وهكذا فإن ملاءمة القيمة للمتغيرات المحاسبية المختلفة يمكن أن تقاس من خلال نموذج تقييم محدد، علماً أن هذه الدراسات تركز بشكل خاص على الأرباح المتنبأ بها.

3- رؤية المعلومات The Information View

تكون المعلومات المحاسبية ملائمة القيمة وفق هذه الرؤية إذا استخدمت من قبل المستثمرين عند تقييم الأسعار، وتستخدم المقاييس الإحصائية كمؤشرات فيما إذا كان المستثمرون يستخدمون المعلومات بشكل مؤكد عند اتخاذ قرارات الاستثمار. هذه الدراسات تنفذ عادة على فترات قصيرة حيث يكون الهدف دراسة ردة فعل السوق على المعلومات المحاسبية، وبالتالي تكون هذه المعلومات ملائمة القيمة إذا عدلت أو غيرت توقعات المستثمرين بوضع الشركة المالي المستقبلي. أشار الباحثون الذين تبنوا هذه المقاربة إلى أن الأرقام المحاسبية تمتلك محتوىً معلوماتياً بدلاً من امتلاكها قيمة ملائمة.

4- رؤية القياس The measurement View

تقاس ملاءمة القيمة باستخدام هذه الرؤية من خلال قدرة القوائم المالية على التقاط أو تلخيص المعلومات بغض النظر عن مصدرها الذي في بعض الحالات يؤثر على قيمة الأسهم؛ وهذا يعني أنه من خلال رؤية القياس تبدو المحاسبة كأداة للقياس. على النقيض من مقاربة المعلومات لا تفترض مقاربة القياس أن المستثمرين يستخدمون المعلومات، حيث تركز هذه المقاربة على مفهوم مغاير وهو أنه إذا كان المتغير المحاسبي أو متغير آخر يملك علاقة مع مقياس سوقي (سعر السهم أو عائد السهم)، فإن المتغير المحاسبي يلتقط المعلومات المستخدمة من قبل المستثمرين لتحديد السعر. ويوجد افتراض ضمني في هذه المقاربة وهو أن المعلومات المحاسبية ربما تكون ملائمة القيمة، لكن ليس من الضروري أن تجعل القرار ملائماً لأنه ربما تكون قديمة بالنسبة لمعلومات أخرى أكثر وقتية. لقد اعترفت بمقاربة القياس العديد من الدراسات للتحقق من ملاءمة القيمة وخاصة في التسعينات. كما اعترفت هذه الدراسات بمقاربة المعلومات واستخدمت مقاربة القياس للتحقق من ملاءمة القيمة للأرباح، والقيم الدفترية والاثنين معاً. وتنفذ هذه الدراسات عادةً على فترات طويلة وتستخدم تحليل الانحدار للتحقق من ملاءمة القيمة.

وتندرج الدراسة الحالية ضمن الرؤية الرابعة حيث تسعى للتحقق من ملاءمة قيمة الأرقام المحاسبية ممثلةً بالأرباح والقيمة الدفترية.

3.3 نماذج اختبار ملاءمة القيمة Models testing Value Relevance

الهدف الرئيسي لبحوث ملاءمة القيمة هو دراسة العلاقة بين القيم السوقية للأسهم والمتغيرات المحاسبية ويمكن التعريف بها وفق الصيغة التالية:

$$MVE = f(AI)$$

حيث:

القيمة السوقية للسهم Market Value of Equity (MVE)

المعلومات المحاسبية Accounting Information (AI)

يهتم الباحثون في مجال ملاءمة القيمة بدراسة كيفية تأثير المعلومات المحاسبية على القيم السوقية للأسهم، وبالتالي دراسة ما إذا كان جزء معين من المعلومات المحاسبية يرتبط معنوياً مع القيمة السوقية للسهم، أو دراسة مقدار التباين في قيم الأسهم مفسرةً من خلال المعلومات المحاسبية. يتم اختبار هذه القضايا عادة باستخدام تحليل الانحدار، ويمكن الإجابة عن السؤال الأول من خلال دراسة مستوى المعنوية لمعاملات الانحدار، بينما يمكن الإجابة عن السؤال الثاني من خلال دراسة القوة التفسيرية لنموذج الانحدار (Beisland, 2009).

تكون دراسة العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار وعوائد الأسهم غالباً في شكل انحدار أو ارتباط خطي ومن خلال نموذجين شائعين هما: نموذج السعر ونموذج العائد. في النموذج الأول يمثل سعر السهم المتغير التابع للمتغيرين المستقلين ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم. أما في النموذج الثاني فتمثل عوائد الأسهم المتغير التابع للمتغيرين المستقلين مستوى الأرباح earnings level والتغير في الأرباح change in earnings معاً، حيث يعد هذان المتغيران مقياساً للأرباح غير المتوقعة (قايد، 2003).

وأيا كان النموذج المستخدم فإنه يستدل على ملاءمة القيمة للمتغيرات المحاسبية من خلال محددين أساسيين هما: معامل الميل (β) ويطلق عليه في أدبيات أسواق رأس المال معامل استجابة الأرباح المحاسبية Earnings Response Coefficients (ERC). ويلقى هذا المعامل اهتماماً كبيراً من الباحثين نظراً لأهمية الدلالة التي يقدمها في تقدير ملاءمة القيمة أو المحتوى المعلوماتي للمتغيرات المحاسبية الواردة في نموذج التقييم المستخدم. ولذلك كلما كانت قيمة β قريبة من أو أعلى من قيمتها المفترضة دل ذلك على وجود علاقة ارتباط إيجابية وقوية بين أسعار الأسهم والأرباح المحاسبية. أما المحدد الثاني فهو القوة التفسيرية للعلاقة المقدرة في نموذج التقييم المستخدم R^2، وكذلك الحال بالنسبة لهذا المحدد فكلما اقترب من الواحد الصحيح دل ذلك أن للأرباح المحاسبية دوراً كبيراً في تفسير درجة التباين في سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية (قايد، 2003).

1.3.3 نموذج العائد Return Model

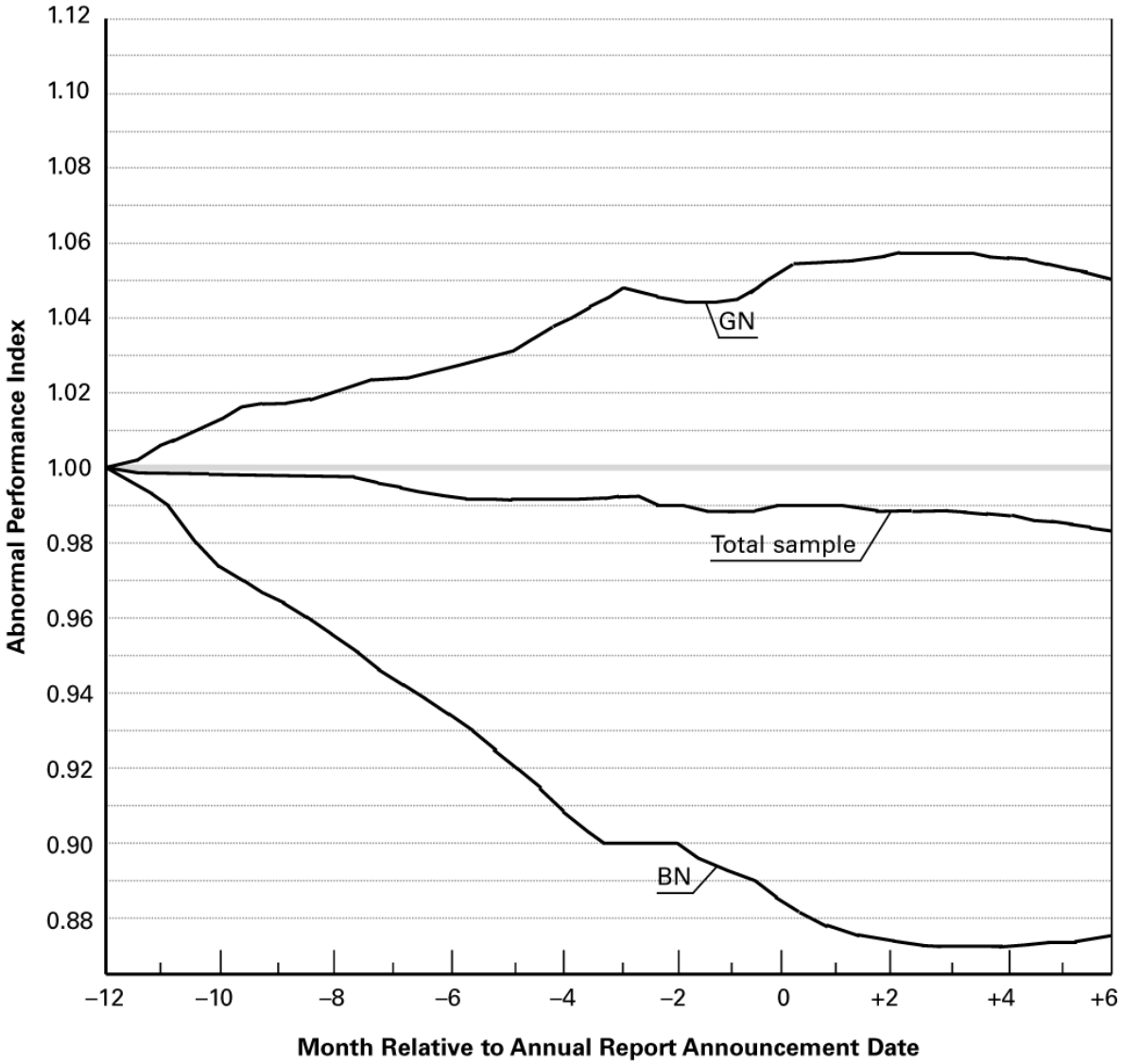
1.1.3.3 أساس نموذج العائد

تُعرض دائماً دراسة Ball & Brown (1968) كأساس لدراسات CMBAR (Capital Market–Based Accounting Research). هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تقييم منفعة أرقام الدخل، حيث أكد الباحثان على وجود ارتباط بين الأرباح غير المتوقعة وبين العوائد غير العادية. اختار Ball & Brown (1968) أرقام الدخل المحاسبي الأكثر تمثيلاً لقياس محتوى المعلومات، حيث استخدما ربحية السهم الواحدEPS وصافي الدخل net income كمتغيرات للدراسة منطلقين من اعتبار بأنهما الرقمان الأكثر عرضة للاهتمام من قبل المستثمرين، واستخدم الباحثان فرضية كفاءة السوق كمرجع لتحديد المحتوى المعلوماتي للدخل المحاسبي.

استخدمت الدراسة عينة مكونة من 261 شركة من سوق نيويورك للأوراق المالية على مدى تسع سنوات من عام 1957 إلى عام 1965. قام الباحثان أولاً بتقدير توقعات المستثمرين للأرباح بأنها الأرباح الفعلية للسنة الماضية (بالتالي كانت الأرباح غير المتوقعة هي التغير في الأرباح)، ثم قاما بتصنيف الشركات إلى GN (الشركات التي أرباحها الفعلية أكبر من أرباحها المتوقعة) وإلى BN

(الشركات التي أرباحها الفعلية أصغر من أرباحها المتوقعة)، ومن ثم تقدير العائد غير العادي لكل سهم بالقرب من تاريخ إعلان الأرباح (الشهر 0).

وكما يوضح الشكل 3–1 ينظر الباحثان من خلال دراستهما إلى العوائد غير العادية في الأشهر قبل وبعد إعلان الأرباح، وكنتيجة لذلك فإن الإعلان عن رقم الدخل الفعلي لا يتسبب بأي قفزة غير عادية في مؤشر الأداء غير العادي في شهر الإعلان، حيث أن المعلومات المحتواة في التقرير السنوي تكون متوقعة من قِبل السوق قَبل إصدار التقرير، وعلى العكس من ذلك فإن الانحرافات تبدأ صعوداً وهبوطاً في الشهور الاثني عشر السابقة لصدور التقرير. وجد الباحثان أن الدخل هو رقم معلوماتي يعكس نصف أو أكثر من نصف المعلومات التي تصبح متاحة خلال السنة عن الشركات. كما برهنا بأن تقرير الدخل السنوي ليس وسيلة وقتية مناسبة، حيث أن معظم محتواه (85%– 90%) يلتقط بوسائل أسرع مثل التقارير المرحلية.



الشكل 3-1 العوائد غير العادية لشركات GN وBN

Source: Ball and Brown (1968), p: 169

دعمت النتائج التي توصل إليها Ball & Brown (1968) من قبل دراسة أخرى أساسية في بحوث CMBAR وهي دراسة Beaver (1968) حيث بين الباحث أن المحتوى المعلوماتي للدخل معنوي، وأن هناك زيادة في حجم التداول في الأسابيع التي يتم فيها إعلان الأرباح. وبناءً على نتائج الدراستين اقترح الباحثون أن الأرباح تمتلك محتوىً معلوماتياً (Beisland, 2009).

لقد ركزت دراسة Beaver (1968) على ردة فعل السوق في وقت إعلان البيانات المحاسبية أي خلال فترة قصيرة (بضع أيام أو أسابيع)، وبالتالي فهي تختبر دور البيانات المحاسبية في تقديم معلومات للسوق حول الأحداث التي تؤثر على تصورات المستثمرين حول الشركة. في حين ركزت دراسة Ball &

Brown (1968) بالمقابل على الارتباط بين العوائد غير العادية والأرباح غير المتوقعة في فترة الاثني عشر شهراً السابقة لإعلان البيانات المحاسبية، بالتالي فهي تقدم أدلة على دور البيانات المحاسبية كملخص للأحداث غير المتوقعة والتي قد تؤثر على الشركة في فترة الاثني عشر شهر السابقة لإعلان الأرباح (Easton, 1999). يمكن القول بناء على ذلك إن دراسة Ball & Brown (1968) هي الدراسة الأولى التي قامت باختبار علاقة العوائد–الأرباح مستخدمة التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة.

