١-الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

General Framework of the Study

١-١: المقدمة Introduction:

تعتبر نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، أحد مكونات البحث المحاسبي التطبيقي في مجال أسواق الأوراق المالية، التي ركزت بشكل أساسي على دور المعلومات المحاسبية المنشورة في تحديد القيم الحقيقية لحقوق الملكية وتفسير التغيرات التي تطرأ عليها، والتي قد تفشل الأسعار السوقية في تجسيدها[١].

وعلى الرغم من أن تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية يمثل هدفاً رئيسياً لنماذج تقييم حقوق الملكية، إلا أنه يجب أن يكون لهذه النماذج دوراً في التعرف على محددات هذه القيمة مستقبلاً، وذلك من خلال قدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للوقوف على القدرة الإيرادية للمنشأة ومدى تحقيقيها أرباح مستقبلية ودفع التوزيعات، وكذلك التنبؤ بالعائدات المستقبلية الممكن تحقيقها من وراء إتباع إستراتيجية استثمارية معينة، حيث يعتبر التنبؤ قضية جوهرية بالنسبة لتقييم حقوق الملكية اعتماداً على المعلومات المحاسبية[٢].

ونظراً لأهمية التقييم والتنبؤ في الأسواق المالية، ظهرت في القرن الماضي العديد من نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، التي اعتمدت بشكل أساسي على المعلومات المحاسبية

---

[١] يوسف، علي محمد (٢٠٠٢). "استخدام نموذج ohlson لتقييم حقوق ملكية المنشأة مع التطبيق على سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية"، ***رسالة ماجستير***، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ص ١٤.

2Lee, C . (1999). "Accounting – Based Valuation: Impact on Business Practices and Research", ***Journal of Accounting Horizons***, Vol . (13), No . (4), P 417.

المنشورة، وقدمت أشكالاً متعددة لدور هذه المعلومات في تحديد القيم الحقيقية لحقوق الملكية (Intrinsic Values) وتفسير التغيرات التي تطرأ على هذه القيم[1].

وقد تناولت الدراسات المحاسبية تلك النماذج، بهدف اختبار كفاءتها وتحديد أفضليتها في التقييم والتنبؤ في الأسواق المالية المختلفة، وتوصلت تلك الدراسات إلى نتائج مختلفة بهذا الشأن، وأنه لا يوجد نموذج واحد متفق عليه يعد الأكفء في جميع الأسواق المالية، مما يعني اختلاف كفاءة وأفضلية تلك النماذج للاستخدام في الواقع العملي باختلاف طبيعة وخصوصية الأسواق المالية.

١-٢: مشكلة الدراسة Problem of Study:

تختلف نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، من حيث كفاءتها وأفضليتها في التقييم والتنبؤ من سوق مالي لآخر بحسب طبيعة وخصوصية السوق المالية، وذلك وفقاً لما أظهرته نتائج الدراسات في هذا المجال.

وعلى اعتبار أنه لم يتم تحديد أفضلية تلك النماذج لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، وحيث أنه دون الاعتماد على تلك النماذج، لا يمكن تحديد القيم الحقيقية للأسهم من خلال المعلومات المحاسبية المنشورة للشركات.

مما يُظهر الحاجة لاختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لتلك النماذج، وتحديد أفضليتها للاستخدام في الواقع العملي في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية اعتماداً على المعلومات المحاسبية المنشورة لتلك الشركات، بما يخدم عملية صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية.

---

[1] يوسف، علي محمد (٢٠٠٢). مرجع سابق، ص ١٤.

في ضوء ما تقدم يمكن تلخيص مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات الآتية:

١- هل يوجد دور لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

ويتفرع عن هذا السؤال الأسئلة الآتية:

- هل يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج Ohlson، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

٢- هل يوجد دور لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

ويتفرع عن هذا السؤال الأسئلة الآتية:

- هل يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج Ohlson، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

٣- هل يوجد دور لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

ويتفرع عن هذا السؤال الأسئلة الآتية:

- هل يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

- هل يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟
- هل يوجد دور لنموذج Ohlson، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩؟

١ – ٣: أهمّية الدراسة Importance of Study:

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال تقديمها نتائج تطبيقية تتعلق بتحديد الكفاءة التقييمية والتنبؤية لأهم نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، وأكثرها تأثيراً في البحث المحاسبي التطبيقي في مجال الأسواق المالية، وبالتالي بيان إمكانية استخدام تلك النماذج في الواقع العملي وأفضليتها في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، وذلك على اعتبار أن كفاءة وأفضلية تلك النماذج تختلف من سوق مالي لآخر حسب طبيعة وخصوصية السوق المالية، وكذلك تعديل نموذج Ohlson بما يراعي خصوصية وطبيعة الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، من خلال الأخذ بالاعتبار المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في هذه السوق في عملية التقييم والتنبؤ، وخاصةً في ظل الظروف الاقتصادية الصعبة التي واجهتها الشركات في سورية خلال الفترة المدروسة، بما يخدم عملية صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية.

١- ٤: أهداف الدراسة Objectives of Study:

هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي إلى اختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لبعض نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي، من خلال بيان دور تلك النماذج في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، وبالتالي بيان أفضلية تلك النماذج في التقييم والتنبؤ، وكذلك تعديل نموذج Ohlson بما يراعي طبيعة وخصوصية الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، **وذلك من خلال الأهداف الفرعية الآتية:**

١- بيان دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

٢- بيان دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

٣- بيان دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

٤- تحديد أفضلية نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

٥- تعديل نموذج Ohlson بما يراعي طبيعة وخصوصية الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، واختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لهذا النموذج.

١ – ٥: الدراسات السابقة Previous Studies:

يمكن عرض الدراسات السابقة من خلال تقسيمها إلى دراسات سابقة باللغة العربية وأخرى باللغة الإنكليزية، **وفق الآتي:**

١-٥-١: الدراسات باللغة العربية Studies in Arabic:

١- دراسة جهاد (٢٠١٩)[١]:

"استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتقييم أسهم الشركات – دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية (٢٠١٣ – ٢٠١٧)".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى قدرة نموذجي: توزيعات الأرباح المخصومة والتدفقات النقدية المخصومة، على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية.

لتحقيق ذلك تم تطبيق النموذجين على البيانات المالية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٣ – ٢٠١٧، ومن ثم اختبار قدرة القيم المحسوبة وفق النموذجين على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم شركات العينة.

أظهرت نتائج الدراسة أن لنموذج توزيعات الأرباح المخصومة قدرة أعلى من نموذج التدفقات النقدية المخصومة، على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم شركات العينة.

[١] جهاد، بالعجال (٢٠١٩). "استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتقييم أسهم الشركات – دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية (٢٠١٣ – ٢٠١٧)"، ***رسالة ماجستير***، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة قاصدي مرباح.

٢- دراسة كنجو ومعلا والبغدادي (٢٠١٨)[١]:

"تقييم أسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج الدخل المتبقي /Rim/".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد قدرة نموذج الدخل المتبقي على تقييم أسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بالتطبيق على مصرفين من هذه المصارف (المصرف الدولي للتجارة والتمويل ومصرف بيمو السعودي الفرنسي).

لتحقيق ذلك تم احتساب القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، من خلال حساب معدل العائد المطلوب على السهم باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ومقارنتها مع سعر السهم في السوق، وذلك خلال الفترة ٢٠١٤ – ٢٠١٦.

أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين القيم الحقيقية للأسهم (المحسوبة وفق النموذج) وأسعارها في السوق، وأن أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية منخفضة جداً وعوائدها سالبة، كما أظهرت النتائج عدم فعالية نموذج الدخل المتبقي في تقييم الأسهم لأن أسعار الأسهم لم تعكس قيمتها الحقيقية بشكل كامل، بل تأثرت بعوامل أخرى غير الأرباح.

٣- دراسة العارضي (٢٠١٧)[٢]:

"استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتحديد القيمة السوقية للأسهم – دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية".

---

[١] كنجو، كنجو عبود & معلا، سلمان أحمد & البغدادي، علا جمال (٢٠١٨). "تقييم أسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج الدخل المتبقي /Rim/"، ***مجلة جامعة حماه***، المجلد (١)، العدد (٥).

[٢] العارضي، نورس كاظم عبيد (٢٠١٧). "استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتحديد القيمة السوقية للأسهم – دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، ***رسالة ماجستير***، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على إمكانية تطبيق بعض نماذج التقييم في تحديد والتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

لتحقيق ذلك تم تطبيق ثلاثة نماذج وهي: نموذج التقييم المحاسبي – نموذج التوزيعات النقدية – نموذج التدفقات النقدية، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية السنوية لشركات العينة خلال الفترة ٢٠١١ – ٢٠١٤ للتنبؤ ببيانات عام ٢٠١٥.

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج التقييم المحاسبي له قدرة أفضل من نموذجي التوزيعات النقدية والتدفقات النقدية في التنبؤ بقيمة السهم، حيث بلغت قدرة هذه النماذج على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم شركات العينة ٧٩% – ١٤% – ٧% على التوالي.

٤– دراسة صالح والغزي (٢٠١٧)[١]:

"التنبؤ بالأرباح المستقبلية باستخدام الأرقام التاريخية للأرباح والتدفقات النقدية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة إلى أي مدى يمكن استخدام السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وتحديد أي المتغيرين (الأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية) أكثر قدرة على التنبؤ، وكذلك معرفة فيما إذا كانت دقة التنبؤ بالأرباح المستقبلية تتأثر باختلاف نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

لتحقيق ذلك تم استخدام نموذج السير العشوائي المضاف له معدل النمو واختبار T، كما تم استخدام متوسط مربع الخطأ لتحديد أي المتغيرين أكثر قدرة تنبؤية، وذلك بالتطبيق على البيانات المالية المنشورة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، خلال الفترة ٢٠٠٦ – ٢٠١٢.

---

[١] صالح، علاء عبد الحسين & الغزي، سعود سعد (٢٠١٧). "التنبؤ بالأرباح المستقبلية باستخدام الأرقام التاريخية للأرباح والتدفقات النقدية"، ***ورقة عمل***، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة البصرى.

أظهرت نتائج الدراسة أنه يمكن التنبؤ بالأرباح المستقبلية من خلال الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية، وأن التدفقات النقدية أكثر قدرة تنبؤية من الأرباح المحاسبية بغض النظر عن نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة.

٥- دراسة الحمدوني والنعيمي (٢٠١٦)[١]:

"تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم".

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي يؤديه نموذج الدخل المتبقي في ترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية، وزيادة الثروة المعلوماتية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال تقييم الأسهم العادية بغية تحديد قيمتها الحقيقية، فضلاً عن اختبار مدى ملاءمة هذا النموذج للتطبيق في سوق العراق للأوراق المالية.

لتحقيق ذلك تم اختيار عينة مؤلفة من عشر شركات من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك لدقة بياناتها واستمرار تداول أسهمها في السوق.

أظهرت نتائج الدراسة إمكانية الاعتماد على النتائج التي تتمخض عن نموذج الدخل المتبقي لتكون مرجعاً يستند إليه عند اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية فيما يخص شركات القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية.

٦- دراسة مصطفى (٢٠١٦)[٢]:

"مؤشرات الأداء المالي المبنية على الأرباح والمبنية على النقدية ودورهما في التنبؤ بعوائد الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية".

---

[١] الحمدوني، الياس خضير & النعيمي، سعد الله محمد عبيد (٢٠١٦). "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم"، ***مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية***، المجلد (٦)، رقم الإصدار (١).

[٢] مصطفى، عبد العظيم عبد الرحمن البشير (٢٠١٦). "مؤشرات الأداء المالي المبنية على الأرباح والمبنية على النقدية ودورهما في التنبؤ بعوائد الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، ***رسالة دكتوراه***، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مؤشرات الأداء المالي المبنية على الأرباح والمبنية على التدفقات النقدية، ومدى قدرة كل منهما على التنبؤ بعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

لتحقيق ذلك تم استخدم البرنامج الإحصائي (E.views) والبرنامج (SPSS) في معالجة البيانات لتحديد مدى الارتباط بين مؤشرات الأداء المالي كمتغيرات مستقلة وعوائد الأسهم كمتغير تابع، من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية، وأن هناك تأثير معنوي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية على عوائد الأسهم، كما أظهرت الدراسة أن نسبة ما تفسره مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح تفوق وبشكل كبير نسبة ما تفسره مؤشرات التدفق النقدي في التنبؤ بعوائد الأسهم.

٧- دراسة الطويل وشاهين (٢٠١٤)[١]:

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

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالأرباح والقيم الدفترية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

لتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة على نموذج العائد المطور من قبل Easton & Harris (1991)، ونموذج السعر المطور من قبل Ohlson (1995)، وذلك باستخدام بيانات القوائم المالية السنوية خلال الفترة ٢٠٠٩ – ٢٠١٢.

[١] الطويل، ليلى & شاهين، سوسن (٢٠١٤). "اختبار ملائمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية"، ***مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية***، المجلد (٣٦)، الرقم (١).

أظهرت نتائج الدراسة أن الأرباح المحاسبية ملاءمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وأن متغير التغير في الأرباح يرتبط إيجابياً بشكل معنوي مع عوائد الأسهم، أما متغير مستوى الأرباح لا يرتبط معنوياً مع العائد المتراكم، كما أظهرت النتائج أنه وفقاً لنموذج السعر فإن ربحية السهم وقيمته الدفترية ترتبطان إيجابياً وبشكل معنوي مع سعر السهم، لذلك فإن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي تعكسان معلومات ملاءمة القيمة للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، وتتمثل هذه المعلومات بالأرباح والقيم الدفترية، إلا أن متغير مستوى الأرباح في نموذج العائد لا يفسر التغيرات في العائد المتراكم.

٨- دراسة محمد (٢٠١٣)[١]:

"مدى ملائمة نماذج التقويم المحاسبية لتفسير سلوك أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية – دراسة اختبارية لعينة من الشركات في سوق الخرطوم للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة وضع إطار نظري يشتمل على المفاهيم والأهداف والافتراضات الموضوعية والجوانب الإجرائية والتطبيقية لموضوع التنبؤ بأسعار الأسهم، وذلك من خلال اقتراح نموذج كمي تحليلي لتقييم أسعار الأسهم والتنبؤ بها، ليتم الاسترشاد به وتطبيقه عند اتخاذ قرارات التصرف بالأسهم.

لتحقيق ذلك اتبع الباحث المنهج التاريخي والاستقرائي، من خلال إخضاع الدراسة إلى العديد من الاختبارات منها نماذج الارتباط والانحدار البسيط والمتعدد، وكذلك المنهج الاستنباطي من خلال إجراء دراسة اختبارية لفروض البحث محاولاً التوصل إلى أفضل نموذج لتفسير أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

---

[١] محمد، عبد الرحمن موسى علي (٢٠١٣). "مدى ملائمة نماذج التقويم المحاسبية لتفسير سلوك أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية – دراسة اختبارية لعينة من الشركات في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، ***رسالة دكتوراه***، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا.

أظهرت نتائج الدراسة أن النموذج المقترح في هذه الدراسة، حقق قوة تفسيرية عالية جداً للتغيرات في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى قابلية هذا النموذج للتطبيق في سوق الخرطوم للأوراق المالية لتفسير سلوك أسعار الأسهم فيه، كما توصلت النتائج إلى أن القوة التفسيرية لنماذج التقييم المحاسبية، أكبر من القوة التفسيرية لنماذج التقييم التمويلية.

٩- دراسة السيد (٢٠١٠)[١]:

"تحديد الملائمة القيمية للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق المال المصري".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الملائمة القيمية للمعلومات المحاسبية في سوق المال المصري، باعتباره أحد الأسواق غير الكفء باستخدام نموذج Ohlson.

لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية لعينة من الشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق المال المصري.

أظهرت نتائج الدراسة أن المعلومات المحاسبية ذات ملاءمة قيمية في سوق المال المصري وذلك بمعامل تحديد بلغ (٥١)% لكل من القيمة الدفترية وربحية السهم معاً، وأن ربحية السهم ذات قوة تفسيرية أعلى بلغت (٥٨)% مقارنةً بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية (٩)%، وبمقارنة النتائج الاختبارية للدراسة على مستوى الدول كانت قيمة معامل التحديد للملاءمة القيمية مرتفعة مقارنةً بدولٍ أخرى تعد أسواقها المالية من الأسواق الكفء.

١٠- دراسة يوسف (٢٠٠٢)[٢]:

"استخدام نموذج Ohlson لتقييم حقوق ملكية المنشأة مع التطبيق على سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية".

---

[١] السيد، نهاد حسني يوسف (٢٠١٠). "تحديد الملائمة القيمية للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق المال المصري"، ***رسالة ماجستير***، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

[٢] يوسف، علي محمد (٢٠٠٢). مرجع سابق.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى إمكانية استخدام نموذج Ohlson، لتقييم حقوق ملكية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية.

لتحقيق ذلك تم إجراء دراسة تحليلية لنموذج Ohlson لتقييم حقوق الملكية، ومن ثم إجراء دراسة تطبيقية بهدف تحديد النتائج، وذلك بالتطبيق على البيانات المالية نصف السنوية لعينة من الشركات المدرجة في السوق المالية المصرية، خلال الفترة ١٩٩٣ – ٢٠٠٠.

أظهرت نتائج الدراسة أن هناك توافقاً كبيراً للمتغيرات المحاسبية في سوق الأوراق المالية المصرية، مع افتراضات نموذج Ohlson، حيث بينت نتائج الدراسة التطبيقية أن الأرباح غير العادية تحقق انحدار ذاتي من الدرجة الأولى، كما أن قيم معاملات الاستمرارية لكلٍ من الأرباح غير العادية ومتغير المعلومات الأخرى تقع في المجال المفترض لها من قبل النموذج، ومن خلال هذه النتائج يمكن تطبيق نموذج Ohlson في سوق الأوراق المالية المصرية.

٢-٥-١: الدراسات باللغة الإنكليزية Studies in English:

١- دراسة Zheng (2020)[1]:

"Firm Valuation based on An Improved Ohlson Model".

"تقييم الشركة بالاعتماد على نموذج Ohlson المحسن".

هدفت هذه الدراسة إلى المقارنة بين أداء نموذج Ohlson التقليدي ونموذج Ohlson المحسن الذي يعتمد على تحليل مصدر الدخل المتبقي.

لتحقيق ذلك تم تطبيق هذين النموذجين على البيانات المالية لشركة Dahua Technology، ومقارنة دقة وموثوقية التقييم لهذين النموذجين، باستخدام مؤشر تجانس السلاسل الزمنية.

[1]Zheng, X . (2020). "Firm Valuation based on An Improved Ohlson Model", ***Transformations in Business & Economics***, Vol . (19), No . (2).

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج Ohlson المحسن، يتمتع بدقة تقييم أعلى من نمـــوذج Ohlson التقليدي، وذلك على اعتبار أن الأصول التشغيلية فقط هي التي يمكن أن تخلق قيمـــة متبقيـــة، وبالتالي يتوجب على الشركات التركيز على خلق القيمة من خلال الأنشطة التشـــغيلية والقـــدرة الإيرادية ومشاركة الموظفين، كما يمكن أن يساعد نموذج Ohlson المحسن المســـتثمرين علـــى التركيز على تحليل الأنشطة التجارية للشركة وتجنب التضليل من خلال نتائج الأنشطة المالية.

٢- دراسة Mallikarjuna & Rao (2019)[1]:

"Evaluation of forecasting methods from selected stock market returns".

"تقييم طرق التنبؤ من عوائد سوق الأوراق المالية المختارة".

هدفت هذه الدراسة إلى فحص الأداء التنبؤي للنماذج الخطية وغير الخطيـــة ونمـــاذج الـــذكاء الاصطناعي ومجال التردد والنماذج الهجينة، بهدف تحديد أفضلية هذه النماذج في التنبؤ بعائدات الأسهم في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة وما بين المتقدمة والناشئة.

لتحقيق ذلك تم الاعتماد على مؤشر عوائد سوق الأسهم اليومية لمؤشرات مختارة من الشركات في عدد من الأسواق المالية المتقدمة والناشئة وما بـــين المتقدمـــة والناشـــئة، خـــلال الفتـــرة ٢٠٠٠ – ٢٠١٨ لتقييم الأداء التنبؤي للنماذج المذكورة.

أظهرت نتائج الدراسة، أنه لا يوجد نموذج واحد يمكن تطبيقه بشكل موحد على جميع الأسواق المالية، ومع ذلك فإن النماذج الخطية التقليدية والنماذج غير الخطية قد تفوقت على نماذج الذكاء الاصطناعي ومجال التردد في تقديم تنبؤات أكثر دقة بالعائدات المتوقعة للأسهم.

[1]Mallikarjuna, M . & Rao, P . R (2019). "Evaluation of forecasting methods from selected stock market returns", ***Open Access***: http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/.

٣- دراسة Alsinglawi et . al (2019)[1]:

"Forecasting Earnings of Firms Listed in ASE using ARIMA".

"التنبؤ بأرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج المتوسط المتحرك المتكامل"

هدفت هذه الدراسة إلى تقدير وتوقع أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان، باستخدام السلاسل الزمنية لربحية السهم (EPS).

لتحقيق ذلك تم استخراج بيانات ربحية السهم لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ١٩٧٨ – ٢٠١٦، وتم تقدير قيم المعاملات باستخدام نموذج المتوسط المتحرك المتكامل (ARIMA).

أظهرت نتائج الدراسة أن دقة التنبؤ بأرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان، عالية باستخدام نموذج المتوسط المتحرك المتكامل، وخلصت إلى أن أرباح تلك الشركات تظهر اتجاهاً متزايداً ببطء لـ (٣٨) سنة مالية قادمة.

٤- دراسة Rivera & Roman & Schaefer (2018)[2]:

"An application of the Ohlson Model to Explore the Value of Big Data for AT & T"

"تطبيق نموذج Ohlson لاستكشاف قيمة شركة AT & T".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى العلاقة بين المعلومات المحاسبية لشركة AT & T وقيمة هذه الشركة.

لتحقيق ذلك تم تطبيق نموذج Ohlson لتحديد قيمة هذه الشركة، وذلك بالاعتماد على البيانات المحاسبية العائدة لهذه الشركة خلال الفترة 2010 – 2014.

أظهرت نتائج الدراسة، عدم وجود دلالة إحصائية بين قيمة الشركة المحسوبة وفق نموذج Ohlson، وبين البيانات المحاسبية العائدة لهذه الشركة.