قام الباحثون –في ظل غياب نماذج تقييم تربط بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم– باتباع المنهج الذي اتبعه Ball & Brown (1968) وذلك من خلال دراسة العلاقة بين العوائد غير العادية وبين الأرباح غير المتوقعة. تحقق العديد من الباحثين وبالاستناد إلى هاتين الدراستين من وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية وبين عوائد الأسهم أو العوائد غير العادية للأسهم. كما برهنت العديد من الدراسات بعد هاتين الدراستين على وجود محتوى معلوماتي للأرباح، ولكن كانت العلاقة بين العوائد غير العادية والأرباح غير المتوقعة ضعيفة كما لوحظ من القوة التفسيرية R^2. نتيجة لذلك قام Easton & Harris (1991) بتقديم نموذج بديل لدراسة العلاقة بين العوائد والأرباح، إذ استخدم الباحثان نموذج تقييم يربط مستويات الأرباح الحالية (الأرباح مقسومةً على سعر السهم في بداية الفترة) والتغير في الأرباح (التغير في الأرباح مقسوماً على سعر السهم في بداية الفترة) مع عوائد الأسهم.

قامت دراسة Easton & Harris (1991) بإضافة متغير مستوى الأرباح إلى نموذج العائد، وافترضت أن ذلك يتفق مع وجود مكونات مؤقتة ضمن الأرباح، فالدراسات التي استخدمت التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة تفترض أن الأرباح السنوية دائمة بشكل كامل وتتبع السير العشوائي. ولكن استخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة في حالة وجود الأرباح المؤقتة يعد ممثلاً ضعيفاً ويؤدي إلى انحياز معاملات استجابة الأرباح نحو الصفر أو انخفاض في قيم المعاملات. وبالتالي أصبح كلاً من التغير في الأرباح ومستوى الأرباح ممثلاً للأرباح غير المتوقعة، وأظهرت الدراسة بأن كلاً من مستويات الأرباح وتغيراتها تملك قوة تفسيرية أكبر عندما يتم تضمينها في معادلة انحدار العوائد السنوية على الأرباح.

تحقق Easton & Harris (1991) فيما إذا كانت الأرباح مقسومةً على سعر السهم في بداية الفترة متغيراً ملائماً لتقييم العلاقة بين الأرباح والعوائد، ودعاه "متغير مستوى الأرباح". انطلق الباحثان في دراستهما من نموذج تقييم القيمة الدفترية والذي يفترض بأن كلاً من القيمة الدفترية والقيمة السوقية متغيران مرتبطان بالسهم ويشيران إلى قيمة الشركة. وبافتراض أن القيمة السوقية للسهم عند الزمن t تساوي القيمة الدفترية للسهم للفترة t تكون العلاقة كما يلي:

$$Pit = BVit$$

ثم التغير في القيمة السوقية للسهم من الزمن t−1 إلى الزمن t هو ΔPit ويساوي التغير في القيمة الدفترية:

$$\Delta Pit = \Delta BVit$$

وبافتراض مدخل الفائض الصافي فإن التغير في القيمة الدفترية يساوي الأرباح EPS مطروحاً منها التوزيعات المدفوعة للمساهمين d:

$$\Delta BVit = EPSit - dit$$

وتصبح العلاقة:

$$\Delta Pit = EPSit - dit$$
$$Pit - Pit - 1 = EPSit - dit$$
$$Pit - Pit - 1 + dit = EPSit$$

وبتقسيم الطرفين على سعر السهم في بداية الفترة تصبح العلاقة:

$$\boldsymbol{Pit - Pit - 1 + dit/Pit - 1 = EPSit/Pit - 1} \quad (\mathbf{1})$$

تصف المعادلة رقم (1) العلاقة بين عائد السهم وبين مستوى الأرباح

يقدم Easton & Harris (1991) أيضاً تفسير للعلاقة بين عوائد الأسهم والتغير في الأرباح، حيث يفترض الباحثان أن الأسهم تسعر وفق نموذج السعر إلى الربح (P/E Ratio)، وأن نسبة السعر إلى الربح في بداية الفترة ونهايتها تساوي مقلوب تكلفة رأس المال $1/p$، وأن سعر السهم لا يتضمن توزيعات في نهاية الفترة t، ويتضمن توزيعات في بداية الفترة t−1 فتكون العلاقة:

$$Pit + dit = EPSit/p$$
$$Pit - 1 = EPSit - 1/p$$
$$\boldsymbol{(\Delta Pit + dit)/Pit - 1 = (\Delta EPSit/Pit - 1)/p}$$

اتبع الباحثان ورقة عمل Ohlson (1989) واقترحا نموذجاً من خلال النظر إلى النموذج الذي افترضه Ohlson (1989) على أنه مقارنة للعناصر الدائمة مع العناصر المؤقتة من الأرباح وذلك باستخدامه لكل من التغير في الأرباح ومستوى الارباح في نموذج قيمة المنشاة. فعندما تكون الأرباح دائمة فإن متغير التغير (مستوى) الأرباح هو الذي يعبر عن الأرباح غير المتوقعة وعندما تكون الأرباح مؤقتة فإن متغير مستوى الأرباح هو الذي يعبر عن الأرباح غير المتوقعة. ولكن عندما تتضمن عناصر ثابتة وأخرى مؤقتة فإن المتوسط المرجح لكلا المتغيرين هو القادر على التعبير عن الأرباح غير المتوقعة. بالتالي اقترح Easton & Harris (1991) نموذجاً مركباً بسيطاً يجمع المتغيرين معاً وهو نموذج العائد بصورته النهائية حيث يكون عائد السهم هو المتغير التابع ومستوى الأرباح وتغيراتها هما المتغيران المستقلان (Brown, 1994).

2.1.3.3 الصيغة النهائية للنموذج

يصبح النموذج في الشكل التالي:

$$Rit = \beta 0 + \beta 1\ EPS/pit - 1 + \beta 2\ \Delta EPSit + eit$$

إذاً يصف نموذج العائد العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية، ويتكون من متغيرين هما مستوى الأرباح (earnings level) وتغيرات الأرباح (earnings changes). وقد طور Easton and Harris (1991) النموذج وأضافا إليه متغير مستوى الأرباح.

3.1.3.3 النتائج المتعلقة بالنموذج

أولى الدراسات التي قامت باختبار نموذج العائد بصيغته النهائية هي دراسة Easton & Harris (1991) وهي الدراسة التي صاغت النموذج بصورته النهائية وأضافت إليه متغير مستوى الأرباح. وقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج 8% على عينة من الشركات المدرجة في عدد من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية وذلك من عام 1968 إلى عام 1986، أي أن مستويات الأرباح وتغيراتها تفسر 8% من التباين في عوائد الأسهم. اختبرت العديد من الدراسات بعد ذلك نموذج العائد في أسواق عديدة، وباعتبار أن دراسة Easton & Harris (1991) هي الدراسة الأولى للنموذج، استخدمت نتائجها في كثير من الدراسات كمعيار للمقارنة، وقد استخدم النموذج لاختبار ملاءمة القيمة ومقارنة النتائج خلال سنوات الدراسة أو المقارنة بين أكثر من دولة.

اختبر .Harris et al (1994) نموذج العائد للتحقق من ملاءمة القيمة للمقاييس المحاسبية في الشركات الألمانية مقابل الشركات الأمريكية التي تتوافق معها بالصناعة وبحجم الشركة. نشأت فكرة الدراسة من الإجراء الذي أقرته لجنة تداول الأوراق المالية (SEC) وهو أن إدراج الشركات غير الأمريكية في السوق الأمريكية يتطلب انسجام بيانات هذه الشركات مع الممارسات المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً (U.S.-GAAP). قام الباحثون بجمع البيانات لـ 230 شركة ألمانية وأمريكية لاختبار النموذج، وقد بينت النتائج أن الأرباح المحاسبية مرتبطة معنوياً مع عوائد الأسهم، وبالتالي فالقوة التفسيرية للنموذج في ألمانيا قابلة للمقارنة مع القوة التفسيرية في أمريكا حيث بلغت 7% في البلدين، كما كانت معاملات استجابة الأرباح للشركات الألمانية أكبر منها للشركات الأمريكية. وبما أن مجمع المحللين الماليين الألمان قام بتطوير نظام يقوم فيه المحللون الماليون في الشركات بإعداد بيانات معدلة للأرباح في الشركات الألمانية استناداً إلى المعلومات الواردة في القوائم المالية والسجلات الداخلية للشركات بهدف تحديد رقم الأرباح الدائمة، قام الباحثون باختبار النموذج على الأرباح المقررة والأرباح المعدلة وتبين أن القوة التفسيرية أكبر للأرباح المعدلة وهذا يتفق مع أن ملاءمة القيمة للأرباح الدائمة أكبر منها للمؤقتة.

استخدم Jermakowicz and Tomaszewski (1998) نموذج العائد بالتطبيق على 52 شركة في سوق وارسو للأوراق المالية من عام 1995 إلى عام 1997، حيث بلغت القوة التفسيرية

للنموذج 7%. اختبر Francis and Schipper (1999) نموذج العائد على عينة من الشركات في عدد من أسوق الولايات المتحدة الأمريكية من عام 1952 إلى عام 1994 حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج 22%. وقد بلغت القوة التفسيرية لنموذج العائد في دراسة ,.Chen et al (2001) 12% وذلك بتطبيق النموذج في سوق الأوراق المالية الصينية الناشئة من عام 1990 إلى عام 1997. يلاحظ هنا الاختلاف في القوة التفسيرية للنموذج بين الشركات المدرجة في عدد من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والشركات المدرجة في سوق وارسو والسوق الصينية، وتفسر الباحثة ذلك باختلاف طول الفترة الزمنية لكل دراسة بالإضافة إلى اعتبار أسواق الولايات المتحدة الأمريكية من الأسواق المتطورة.

اختبرت دراسة Ragab & Omran (2006) نموذج العائد في سوق مصر للأوراق المالية للتحقق من ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية، وبالتالي التحقق فيما إذا كانت هذه المعلومات نافعة للمستثمرين المحليين والأجانب في سوق مصر. اختار الباحثان سنة 1998 كبداية للدراسة حيث كانت السنة الأولى لتطبيق معايير المحاسبة المصرية، وامتدت فترة الدراسة من عام 1998 إلى عام 2002 وعلى عينة مكونة من 59 شركة من الشركات المدرجة في السوق. قدمت الدراسة أدلة على ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية ممثلةً بالأرباح في سوق مصر للأوراق المالية حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج العائد 4%.

تعارضت نتائج هذه الدراسة مع الدراسات السابقة فيما يتعلق بمتغير التغير في الأرباح، إذ لا توجد علاقة ذات دلالة بين متغير التغير في الأرباح وعوائد الأسهم. أكد الباحثان من خلال الدراسة بأن المعلومات المحاسبية تقدم معلومات حول وضع الشركة المستقبلي أكثر من أسعار الأسهم، وبأن سوق مصر للأوراق المالية تحتاج إلى مصادر بديلة للمعلومات مثل تنبؤات الأرباح و تقارير المحللين الماليين وغيرها. ما يميز هذه الدراسة أنها تناولت موضوع ملاءمة القيمة في فترة تطبيق المعايير في مصر، فالمعايير الوطنية تختلف بين البلدان باختلاف القوانين والخلفيات السياسية والاقتصادية، ولكن كان بإمكان الباحثان إجراء مقارنة بين فترتي تطبيق المعايير وقبلها لتقديم أدلة إضافية على ضرورة تطبيق المعايير المحاسبية.

اختبر Hellström (2006) نموذج العائد على الشركات المدرجة في سوق براغ في جمهورية التشيك وذلك من عام 1994 إلى عام 2001، حيث قسمت الفترة الزمنية إلى فترتين هما من عام 1994 إلى عام 1997، وبلغت القوة التفسيرية للنموذج 2.4% ومن عام 1998 إلى عام 2001 حيث القوة التفسيرية للنموذج 14.1%. كما اختبر Dobija & Klimcza (2010) نموذج العائد على الشركات المدرجة في سوق بولندا للأوراق المالية من عام 1997 إلى عام 2008، ويقسم الباحثان فترة الدراسة إلى ثلاث فترات حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج 0.62%. تعتبر هاتان الدراستان مثالاً عن مقارنة ملاءمة القيمة عبر الزمن من خلال تقسيم فترة الدراسة إلى فترات تختلف فيها الأنظمة المحاسبية.

واختبر Filip and Raffournier (2010) نموذج العائد على الشركات المدرجة في سوق بوخارست للأوراق المالية حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج 40%. واستخدمت دراسة Anandarajan & hassan (2010) نموذج العائد بالتطبيق على عينة مؤلفة من 248 شركة في سبع دول وبلغت القوة التفسيرية للنموذج 22%. كذلك طبقت دراسة Alfaraih & Alanezi (2011) نموذج العائد على 163 شركة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج27%. كما بلغت القوة التفسيرية لنموذج العائد في دراسة Shamki & Abdurahman (2012) 26% وذلك على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

وقام Lim & Park (2011) باختبار نموذج العائد للتحقق ما إذا كان سبب الانخفاض في ملاءمة القيمة عبر الزمن سببه التقلب المتزايد في العوائد أو التقلب في الأرباح. انطلق الباحثان في دراستهما من الدراسات السابقة التي وثقت انخفاضاً في ملاءمة قيمة الأرباح عبر الزمن، وطور الباحثان اختباراً للتحقق ما إذا كان الانخفاض في الارتباط بين الأرباح والعوائد سببه أن الأرباح أصبحت أقل ملاءمة للقيمة أو أن العوائد أصبحت أكثر تقلباً وتشويشاً عبر الزمن. امتدت فترة الدراسة من عام 1970 إلى عام 2008، وقسم الباحثان الفترة إلى ثلاث فترات، تمتد كل فترة على مدى 13 سنة. بينت نتائج الدراسة أن زيادة التقلب في عوائد الأسهم الذي قد ينتج عن عوامل أخرى هو المسؤول في المقام الأول عن انخفاض الارتباط بين العوائد والأرباح عبر الزمن، على عكس ما وثقته الدراسات السابقة أن سبب الانخفاض يعود إلى التغيرات في طبيعة الأرباح.