[1]Alsinglawi, O . & Alwadi, S . & Aladwan, M . & Bougaleh, B . (2019). "Forecasting Earnings of Firms Listed in ASE using ARIMA", ***Italian Journal of Pure and Applied Mathematics***, No . (42).

[2]Rivera, I.S. & Roman, J. & Schaefer, T. (2018). "An Application of the Ohlson Model to Explore the Value of Big Data for AT & T", ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal***, Vol . (22), No . (1).

٥- دراسة Tung (2017)[1]:

"An Empirical Examination of The Information Content of Ohlson and Aier's Modified Cash Flows"

"فحص تجريبي للمحتوى المعلوماتي لنموذج المحاسبة النقدية المعدل المقترح من قبل Aier and Ohlson"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى قدرة نموذج المحاسبة النقدية المعدل المقترح من قبل Aier & Ohlson (٢٠٠٩) المستند إلى متغير الأرباح النقدية الناتجة عن العمليات النقدية، في تحليل وتقييم التدفقات النقدية للشركات، بالمقارنة مع متغير التدفق النقدي من العمليات التشغيلية ومتغير حصة السهم من الأرباح المقاس وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً (GAAP)، وذلك باستخدام عوائد الأسهم كمقياس لأداء الشركات.

لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية لعدد من الشركات الأمريكية خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١١، وتم تحليل تلك البيانات عن طريق استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج المحاسبة النقدية المعدل المقترح من قبل Aier & Ohlson (٢٠٠٩)، يوفر محتوى معلوماتي إضافي في تقييم التدفقات النقدية لا يستطيع أن يوفرها كل من متغيري التدفق النقدي من عمليات التشغيل وحصة السهم من الأرباح.

٦- دراسة Bolibok (2014)[2]:

"Application of the Ohlson Model for Testing the Value Relevance of Accounting Data in the Polish Banking Sector"

"تطبيق نموذج Ohlson لاختبار القيمة الملائمة للبيانات المحاسبية في القطاع المصرفي البولندي".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد القيمة الملائمة للبيانات المالية المفصح عنها من قبل البنوك المدرجة في بورصة وارسو.

1Tung, S . (2017). "An Empirical Examination of The Information Content of Ohlson and Aier's Modified Cash Flows", University of Illinois at Urbana-Champaign, ***Available at SSRN***.

2Bolibok, P . (2014). "Application of the Ohlson Model for Testing the Value Relevance of Accounting Data in the Polish Banking Sector", ***Journal of RynkiFinansowe***, No . (65).

لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية لـــ (١٧) بنك مدرج في بورصة وارسو خلال الفترة ٢٠٠٠ – ٢٠١٢، وقد تم تحديد ملائمة البيانات المالية من خلال استخدام نموذج الدخل المتبقي المشتق من نموذج Ohlson، وتم تحليل البيانات عن طريق استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

أظهرت نتائج الدراسة أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية وقيمة الدخل المتبقي المحسوبة على أساس صافي الأرباح المحاسبية للبنوك المدرجة في بورصة وارسو ذات قيمة ملائمة عالية، مما يوحي بإمكانية تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط المستند إلى المقاييس السابقة كأداة لعمليات دعم صنع قرارات المستثمرين في الأسهم.

٧- دراسة Pazarzi (2014)[1]:

"Comparison of the Residual Income and Pricing – Multiples Equity Valuation Models"

"مقارنة بين نموذجي الدخل المتبقي والتسعير باستخدام المضاعفات".

هدفت هذه الدراسة إلى المقارنة بين أداء نموذجين من نماذج تقييم حقوق الملكية، هما نمـــوذج الدخل المتبقي ونموذج التسعير باستخدام المضاعفات.

لتحقيق ذلك تم مقارنة أداء النموذجين، من خلال مقارنة القيمة المقدرة باستخدام هذين النموذجين مع القيمة السوقية للأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشـــركات المدرجـــة فـــي المملكـــة البريطانية، خلال الفترة ٢٠٠١ – ٢٠٠٢.

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج التسعير باستخدام المضاعفات هو مؤشـــر أفضـــل للأســـعار السوقية للأسهم مقارنةً بنموذج الدخل المتبقي.

[1]Pazarzi, G . (2014). "Comparison of the Residual Income and Pricing – Multiples Equity Valuation Models", ***International Journal in Economics and Business Administration***, Vol . (II), No . (3).

٨- دراسة Dahmash & Qabajeh (2012)[1]:

"Value relevance of Ohlson model with Jordanian data"

"القيمة الملائمة لنموذج Ohlson من خلال البيانات الأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى ملائمة نموذج Ohlson في تحديد أسعار الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ٢٠٠٣ – ٢٠٠٨، وتم تحليل تلك البيانات عن طريق استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج Ohlson يستطيع أن يفسر (٩٠%) من التغيرات في أسعار الأسهم، أي أن معدل الخطأ في التقدير بلغ (١٠%).

٩- دراسة Vergos . et al (2011)[2]:

"Macroeconomic Factors as Determinants of Company Value in the Context of the Ohlson Residual Income Valuation Model; Greek Finding".

"عوامل الاقتصاد الكلي كمحددات لقيمة الشركة في سياق نموذج تقييم الدخل المتبقي المشتق من نموذج Ohlson؛ نتيجة يونانية".

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق التجريبي من صلاحية نموذج الدخل المتبقي المشتق من نموذج Ohlson، في تحديد أسعار الأسهم وذلك من خلال استخدام بيانات الاقتصاد اليوناني خلال الفترة ١٩٦٩ – ٢٠٠١.

1Dahmash, F . & Qabajeh, M . (2012). "Value relevance of Ohlson model with Jordanian data", Interdisciplinary ***Journal of contemporary research in business***, Vol . (3), No . (11).

2Vergos. P. K. & Christopoulos. G. A & Kalogirou, V . (2011). " Macroeconomic Factors as Determinants of Company Value in the Context of the Ohlson Residual Income Valuation Model; Greek Findings", ***available at SSRN.***

لتحقيق ذلك تم إدراج متغيرات الاقتصاد الكلي كمتغيرات تفسيرية بالإضافة للمتغيرات المحاسبية في تقييم السوق للشركات اليونانية الكبرى المدرجة في بورصة أثينا للأوراق المالية، وتم تحليل البيانات عن طريق استخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد.

أظهرت نتائج الدراسة أن أداء نموذج الدخل المتبقي كان مرضياً، وأن استخدام متغيرات اقتصادية مثل أسعار السلع والخدمات، ومعدلات الخصم، ومستوى السوق في بعض الحالات، يعطي قوة توضيحية أكبر للنموذج.

١٠- دراسة Prior & Rialp (2011)[1]:

"The Empirical application of the Ohlson model to determine the prices of stocks in Latin American financial markets".

"التطبيق التجريبي لنموذج Ohlson لتحديد أسعار الأسهم في الأسواق المالية بأمريكا اللاتينية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج Ohlson، في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول أمريكا اللاتينية.

لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية لـــ (١١١٢) شركة خلال الفترة ٢٠٠٢ – ٢٠٠٩، وتم تحليل البيانات عن طريق استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج Ohlson استطاع تحديد أسعار الأسهم في كل من بارمودا وتشيك وكولومبيا، في حين أنه لم يستطع ذلك في كل من الأرجنتين وفنزويلا، حيث تراوحت القوة التفسيرية للنموذج في هذه الدول المذكورة بين (٠,٠ – ٠,٨١).

[1]Prior, D . & Rialp, J . (2011). "The Empirical application of the Ohlson model to determine the prices of stocks in Latin American financial markets", Technologic de Monterrey, available at: ***http://idem. Uab.es/.***

١-٥-٣: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

يمكن إيجاز أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، بالنقاط الآتية:

١- اختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لخمسة من نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج رسملة الأرباح المحاسبية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نموذج Ohlson)، بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، على اعتبار أنه لا يوجد نموذج واحد متفق عليه يعد الأكفء في جميع الأسواق المالية، حيث تختلف كفاءة وأفضلية تلك النماذج بين سوق مالي وآخر.

٢- تم اختبار الكفاءة التقييمية لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، من حيث قدرتها على تحديد القيم الحقيقية للأسهم وليس من حيث قدرتها على تفسير التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم، حيث أن الأسعار السوقية للأسهم قد لا تمثل قيماً حقيقية لها.

٣- تعديل نموذج Ohlson بما يأخذ بالاعتبار مخاطر البيئة التشغيلية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد السوري في عملية التقييم والتنبؤ.

١ – ٦: فروض الدراسة Assumptions of Study:

انسجاماً مع مشكلة الدراسة وتحقيقاً لأهدافها، **فإنه يمكن وضع الفروض الآتية:**

- **الفرض الأول:** لا يوجد دور لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

ويتفرع عن هذا الفرض الفروض الآتية:

- لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج Ohlson، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

– **الفرض الثاني:** لا يوجد دور لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

ويتفرع عن هذا الفرض الفروض الآتية:

- لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

- لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج Ohlson، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

– **الفرض الثالث:** لا يوجد دور لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

ويتفرع عن هذا الفرض الفروض الآتية:

- لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.
- لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

- لا يوجد دور لنموذج Ohlson، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

١-٧: منهجية الدراسة Methodology of Study:

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من خلال القيام بدراسة نظرية حول متغيرات الدراسة، ومن ثم إجراء الدراسة التطبيقية على شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بهدف اختبار فروض الدراسة والوصول إلى نتائج تطبيقية وتفسيرها، وذلك من خلال مجموعة النقاط الآتية:

١- الرجوع إلى الدراسات السابقة والأدبيات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، ودراستها دراسة تحليلية.

٢- بناء الإطار النظري حول متغيرات الدراسة.

٣- تحديد مشكلة الدراسة، والمتمثلة بضرورة اختبار كفاءة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية في تحديد القيم الحقيقية والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لبيان إمكانية الاعتماد على تلك النماذج وتحديد أفضليتها في الواقع العملي لتقييم أسهم تلك الشركات والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

٤- تحديد فروض الدراسة التي تمثل حلولاً مقترحة للمشكلة، وقد حُددت فروض هذه الدراسة في ثلاثة فروض رئيسية تتعلق بدور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية في تحديدالقيم الحقيقية للأسهم والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية، وتفرع عن كل فرض رئيسي خمسة فروض فرعية، تتعلق بدور كل نموذج من نماذج التقييم الخمسة الخاضعة للدراسة (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج رسملة الأرباح المحاسبية – نموذج البيانات التاريخية

للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نمـــوذج Ohlson)، بالمتغيرات التابعة (تحديد القيمة الحقيقية للأســـهم – التنبـــؤ بالأربـــاح المســـتقبلية – التنبـــؤ بالعائدات المستقبلية).

٥- تحديد البيانات المطلوبة لاختبار فروض الدراسة، والمتمثلة بالمعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيها، ومعدل العائد الخالي من المخاطر.

٦- جمع البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية، وذلك للسنوات من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٩.

٧- حساب قيم المتغيرات الداخلة في معادلات نماذج التقييم الخاضعة للدراســـة، وتقـــدير قـــيم المعاملات المرافقة لها.

٨- حساب قيم أسهم شركات العينة وفقاً لكل نموذج من نماذج التقييم الخاضعة للدراســـة، مـــن خلال تطبيق معادلات التقييم الخاصة بكل نموذج من نماذج التقييم المحاسبي لحقـــوق الملكيـــة الخاضعة للدراسة على متغيرات شركات العينة خلال الفترة المدروسة.