يلاحظ من خلال النتائج ما يلي:

- تتراوح القوة التفسيرية للنموذج من0.62 % إلى 40% وتختلف بين الأسواق المتطورة والناشئة وتعد جيدة مقارنة بدراسة Easton & Harris (1991) التي بلغت 8% إذا أخذت كمعيار للمقارنة.
- تزداد القوة التفسيرية للنموذج مع مرور الوقت في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية التي تعد من الأسواق المتطورة حيث انتقلت من 8% في دراسة Easton & Harris (1991) إلى 22% في دراسة Francis & Schipper (1999).

2.3.3 نموذج السعر price model

1.2.3.3 أساس نموذج السعر

منذ بداية دراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم، كان نموذج التقييم على أساس خصم التوزيعات النقدية ونموذج التقييم على أساس خصم التدفقات النقدية يمثلان الإطار النظري الملائم لتفسير تلك العلاقة. في كلا النموذجين افترض الباحثون وجود علاقة ارتباط قوية بين الأرباح المحاسبية من ناحية والتدفقات النقدية أو التوزيعات النقدية من ناحية أخرى. ومع ذلك فكلا النموذجين لا يعتمدان على قيم محاسبية، كما لا يسمحان بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية

والتي تتطلب ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية في قائمة المركز المالي بدلاً من ترحيلها إلى قائمة الدخل (أبو الخير، 2006).

في منتصف التسعينات من القرن الماضي طور الباحثون نموذجاً محاسبياً لتقييم السهم بالاعتماد على قيم محاسبية Ohlson (1995) و Felthman & Ohlson (1995). هذا النموذج إلى جانب أنه يعكس القياسات المحاسبية صراحة، فإنه يربط الأرباح والتوزيعات والقيمة الدفترية لحقوق الملكية بالقيمة العادلة للسهم. بناءً عليه تحول عدد كبير من الباحثين لاختبار جوانب النموذج المحاسبي ميدانياً من حيث مدى ملاءمته لتفسير اختلافات أسعار أسهم الشركات وتفسير التغيرات التي تطرأ عليها.

تعريف نموذج التقييم المحاسبي Accounting Valuation Model

لا ينطلق نموذج التقييم المحاسبي الذي قدمه Ohlson (1995) و Felthman & Ohlson (1995) من علاقة محاسبيةوإنما ينطلق من نموذج خصم التوزيعات النقدية التقليدي، وباستخدام افتراضات معينة ينتهي إلى نموذج قائم على أساس حقوق الملكية والربح غير العادي المتوقع لعدد لا نهائي من الفترات المالية. ثم ينتقل بناء النموذج إلى ما يعرف بديناميكية المعلومات لتقدير الربح غير العادي على مدار زمني لا نهائي وذلك لتحويل النموذج المحاسبي إلى نموذج قابل للتطبيق والاختبار الميداني.

افتراضات النموذج

يعتمد نموذج التقييم المحاسبي على ثلاثة افتراضات أساسية وهي: (Ohlson, 1995)

الافتراض الأول: قيمة السهم تتحدد بخصم التوزيعات النقدية المستقبلية the present value of expected dividends determines the market value

تعد هذه العلاقة في تقييم السهم هي النموذج المالي التقليدي حيث تتحدد قيمة السهم بالقيمة الحالية للتوزيعات النقدية لعدد غير محدد من الفترات المالية ويعبر عن هذا النموذج بالعلاقة الآتية:

$$pt = \sum_{i=1}^{\infty} Et\left[\frac{d(t+i)}{(1+r)i}\right] \ldots\ldots (1)$$

حيث:

Pt سعر السهم في بداية الفترة i،

t الفترات الزمنية بدءاً من 1 حتى y،

r معدل العائد المستخدم في حساب القيمة الحالية،

E توقع القيم المستقبلية.

d التوزيعات النقدية.

يعتمد النموذج على إحلال القيم المحاسبية محل التوزيعات النقدية (d) في المعادلة رقم (1) وصولاً إلى نموذج محاسبي للتقييم يعتمد على قياسات محاسبية من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي، هذه القياسات يعبر عنها بالعلاقات التي تضمنها الافتراض الثاني والافتراض الثالث.

الافتراض الثاني: الفائض الصافي Clean Surplus

يفترض الفائض الصافي العلاقة رقم (2) وهو يربط بين التوزيعات النقدية (المستخدمة كأساس لنموذج التقييم المالي) من ناحية، والقيم المحاسبية الأصلية الناتجة عن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من ناحية أخرى، وتتمثل هذه القيم في صافي الربح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية. فالأرباح المحققة عن فترة مالية معينة يتقرر توزيع جانب منها (التوزيعات) ويرحل الباقي إلى حقوق الملكية إما إلى الاحتياطيات أو الأرباح المحتجزة، وكلاهما يعتبر إضافة إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تصوره العلاقة الآتية:

$$\boldsymbol{bt-1 = bt + dt - xt} \ldots\ldots (2)$$

حيث:

bt: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة الحالية.

bt−1: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة السابقة t−1.

xt: صافي الربح للفترة الحالية t.

dt: التوزيعات المقررة عن الفترة الحالية t.

تمكن العلاقة رقم (2) من إحلال القيم المحاسبية لحقوق الملكية وصافي الربح محل التوزيعات النقدية في النموذج المالي المعبر عنه بالعلاقة (1) لإنتاج نموذج محاسبي لتقييم سعر السهم.

الافتراض الثالث: الربح الباقي Residual income

استخدم Ohlson (1995) و Felthman & Ohlson (1995) مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي. ويشير مفهوم الربح الباقي إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه من استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشأة. ويعبر عن ذلك بالزيادة في صافي الربح على العائد العادي. وتأخذ هذه العلاقة الشكل الآتي:

$$\boldsymbol{x_t^a = xt - rbt-1} \ldots\ldots (3)$$

حيث:

x_t^a: تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t.

r: معدل العائد المطلوب.

bt–1: القيمة الدفترية في بداية الفترة

باستخدام عمليات الإحلال والحذف الرياضية فإنه يمكن الوصول إلى نموذج التقييم التالي:

$$\boldsymbol{Pt = bt + a1x_t^a + a2vt \ldots\ldots (4)}$$

حيث a1,a2 ثوابت، vt المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم في تاريخ التقييم

وباستخدام تعريف الربح الباقي أي العلاقة رقم (3) والاستعاضة عنها في العلاقة رقم (4) تصبح العلاقة رقم (4) على الشكل الآتي:

$$\boldsymbol{Pt = bt + a1Xt - a1(r-1)bt-1 + a2vt \ldots\ldots (5)}$$

وبتعويض العلاقة رقم (2) التي تتعلق بمفهوم الفائض الصافي في العلاقة رقم (5) وبعد عمليات التبسيط نحصل على العلاقة التالية:

$$\boldsymbol{Pt = k(nXt - dt) + (1-k)bt + a2vt \ldots\ldots (6)}$$

حيث:

$$\boldsymbol{n = r/r-1}$$
$$\boldsymbol{K = (r-1)a}$$

قدم عمل Ohlson (1995) الأساس النظري للعديد من الدراسات حول العلاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الدفترية والأرباح، وقد اعتمدت هذه الدراسات على الانحدار الخطي الآتي والذي يسمى نموذج السعر (Easton, 1999) وفق العلاقة الآتية:

$$Pit = \beta 0 + \beta 1\, EPSit + \beta 2\, BVPSit + eit$$

2.2.3.3 الصيغة النهائية للنموذج:

يصف النموذج العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح والمحاسبية والقيمة الدفترية. وما يميز هذا النموذج عن نموذج العائد أنه يسمح بتقييم الملاءمة للقيم الدفترية والأرباح المحاسبية في نفس الوقت، في حين أن نموذج العائد يسمح بتقييم الملاءمة للأرباح المحاسبية فقط.

$$\boldsymbol{Pit = \beta 0 + \beta 1\, EPSit + \beta 2\, BVPSit + eit}$$

3.2.3.2 النتائج المتعلقة بالنموذج

استخدمت العديد من الدراسات نموذج السعر إلى جانب نموذج العائد للتحقق من ملاءمة القيمة للمتغيرات المحاسبية. اختبر Chen et al. (2001) في دراسته نموذج السعر على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق الصينية الناشئة حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج 56%.واختبر Hellström

(2006) نموذج السعر على الشركات المدرجة في سوق براغ في جمهورية التشيك وذلك من عام 1994 إلى عام 2001 وحيث قسم الفترة الزمنية إلى فترتين هما من عام 1994 إلى عام 1997، وبلغت القوة التفسيرية للنموذج 8.8%، ومن عام 1998 إلى عام 2001 حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج 10.7%. كما اختبرت دراسة Ragab & Omran (2006) نموذج السعر في سوق مصر للأوراق المالية للتحقق من ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية، وبالتالي التحقق فيما إذا كانت هذه المعلومات نافعة للمستثمرين المحليين والأجانب في سوق مصر وقدمت هذه الدراسة أدلة على ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية في سوق مصر للأوراق المالية حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج السعر 40%.

بلغت القوة التفسيرية لنموذج السعر في دراسة Alfaraih & Alanezi (2011) 57% في سوق الكويت للأوراق المالية. وأجريت دراسة Alali & Foote (2012) على عينة من الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وبلغت القوة التفسيرية لنموذج السعر 23.74%. وفي دراسة Shamki & Abdurahman (2012) في سوق عمان بلغت القوة التفسيرية لنموذج السعر 48%.

اختبر .Chamisa et al (2012) نموذج السعر للتحقق من ملاءمة القيمة للمقاييس المحاسبية في سوق الصين للأوراق المالية وذلك بالنسبة للشركات التي تصدر نوعين من الأسهم: الأسهم A والأسهم B (الأسهم A يتم تداولها بين المستثمرين المحليين فقط، الأسهم B يتم تداولها بين المستثمرين المحليين والأجانب) ويطلب من الشركات التي تصدر نوعين من الأسهم أن تعد بياناتها وفق معايير المحاسبة الصينية ووفق معايير التقرير المالي الدولي. اختبر الباحث النموذج على 86 شركة صينية ولفترة تمتد من عام 1994 إلى عام 2004. قسم الباحثان فترة الدراسة إلى ثلاث فترات لتعكس أثر التطور في معايير المحاسبة الصينية. بلغت القوة التفسيرية لنموذج السعر في المرحلة الأولى 11% للمعايير الصينية مقابل 31% للمعايير الدولية، وبلغت القوة التفسيرية في الفترة الثانية 4% مقابل 6%، وبلغت في الفترة الثالثة 4% مقابل 5%. كما بلغت القوة التفسيرية للعينة الإجمالية 4% مقابل 7%. وبينت نتائج الدراسة أن المقاييس المحاسبية المرتكزة على معايير المحاسبة الصينية ومعايير التقرير المالي الدولي ملائمة القيمة، وهي أكبر للمقاييس المرتكزة على معايير التقرير المالي الدولي، وأن اختلاف الملاءمة بين المجموعتين يضيق عبر الزمن، ويفسر الباحث ذلك بسبب التقارب بين مجموعتي المعايير عبر الزمن.

يلاحظ من خلال النتائج بأن القوة التفسيرية لنموذج السعر تتراوح بين 4% إلى 57% وهي نتائج جيدة وتتفوق على نتائج نموذج العائد.

خلاصة:

عرض الفصل نماذج تقييم ملاءمة القيمة من خلال المباحث الرئيسة التي أفرد لكل منها مبحث خاص. عرف المبحث الأول بالمقاربات المختلفة لدراسات ملاءمة القيمة كما صنفها Francis & Schipper (1999). شرح المبحث الثاني النماذج التي اختبرت هذه العلاقة وهي نموذجي العائد والسعر، كما وضح أساس كل نموذج وتطوره والمتغيرات التي يتكون منها، بالإضافة إلى النتائج المتعلقة بالنماذج والمستخلصة من بعض الدراسات.

الفصل الرابع

الدراسة التجريبية

The Empirical Study

الفصل الرابع

الدراسة التجريبية

1.4 مقدمة Introduction

تم عرض الدراسة النظرية من خلال فصلين رئيسين، حيث تناول الفصل الثاني تعريفاً بسوق الأوراق المالية وكفاءتها ومن ثم المعلومات الملائمة بالنسبة للمستثمرين وأهمية خاصية الملاءمة، ومن ثم التعريف بمفهوم ملاءمة القيمة، وكذلك التعريف ببعض العوامل المؤثرة في ملاءمة القيمة بناءً على ما ورد في الدراسات السابقة. وتناول الفصل الثالث التعريف بالنماذج التي يتم من خلال تطبيقها اختبار ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية ممثلةً بالأرباح والقيمة الدفترية وهما نموذجا العائد والسعر.

تختبر الدراسة التجريبية في هذا الفصل هذين النموذجين للتأكد من ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ضمن قطاع المصارف والتأمين، كما تختبر تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة وهي طبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة من خلال تجزئة المجتمع إلى عينتين جزئيتين بناءً على معيار يتعلق بالعامل المؤثر، ومن ثم اختبار النموذجين على العينات الجزئية.

2.4 نماذج الدراسة والتعريف بالمتغيرات وكيفية قياسها Models and Variables

وستتم اختبار ملاءمة القيمة من خلال نموذجين هما نموذج العائد ونموذج السعر وسيتم التعريف بمتغيرات كل نموذج:

1.2.4 نموذج العائد

$$Rit = \beta 0 + \beta 1\ EPS/pit - 1 + \beta 2\ \Delta EPSit + eit$$

Rit يشير إلى العائد السنوي المراكم للشركة i في السنة t

وهو العائد المراكم لمدة 12 شهر بدءاً من الشهر الرابع للسنة الحالية حتى الشهر الثالث من السنة التالية، وذلك لتضمين موعد الإعلان عن التقارير المالية السنوية.

حساب العائد الشهري وفق القانون الآتي:

العائد الشهري={(سعر الإغلاق للشهر الحالي – سعر الإغلاق للشهر السابق) + التوزيعات}/ سعر الإغلاق للشهر السابق **(1)**

وسيتم مراكمة العائد وفق القانون الآتي:

$$Rt_{(12)} = (1 + R_t)(1 + R_{t-1})(1 + R_{t-2}) \dots\dots\dots\dots (1 + R_{t-12}) - 1 \quad (2)$$

قامت الباحثة بالحصول على أسعار الإغلاق الشهرية من نشرات التداول وعلى التوزيعات من التقرير المالي لكل شركة ومن ثم حساب العائد الشهري وفق القانون رقم (1). قامت الباحثة بمراكمة العوائد الشهرية ولمدة 12 شهر وفق القانون رقم (2) بدءاً من شهر نيسان لكل سنة حتى شهر آذار من السنة التالية.

EPSit/pit−1 متغير مستوى الأرباح، ويشير إلى حصة كل سهم من الأرباح للشركة i في السنة مقسوماً على سعر السهم في السنة t−1.

قامت الباحثة بالحصول على رقم حصة كل سهم من الأرباح من قائمة المركز المالي لكل شركة ومن ثم تقسيمه على سعر الإغلاق للشهر الثالث من السنة السابقة.

ΔEPSit متغير التغير في الأرباح ويحسب: [حصة كل سهم من الأرباح في السنة t – حصة كل سهم من الأرباح في السنة t−1] / سعر السهم في السنة t−1.

قامت الباحثة بطرح حصة كل سهم من الأرباح لكل سنتين متتاليتين ومن ثم تقسيم الناتج على سعر الإغلاق للسنة الأولى.

2.2.4 نموذج السعر

$$\boldsymbol{Pit = \beta 0 + \beta 1\ EPSit + \beta 2\ BVPSit + eit}$$

Pit سعر السهم للشركة i بعد ثلاث شهور من نهاية السنة المالية، قامت الباحثة بأخذ سعر الإغلاق في نهاية شهر آذار لكل سنة.

EPSit الأرباح المعلنة لكل سهم للشركة i في 12/31 من السنة t (ربحية السهم)، تؤخذ ربحية كل سهم من قائمة المركز المالي لكل شركة.

BVPSit القيمة الدفترية المعلنة لكل سهم للشركة i في السنة t ويتم حسابها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم، قامت الباحثة بتقسيم حقوق الملكية لكل شركة على عدد أسهمها.

3.4 لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية Damascus Securities Exchange

التأسيس

أسست سوق دمشق للأوراق المالية[1]، بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ الصادر بتاريخ 2006/1/1، والذي نص على إنشاء سوق للأوراق المالية في سورية، تعرف باسم (سوق دمشق للأوراق المالية). ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، و ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، وتم افتتاح السوق بتاريخ 2009/3/10.

الإدارة

يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمَّون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. كما يعين مدير تنفيذي للسوق ونائب له بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي الهيئة واقتراح من مجلس إدارة السوق، ويتضمن المجلس عضو ممثل عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وعضو ممثل عن مصرف سورية المركزي.

الأوراق المالية

تشتمل الأوراق المالية على:

1- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
2- سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية
3- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
4- الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
5- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

ويتم حالياً تداول أسهم الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق مقسمة إلى القطاعات التالية(قطاع البنوك- قطاع التأمين- القطاع الصناعي- قطاع الخدمات- القطاع الزراعي)

تقسيمات السوق

تقسم سوق دمشق للاوراق المالية إلى :

[1] عن موقع سوق دمشق للأوراق المالية http://www.dse.sy/user/?page=about_market

- السوق النظامية وتضم الشركات التي مضى على نشاطها ثلاثة أعوام، وأن يكون رأسمالها الأدنى 300 مليون ليرة وعدد المساهمين 300 وأن تكون الأسهم الحرة القابلة للتداول 20% كحد أدنى من أسهم الشركة وبياناتها معدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية
- السوق الموازية: وتشمل:

- السوق الموازية (أ) وتضم الشركات التي مضى على نشاطها عام واحد، وأن يكون رأسمالها الأدنى100 مليون ليرة وعدد المساهمين 100 وأن تكون الأسهم الحرة القابلة للتداول 10% كحد أدنى من أسهم الشركة وبياناتها معدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية.
- السوق الموازية (ب) تضم الشركات التي لم تبدأ بالاستثمار أو الإنتاج بعد، وأن يكون عدد المساهمين في الشركة 50 مساهم كحد أدنى ورأسمالها 50 مليون وأن تكون الميزانية التأسيسية أو قائمة الدخل للشركة معدة وفق معايير المحاسبة الدولية وتكون الأسهم الحرة القابلة للتداول 10% من أسهم الشركة.

وتتوفر إمكانية نقل إدراج الشركة من السوق الموازية وإليها بقرار من المدير التنفيذي للسوق، وبحسب شروط الإدراج التي تحققها الشركة.

4.4 مجتمع الدراسة The Population Study

يتكون مجتمع البحث من الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أي الشركات ضمن قطاع المصارف والتأمين وهي عبارة عن 18 شركة (12 مصرف و6 شركات تأمين). بلغ عدد الشركات المدروسة 12 شركة (10مصارف وشركتي تأمين)، حيث تم استثناء 6 شركات (منها 2 في قطاع المصارف و4 شركات تأمين) وذلك لعدم توافر البيانات الكافية للتحليل، إما بسبب توقفها لفترة طويلة عن التداول أو حداثة إدراجها في السوق، حيث امتدت فترة الدراسة من 2009 إلى 2012.

قامت الباحثة بأخذ قطاع المصارف والتأمين فقط نظراً لاستبعاد هذا القطاع من الدراسة في معظم البحوث السابقة فقد تمت دراسته في بعض البحوث مع قطاعات أخرى ولم يدرس بشكل منفصل، كما أن هذا القطاع يشكل النسبة الأكبر والغالبة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يشكل 80% من إجمالي الشركات الموجودة.

وتم استبعاد بعض الشركات من مجتمع البحث، حيث تخضع الشركات المختارة للشرطين الآتيين:

1. أن تكون الشركة المختارة من الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية ويتم تداول أسهمها منذ عام 2009 أو 2010.

2. توفر بيانات عن حصة السهم من الأرباح السنوية وأسعار الإغلاق الشهرية للشركة والتوزيعات خلال فترة الدراسة، وقد تم الحصول على هذه البيانات من القوائم المالية للشركات ونشرات التداول الموجودة على الموقع الإلكتروني للسوق.

بلغ عدد الشركات المدروسة 12 شركة، وقد بلغ عدد المشاهدات الإجمالية بالنسبة لنموذج العائد 42 مشاهدة، وبالنسبة لنموذج السعر 44 مشاهدة.

يبين الجدول 4-1 الشركات التي تم استخدامها في الدراسة:

4-1 الشركات التي خضعت للدراسة

الرقم	اسم الشركة	رأس المال	الرمز	القطاع	تاريخ الإدراج
1	بنك بيمو السعودي الفرنسي	5,000,000,000	BBSF	خدمات مصرفية	2009/2/2
2	بنك عودة	5,724,500,000	BASY	خدمات مصرفية	2009/2/7
3	بنك سوريا والمهجر	4,000,000,000	BSO	خدمات مصرفية	2009/3/5
4	البنك العربي	5,050,000,000	ARBS	خدمات مصرفية	2009/2/3
5	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	5,250,000,000	IBTF	خدمات مصرفية	2009/3/31
6	بنك بيبلوس	6,120,000,000	BBS	خدمات مصرفية	2009/5/21
7	بنك الأردن	3,000,000,000	BOJS	خدمات مصرفية	2010/6/22
8	بنك سوريا والخليج	3,000,000,000	SGB	خدمات مصرفية	2010/7/31
9	بنك قطر الوطني	15,000,000,000	QNBS	خدمات مصرفية	2010/4/8
10	بنك سوريا الدولي الإسلامي	8,499,405,700	SIIB	خدمات مصرفية	2009/5/7
11	شركة العقيلي للتأمين التكافلي	2,000,000,000	ATI	تأمين	2010/8/23
12	الشركة المتحدة للتأمين	850,000,000	UIC	تأمين	2009/5/19

5.4 أسلوب جمع بيانات الدراسة التجريبية Method of collection data

يعتمد الباحثون على نوعين من البيانات هي البيانات الأولية والبيانات الثانوية، والبيانات الأولية هي البيانات التي يقوم الباحث بجمعها معتمداً على طرق منها الملاحظة والمقابلة وقوائم الاستبيان.

اعتمدت الباحثة في الدراسة الحالية على البيانات الثانوية والتي يقصد بها البيانات المجمعة من قبل الآخرين. ويوجد ثلاثة أسباب رئيسة وراء الاستخدام المتزايد من قبل الباحثين للبيانات الثانوية. أسباب مفاهيمية–جوهرية فقد تكون البيانات الثانوية المصدر الوحيد المتاح لدراسة مشاكل بحثية معينة، كما أنها تستخدم لأغراض المقارنة. وأسباب منهجية حيث تقدم البيانات الثانوية فرصة للتكرار والإعادة إذا كانت دقيقة وموثوقة، وتسمح بإجراء التصاميم البحثية الطولانية، وقد تساعد في تحسين قياسات متغيرات معينة وزيادة حجم العينة. وأسباب اقتصادية حيث تعد تكلفة الحصول على البيانات الثانوية أقل من تكلفة الحصول على البيانات الأولية. أهم المصادر الرئيسة المتوفرة للحصول على البيانات الثانوية هي الأدلة، أدلة الأرشيفات وأدلة المنظمات المنشأة لمساعدة الباحثين. بالإضافة إلى الكتالوجات مثل المصادر الإحصائية ودليل مراكز البحث، وقواعد البيانات الموجودة على شبكة الإنترنت (ناشمياز، 2004).

قامت الباحثة بجمع البيانات الثانوية من الفترة 2009 إلى الفترة 2012 من التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة ومن نشرات التداول والمتوافرة على المواقع الالكترونية[1]. تمثلت هذه البيانات في أسعار الإغلاق الشهرية وحصة السهم من الأرباح، والقيمة الدفترية لكل سهم والتوزيعات النقدية.

6.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة Statistical Methods

لتحليل البيانات الثانوية التي تم الحصول عليها، تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية التي تتلاءم مع طبيعة هذه البيانات بهدف اختبار النماذج وتحقيق أهداف البحث، وذلك على النحو التالي:

1- الإحصاءات الوصفية (الوسط الحسابي- الوسيط- الانحراف المعياري- أعلى قيمة- أدنى قيمة)
2- الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
3- تحليل السلاسل الزمنية والتحليل القطاعي.

الإحصاء الوصفي

يبين الجدول 4-2 توزيع المشاهدات بالنسبة لنموذج العائد وهو على الشكل التالي:

الجدول 4-2 توزيع المشاهدات بالنسبة لنموذج العائد

السنة	عدد الشركات (عدد المشاهدات)	النسبة المئوية لعدد المشاهدات السنوية
2009	7	16.67

[1] موقع سوق دمشق للأوراق المالية http://www.dse.sy/.
موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية http://www.scfms.sy/.

2010	12	28.57
2011	12	28.57
2012	11	26.19
الإجمالي	42	100

يبين الجدول 4-3 توزيع المشاهدات بالنسبة لنموذج السعر وهو على الشكل التالي:

الجدول 4-3 توزيع المشاهدات بالنسبة لنموذج السعر

السنة	عدد الشركات (عدد المشاهدات)	النسبة المئوية لعدد المشاهدات السنوية
2009	9	20.46
2010	12	27.27
2011	12	27.27
2012	11	25
الأجمالي	44	100

يوضح الجدول 4-4 كلاً من المتوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-4 الإحصاءات الوصفية لكل متغير

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة
العائد المراكم R	42	-0.15	-0.14	0.56	0.	-1.03
مستوى الأرباح	42	0.04	0.04	0.06	0.14	-0.18
التغير في الأرباح	42	-0.02	-0.02	0.07	0.19	-0.18
سعر السهم	44	732.75	674.98	642.46	2585.34	65.12

ربحية السهم	44	37.96	23.45	54.71	183.10	-113.08
القيمة الدفترية	44	552.78	550.7	435.75	1849.29	84.76

- بالنسبة لمتغيرات نموذج العائد (العائد السنوي، مستوى الأرباح والتغير في الأرباح)، يظهر الجدول بأن المتوسط بالنسبة للعائد السنوي هو 0.15- والوسيط بالنسبة للعائد هو0.14-، أي أن الوسيط أكبر من المتوسط ، وهذا يشير إلى أن توزيع عوائد الأسهم ملتوٍ نحو اليسار (سالب).
- بالنسبة لمتغيري مستوى الأرباح والتغير في الأرباح يظهر الجدول بأن المتوسط يساوي الوسيط لكلا المتغيرين، وهذا يشير إلى أن توزيع المتغيرين توزيع طبيعي.
- بالنسبة لمتغيرات نموذج السعر (سعر السهم وربحية السهم والقيمة الدفترية)، يظهر الجدول بأن المتوسط لجميع المتغيرات أكبر من الوسيط، وهذا يشير إلى أن التوزيع بالنسبة لمتغيرات نموذج السعر ملتوٍ نحو اليمين (موجب).

التحقق من افتراضات الانحدار المتعدد

1- عدد المشاهدات: يجب أن تكون نسبة الحالات إلى المتغيرات المستقلة20 مثل وعلى الأقل 5 أمثال، وهو شرط يمكن التحقق منه بسهولة.

إن عدد المتغيرات المستقلة في الدراسة الحالية لكل نموذج متغيران وبالتالي يجب أن يكون عدد المشاهدات 10 أو أكثر، يبلغ عدد المشاهدات في كل اختبار أكثر من40 بالتالي فهذا الشرط محقق.

2- الارتباط الذاتي Multicollinearity والتفرد singularity

ويعني الارتباط الذاتي وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة حيث r>90 ويعني التفرد وجود ارتباط تام بين المتغيرات المستقلة حيث r=1. تؤثر هذه المشكلة على العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ويمكن التحقق منها عن طريق فحص مصفوفة الارتباط correlation matrix.