٩- اختبار فروض الدراسة، من خلال اختبار مدى قدرة قيم أسهم شركات العينة المحسوبة وفقاً لكل نموذج من نماذج التقييم الخاضعة للدراسة، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينـــة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

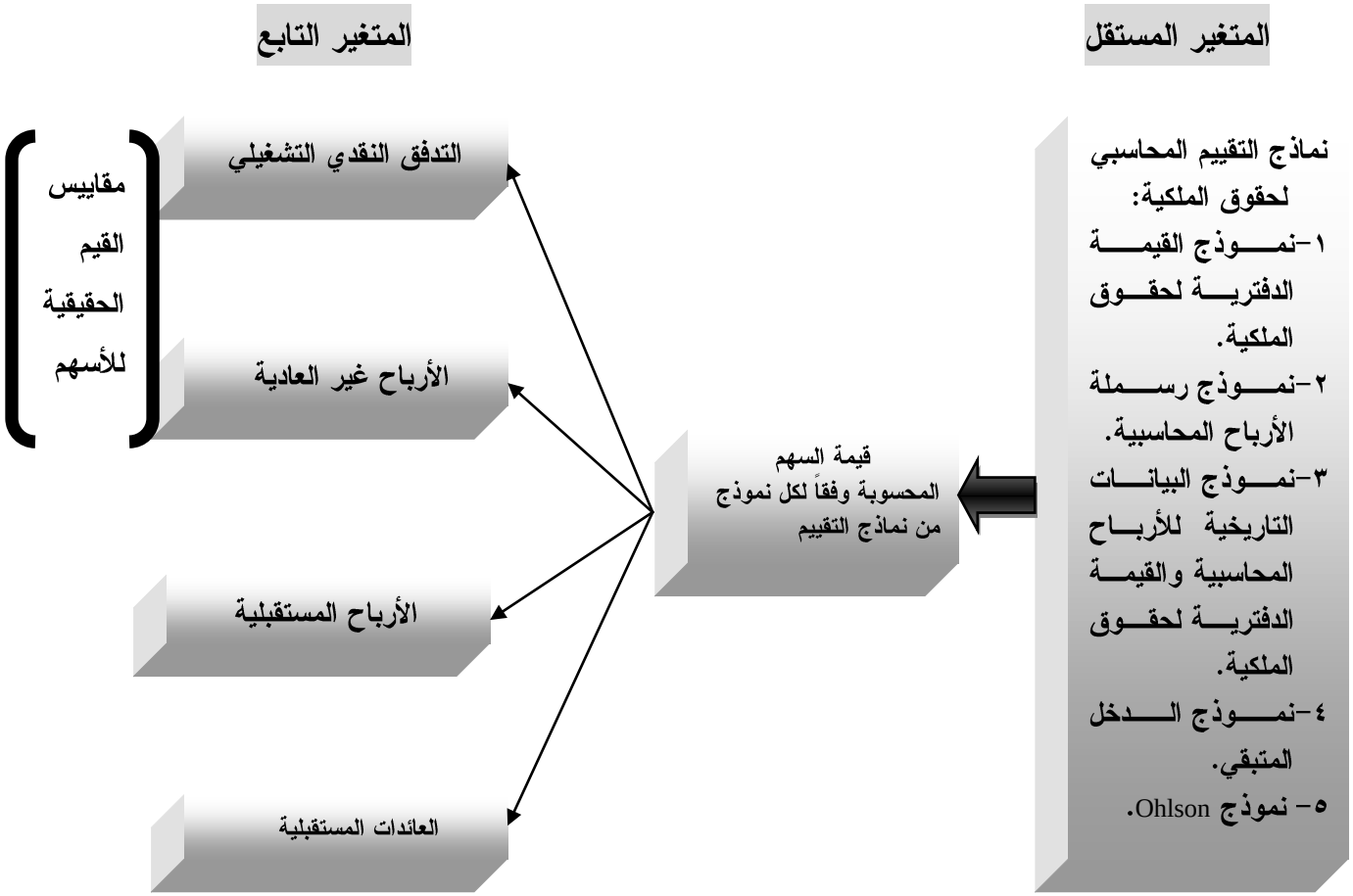
١٠- تحديد أفضلية نماذج التقييم المحاسبي الخاضعة للدراسة، في تحديدالقيم الحقيقيـــة لأســـهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

١١- تعديل نموذج Ohlson بما يراعي طبيعة وخصوصية الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، واختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لهذا النموذج بعد التعديل.

١٢- وضع النتائج، وبعض التوصيات في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، واقتراح بعض الدراسات المستقبلية ذات الصلة بموضوع الدراسة.

١ – ٨: إنموذج الدراسة Model of Study:

يمكن توضيح متغيرات الدراسة، **من خلال الشكل رقم (١) الآتي:**



الشكل رقم (١): إنموذج الدراسة.

٢-الفصل الثاني

تقييم حقوق الملكية: المفهوم – الهدف – المصطلحات – والنماذج

Equity Valuation: Concept - Objective - Terminology - and Models

٢-١: المبحث الأول: تقييم حقوق الملكيــة: المفهــوم والهــدف والمصــطلحات المرتبطة به:

Equity valuation: concept, and objective, and Terminology associated with it

تناول هذا المبحث مفهوم تقييم حقوق الملكية، وهدفه في الأسواق المالية، ومن ثم عرض لأهــم المصطلحات المرتبطة بتقييم حقوق الملكية، وذلك من خلال الآتي:

٢-١-١: مفهوم تقييم حقوق الملكية وهدفه في الأسواق المالية:

The concept of valuation of Equity and its objective in the Financial markets:

يقصد بالتقييم Valuation بشكل عام: محاولة تحديد قيمة شيء معين، بناءً على المتغيرات الحالية والتوقعات المستقبلية المرتبطة به، وذلك باستخدام طرق وتقنيات معينة[١]، وعليه فإن تقييم حقوق الملكية هو محاولة تحديد قيمتها الحقيقية Intrinsic Value، التي تعكس خصائصــها الأساســية وكافة الظروف والأوضاع الحالية والمستقبلية المتعلقة بالمنشأة المصدرة لأدوات حقوق الملكية وبدون تحيز، والتي يتم تحديدها من خلال تقيــيم المعلومــات المتاحــة المرتبطــة بالمنشــأة المصدرة لها[٢].

[1]Alvarez, A . I (2017). "Equity Valuation: A theoretical analysis and valuation of equity securities", ***MSc in Finance***, ICADE Business School, Madrid, P 6.

[2]Frensidy, B . & Pelealu, J . R & Robiyanto, R (2020). "Analysis of Equity Valuation Models and Target Price Accuracy: An Evidence from Analyst Report in Indonesia", ***available at site***: https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/2158244020949507.

ويعتبر تقييم حقوق الملكية، أحد مجالات التقييم التي تشكل جوهر عملية ممارسة الأنشطة الاستثمارية وقراراتها في السوق المالية، والذي يتمثل الهدف الأساسي له، في تحديد القيمة الحقيقة للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية، لمعرفة ما إذا كان السعر السوقي للورقة المالية، مبالغاً فيه (أي مقوم بأكثر من القيمة الحقيقية للورقة المالية)، أو أقل من قيمتها الحقيقية، أو أنه يتوافق مع هذه القيمة[1]، وبالتالي اكتشاف الأوراق المالية ذات الخلل السعري (التي تختلف قيمتها الحقيقية عن قيمتها السوقية) والتي من الممكن تحقيق عائدات غير عادية من الاستثمار فيها، ومن هنا يكتسب تقييم حقوق الملكية في مجال الأسواق المالية أهميته، حيث أن التقييم الدقيق ينجم عنه استثمار ناجح من خلال تحقيق عائدات غير عادية في السوق المالية، وبالتالي فإن كفاءة عملية التقييم تعد عنصراً مهماً جداً للنجاح في عملية الاستثمار في السوق المالية[2].

ويرتبط تقييم حقوق الملكية في مجال الأسواق المالية، ارتباطاً وثيقاً بكفاءة السوق المالية، ففي ظل فرضية الكفاءة التامة للسوق المالية، يعتبر السعر السوقي للورقة المالية هو أفضل تقدير متاح لقيمتها الحقيقية، حيث أنه وفقاً لهذه الفرضية فإن الأسعار السوقية للأوراق المالية تعكس فوراً وبشكل كامل كل المعلومات العامة والخاصة، بما فيها المعلومات التي قد يمتلكها أطراف من داخل المنشأة Insiders كالإدارة والعاملين[3]، وهذا يعني صعوبة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، وعليه في حال تحققت الكفاءة التامة للسوق المالية، يصبح من غير المجدي البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، اعتماداً على المعلومات المرتبطة بها[4].

---

[1]Fabozzi, J . F & Focardi, M . S & Jonas, c . (2017). "Equity Valuation: Science, Art, or Craft?", ***CFA Institute***, P 1.
[2]Pinto, E . J & Henry, E . & Robinson, R . T & Stowe, D . J (2010). "Equity Asset Valuation", Second Edition, ***John Wiley & Sons . Inc***, Canada, P 1.
[3]Angelovska, J . (2018). "Testing Weak Form of Stock Market Efficiency at the Macedonian Stock Exchange", ***Journal of Economics***, Vol . (9), No . (2), P 135.
[4]Degutis, A . & Novickyte, L . (2014). "The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of Literature and Methodology", ***Journal of Ekonomika***, Vol . (93), No . (2), P 8.

واستناداً لذلك، فإن كل البحوث في مجال تقييم حقوق الملكية في الأسواق المالية، لا تؤيد فرضية الكفاءة التامة للسوق المالية، وتنطلق من نقطة أساسية هي أن السعر السوقي للأوراق المالية، لا يمثل قيماً حقيقية لها، وبالتالي فإن كافة هذه البحوث تهدف بشكل أساسي للوصول إلى القيم الحقيقة للأوراق المالية أو الاقتراب منها[1].

مما سبق، يمكن القول بأن تقييم حقوق الملكية هو: محاولة الوصول لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، التي تجسد المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في أدواتها، وذلك من خلال تقييم الأداء المالي الحالي للمنشأة المصدرة لأدوات حقوق الملكية والتنبؤ بأدائها المستقبلي، باستخدام تقنيات ونماذج التقييم.

٢-١-٢: المصطلحات المرتبطة بتقييم حقوق الملكية:

Terminology associated with Valuation of Equity:

لكل مجال من مجالات التقييم طبيعته الخاصة، التي تحددها طبيعة ومقومات الشيء موضوع التقييم، وإن تقييم حقوق الملكية كأحد هذه المجالات، يتميز بمجموعة من المصطلحات التي يعتبر دراستها أمراً ضرورياً قبل الدخول في تفاصيل نماذج التقييم الخاصة بها.

وتتعدد هذه المصطلحات، نتيجةً لطبيعة تقييم حقوق الملكية من حيث ارتباطها بالتمويل والمحاسبة والاقتصاد، ومن أهم هذه المصطلحات، الآتي:

[1]Froidevaux, S . P (2004). "Fundamental Equity Valuation: stock selection based on discounted cash flow", ***PhD Thesis***, Faculty of Economics and Social Sciences, University of Fribourg (Switzerland), P 2.