يوضح الجدولان 4-5 و4-6 مصفوفتي الارتباط لكل من نموذجي العائد والسعر، وتظهر كلا المصفوفتين الارتباط بين جميع المتغيرات ومعنوية هذه الارتباط، ويلاحظ عدم وجود ارتباط تام أو عالٍ بين المتغيرات المستقلة وبعضها الآخر، بالتالي فالشرط الثاني محقق في كلا النموذجين.

الجدول 4-5 مصفوفة الارتباط بالنسبة لنموذج العائد

		العائد المراكم	مستوى الأرباح	التغير في الأرباح
Pearson Correlation	العائد المراكم	1.000	.346	.385
	مستوى الأرباح	.346	1.000	.408
	التغير في الأرباح	.385	.408	1.000
Sig. (1-tailed)	العائد المراكم	.	.012	.006
	مستوى الأرباح	.012	.	.004
	التغير في الأرباح	.006	.004	.
N	العائد المراكم	42	42	42
	مستوى الأرباح	42	42	42
	التغير في الأرباح	42	42	42

الجدول 4-6 جدول مصفوفة الارتباط بالنسبة لنموذج السعر

		سعر السهم	ربحية السهم	القيمة الدفترية
Pearson Correlation	سعر السهم	1.000	.769	.724
	ربحية السهم	.769	1.000	.340
	القيمة الدفترية	.724	.340	1.000
Sig. (1-tailed)	سعر السهم	.	.000	.000
	ربحية السهم	.000	.	.012
	القيمة الدفترية	.000	.012	.
N	سعر السهم	44	44	44
	ربحية السهم	44	44	44
	القيمة الدفترية	44	44	44

3- القيم المتطرفة outliers

يجب التحقق من عدم وجود قيم شاذة واستبعادها إن وجدت، ويتم ذلك بالاعتماد على اختبار mahalanobis أو الاعتماد على شكل الانتشار للبواقي residuals scatterplot.

قامت الباحثة بإجراء اختبار mahalanobis ووفق هذا الاختبار يظهر في شاشة برنامج SPSS عمود يضم متغير جديد يجب أن تكون جميع قيمه أصغر من قيمة معينة، وبما أن عدد المتغيرات المستقلة في كل معادلة انحدار هو متغيرين، فيجب أن تكون هذه القيمة 13.8، وبالتالي يجب أن لا تتجاوز أي قيمة

من قيم المتغير الجديد في الاختبار قيمة Chi Square وهي 13.8 (تكون القيمة13.8 عندما يكون عدد المتغيرات المستقلة 2 وهي قيمة جدولية نحصل عليها من جداول Chi Square).

- بمقارنة قيم اختبار mahalanobis بالنسبة لنموذج العائد مع قيمة Chi Square، يلاحظ أن جميع القيم هي أصغر من 13.8 وبالتالي لا توجد قيم متطرفة.
- بمقارنة قيم اختبار mahalanobis بالنسبة لنموذج السعر مع قيمة Chi Square، يلاحظ أن جميع القيم هي أصغر من 13.8 وبالتالي لا توجد قيم متطرفة.

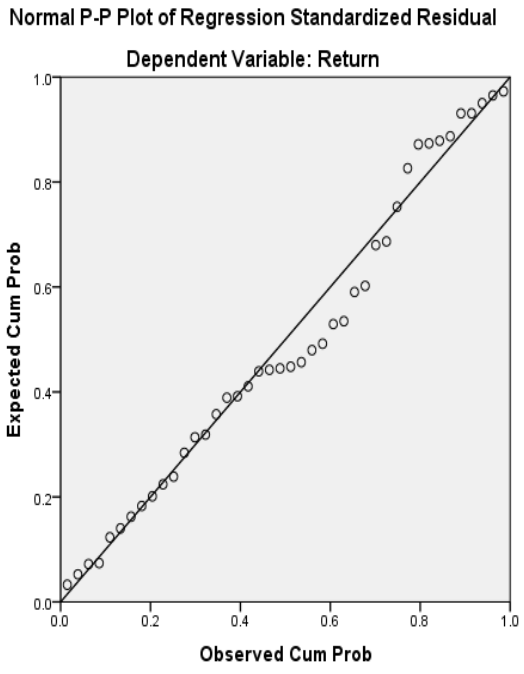
4- الطبيعية Normality والخطية Linearity والتجانس Homoscedasticity واستقلال البواقي Independence of Residuals

ويمكن اختبار هذه الشروط الطبيعة والخطية والتجانس واستقلال البواقي بالاعتماد على شكل الانتشار للبواقي residuals scatterplot حيث:

- يجب أن تتوزع البواقي توزيعاً طبيعياً حول المتغير التابع.
- يجب أن يكون تباين البواقي واحداً لكل القيم المتوقعة.
- يجب أن تكون العلاقة بين البواقي والقيم المتوقعة خطية (Ntoumanis, 2001; Coakes, 2005; Pallant, 2007)

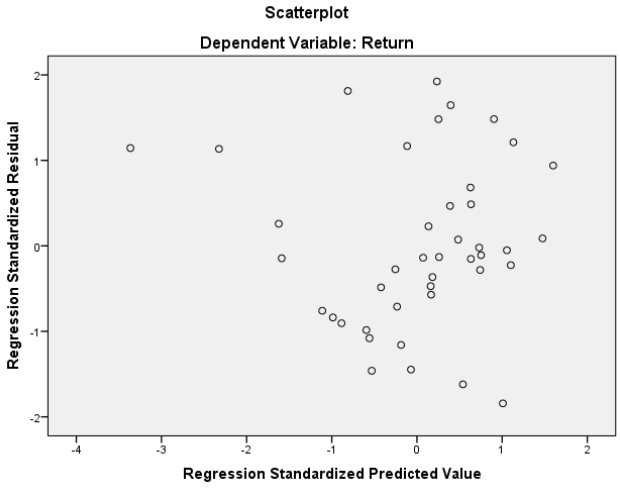
التحقق من الشرط الرابع بالنسبة لنموذج العائد (الطبيعية والخطية والتجانس واستقلال البواقي):

يوضح الشكل4-1 اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي: حيث يدل أن النقاط تتجمع حول الخط مما يدل أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.



الشكل 4-1 توزع البواقي في نموذج العائد

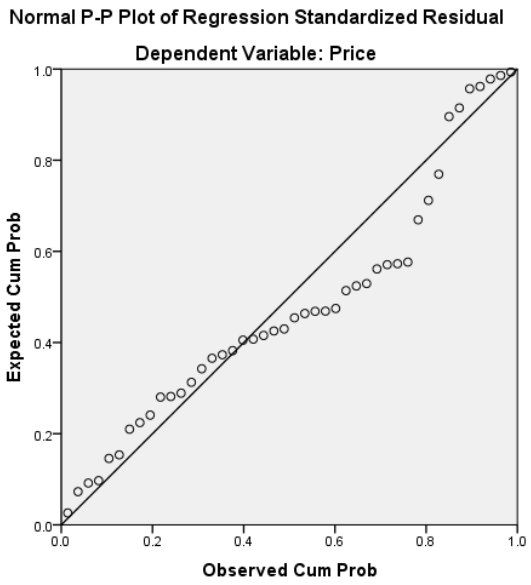
كما يوضح الشكل 4-2 انتشار البواقي مع القيم المتوقعة حيث يتضح من الشكل عدم وجود نمط معين للنقاط وهذا يتفق مع شرط الخطية وشرط التجانس



الشكل 4-2 انتشار البواقي في نموذج العائد

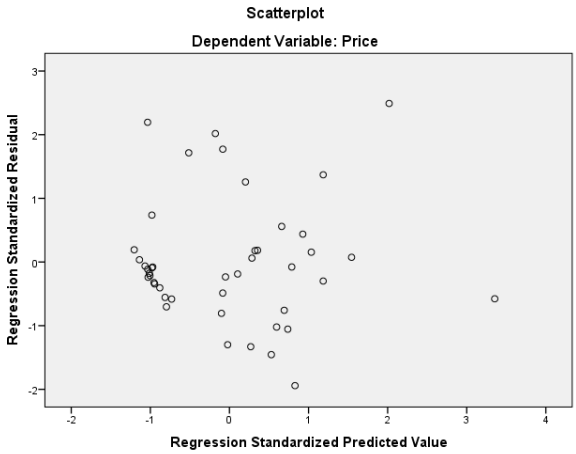
التحقق من الشرط الرابع بالنسبة لنموذج السعر (الطبيعية والخطية والتجانس واستقلال البواقي):

يوضح الشكل4-3 اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي: حيث يدل أن النقاط تتجمع حول الخط مما يدل أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.



الشكل 4-3 توزع البواقي في نموذج السعر

كما يوضح الشكل 4-4 انتشار البواقي مع القيم المتوقعة حيث يتضح من الشكل عدم وجود نمط معين للنقاط وهذا يتفق مع شرط الخطية وشرط التجانس.



الشكل 4-4 انتشار البواقي في نموذج السعر

من خلال الأشكال السابقة تم التحقق من شروط الخطية والطبيعية والتجانس. ومن أجل التحقق من استقلال البواقي نقوم بإجراء اختبار Durbin–Waston ويجب أن تتراوح قيم الاختبار بين0 و4 (0<D–W<4) وكلما كانت قيم الاختبار قريبة من 2 يعني ذلك عدم وجود ارتباط بين البواقي.

ومن خلال إجراء اختبار Durbin–Waston تلاحظ الباحثة أن قيمة الاختبار بالنسبة لنموذج العائد 2.334 وبالنسبة لنموذج السعر 1.857. وبما أن القيمتين تقتربان من 2 فهذا يعني استقلال البواقي. وبناءً على ذلك فالشرط الرابع من فرضيات الاختبار المتعدد أيضاً محقق.

7.4 تحليل البيانات Analysis of Data

تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (**SPSS, V. 20**) لتحليل البيانات، وسيتم عرض النتائج وفق الجداول الآتية:

يبين الجدول 4–7 تحليل **الارتباط** بالنسبة لنموذج **العائد**، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-7 جدول الارتباط لنموذج العائد

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.438[a]	.191	.150	.51589

a. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

- تبلغ قيمة معامل الارتباط الخطي 0.44 وهذا يدل على أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع طردية وضعيفة من ناحية الشدة.
- تبلغ قيمة معامل التحديد 0.19، وهذا يبين أن 19% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (العائد المراكم)، تعود إلى التغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة (مستوى الأرباح والتغير في الأرباح).

ويبين الجدول 4–8 تحليل **التباين** لنموذج **العائد** ويمكن إدراج الملاحظة التالية:

الجدول 4-8 جدول تحليل التباين لنموذج العائد

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.457	2	1.229	4.616	.016[b]
	Residual	10.380	39	.266		
	Total	12.837	41			

a. Dependent Variable: العائد المراكم

b. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

- إن مستوى المعنوية 0.05 أكبر من معنوية الانحدار 0.016 وهذا يدل أن الانحدار معنوي، وبالتالي فإن المتغيرين المستقلين مجتمعان لهما تأثير معنوي على الانحدار أو على الأقل واحد منهما.

كما يوضح الجدول 4-9 **معاملات نموذج العائد** ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-9 جدول المعاملات لنموذج العائد

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.173	.103		-1.676	.102
	مستوى الأرباح	2.188	1.522	.227	1.437	.159
	التغير في الأرباح	2.241	1.206	.293	1.858	.071

- تبلغ قيمة الثابت في معادلة خط الانحدار 0.173-، ويبلغ الخطأ القياسي له 0.103.
- تبلغ قيمة معامل الميل للمتغير المستقل الأول (مستوى الأرباح) 2.188، ويبلغ الخطأ القياسي له 1.522، والقيمة الاختبارية 1.437. وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أن المتغير المستقل الأول مستوى الأرباح غير مؤثر في المتغير التابع.
- تبلغ قيمة معامل الميل للمتغير المستقل الثاني (التغير في الأرباح) 2.241، ويبلغ الخطأ القياسي له 1.206، والقيمة الاختبارية 1.858. وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أن المتغير المستقل الثاني التغير في الأرباح غير مؤثر في المتغير التابع.
- إن النموذج معنوي عند مستوى دلالة 5% والمعاملات غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، ولكن متغير التغير في الأرباح معنوي عند مستوى دلالة 10%، بالتالي يمكن قبول نتائج النموذج عند مستوى دلالة 10% ولكن هذا يوسع من مجال الخطأ. تعتمد الباحثة في الدراسة الحالية مستوى معنوية 5% وبالتالي سيتم رفض نموذج العائد.

النتيجة (1): لا يقدم نموذج العائد أدلة بأن الأرباح السنوية المقرر عنها مرتبطة معنوياً مع عوائد الأسهم عند اختباره على كامل مجتمع الدراسة، وبالتالي فإن هذه الأرباح غير ملائمة القيمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم.

يبين الجدول 4-10 تحليل **الارتباط** بالنسبة لنموذج **السعر**، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-10 جدول الارتباط لنموذج السعر

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.913[a]	.834	.825	268.45211

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم ,القيمة الدفترية

- تبلغ قيمة معامل الارتباط 0.91 وهذا يدل على أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع طردية وقوية.
- تبلغ قيمة معامل التحديد 0.83، وهذا يبين أن 83% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (سعر السهم) تعود إلى التغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة (ربحية السهم والقيمة الدفترية).

ويبين الجدول 4-11 تحليل **التباين** لنموذج **السعر** ويمكن إدراج الملاحظة الآتية:

[a]الجدول 4-11 جدول تحليل التباين لنموذج السعر

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14793776.690	2	7396888.345	102.640	.000[b]
	Residual	2954727.873	41	72066.533		
	Total	17748504.563	43			

a. Dependent Variable: سعر السهم

b. Predictors: (Constant), ربحية السهم ,القيمة الدفترية

- إن مستوى المعنوية 0.05 أكبر من معنوية الانحدار 0.000 وهذا يدل أن الانحدار معنوي، وبالتالي فإن المتغيرين المستقلين مجتمعان لهما تأثير معنوي على الانحدار أو على الأقل واحد منهما.