- **تقييم حقوق الملكية وتقييم المنشأة Equity Valuation and Firm Valuation:**

يشير مصطلح قيمة حقوق الملكية إلى قيمة الحقوق العائدة إلى المساهمين (حملة الأسهم)، بينما يشير مصطلح قيمة المنشأة إلى قيمة الحقوق العائدة لجميع المستثمرين في هذه المنشأة سواءً كانوا مساهمين (حملة أسهم) أم أصحاب دين (حملة السندات)[1].

وبالتالي فإن التوافق أو الاختلاف بين مفهومي تقييم حقوق الملكية وتقييم المنشأة، يتوقف على ملكية رأس المال المستثمر في المنشأة، أي فيما إذا كانت المنشأة تعتمد في تمويلها على حقوق الملكية فقط أم أن هناك سندات أيضاً[2].

- **العائد على حقوق الملكية والمبدأ الأساسي في تقييمها:**

Return on Equity and the Basic Principle in its Valuation:

يعتبر تقييم حقوق الملكية بشكل عام كتقييم الأصول ذات القوة الإيرادية Earning Power، والتي يتم تقييمها اعتماداً على المفهوم الاقتصادي من خلال المكاسب والمنافع المتوقع الحصول عليها مستقبلاً من جراء اقتناء هذه الأصول أو الاستثمار فيها (أي قيمتها الاستعمالية) بما فيها سعر بيع الأصل عند انتهاء عمره الإنتاجي أو بيعه في أي فترة مستقبلية، ويعتبر هذا مبدأ عام في تقييم هذه الأصول[3].

وبالنسبة لحقوق الملكية (الأسهم) فإن العائد أو المكاسب التي يتوقع حملة الأسهم الحصول عليها من جراء استثمار أموالهم في هذه الأسهم، تتمثل في توزيعات الأرباح الدورية التي تجريها المنشأة بالإضافة إلى العائد الرأسمالي الذي يمكن تحقيقه عند بيع السهم في أي فترة مستقبلية

[1]"Equity Value, Enterprise Value and Valuation Metrics and Multiples" (2018). ***Wallstreet Company Publications***, P 4.

[2]Dechesare, B . (2019). "Equity Value and Enterprise Value: The Complete Guide", ***available at site:*** http://www.mergersandinquisitions.com/.

[3]Pinto, E . J & Henry, E . & Robinson, R . T & Stowe, D . J (2010).**Op . cit**, P 2.

بسعر أعلى من سعر شراؤه، وبالتالي يمكن التعبير عن العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم العادية من خلال المعادلة الآتية[1]:

العائد المتوقع = مجموع التوزيعات النقدية المتوقعة مستقبلاً (توزيعات الأرباح) + العائد الرأسمالي (أي سعر بيع السهم في نهاية الفترة – سعر شراء السهم).

ووفقاً للمبدأ الأساسي لتقييم حقوق الملكية، يعتبر نموذج التدفق النقدي المخصوم هو أفضل طرق تقييم الأسهم نظرياً، من حيث أن قيمة السهم تعكس التدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل يعكس المخاطر المرتبطة بالاستثمار[2]، وبالتالي وفقاً لهذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الممكن الحصول عليها من خلال توزيعات الأرباح والعائد الرأسمالي (أرباح بيع السهم) في وقت البيع[3].

وعلى الرغم من أن نموذج التدفق النقدي المخصوم هو النموذج المستند إلى المبدأ الأساسي لتقييم حقوق الملكية، ويصلح للتقييم في أي زمان ومكان، إلا أن الصعوبة العملية في تطبيق هذا النموذج على أرض الواقع (من حيث عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم العادية، وبالتالي صعوبة التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة إلى تاريخ غير محدد، وكذلك صعوبة اعتماد سعر الخصم المناسب، بالإضافة إلى صعوبة تقدير القيمة الانتهائية للسهم)، أدت إلى ظهور العديد من نماذج تقييم حقوق الملكية كانت أكثر قابلية للتطبيق في الواقع العملي وبالاعتماد على بيانات حالية كنموذج Ohlson (1995) والنماذج المستندة إلى الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية[4]، والتي سيتم تناولها بشكل مفصل في المبحث القادم.

---

[1]Suzana, B . & Sinisa, B . & Zoran, I . (2016). "Strategy of stock valuation by fundamental analysis", ***UTMS Journal of Economics***, Vol . (4), No . (1), P 49.

[2]Rojo – Ramirez, A . A & Martinez – Romero, J . M & Marino – Garrido, T . (2017). "How the Equity Terminal Value Influences the Value of the Firm", ***Journal of Business Valuation Economic Loss Analysis***, Vol . (10), No . (10), P 1.

[3]Jezkova, V . & Rowland, Z . & Machova, V . & Hejda, J (2020). "The Intrinsic Value of an Enterprise Determined by Means of the FCFE Tool", ***Journal of Sustainability***, Vol . (12), P2.

[4]Wafi, S . A & Hassan, H . & Mabrouk, A . (2015). "Fundamental Analysis Models in Financial Markets: Review Study", ***Journal of Procedia Economics and Finance***, Vol . (30), P 940.

- **تكلفة رأس المال وتكلفة حقوق الملكية Cost of Capital and Cost of Equity:**

تتمثل تكلفة رأس المال، فيما تدفعه المنشأة لمصادر التمويل، أي ما تحصل عليه مصادر التمويل لقاء تزويدها المنشأة بما تحتاج إليه من موارد مالية[1].

وتعد تكلفة رأس المال أحد المدخلات الأساسية لمعظم النماذج المستخدمة في تقييم المنشآت، والمتغير الأساسي للقرارات المتعلقة بهيكل رأس المال (اختيار التركيبة المثلى لرأس المال التي تحقق أقل تكلفة ممكنة وبالتالي تعظيم منفعة مالكي المنشأة)، بالإضافة لدوره في تقييم الاستثمارات والحكم على الجدوى الاقتصادية للمشاريع من خلال تقييم العائد المتوقع من المشروع (يجب أن يكون العائد المتوقع أكبر من تكلفة رأس المال)[2].

ويتطلب تقدير تكلفة رأس المال، تقدير التكلفة الخاصة بكل مصدر من مصادر التمويل أو الخليط المالي الذي يشكل رأس مال المنشأة، وبشكل عام تتضمن تركيبة رأس المال لأي منشأة على حقوق الملكية وأدوات الدين (المتمثلة بالسندات والقروض)، ولكل نوع من هذه المصادر خصائصه وطبيعته التي يجب أن تؤخذ بالاعتبار عند تقدير تكلفته، وذلك من حيث العائد الدوري الذي يجب أن تدفعه المنشأة لأصحاب هذه المصادر، وكذلك من حيث حصولهم على أموالهم التي استثمروها في المنشأة في تاريخ الاستحقاق المحدد، وبالتالي فإن تقدير تكلفة رأس المال تتم من خلال الخطوات الثلاث الآتية[3]:

---

[1]Baule, R . (2018). "The Cost of Debt Capital Revisited", ***available at site***: https://link.springer.com/article/10.1007/s40685-018-0070-6.

[2]Kantsukov, M . & Loemaa, J . (2012). "Estimation of Cost of Capital in Emerging Markets: The Case of Estonia", ***Journal of Economics and Management***, Vol . (17), No . (1), P77.

[3]Kaya, D . H (2016). "Cost of Capital and its Components: An Application", ***International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences***, Vol . (6), No . (5), P 251.

١- تقدير تكلفة حقوق الملكية Estimate the Cost of Equity:

تمثل تكلفة حقوق الملكية، معدل العائد الذي يجب أن تدفعه المنشأة لحملة الأسهم، ويتكون هـذا العائد من جزأين[١]:

- جزء لتعويضهم عن القيمة الزمنية للنقود، وتقدر قيمته بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه إذا ما استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطر، ويعرف هذا الجزء بمعدل العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate.

- جزء لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمار في أسهم رأس مال المنشأة، ويعرف هذا الجزء بعلاوة المخاطر Risk Premium.

ويوجد طرق متعددة لتقدير تكلفة حقوق الملكية، أو العائد الذي يجب تحقيقه للمساهمين، من أهمها[٢]:

- طرق تعتمد على القيمة الحالية للمكاسب المتوقعة مستقبلاً لحملة الأسهم:

Methods of present value of future gains for shareholders:

يتم تقدير تكلفة حقوق الملكية وفق هذا المدخل، من خلال معدل العائد الذي يجعل القيمة الحالية للمكاسب المتوقعة مستقبلاً مساوية لصافي متحصلات بيع السهم في الوقت الحالي، انطلاقاً من أن هذا المعدل يمثل معدل الخصم الذي يستخدم لخصم المكاسب المتوقعة مستقبلاً، وتتمثل هذه المكاسب في توزيعات الأرباح المتوقعة لحملة الأسهم أو التدفقات النقدية أو أية مكاسب أخرى تعتمد عليها دوال التقييم في نماذج تقييم حقوق الملكية.

[1]Mwaniki, D . M (2015). " Relationship Between Risk and Return of Stocks Listed at the Nairobi Securities Exchange", ***Master Thesis***, University of Nairobi, p 4.

[2]Nhleko, S . A & Musingwini, C . (2016). "Estimating Cost of Equity in Project discount rates: Comparison of the Capital Asset Pricing Model and Gordon Wealth Growth Model", ***The Journal of the Southern African Institute of Mining and Metallurgy***, Vol . (116), P 215.

- نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM) Capital Assets Pricing Model:

تم تقديم هذا النموذج من قبل William Sharpe (1964)، ويهدف إلى قياس معدل العائد المتوقع من الاستثمار في الورقة المالية (الأصل الرأسمالي) r_i، معتبراً أن المخاطر المنتظمة أو ما يعرف بمعامل بيتا تشكل المقياس الوحيد الملائم لمخاطر الاستثمار، بحيث أن العائد المتوقع من الاستثمار في الأوراق المالية (الأصل الرأسمالي)، هو دالة خطية لثلاثة عناصر رئيسية (ولمرة واحدة فقط)، وهي[1]:

- معامل قياس المخاطر المنتظمة (معامل بيتا) (B_i).

- العائد الخالي من المخاطر (r_f).

- العائد السوقي المتوقع (r_m).

ويمكن التعبير الرياضي عن النموذج، من خلال دالة الانحدار الآتية[2]:

$$r_i = r_f + Bi(rm - r_f)$$

حيث أن:

r_i: يمثل العائد المطلوب من الاستثمار في الورقة المالية (الأصل الرأسمالي).

r_f: يمثل العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate.

r_m: يمثل متوسط معدل عائد محفظة السوق.

B_i: يمثل معامل الميل، أو ما يعرف بمعامل بيتا (Beta).

ووفقاً للمعادلة السابقة، فإن العائد المتوقع من الاستثمار في الورقة المالية (الأصل الرأسمالي)، يتكون من جزأين، هما[1]:

---

[1]Fama, F . E & French, R . K (2004). "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", ***Journal of Economic Perspectives***, Vol . (18), No . (3), P 28.

[2]Pike, R . & Neale, B . & Linsley, P . (2012). "Corporate Finance and Investment", 7th edition, ***Pearson Education Limited, England***, P 216.

- معدل العائد الخالي من المخاطر r_f، وهو القيمة الثابتة من دالة الانحدار، وعادةً يقاس هذا العائد بمعدل العائد على أذون الخزينة التي لا تتجاوز مدتها سنة.
- العائد الإضافي $Bi(rm-r_f)$، وهو عبارة عن الزيادة في العائد المتوقع علاوةً على العائد الخالي من المخاطر، ويعرف ببدل المخاطر أو علاوة المخاطر.