ويبين الجدول 4-12 **المعاملات لنموذج السعر**، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

[a] الجدول 4-12جدول المعاملات لنموذج السعر

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	42.996	66.823		.643	.524
	ربحية السهم	6.945	.796	.591	8.728	.000
	القيمة الدفترية	.771	.100	.523	7.715	.000

- تبلغ قيمة الثابت في معادلة خط الانحدار 42.966، ويبلغ الخطأ القياسي له 66.823.
- تبلغ قيمة معامل الميل للمتغير المستقل الأول (ربحية السهم) 6.945، ويبلغ الخطأ القياسي له 0.796، والقيمة الاختبارية 8.728. وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أن المتغير المستقل الأول ربحية السهم مؤثر في المتغير التابع.
- تبلغ قيمة معامل الميل للمتغير المستقل الثاني (القيمة الدفترية) 0.771، ويبلغ الخطأ القياسي له 0.1، والقيمة الاختبارية 7.715. وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أن المتغير المستقل الثاني القيمة الدفترية مؤثر في المتغير التابع.

النتيجة (2): يقدم نموذج السعر أدلة بأن الأرباح والقيم الدفترية مرتبطة معنوياً مع أسعار الأسهم، وبالتالي فإن الأرباح والقيم الدفترية ملائمة القيمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم.

تفسير تأثير العوامل الأخرى:

- **طبيعة الأرباح (الأرباح الدائمة مقابل الأرباح المؤقتة):**

من أجل اختبار تأثير طبيعة الأرباح على ملاءمة القيمة، تمت تجزئة المجتمع إلى عينتين، عينة تتسم طبيعة أرباحها بدرجة عالية من الديمومة (أرباح دائمة) وعينة تتسم طبيعة أرباحها بدرجة منخفضة من الديمومة (أرباح مؤقتة). وقد تم تقسيم المجتمع بناء على معيار وهو نسبة ربحية السهم إلى السعر (مستوى الأرباح) حيث أخذ متوسط النسب، فعندما تكون هذه النسبة كبيرة تدل على أن الأرباح تتسم بدرجة منخفضة من الديمومة، وعندما تكون منخفضة تدل على أن الأرباح تتسم بدرجة عالية من الديمومة. وقد استخدم هذا المعيار من قبل Ou and Penman (1989) ومن قبل Ali and

Zarowin (1992). بلغ عدد المشاهدات في نموذج العائد في حالة الأرباح الدائمة 16 وفي حالة الأرباح المؤقتة 22 وتم استبعاد 4 مشاهدات، و بلغ عدد المشاهدات في نموذج السعر في حالة الأرباح الدائمة 17 وفي حالة الأرباح المؤقتة 21 وتم استبعاد 6 مشاهدات

يبين الجدول 4-13 نتائج تأثير **عامل طبيعة الأرباح** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج العائد،** وذلك بالنسبة **للأرباح الدائمة.** يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية

الجدول 4-13 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح الدائمة)

(عدد المشاهدات 16) $Rit = \beta 0 + \beta 1\, EPS/pit - 1 + \beta 2\, \Delta EPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.579[a]	.335	.232	.58366

a. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.229	2	1.114	3.271	.071[b]
	Residual	4.428	13	.341		
	Total	6.657	15			

a. Dependent Variable: العائد المراكم

b. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.383	.204		-1.883	.082
	مستوى الأرباح	19.551	12.808	.348	1.526	.151
	التغير في الأرباح	3.831	2.084	.419	1.838	.089

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج العائد في حالة الأرباح الدائمة 34%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.071 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار غير معنوي عند مستوى دلالة 5% وبالتالي لا يوجد للمتغيرين المستقلين تأثير معنوي على الانحدار.

- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح الدائمة لمتغير مستوى الأرباح 19.551 وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الدائمة.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح الدائمة لمتغير التغير في الأرباح 3.831 وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الدائمة.

يبين الجدول 4-14 نتائج تأثير **عامل طبيعة الأرباح** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج العائد،** وذلك بالنسبة **للأرباح المؤقتة.** يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-14 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح المؤقتة)

عدد المشاهدات (22) $Rit = \beta 0 + \beta 1\ EPS/pit - 1 + \beta 2\ \Delta EPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.550[a]	.303	.230	.36993

a. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.130	2	.565	4.128	.032[b]
	Residual	2.600	19	.137		
	Total	3.730	21			

a. Dependent Variable: العائد المراكم

b. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.339	.168		-2.022	.057
	مستوى الأرباح	5.776	2.143	.597	2.696	.014
	التغير في الأرباح	-.877	1.783	-.109	-.492	.628

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج العائد في حالة الأرباح المؤقتة 30%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.032 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.

- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح المؤقتة لمتغير مستوى الأرباح 5.776 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح المؤقتة.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح المؤقتة لمتغير التغير في الأرباح 0.887- وهو سلبي وغير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح المؤقتة.

النتيجة (3): تتأثر ملاءمة القيمة بطبيعة الأرباح حيث يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم عند اختباره على الأرباح المؤقتة ولا يقدم أدلة عند اختباره على الأرباح الدائمة.

يبين الجدول 4-15 نتائج تأثير **عامل طبيعة الأرباح** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج السعر**، وذلك بالنسبة **للأرباح الدائمة**. يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-15 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح الدائمة)

$$Pit = \beta 0 + \beta 1\ EPSit + \beta 2\ BVPSit + eit$$ (عدد المشاهدات 17)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.852[a]	.726	.687	248.84286

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم, القيمة الدفترية

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2295116.417	2	1147558.208	18.532	.000[b]
	Residual	866918.773	14	61922.769		
	Total	3162035.190	16			

a. Dependent Variable: سعر السهم

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.542	94.138		.027	.979
	ربحية السهم	2.133	4.952	.075	.431	.673
	القيمة الدفترية	1.136	.245	.805	4.637	.000

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج السعر في حالة الأرباح الدائمة 73%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.000 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح الدائمة لمتغير ربحية السهم 2.133 وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الدائمة.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح الدائمة لمتغير القيمة الدفترية 1.136 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الدائمة.

يبين الجدول 4-16 نتائج تأثير **عامل طبيعة الأرباح** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج السعر**، وذلك بالنسبة **للأرباح المؤقتة**. يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية

الجدول 4-16 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل طبيعة الأرباح (الأرباح المؤقتة)

(عدد المشاهدات 21) $Pit = \beta 0 + \beta 1\, EPSit + \beta 2\, BVPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.930[a]	.864	.849	267.78252

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم, القيمة الدفترية

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8217424.093	2	4108712.047	57.298	.000[b]
	Residual	1290734.565	18	71707.476		
	Total	9508158.658	20			

a. Dependent Variable: سعر السهم

b. Predictors: (Constant), ربحية السهم, القيمة الدفترية

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-114.525	126.483		-.905	.377
	ربحية السهم	8.176	2.605	.534	3.139	.006
	القيمة الدفترية	.811	.321	.429	2.524	.021

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج السعر في حالة الأرباح المؤقتة 86%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.000 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح المؤقتة لمتغير ربحية السهم 8.176 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح المؤقتة.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الأرباح المؤقتة لمتغير القيمة الدفترية 0.811 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح المؤقتة.

النتيجة (4): تتأثر ملاءمة القيمة بطبيعة الأرباح حيث يقدم نموذج السعر أدلة على الارتباط بين الأرباح والقيم الدفترية مع أسعار الأسهم عند اختباره على الأرباح المؤقتة والدائمة، وتكون ملاءمة القيمة أعلى بالنسبة للأرباح المؤقتة.

- **إشارة الأرباح (الأرباح الإيجابية مقابل الأرباح السلبية):**

بسبب قلة عدد المشاهدات التي تتعلق بالأرباح السلبية (الخسائر) وهي 8 مشاهدات فقط، بالتالي لا يمكن قياسها بشكل منفصل وتم استبعادها من العينة ودراسة الأرباح الإيجابية فقط.

يبين الجدول 4-17 نتائج تأثير **عامل إشارة الأرباح** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج العائد،** وذلك بالنسبة **للأرباح الإيجابية.** يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-17 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل إشارة الأرباح (الأرباح الإيجابية)

(عدد المشاهدات 35) $Rit = \beta 0 + \beta 1\, EPS/pit - 1 + \beta 2\, \Delta EPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.592[a]	.351	.310	.47472

a. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.900	2	1.950	8.653	.001[b]
	Residual	7.212	32	.225		
	Total	11.112	34			

a. Dependent Variable: العائد المراكم

b. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.372	.132		-2.809	.008
	مستوى الأرباح	5.708	2.018	.408	2.829	.008
	التغير في الأرباح	3.764	1.472	.369	2.558	.015

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج العائد في حالة الأرباح الإيجابية 73%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.001 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- تبلغ قيمة معامل الميل لمتغير مستوى الأرباح 5.708 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الإيجابية.
- تبلغ قيمة معامل الميل لمتغير التغير في الأرباح 3.764 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الإيجابية.

النتيجة (5): تتأثر ملاءمة القيمة بإشارة الأرباح حيث يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم عند اختباره على الأرباح الإيجابية.

يبين الجدول 4-18 نتائج تأثير **عامل إشارة الأرباح** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج السعر**، وذلك بالنسبة **للأرباح الإيجابية.** يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-18 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل إشارة الأرباح (الأرباح الإيجابية)

(عدد المشاهدات 36) $Pit = \beta 0 + \beta 1\, EPSit + \beta 2\, BVPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.924[a]	.854	.845	262.77369

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم, القيمة الدفترية

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13313875.932	2	6656937.966	96.407	.000[b]
	Residual	2278650.422	33	69050.013		
	Total	15592526.354	35			

a. Dependent Variable: سعر السهم

b. Predictors: (Constant), ربحية السهم, القيمة الدفترية

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-33.701	78.457		-.430	.670
	ربحية السهم	5.764	1.522	.408	3.787	.001
	القيمةالدفترية	1.008	.191	.568	5.274	.000

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج السعر في حالة الأرباح الإيجابية 85%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.000 وهو أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- تبلغ قيمة معامل لمتغير ربحية السهم 5.764 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الإيجابية.
- تبلغ قيمة معامل الميل لمتغير القيمة الدفترية 1.008 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الأرباح الإيجابية.

النتيجة (6): تتأثر ملاءمة القيمة بإشارة الأرباح حيث يقدم نموذج السعر أدلة على الارتباط بين الأرباح والقيم الدفترية مع أسعار الأسهم عند اختباره على الأرباح الإيجابية، حيث تزداد ملاءمة القيمة بعد استبعاد الأرباح السلبية (الخسائر).

- **حجم الشركة (الشركات الكبيرة مقابل الشركات الصغيرة):**

من أجل اختبار تأثير حجم الشركة على ملاءمة القيمة، تمت تجزئة المجتمع إلى عينتين، عينة تضم الشركات الكبيرة وعينة تضم الشركات الصغيرة وتم استخدام معيار متوسط حجم الأصول من أجل التقسيم وهو 40 مليار. قامت الباحثة بأخذ حجم الأصول في كل شركة ومن ثم حساب المتوسط الذي بلغ 40 مليار، وصنفت الشركات التي إجمالي أصولها يزيد عن 40 مليار كشركات كبيرة.

يبين الجدول 4-19 نتائج تأثير **عامل حجم الشركة** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج العائد،** وذلك بالنسبة **للشركات الصغيرة.** يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-19 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الصغيرة)

$$Rit = \beta 0 + \beta 1\ EPS/pit - 1 + \beta 2\ \Delta EPSit + eit$$ (عدد المشاهدات 19)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.350[a]	.123	.013	.51224

a. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.587	2	.294	1.119	.351[b]
	Residual	4.198	16	.262		
	Total	4.785	18			

a. Dependent Variable: العائد المراكم

b. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح ,التغير في الأرباح

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.100	.122		-.820	.424
	مستوى الأرباح	.137	2.208	.017	.062	.951
	التغير في الأرباح	1.871	1.524	.341	1.228	.237

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج العائد في حالة الشركات الصغيرة 12%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.351 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار غير معنوي.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الشركات الصغيرة لمتغير مستوى الأرباح 0.127 وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع في حالة الشركات الصغيرة.

- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الشركات الصغيرة لمتغير التغير في الأرباح 1.871 وهو إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع في حالة الشركات الصغيرة.
- يبين الجدول 4−20 نتائج تأثير **عامل حجم الشركة** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج العائد**، وذلك بالنسبة **للشركات الكبيرة**. يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4−20 النتائج لنموذج العائد مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الكبيرة)

$$Rit = \beta 0 + \beta 1\ EPS/pit - 1 + \beta 2\ \Delta EPSit + eit$$ (عدد المشاهدات 23)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.655[a]	.429	.372	.47805

a. Predictors: (Constant), مستوى الأرباح, التغير في الأرباح

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.436	2	1.718	7.518	.004[b]
	Residual	4.571	20	.229		
	Total	8.007	22			

a. Dependent Variable: العائد المراكم

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.413	.210		-1.964	.064
	مستوى الأرباح	6.528	2.571	.489	2.539	.020
	التغير في الأرباح	3.191	2.356	.261	1.355	.191

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج العائد في حالة الشركات الكبيرة 43%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.004 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الشركات الكبيرة لمتغير مستوى الأرباح 6.528 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في النموذج في حالة الشركات الكبيرة.

- تبلغ قيمة معامل الميل في حالة الشركات الكبيرة لمتغير التغير في الأرباح 3.191 وهو إيجابي ولكن غير معنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه غير مؤثر في النموذج في حالة الشركات الكبيرة.