وبالتالي يمكن القول أن ما يميز هذا النموذج، هو عدم ربط العائد المتوقع للأصل بدرجة المخاطرة المرتبطة به، بل بدرجة المخاطر للسوق[٢].

ووفقاً لما سبق، وكما يلاحظ في المعادلة السابقة، فإن العائد المتوقع من الاستثمار في الورقة المالية (الأصل الرأسمالي) وفقاً لهذا النموذج، يتوقف على العائد الإضافي، والذي بدوره يتحدد وفق قيمة معامل الميل أو معامل بيتا، بمعنى أن العائد المتوقع لا يختلف باختلاف أي من متغيرات المعادلة السابقة باستثناء معامل الميل، فهي متغيرات عامة تطبق على جميع الاستثمارات القائمة في السوق، وبذلك فإن معامل بيتا يمثل محور الاهتمام في تقدير العائد المتوقع من الاستثمار، ووفقاً لقيمة هذا المعامل تتوقف العلاقة ما بين عائد الاستثمار في الورقة المالية (الأصل الرأسمالي) وعائد السوق، وبالتالي العلاقة بين مخاطر كلٍ منهما.

وعلى الرغم من الأهمية القصوى للنموذج في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة بمعادلة رياضية بسيطة، إلا أنه واجه العديد من الانتقادات، منها ما يتعلق بالافتراضات الأساسية التي قام عليها، من حيث مثاليتها وعدم واقعيتها، والتي إذا ما أُسقطت يخرج النموذج من إطار تقييم الأوراق المالية ليصبح خاصاً بتقييم قرارات الإنفاق الاستثماري، حيث يأخذ هذا النموذج بافتراضات الكفاءة التامة للسوق المالية، وإمكانية الإقراض والاقتراض بمعدلات خالية من

---

[1]Moyo, V . & Mache, F . (2018). "Inferring The Cost of Equity: Does The CAPM Consistently Outperform The Income and Multiples Valuation Models", ***The Journal of Applied Business Research***, Vol . (34), No . (3), P 520.

[2]Rossi, M . (2016). "The Capital Asset Pricing Model: A critical Literature Review", ***Global Business and Economics Review***, Vol . (18), No . (5), P 606.

المخاطر، وأن لجميع المستثمرين نفس التوقعات عن العائد والمخاطر للأوراق المالية، وهي في حقيقة الأمر افتراضات مثالية جداً وغير واقعية[1]، أما العوامل الأخرى فتتعلق بفشله في الاختبارات التطبيقية التي تمت عليه، والتي أظهرت تحديات كثيرة للنموذج، وخاصةً ظهور دليل أن معظم التغيرات في العائد المتوقع للورقة المالية لا ترتبط بمعامل بيتا للسوق المحدد من قبل النموذج، حيث أظهرت نتائج بعض الدراسات ضعف القوة التفسيرية للنموذج[2].

يُلاحظ مما سبق، أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية اعتمد على مؤشر واحد فقط في تحديد مخاطر الاستثمار وهو المخاطر المنتظمة، إلا أن الاستثمار في الأوراق المالية قد يكون محاط بالعديد من المخاطر الخاصة بمنشآت محددة وبصناعات معينة لا يمكن أن تندرج ضمن مظلة المخاطر المنتظمة، وإن جملة هذه المخاطر قد يجعل من أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية غير مستقر وكثير التقلبات، كما أن افتراضات هذا النموذج جاءت لتطبق في الأسواق المالية تامة الكفاءة، الأمر الذي يستوجب تكييف وتعديل هذا النموذج بالشكل الذي يراعي خصوصية الأسواق المالية غير الكفوءة من حيث افتراضات النموذج مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في تلك الأسواق والتي لم يتم أخذها بعين الاعتبار في هذا النموذج.

٢- تقدير تكلفة الدين Estimate the Cost of Debt:

تتمثل تكلفة الدين في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المنشأة لأصحاب الدين بعد تعديله للأغراض الضريبية، وذلك باستبعاد الوفورات الضريبية[3].

---

[1]French, W . C (2003). "The Treynor Capital Asset Pricing Model", ***The Journal of Investment Management***, Vol . (1), P 62.

[2]Rossi, M . (2016). **Op . Cit**, P 610.

[3]Santosuosso, P . (2014). "Cost of Debt and Corporate Profitability", ***Journal of International Business Research***, Vol . (7), No . (2), P 13.

وعند تقدير تكلفة الدين يؤخذ بالاعتبار العائد الدوري الذي يحصل عليه أصحاب الدين (السندات والقروض) ممثلاً بالفائدة الدورية، وكذلك إعادة المبلغ الأساسي في تاريخ الاستحقاق المحدد والذي يمثل قيمة القرض أو السند الذي حصلت عليه المنشأة من المستثمرين، بحيث أنه وفقاً لطريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فإن تكلفة الدين تمثل معدل الخصم الذي يحقق التساوي بين صافي المتحصلات النقدية التي تحصل عليها المنشأة من المستثمرين مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة التي ستدفعها المنشأة لأصحاب الدين (الفائدة الدورية والمبلغ الأصلي للقرض أو السند)، كما في المعادلة الآتية[1]:

$$NC = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+rd\ )} + \frac{PAR}{(1+rd\ )}$$

حيث أن:

NC: المتحصلات النقدية التي تحصل عليها المنشأة (قيمة القرض أو قيمة السند)، صافية من مصروفات التعاقد والإصدار وبعد خصم الوفورات الضريبية على تلك المصروفات.

rd: تكلفة الدين أو معدل الفائدة.

I : التدفقات النقدية الخارجة، ممثلةً في الفوائد الدورية التي تدفعها المنشأة في كل فترة.

PAR: قيمة المبلغ الأساسي للقرض أو السند الذي يجب سداده في تاريخ الاستحقاق.

ويمكن تقدير تكلفة الدين على أساس معدل الفائدة الذي يجب دفعه لأصحاب الدين، من خلال المعادلة الآتية:

$$rd = \frac{1}{PAR}(1-tr)$$

[1]Baule, R . (2018). **Loc .**

حيث أن: tr: معدل الضريبة التي تدفعها المنشأة (أي هنا يتم استبعاد الوفورات الضريبية على الفوائد المدفوعة للدين على اعتبارها من المصاريف المقبولة ضريبياً).

٣- تقدير تكلفة رأس المال Estimate the Cost of Capital:

نظراً لاختلاف نسبة العناصر التي تشكل رأس مال المنشأة، واختلاف التكلفة الخاصة بكل عنصر، فإنه يتم استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان Weighted Average Cost of Capital (WACC) لتقدير تكلفة رأس المال، والذي يتم حسابه وفقاً للمعادلة الآتية[1]:

$$r_{WACC} = req \frac{Eq}{VC} + rd \frac{DE}{VC}$$

حيث أن:

r_{WACC} : المعدل المرجح لتكلفة رأس المال. req ، rd : تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين.

Eq ، DE : قيمة حقوق الملكية الداخلة في رأس المال، وقيمة الدين الداخلة في تركيبة رأس المال.

VC : القيمة الإجمالية لرأس مال المنشأة.

٢-٢: المبحث الثاني: نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية:

Accounting models for equity valuation

يعتبر التقييم المحاسبي لحقوق الملكية من المجالات البحثية، التي تطورت بشكل رئيسي في أواخر التسعينات من القرن العشرين، حيث أظهرت العديد من الأبحاث المحاسبية إمكانية تحقيق عائدات غير عادية في السوق المالية اعتماداً على تحليل القوائم المالية، ومن ناحية أخرى شكل تطور الفكر المحاسبي في مجال التقييم من خلال ظهور نموذج Ohlson (1995) والعديد من

[1] Kantsukov, M . & Loemaa, J . (2012). **Op . Cit**, P 79.

النماذج التي ارتكزت عليه دافعاً رئيسياً للكشف عن دور المعلومات والمبادئ المحاسبية في تقييم حقوق الملكية[1].

تناول هذا المبحث طبيعة البحث المحاسبي في مجال تقييم حقوق الملكيـــة ونشـــأته وتطـــوره، وعرض لأهم نماذج تقييم حقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي، والتي قدمت أشكالاً متعددة لدور المعلومات المحاسبية في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، وفق الآتي:

٢-٢-١: البحث المحاسبي في مجال تقييم حقوق الملكية: طبيعته – نشأته وتطوره:

Accounting research in the field of Equity valuation: its nature - origin and development:

- **طبيعة البحث المحاسبي في مجال تقييم حقوق الملكية:**

The nature of accounting research in the field of Equity Valuation:

يعتبر مدخل التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، المجال البحثي الذي يهدف بشكل أساسي إلى قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، بالاستناد إلى المعلومات المحاسبية المنشورة[2]، انطلاقـــاً مـــن أن متغيرات القوائم المالية لا تنعكس دائماً وبشكل كامل على الأسعار الســـوقية لحقـــوق الملكيـــة، وبالتالي فإن الأسعار السوقية لحقوق الملكية لا تمثل قيماً حقيقية لها[3].

وفي هذا الإطار أجريت العديد من الدراسات، وظهرت العديد من نماذج التقييم المحاسبي، والتي هدفت إلى إظهار دور المعلومات والمبادئ المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكيـــة،

[1]Cloat, V . & Falta, M . & Willett, J . R (2015). "Earnings in firm valuation and their value relevance", ***Working Paper***, P 5.

[2]Mackinnon, A . (2010). "The Valuation of Common Shares Using Fundamental Analysis", ***Master Thesis***, School of Business, University of Prince Edward, Island, P 10.

[3]Drakopoulou, V . (2015). "A Review of Fundamental and Technical Stock Analysis Techniques", ***Journal of Stock & Forex Trading***, Vol . (5), No . (1), P 1.

عن طريق تقديم أدلة تجريبية على ملائمة المتغيرات المحاسبية المختلفة في الوصول إلى هذه القيمة[١].

ويعتمد الإطار الفكري لنماذج تقييم حقوق الملكية التي ظهرت في الفكر والبحث المحاسبي، على مفاهيم ونماذج التقييم الرئيسية في الاقتصاد والتمويل التي تحدد العلاقات والدوال الأساسية لتقييم حقوق الملكية (من حيث أن تقييم حقوق الملكية كتقييم أي أصل آخر يحدد بناءً على الدخل الاقتصادي المتوقع من وراء الاستثمار به)، فيمثل نموذج توزيعات الأرباح المخصومة Dividends Discounted Model أحد الافتراضات أو العلاقات الرئيسية في نماذج التقييم المحاسبية لحقوق الملكية[٢].

وتعمل نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، على إبراز دور المبادئ والقواعد المحاسبية في تقييم حقوق الملكية، من خلال انعكاس أثر تلك المبادئ والقواعد على خصائص المعلومات المحاسبية المفصح عنها في التقارير المالية[٣]، وعلى الرغم من أن هذه المعلومات ذات طبيعة تاريخية إلا أن نتائج دراسات القيمة الملائمة أظهرت أهمية المحتوى المعلوماتي للمعلومات المحاسبية المنشورة في تقييم حقوق الملكية (ومن أمثلة هذه الدراسات: Collins et . al (1997)[٤] – Ibadin – Khanna (2014)[٧] – Shamki & Abdul Rahman (2012)[٦] – Barth et . al (1998)[٥] –

[1]Kwon, J . G (2018). "The Value Relevance of Accounting Information: Focusing on US and China", ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal***, Vol . (22), No . (6), P 2.
[2]Phansawadhi, T . (2013). "Equity Valuation Approach Based on Accounting Variables", ***Journal of Finance and Economics***, Vol . (1), No . (3), P 41.
[3]Kwon, J . G (2018). **Loc .**
[4]Collins, D . & Maydew, E . & Weiss, I . (1997). "Changes in the Value Relevance of Earnings & Equity Book Values Over the Past Forty Years", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (24).
[5]Barth, M . & Beaver, W . H & Landsman, W . R. (1998). "Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health", ***Journal of Accounting & Economics***, Vol . (25).
[6]Shamki, D . & Abdul – Rahman, A . (2012). "Value Relevance of Earnings and Book Value: Evidence from Jordan", ***International Journal of Business and Management***, Vol . (7), No . (3).
[7]Khanna, M . (2014). " Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Study of Selected Indian Firms", ***International Journal of Scientific and Research Publications***, Vol . (4), No . (10).