النتيجة (7): **تتأثر ملاءمة القيمة بحجم الشركة حيث يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم عند اختباره على الشركات كبيرة الحجم، ولا يقدم أدلة عند اختباره على الشركات صغيرة الحجم.**

يبين الجدول 4-21 نتائج تأثير **عامل حجم الشركة** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج السعر**، وذلك بالنسبة **للشركات الصغيرة.** يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية:

الجدول 4-21 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الصغيرة)

(عدد المشاهدات 20) $Pit = \beta 0 + \beta 1\ EPSit + \beta 2\ BVPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.753[a]	.567	.516	261.28101

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم ,القيمة الدفترية

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1519284.350	2	759642.175	11.127	.001[b]
	Residual	1160552.041	17	68267.767		
	Total	2679836.391	19			

a. Dependent Variable: سعر السهم

b. Predictors: (Constant), ربحية السهم ,القيمة الدفترية

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	160.373	97.007		1.653	.117
	ربحية السهم	4.764	1.341	.593	3.553	.002
	القيمة الدفترية	.561	.140	.668	4.003	.001

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج السعر في حالة الشركات الصغيرة 57%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.001 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- يبلغ معامل الميل لمتغير ربحية السهم في حالة الشركات الصغيرة 4.764 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الشركات الصغيرة.
- يبلغ معامل الميل لمتغير القيمة الدفترية في حالة الشركات الصغيرة 0.561 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع في حالة الشركات الصغيرة .

يبين الجدول 4-22 نتائج تأثير **عامل حجم الشركة** على ملاءمة القيمة بالنسبة **لنموذج السعر**، وذلك بالنسبة **للشركات الكبيرة**. يحتوي الجدول على تحليل الارتباط وتحليل التباين والمعاملات للنموذج، ويمكن إدراج الملاحظات الآتية

الجدول 4-22 النتائج لنموذج السعر مع تأثير عامل حجم الشركة (الشركات الكبيرة)

(عدد المشاهدات 24) $Pit = \beta 0 + \beta 1\, EPSit + \beta 2\, BVPSit + eit$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.943[a]	.889	.879	263.86795

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم ,القيمة الدفترية

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11733195.137	2	5866597.568	84.258	.000[b]
	Residual	1462152.217	21	69626.296		
	Total	13195347.354	23			

a. Dependent Variable: سعر السهم

b. Predictors: (Constant), ربحية السهم ,القيمة الدفترية

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-13.760	93.520		-.147	.884
	ربحية السهم	6.969	1.658	.493	4.203	.000
	القيمة الدفترية	.888	.207	.505	4.299	.000

- تبلغ القوة التفسيرية لنموذج السعر في حالة الشركات الكبيرة 89%.
- تبلغ معنوية الانحدار 0.000 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي فإن الانحدار معنوي.
- يبلغ معامل الميل لمتغير ربحية السهم في حالة الشركات الكبيرة 6.969 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في النموذج في حالة الشركات الكبيرة.
- يبلغ معامل الميل لمتغير القيمة الدفترية في حالة الشركات الكبيرة 0.888 وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنه مؤثر في النموذج في حالة الشركات الكبيرة.

النتيجة (8): تتأثر ملاءمة القيمة بحجم الشركة حيث يقدم نموذج السعر أدلة على الارتباط بين الأرباح والقيم الدفترية مع أسعار الأسهم عند اختباره على الشركات الكبيرة والصغيرة، وتكون ملاءمة القيمة أعلى في حالة الشركات كبيرة الحجم.

8.4 النتائج Results

من خلال الدراسة التجريبية على الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية يمكن إدراج النتائج وفق ما يلي:

1- لا يقدم نموذج العائد أدلة بأن الأرباح السنوية المقرر عنها مرتبطة معنوياً مع عوائد الأسهم عند اختباره على كامل مجتمع الدراسة، وبالتالي فإن هذه الأرباح غير ملائمة القيمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وبالتالي عدم إمكانية الاعتماد على نموذج العائد.

2- يقدم نموذج السعر أدلة بأن الأرباح والقيم الدفترية مرتبطة معنوياً مع أسعار الأسهم عند اختباره على كامل مجتمع الدراسة، وبالتالي فإن الأرباح والقيم الدفترية ملائمة القيمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم، وبالتالي إمكانية الاعتماد على نموذج السعر.

3- تتأثر ملاءمة القيمة بطبيعة الأرباح حيث يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم عند اختباره على الأرباح المؤقتة ولا يقدم أدلة عند اختباره على الأرباح الدائمة، وبالتالي إمكانية الاعتماد على نموذج العائد عندما تكون الأرباح مؤقتة.

4- تتأثر ملاءمة القيمة بطبيعة الأرباح حيث يقدم نموذج السعر أدلة على الارتباط بين الأرباح والقيم الدفترية مع أسعار الأسهم عند اختباره على الأرباح المؤقتة والدائمة، وتكون ملاءمة القيمة أعلى بالنسبة للأرباح المؤقتة.

5- تتأثر ملاءمة القيمة بإشارة الأرباح حيث يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم عند اختباره على الأرباح الإيجابية، وبالتالي إمكانية الاعتماد على نموذج العائد عندما

تكون الأرباح إيجابية.

6- تتأثر ملاءمة القيمة بإشارة الأرباح حيث يقدم نموذج السعر أدلة على الارتباط بين الأرباح والقيم الدفترية مع أسعار الأسهم عند اختباره على الأرباح الإيجابية، حيث تزداد ملاءمة القيمة بعد استبعاد الأرباح السلبية (الخسائر).

7- تتأثر ملاءمة القيمة بحجم الشركة حيث يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم عند اختباره على الشركات كبيرة الحجم ولا يقدم أدلة عند اختباره على الشركات صغيرة الحجم، وبالتالي إمكانية الاعتماد على نموذج العائد عندما تكون الشركات كبيرة الحجم.

8- تتأثر ملاءمة القيمة بحجم الشركة حيث يقدم نموذج السعر أدلة على الارتباط بين الأرباح والقيم الدفترية مع أسعار الأسهم عند اختباره على الشركات الكبيرة والصغيرة، وتكون ملاءمة القيمة أعلى في حالة الشركات كبيرة الحجم

9.4 مناقشة النتائج Results Discussion

<u>مناقشة النتائج المتعلقة بنموذج العائد</u>:

- لا تتفق النتيجة الأولى مع نتائج الدراسات التي اختبرت ملاءمة القيمة من خلال نموذج العائد سواء في الأسواق المتطورة أو الناشئة، حيث لم يقدم نموذج العائد أدلة على الارتباط بين الأرباح والعوائد عند اختباره على كامل مجتمع الدراسة. ومن هذه الدراسات دراسة Easton and Harris (1991) التي أظهرت باستخدام نموذج العائد بأن مستويات الأرباح وتغيراتها تفسر 8% من عوائد الأسهم وذلك في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية. يبين .Chen et al (2001) من خلال دراستهم على سوق الصين للأوراق المالية باستخدام نموذج العائد بأن مستويات الأرباح وتغيراتها تفسر12% من عوائد الأسهم. كذلك يبين Alfaraih & Alanezi (2011) من خلال دراستهما في سوق الكويت باستخدام نموذج العائد بأن مستويات الأرباح وتغيراتها تفسر 27% من عوائد الأسهم. بالتالي لايمكن اعتماد المستثمرين على هذا النموذج في سوق دمشق للأوراق المالية.
- قدم النموذج أدلة على الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم بعد تجزئة المجتمع إلى مجتمعين عند دراسة تأثير كل عامل، مما يدل على إمكانية اعتماد المستثمرين على النموذج في سوق دمشق للأوراق المالية عند تصنيف الشركات بناءً على عامل معين وعدم إمكانية الاعتماد على هذا النموذج بدون تخصيص عامل معين.
- لا تتفق النتيجة الثالثة والتي تتعلق بعامل طبيعة الأرباح مع دراسة Elliott and Hanna (1996) التي أوضحت بأن الأرباح المحاسبية تكون أقل ملاءمة للقيمة حين تقرر الشركات عن عناصر غير متكررة، أي تكون أرباحها أقل ديمومة (مؤقتة)، وهذا يؤدي إلى انخفاض القوة التفسيرية للنموذج

وانخفاض معاملات استجابة الأرباح. كما لا تتفق أيضاً مع دراسة Anandarajan & Hasan (2010) التي بينت بأن ملاءمة القيمة تزداد للأرباح الدائمة وتنخفض للأرباح المؤقتة. في حين تتفق هذه النتيجة مع دراسة Chen et. al (2001) التي بينت أن ملاءمة القيمة للأرباح المؤقتة تكون أكبر.

- تتفق النتيجة الخامسة والتي تتعلق بعامل إشارة الأرباح مع دراسة Filip and Raffournier (2010) اللذين أوضحا زيادة القوة التفسيرية لنموذج العائد وزيادة معاملات استجابة الأرباح بعد استبعاد المشاهدات التي تحتوي على خسائر من عينة الدراسة. كذلك تتفق النتيجة مع دراسة . Chen et al (2001) حيث أوضحت الدراسة من خلال تجزئة العينة إلى أرباح إيجابية وأرباح سلبية اختلاف القوة التفسيرية للنموذج في الحالتين. حيث تكون القوة التفسيرية في حالة الأرباح الإيجابية 13%، وفي حالة الأرباح السلبية 2%- وتكون معاملات استجابة الأرباح سلبية وغير معنوية في حالة الأرياح السلبية.
- لا تتفق النتيجة السابعة والتي تتعلق بعامل حجم الشركة مع نتائج الدراسات السابقة التي أظهرت بأن ملاءمة القيمة للأرباح في حالة الشركات الصغيرة تكون أكبر، ومنها دراسة .Chen et al (2001)، Alali and Foote (2012) وذلك بسبب وجود مصادر معلومات مختلفة ومتنافسة بالنسبة للشركات الكبيرة. حيث تبين كلا الدراستين بأن الأرباح تكون أكثر ملاءمة للقيمة في حالة الشركات الصغيرة. لأن الشركات الصغيرة وكما يرى .Collins et al (1997)هي في أغلبتها شركات ناشئة وبالتالي فإن أرباحها الحالية المتحققة ليست ممثلاً جيداً للأرباح المستقبلية. كذلك تكون الشركات الصغيرة عرضة أكثر لمواجهة الأزمات المالية أو الفشل وبالتالي فهي عرضة أكثر لاحتمالات التصفية أو التنازل.

<u>مناقشة النتائج المتعلقة بنموذج السعر:</u>

- تتفق النتيجة الثانية مع نتائج العديد من الدراسات التي اختبرت ملاءمة القيمة من خلال نموذج السعر سواء في الأسواق المتطورة أو الناشئة. ومن هذه الدراسات دراسة .Chen et al (2001) الذين بينوا من خلال دراستهم على سوق الصين للأوراق المالية باستخدام نموذج السعر بأن ربحية السهم والقيمة الدفترية له تفسر 56% من أسعار الأسهم. كذلك يبين Alfaraih & Alanezi (2011) من خلال دراستهما في سوق الكويت باستخدام نموذج السعر أن ربحية السهم والقيمة الدفترية تفسر 57% من أسعار الأسهم، بالتالي إمكانية اعتماد المستثمرين على هذا النموذج في سوق دمشق للأوراق المالية لتقييم ملاءمة المعلومات المحاسبية.
- تتفق النتيجة الرابعة والتي تتعلق بعامل طبيعة الأرباح مع دراسة Chen et. al (2001) التي أوضحت أنه باستخدام نموذج السعر تكون ملاءمة القيمة للأرباح المؤقتة أكبر منها للأرباح الدائمة.

إن وجود العناصر غير المتكررة دليل على انخفاض في ثبات الأرباح لذلك فهذا يؤدي إلى انخفاض التركيز على الأرباح والاهتمام بالقيم الدفترية بشكل أكبر وبالتالي بنموذج السعر.

- تتفق النتيجة السادسة والتي تتعلق بعامل إشارة الأرباح مع دراسة .Chen et al (2001) حيث أوضحت الدراسة من خلال تجزئة العينة إلى أرباح إيجابية وأرباح سلبية اختلاف القوة التفسيرية للنموذج في الحالتين. حيث تكون القوة التفسيرية في حالة الأرباح الإيجابية 57% والسلبية 53%، وكذلك تكون معاملات استجابة الأرباح في الحالتين إيجابية ومعنوية. لذلك تقترح الدراسة ضرورة التحول إلى نموذج السعر عند تقييم الشركات في حال وجود أرباح سلبية (خسائر).
- تتفق النتيجة الثامنة والتي تتعلق بعامل حجم الشركة مع نتائج الدراسات السابقة التي بينت بأن ملاءمة القيمة في حالة الشركات كبيرة الحجم أكبر عند استخدام نموذج السعر.
- تفسر الباحثة الاتفاق بين نتائج النموذجين في حالة الشركات الكبيرة والصغيرة الحجم على خلاف الدراسات السابقة التي بينت الاختلاف بين نتائج النموذجين في الحالتين، بأن سوق دمشق للأوراق المالية هي سوق ناشئة وجميع الشركات باشرت عملها بنفس الفترة الزمنية وذلك من فترة زمنية قصيرة تمتد إلى خمس سنوات، وبالتالي فإن جميع هذه الشركات متقاربة من حيث الأهمية. بالإضافة إلى ذلك قد لا تتعرض الشركات الكبيرة وكما يذكر Chen et. al, (2001) لتغطية إعلامية أكبر ومهتمين أكبر بأنشطتها في سوق ناشئ كسوق دمشق للأوراق المالية وقد يعود ذلك إلى انخفاض في وعي المستثمرين أو انخفاض في ثقافتهم الاستثمارية.

10.4 التوصيات Recommendations

- استخدام نموذج العائد لتقييم المعلومات المتعلقة بالأرباح للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عندما تكون هذه الشركات متقاربة في الحجم أو في إشارة الارباح أو طبيعة الأرباح.
- استخدام نموذج السعر لتقييم المعلومات المتعلقة بالأرباح والقيم الدفترية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حيث يعطي في جميع الحالات قوة تفسيرية أكبر من نموذج العائد.
- استخدام النموذج الذي يلائم طبيعة الأرباح وبالتالي استخدام نموذجي العائد والسعر في حال وجود الأرباح المؤقتة واستخدام نموذج السعر فقط في حال وجود الأرباح الدائمة.
- إمكانية استخدام كل من نموذجي العائد والسعر عند تقييم الشركات في حال كانت الأرباح إيجابية.
- إمكانية استخدام كل من نموذجي العائد والسعر عند تقييم الشركات الكبيرة الحجم، و استخدام نموذج السعر فقط لتقييم الشركات الصغيرة الحجم.
- ضرورة اعتماد المستثمرين على هذه النماذج وإمكانية تطبيقها قبل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية وبالأخص نموذج السعر.