Omokhudu (2015) [1] & – Kwon (2018) [2])، والتي أشارت نتائجها التجريبية إلى الدور الكبير الذي تلعبه المتغيرات المحاسبية (وأهمها الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية) في تقييم حقوق الملكية.

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن أساس الاستحقاق المحاسبي يعمل من خلال مبدأ المقابلة ومبدأ الاعتراف بالإيراد، على التقليل من مشاكل الاعتراف والمقابلة المرتبطة بطبيعة الأساس النقدي، بحيث أن أساس الاستحقاق يسهم في زيادة الملائمة التقييمية لمتغير الأرباح المحاسبية حول الأرباح المستقبلية التي تمثل متغيراً رئيسياً في تقييم حقوق الملكية، ومن الأمثلة على هذه الدراسات: Dechow (1994) [3] – Zarandi et al (2013) [4] – Toma et . al (2015) [5]، والتي أظهرت نتائجها التجريبية أن أساس الاستحقاق المحاسبي يعكس أداء المنشأة بشكل أفضل من الأساس النقدي، وبالتالي فإن لمتغير الأرباح المحاسبية قيمة ملائمة أكبر من متغير التدفق النقدي.

وعليه يرتكز الدور الرئيسي للمعلومات المحاسبية في نماذج تقييم حقوق الملكية، على قدرتها على تجسيد المنافع الاقتصادية المستقبلية سواءً كان ذلك يتعلق بالأصول والالتزامات أو بالنتيجة بالأرباح، فالقدرة على تجسيد أو التنبؤ بهذه العائدات يمثل قضية أساسية في تقييم حقوق الملكية، حيث أنه وعلى الرغم من أن أساس الاستحقاق يسهم في زيادة الملائمة التقييمية لمتغير الأرباح المحاسبية، إلا أن هذا الأساس والقياس المحاسبي للأصول على أساس تكلفتها التاريخية قد يجعل من المقاييس المحاسبية للأصول والالتزامات والأرباح، غير قادرة على تجسد المنافع

[1] Ibadin, O . P & Omokhudu, O . O (2015). " The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria", ***Accounting and Finance Research*** , Vol . (4), No . (3).
[2] Kwon, J . G (2018). **Loc .**
[3] Dechow, P . (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measurers of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (18).
[4] Zarandi, H . & Ghafari, E . & Arab, M . & Mohsen, S . (2013). " Accrual-based accounting system versus cash-based accounting: An empirical study in municipality organization", ***Management Science Letters*** , Vol . (3).
[5] Toma, C . & Carp, M . & Robu, B . I (2015). "Harnessing Financial Information in Investors Decisions: Accrual Accounting Versus Cash Accounting", ***Journal of Procedia Economics and Finance***, Vol . (26).

الاقتصادية بشكل كامل، بما يتفق مع أن المعلومات المحاسبية تمثل أحد المصادر المهمة للمعلومات في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية[1].

وهنا تجدر الإشارة، إلى أنه حتى لو اعتمد تقييم حقوق الملكية على معلومات غير محاسبية، فإن للنظم المحاسبية دور محوري في عملية التقييم، ويمكن مناقشة هذا الدور للنظم المحاسبية، من خلال النقاط الآتية[2]:

١- تقدم النظم المحاسبية لغة للتنبؤ، حيث يُسهم مبدأي المقابلة والاعتراف بالإيراد بدور رئيسي في ذلك، فيتم اعتبار رقم الأرباح المحاسبية المحدد وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية مقياس معقول وموضوعي لأداء المنشأة من الناحية المفاهيمية، وبناءً عليه يعبر المحللون الماليون عن تنبؤاتهم من خلال الأرباح المحاسبية إضافةً إلى التدفقات النقدية والتوزيعات.

٢- تقدم النظم المحاسبية معلومات مفيدة في التنبؤ بالعائد المستقبلي بالنسبة لحملة الأسهم، وتُعتبر هذه القضية بينة بذاتها Self – Evident فتقديم هذه المعلومات المفيدة، يمثل الهدف الرئيسي للمحاسبة المالية.

٣- تؤدي النظم المحاسبية دوراً كآليات للحكم على التنبؤات، من خلال مقارنة تنبؤات المحللين بالأرباح المستقبلية مع الأرباح الفعلية التي يتم التقرير عنها في تلك الفترات.

وعليه فإن نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية قدمت أشكالاً متعددة لدور المعلومات المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، من خلال إدخال المتغيرات المحاسبية المختلفة إلى دالة تقييم هذه النماذج، حيث اعتمد بعض هذه النماذج على قدرة المقاييس المحاسبية للأصول والالتزامات والأرباح على تجسيد المفاهيم الاقتصادية لهذه المتغيرات، في حين اعتمد بعضها

---

[1] ABACUS (2016). "Advances in Equity Valuation: Research on Accounting Valuation Editorial", ***Journal of Accounting, Finance and Business Studies***, Vol . (52), No . (1), P 2.

[2] Lee, C . (1999). **Op . Cit**, P 414.

الآخر على علاقة المتغيرات المحاسبية مع تلك المفاهيم للوصول إلى نمـــاذج تقيـــيم تســـتخدم المتغيرات المحاسبية، وقد لا يكون من الخطأ الاعتماد على المفاهيم الاقتصادية للتقييم، إلا أنـــه يجب أن تكون نماذج التقييم في النهاية نماذج محاسبية تجسد طبيعة القواعد والمبادئ المحاسبية المحددة لخصائص المعلومات المحاسبية[1].

- **نشأة وتطور البحث المحاسبي في مجال تقييم حقوق الملكية:**

The origins and development of accounting research in the field of Equity Valuation:

تعود بدايات البحث المحاسبي في مجال تقييم حقوق الملكية، إلى الستينات من القرن العشـــرين، وتعتبر الدراسات التي قدمها كلاً من Edwards & Bells (1961) و Ball & Brown (1968) مـــن أوائل الدراسات التي أجريت في هذا المجال، والتي ركزت بشكل أساسي علـــى العلاقـــة بـــين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للأسهم، من خلال دراسة انعكاس المعلومـــات المحاســـبية المنشورة على الأسعار الســـوقية للأســـهم، وبالتـــالي اســـتجابة الســـوق الماليـــة للمعلومـــات المحاسبية المنشورة[2].

وقد نشط هذا المجال البحثي خلال فترة الثمانينات من ذلك القرن، فقد أشار Bernard (1989) في دراسته للبحث المحاسبي في مجال أسواق الأوراق المالية، إلى أن المجال الأكثر نشـــاطاً فـــي بحوث أسواق الأوراق المالية خلال الثمانينات كُرس لاختبار دور المعلومات المحاسبية في تقييم حقوق الملكية واستنتج أن الصعوبات التي واجهت البحث التطبيقي ليست متأصلة ويمكن تحقيق تقدم جوهري وأن مجال التقييم يمثل المجال الأوفر حظاً لإحداث تقدم في بحوث أسواق الأوراق

[1]Ho, C . K & Lee, C . S & Lin, T . C & Yu, T . M (2016). "A Comparative Analysis of Accounting – Based Valuation Models", ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***, Vol . (32), No . (4), P 562.

[2]Jung, G . K (2017). "Valuation Role of Accounting Information in Profit and Loss Firms", ***Journal of International Business and Management***, Vol . (14), No . (1), P 15.

المالية في المحاسبة، فقدمت دراسات القيمة الملائمة التي أجريت في تلك الفترة العديد من المضامين والمحددات التقييمية للمعلومات المحاسبية في علاقتها بالأسعار السوقية الجارية والعائدات والأرباح المستقبلية[1].

إلا أنه وعلى الرغم من النتائج الهامة التي حققتها دراسات القيمة الملائمة في تلك الفترة، إلا أنها لم تتمكن من تقديم علاقات مباشرة للمتغيرات المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية[2]، حيث انتقدت العديد من الدراسات (كدراسة: Lev & Ohlson (1982) – Lev (1989) – Bernard (1994)) البحث التجريبي بشأن دور المعلومات المحاسبية في تقييم حقوق الملكية، ودعت إلى ضرورة وضع نماذج لتقييم حقوق الملكية لإكمال وتوسيع نطاق دراسات الارتباط التقليدية للبحوث المحاسبية القائمة على السوق، كما أشارت إلى الحاجة لتغيير أبحاث أسواق الأوراق المالية للبحث في قضايا القياس والتقييم من خلال استخدام المعلومات المحاسبية في القياس المباشر لقيمة حقوق الملكية، وليس الاقتصار على دراسة أثر المتغيرات المحاسبية على الأسعار السوقية لحقوق الملكية[3].

وقد ساهمت نتائج تلك الدراسات في تعاظم البحث عن دور المعلومات المحاسبية في الوصول إلى القيم الحقيقية لحقوق الملكية، بما يكشف عن أهمية هذه المعلومات بالنسبة للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية وتأثيرها على قراراتهم الاستثمارية المتخذة، وعن مدى ملائمة وقدرة المبادئ والمعايير المحاسبية التي تُنتج هذه المعلومات على تجسيد المؤشرات الرئيسية لقياس قيمة المنشأة[4].

---

[1]Kwon, J . G (2018). **Op . Cit**, P 2.
[2]Jung, G . K (2017). **Loc** .
[3]Wafi, S . A & Hassan, H . & Mabrouk, A . (2015). **Op . Cit**, P 943.
[4]**Idem**.

ونتيجةً لذلك ظهرت العديد من النماذج المحاسبية لتقييم حقوق الملكية منذ منتصف التسعينات من القرن العشرين، والتي قدمت أشكالاً متعددة لدور المعلومات المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية بشكل يوضح تطور مدخل تقييم حقوق الملكية والدور الذي يلعبه في بحوث المحاسبة المالية التطبيقية[1].

إلا أن التطوير الفعلي والأهم لمدخل تقييم حقوق الملكية في البحث المحاسبي، كان من خلال الدراسة التي أجراها Ohlson (1995) والتي قدم من خلالها نموذجاً لتقييم حقوق الملكية يبرز دور المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، اعتماداً على النظرية الأساسية في تقييم حقوق الملكية، واعتبرت من أكثر الدراسات المحاسبية تأثيراً ليس فقط في مجال تقييم حقوق الملكية وإنما في البحث المحاسبي المعاصر ككل، كما ساهمت في تطور هدف البحث المحاسبي المعاصر في المحاسبة المالية وتحوله من التركيز على تفسير سلوك أسعار الأسهم وانشغال الباحثين لفترة طويلة بدراسة خصائص العلاقات بين المعلومات المحاسبية ومتغيرات سوق الأوراق المالية، إلى مجالات بحثية تهتم بدور المحاسبة والمفاهيم والمبادئ المحاسبية في دراسة هذه العلاقات[2].