- يمكن للأبحاث اللاحقة إعادة هذه الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية بعد مرور زمن كاف للتحقق من النتائج المقدمة، وزيادة عدد سنوات فترة الدراسة وإجراء المقارنات بين فترات الدراسة ودراسة المزيد من العوامل المؤثرة.

الخلاصة:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة القيمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وإلى اختبار تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة وهي طبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة. وتحقيقاً لذلك تم تطبيق نموذجي العائد والسعر على 12 شركة منها 10 مصارف وشركتي تأمين. وتم استخدام برنامج (SPSS, V. 20) لتحليل البيانات الثانوية المجموعة وذلك استناداً إلى الأساليب الإحصائية التالية: الإحصاءات الوصفية لجميع متغيرات الدراسة(الوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، أعلى قيمة وأدنى قيمة)، الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. بينت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لكل نموذج، وبالتالي قدمت أدلة على ملاءمة القيمة، كما بينت تأثير العوامل الأخرى على ملاءمة القيمة حيث تزداد للأرباح المؤقتة والأرباح الإيجابية وفي الشركات كبيرة الحجم.

وقد تمت مناقشة هذه النتائج مع نتائج الدراسات السابقة، وتبين وجود توافق بين هذه الدراسة والدراسات الأخرى وخاصة فيما يتعلق بنموذج السعر. أما فيما يخص نموذج العائد فلم تتوافق جميع نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة.

المراجع References

أبو الخير، مدثر طه (2006). **ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة– دراسة ميدانية.** ورقة عمل، جامعة الملك عبد العزيز.

جبار، محفوظ (2007). *اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 199-2004 دراسة تجريبية*. المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية. **المجلد 10(1)**، 79-99.

حسين، عصام (2007). **أسواق الأوراق المالية: البورصة.** عمان: دار أسامة للنشر، عمان.

حمزة، محي الدين (2007). *دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية– دراسة تطبيقية*. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. **المجلد 23 (1)**، 145-174.

خليل، اسماعيل؛ ونعوم، ريان (2012). *الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بين النظرية والتطبيق*. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، **30**، 281-308.

الدبعي، مأمون؛ وأبو نصار، محمد (1999). *مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية*. مجلة العلوم الإدارية. الجامعة الأردنية، **المجلد 26(2)**، 312-329.

دبون، عبد القادر؛ وحجاج، محمد الهاشمي (2011). **أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبية.** بحث مقدم في الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر. الجزائر.

زيود، لطيف؛ قيطيم، حسان؛ ونغم مكية (2007). *دور الافصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرارات الاستثمار*. مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية. **المجلد 29(1)**، 171-188.

شبير، أحمد عبد الهادي (2006). **دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية.** رسالة ماجستير. قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة غزة.

شرويدر، ريتشارد؛ كلارك، مارتل؛ كاثي، جاك (2006). **نظرية المحاسبة** (ترجمة د. خالد كاجيجي وأ. ابراهيم فال). الرياض: دار المريخ للنشر.

الشواوره، فيصل محمود (2007). **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية.** عمان: دار وائل للنشر.

صالح، مفتاح؛ ومعارفي، فريدة (2009). *متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق المال العربية وسبل رفع كفاءتها*. مجلة الباحث. **المجلد7(9)**، 181-194.

العربيد، عصام فهد (2002). **الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**. دمشق: دار الرضا للنشر

الفضل، مؤيد محمد علي (2001). *أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم، دراسة ميدانية في العراق. المجلة العربية للمحاسبة*. **المجلد 4(1)**، 78-101.

قايد، متولي أحمد السيد (2003). *تحليل وقياس القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية غير المتوقعة في علاقتها مع عوائد الأسهم غير العادية في سوق الأوراق المالية الكويتية*. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. **4**، 523-578.

لطفي، أمين السيد (2007). **نظرية المحاسبة**. القاهرة: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.

المنسي، عبد المنعم (1997). **دراسة اختبارية لكفاءة سوق الأوراق المالية**. رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة، جامعة الزقازيق: مصر.

الميهي، عادل عبد الفتاح (2006). **المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي- دراسةاختبارية**. ورقة عمل، جامعة الملك خالد.

ناشمياز، شاڤا فرانكفورت؛ ناشمياز، داڤيد (2004). **طرائق البحث في العلوم الاجتماعية** (ترجمة د. ليلى الطويل). دمشق: بترا للنشر والتوزيع.

يوسف، علي (2012). *أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية- دراسة تطبيقية*. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. **المجلد 28 (2)**، 223-254.

Alexander, J, G; Sharpe, F, W; Bailey, V, J (2001). **Fundamentals of Investments**. (3rd edition) USA: Pearson Education Inc.

Ali, A. & Zarowin, P (1992). *The Role of earnings levels and annual earnings-Returns Studies*. Journal of Accounting Research. **Vol 30(2)**, 286-296.

Aboody, D; Hughes, J. & Liu, J,A (2002). *Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market***.** Journal of Accounting Research. **Vol 40(4)**, 965-986.

Alfaraih, M. & Alanezi, F (2011). *The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation to Kuwait Stock Exchange Participants*. International Business & Economics Research Journal. **Vol 10(1)**, 73-89.

Alali, A, F. & Foote, S, P (2012). *The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market.* The International Journal of Accounting. **Vol 47(1)**, 85-108.

Anandarajan, A. & Hasan, I (2010). *Value relevance of earnings: Evidence from Middle Eastern and North African Countries*. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting. **Vol 26(2)**, 270-279.

Ball, R. & Brown, P (1968). *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. Journal of Accounting Research. **Vol 6(2)**, 159-178.

Basu, S (1997). *The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings*. Journal of Accounting and Economics. **Vol 24(1)**, 3-37

Barth, E, M (2000). *Valuation – based Accounting Research: Implications for Financial Reporting and Opportunities for Further Research*. Accounting and Finance. **Vol 40(1)**, 7-32.

Barth, E, M; Beaver, H, W. & Landsman. R, W (2001). *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*. Journal of Accounting and Economics. **Vol 31(1-3)**, 77-104.

Bazley, D, J; Nikolai, A, L & Jones, P, J (2010). **Intermediate Accounting**. (11th edition) UAS: Business and Company Resource Center.

Beaver, H, W (1968). The Information Content of Earnings. Journal of Accounting Research. **Vol 6(1)**, 76-92.

Beaver, H, W (2002). Perspective on Recent Capital Market Research. The Accounting Review. **Vol 77(2)**, 453-473.

Beisland, A, L (2009). *A Review of The Value Relevance Literature*. The Open Business Journal**. Vol(2)**, 7-27.

Bodie, Z; Kane, A; Marcus, A (2008). (7th edition) **Investment**. USA: Published by McGraw-Hill Companies, Inc.

Coakes, J, S (2005). **Spss Version 12. For Windows Analysis without Anguish.** Australia: National Library of Australia.

Chamisa, E; Mangena, M. & Ye, G (2012). *Relative Value-Relevance of Accounting Measures based on Chinese Accounting Standards and International Financial Reporting Standards*. Journal of Accounting and Emerging Economies. **Vol 2(2)**. 162-187.

Chen, C; Chen, S. & Su, X (2001). Is *Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market*. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation. **Vol 10(1)**, 1-22.

Collins, W, D; Kothari, P, S. & Rayburn, D, J (1987). Firm Size and The Information Content of Prices with Respect to Earnings. Journal of Accounting and Economics. **Vol 9(2)**, 111-138.

Collins, W, D; Maydew, L, E. & Weiss, S, I (1997). *Changes in the value relevance and book values over past forty years*. Journal of Accounting and Economics. **Vol 24(1)**, 39-67.

Dobija, D. & Klimczak, K (2010). *Development of accounting in Poland: Market efficiency and the value relevance of reported earnings.* The International Journal of Accounting. **Vol 45(3)**, 356-374.

Easton, P. & Harris, T (1991). *Earnings as an Explanatory Variable for Return*. Journal of Accounting Research. **Vol 29(1)**, 19-36.

Easton, P (1999). *Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data*. Accounting Horizons. **Vol.13(4)**, 399-412.

Elliott, J. & Hanna, J (1996). *Repeated Accounting Write-offs and the Information Content of Earnings*. Journal of Accounting Research. **Vol 34(2)**, 135-155.

Fama, E (1970). *Efficient Capital Market Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, **Vol (2)**, 383-417.

Filip, A. & Raffournier, B (2010). *The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania*. The International Journal of Accounting. **Vol 45(1)**, 77-103.

Francis, J.; & Schipper, K. (1999). *Have financial statements lost their relevance?* Journal of Accounting Research, **vol 37(2)**, 319–352

Hayn, C (1995). *The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics*. **Vol 20(2)**, 125-153.

Hellström, K (2006). *The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transitional Economy: The Case of the Czech Republic*. European Accounting Review. **Vol 15(3)**, 325-349.

Holthauden, W, R. & Watts, L, R (2001). *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting*. Journal of Accounting and Economics. **Vol 31(1-3)**, 3-75.

Jemakowicz, E. & Tomaszewski, S (1998). *Information Content of Earnings in the Emerging Capital Market: Evidence from the Warsaw Stock Exchange.* Multinational Finance Journal. **Vol 2(4)**, 245-267

Kothari, P, S (2001). *Capital markets research in accounting*. Journal of Accounting and Economics. **Vol 31(1-3)**, 105-231.

Lim, S. & Park, T (2011). *The Declining Accociation between Earnings and Returns- Diminishing Value Relevance of Earnings or Noisier Markets. Management Research Review*. **Vol 34(8)**, 947-961.

Lubberink, M, J, P (2000). *Financial Statement Information: The Impact of Investors and Managers*. Dissertation-University of Groningen,

http://dissertations.ub.rug.nl/faculties/eco/2000/m.j.p.lubberink/?pLanguage=en&pFullItemRecord=ON.

Mayo, H (2008)**. Investment: An Introduction.** (9th edition) USA: Thomson One- Business School Edition and Stock- Track Coupon.

Novak, J (2008). *On the Importance of Accounting Information for stock Market Efficiency*. Doctoral Thesis, Department of Business, Uppsala University, Sweden, 2008.

Ntoumanis, N (2001). **Step-by-Step Guide to Spss for Sport and Exercise Studies**. UK: published in the Taylor and Francis Library.

Pallent, J (2007). **Spss Survival Manual-A Step by Step Guide to data Analysis using Spss for Windows**. UK: published by British Library.

Pinto, J; Robinson, T; Henry, E; Stowe, J (2010). **Equity Asset Valuation**. (2nd edition)Thailand: published by John Wiley & Sons Inc.

Pritchard, J, N (2002). *The Relationship between Accounting Numbers and Returns in the Baltic Stock Markets.* Heriot-Watt University,

http://www.sml.hw.ac.uk/downloads/cert/wpa/2002/dp0206.pdf.

Ragab, A, A. & Omran, M, M (2006). *Accounting Information, Value Relevance, and Investors Behavior in the Egyptian Equity Market.* Review of Accounting and Finance. **Vol 5(3)**, 279-297.

Scott, R, W (2009). **Financial Accounting Theory**. (5th edition) USA: Pearson Education Canada, a division of Pearson Canada Inc.

Al-Shammari, B.; Brown, P., & Tarca, A. (2008). An investigation of Compliance with International Accounting Standards by Listed Companies in the Gulf Co-Operation Council Member States. The International Journal of Accounting. **Vol 43(4)**, 425–447

Shamki, D. & Rahman, A, A (2012). *Value Relevance of Earnings and Book Value: Evidence from Jordan. International Journal of Business and Management.* **Vol 7(3)**, 133-141.

Williams, V, L (2005). **Information Efficiency in Financial and Betting Markets.** Cambridge University Press.

Abstract

This study examines the value relevance of accounting information, earnings and book values for firms listed in Damascus Securities Exchange. This study is based on the **return model** developed by Easton & Harris (1991), and on the **price model** by Ohlson (1995). An annual data of the financial statements were used from 2009 to 2012 to answer the research questions, and to test the effect of other factors on the value relevance. These factors are nature of earnings and signal of earnings and firm size.

Based on return model the results show that accounting earnings are not relevant to explain the changes in stock returns. Therefore return model does not provide evidence on the value relevance of accounting earnings when testing it on the population of the study. However, based on price model the results show that earnings per share and book value are relevant to explain the changes in stock prices. Therefore price model provides evidence on the value relevance of earnings and book values. Investors are able to rely on price model to evaluate the value relevance of accounting information for making their investment decisions.

After dividing the population into two groups according to the effective factor, results also show that value relevance is influenced by the nature of earnings and the signal of earnings and firm size. Thus, return model provides evidence on the value relevance when testing it on transitory earnings and positive earnings and large firms. Therefore, the more homogeneity of population, the more the ability of explaining the value relevance using return model. Based on price mode the value relevance is also influenced by the nature of earnings. That is, it increases for transitory earnings, and it is influenced by the signal of earnings. So, it increases when excluding the losses. The value relevance is also affected by firm size, and it increases in large firms.

Keywords: Value Relevance, Return Model, Price Model, Stock Return, Earnings Level, Change in Earnings, Stock Price, Earning per Share, Book Value.

Syrian Arab Republic
Ministry of Higher Education
Tishreen University
Faculty of Economics
Accounting Department

Testing the Value Relevance of Accounting Earnings and Book Value per Share in Damascus Securities Exchange

A Dissertation is prepared to obtain a
Master Degree in Accounting
By

Sawsan Hasan Shaheen

Supervised By

Dr. Laila Al-Taweel
Associate Professor in Accounting Department-Tishreen University

2014