وقد أجريت العديد من الدراسات التي هدفت إلى التحقق من صلاحية هذا النموذج، من خلال اختبار نتائجه التجريبية في تقييم حقوق الملكية، وأظهرت تلك الدراسات دعماً وتأييداً لهذا النموذج وأنه حقق خطوات هامة في تقييم حقوق الملكية، حيث أوضحت النتائج التطبيقية لهذه الدراسات، أن لهذا النموذج قدرة أفضل على توضيح أسعار الأسهم مقارنةً بنموذج توزيعات الأرباح المخصومة، وأنه يوفر طريقة أفضل وأكثر شمولية لتقييم حقوق الملكية من النماذج

---

[1]Jung, G . K (2017). **Op . Cit**, P 16.

[2]Kumari, P. & Sekharmishra, C. (2017). "A Literature Review on Ohlson (1995)", ***Asian Journal of Finance & Accounting***, Vol . (9), No . (2), P 3.

السابقة له، كما أن لهذا النموذج قدرة كبيرة على التنبؤ بأسعار الأسهم، ومن الأمثلة على هـذه الدراسـات: Frankel & Lee (1998)[1] – Cupertino & Lustosa (2004)[2] – Dahmash & Oabajeh (2012)[3] – Lee et . al (2014)[4]، واستناداً لذلك ظهرت فيما بعد العديد من النماذج التي ارتكزت على هذا النموذج والتي شكل هذا النموذج أساساً لها[5].

٢-٢-٢: نماذج الأرباح والميزانية العمومية لتقييم حقوق الملكية:

Earnings and Balance Sheet Models for Equity Valuation:

تعتبر نماذج الأرباح والميزانية العمومية، من النماذج التقليدية لتقييم حقـوق الملكيـة، والتـي اعتمدت بشكل مباشر على المتغيرات المحاسبية لقائمتي الدخل والمركز المالي في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، وفيما يلي عرض لأهم هذه النماذج:

- **نموذج رسملة الأرباح المحاسبية Earnings Capitalization Model:**

يمثل نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، الإطار المنهجي للتحول من دراسات القيمـة الملائمـة وخاصةً الملائمة التقييمية التي ناقشت محددات معامل استجابة الأرباح، وركزت بشكل أساسي على استمرارية الأرباح كخاصية أساسية لمحتواها المعلوماتي في تقييم حقوق الملكيـة، نحـو نموذج لتقييم حقوق الملكية اعتماداً على الأرباح المحاسبية، وتمثل استمرارية الأرباح وعلاقتها مع المتغيرات الأساسية في تقييم حقوق الملكية، المدخل الرئيسي للوصول إلى نمـوذج تقيـيم حقوق الملكية باستخدام الأرباح المحاسبية[6]، ويعرض الباحث دالة تقييم هذا النموذج واسـتخدام

[1]Frankel, R . & Lee, C . (1998). "Accounting Valuation, Market Expectation and Cross – Sectional Stock Returns", ***Journal of Accounting & Economics***, Vol . (25), No . (3).
[2]Cupertino, M . C & Lustosa, P . (2004). " The Ohlson Model of Evaluation of Companies: Tutorial for Use", ***Brazilian Business Review***, Vol . (1), No . (1).
[3]Dahmash, F . & Qabajeh, M . (2012). **Loc .**
[4]Lee, C . S & Chen, L . J & Tsa, S . M (2014)."An Empirical Investigation of the Ohlson Model – A Panel Co integration Approach", ***Australasian Accounting, Business and Finance Journal***, Vol . (8), No . (2)
[5]Wafi, S . A & Hassan, H . & Mabrouk, A . (2015). **Loc .**
[6]Gordon, J (2020). "Earnings Capitalization Method", ***available at site***: https://thebusinessprofessor.com/.

متغير الأرباح المحاسبية في دالة التقييم، ودالة تقييم النموذج في حالة عـــدم ثبـــات توزيعـــات الأرباح، وفق الآتي:

❖ دَالة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية:

Evaluation Equation of Earnings Capitalization Model:

من حيث المفهوم، يعتبر المتغير الأساسي في تقييم حقوق الملكية كما في تقييم أي أصل آخـــر، هو صافي الدخل الاقتصادي المتوقع الحصول عليه من هذا الأصل مستقبلاً، وبالتالي يتم تقدير القيمة الحقيقية لحقوق الملكية على أساس القيمة الحالية لهذا الدخل الصافي المتوقع مســـتقبلاً[١]، ويرتكز نموذج توزيعات الأرباح على هذا المفهوم، حيث أنه بالنسبة لحملة الأسهم فإن صـــافي الدخل الاقتصادي يساوي توزيعات الأرباح المتوقعة مضافاً إليها أيـــة مكاســـب رأســـمالية أو مطروحاً منها أية خسائر رأسمالية[٢].

ووفقاً للنظرية الكلاسيكية للأرباح في الاقتصاد أو ما يعرف بـــ Hicksian Theory وفـــي ظـــل حالة التأكد، فإن الأرباح المتوقعة في نهاية الفترة Ex_{t+1} تساوي: قيمة السهم في بداية الفترة P_t مضروبة بمعدل العائد على حقوق الملكية r[٣]:

$$EX_{t+1} = rP_t$$

وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم P_t، تساوي:

$$P_t = \frac{1}{r} EX_{t+1}$$

وتمثل هذه العلاقة الشكل الرئيسي لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، وهنا لا بد من الإشارة إلى النقاط الآتية:

---

[1]Twain, M . (2012). "Commonly Used Methods of Valuation", ***Working Paper***, National Association of Certified Valuators and Analysts, P 5.

[2]Belomyttseva, S . O & Grinkevich, S . L (2016). "A Note on the Gordon Growth Model With Earnings Per Share", ***Journal of Information Technologies in Science, Management, Social and Medicine***, P 178.

[3]Conn, R . R (2013). "Capitalized Earnings Vs. Discounted Cash Flow: which is the more accurate business valuation tool?", ***Coon valuation services ltd***, P 1.

١- في حالة التأكد فإن (r) يمثل العائد الخالي من المخاطر، أما في حالة عدم التأكد فيمثل معدل الخصم المعدل بالمخاطر المتوقعة.

٢- أن معامل الميل للمعادلة السابقة يساوي (1/r)، وأن هذه القيمة تمثل القيمة المعيارية لمعامل استجابة الأرباح (ERC)[١].

٣- إن الأرباح الاقتصادية كمفهوم تقييمي، تتميز بخاصتين أساسيتين كما أشار إلى ذلك Beaver (1989)، وهما[٢]:

- خاصية الأرباح المستمرة Permanent Earnings (PE): وهذه الأرباح تساوي التوزيعات المتأكد حدوثها والمتوقعة إلى ما لانهاية.
- خاصية الدخل القابل للتوزيع: والذي يقيس مقدار الأرباح التي يمكن توزيعها، دون تخفيض السعر السوقي للسهم أو قيمته الحالية، أو ما يعرف بتدفق الدخل القابل للتوزيع Distributable Income Flow.

ووفقاً لهاتين الخاصتين، فإن القيمة الحقيقية للسهم P_t، تساوي:

$$\frac{PE_{t+1}}{r} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_{t+1}}{(1+r)^t} = P_t$$

❖ استخدام الأرباح المحاسبية في دالة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية:

The use of Earnings in the Valuation Equation of the Earnings Capitalization Model:

يتم إدخال الأرباح المحاسبية إلى دالة تقييم نموذج الأرباح المحاسبية، من خلال علاقتها مع توزيعات الأرباح أو كبديل عن الأرباح المستمرة PE وذلك للوصول إلى نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، وفق الآتي[١]:

---

[1]Dong, M . & Hirshleifer, D . (2005). "A Generalized Earnings – Based Stock Valuation Model", ***The Manchester School Supplement***, Vol . (1), No . (31), P 4.

[2]Beaver, W . (1989). "Financial Reporting: An Accounting Revolution", 2nd Edition, ***New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs***, P 62.

١- استخدام الأرباح المحاسبية Xt كبديل عن الأرباح المستمرة PEt:

عند استخدام الأرباح المحاسبية Xt كبديل عن الأرباح المستمرة PEt، فإن الأمر يتطلب تحديد ما هو موجود في الأرباح المستمرة ولا تجسده الأرباح المحاسبية، ولذلك يجب إضافة متغير آخر إلى المعادلة المقدرة ما بين قيمة السهم والأرباح المحاسبية، فالأرباح المستمرة كمفهوم اقتصادي تتضمن العديد من العناصر التي تؤخذ ضمن الإيرادات (أو الدخل بالمفهوم الاقتصادي) أو ضمن النفقات، والتي قد لا يؤخذ بها ضمن بنود الإيرادات والنفقات بالمفهوم المحاسبي، وحتى إذا تم الاعتراف بها ضمن بنود قائمة الدخل فإنها قد تختلف عن ما يقابلها عند تحديد الأرباح الاقتصادية (مثل الاعتراف بالإيراد، الاستهلاك، تقييم الأصول، .....)[٢].

٢- العلاقة بين الأرباح المحاسبية وتوزيعات الأرباح:

تعتبر الأرباح المحاسبية، مصدراً هاماً للمعلومات المتعلقة بقدرة المنشأة على دفع التوزيعات مستقبلاً، ويتم الاعتماد على هذه العلاقة لإعادة صياغة نموذج توزيعات الأرباح في شكل نموذج رسملة الأرباح المحاسبية[٣]، فقد حدد Beaver (1989) ثلاثة روابط أساسية لدور الأرباح المحاسبية في تقييم حقوق الملكية في علاقتها مع التوزيعات، وهي[٤]:

- العلاقة بين القيمة الحالية للسهم والتوزيعات المستقبلية، كما في نموذج توزيعات الأرباح المخصومة.

- العلاقة بين التوزيعات المستقبلية والأرباح المحاسبية المستقبلية، فالأرباح المحاسبية المستقبلية تعتبر ملائمة من الناحية التقييمية وفقاً لمدى ترابطها مع التوزيعات المستقبلية، ويشير Beaver

---

[1]Ohlson, J . & Gao, Z . (2006). "Earnings, Earnings Growth and Value", ***Foundations and Trends Accounting***, Vol . (1), No . (1), P 46.

[2]Penman, H . S (2019). "Valuation Models: An Issue of Accounting Theory", ***Working Paper***, Columbia Business School, Columbia University, P 8.

[3]Scott, G (2020). "Capitalization of Earnings", ***available at site***: //www.Investopedia.com/.

[4]Beaver, W . (1989). **Op . Cit**, PP 90 - 93.

بأن هناك دليل تطبيقي على وجود علاقة بين تغيرات الأرباح المستقبلية وتغيرات التوزيعـــات، وبالتالي فإن افتراض العلاقة بين الأرباح المحاسبية والتوزيعات المستقبلية هو افتراض معقول.

– العلاقة بين الأرباح المحاسبية الحالية والمستقبلية، وعند دراسة هذه العلاقة يتم الفصل بـــين الأرباح المحاسبية المستمرة والأرباح المحاسبية المؤقتة، حيث ما يهم التنبؤ بالأرباح المستقبلية هو الأرباح المستمرة والتي تعتبر قابلة للاستمرار من فترة إلى أخرى.

وقد تناول الباحثون في دراسات البحث المحاسبي في مجال أسواق الأوراق المالية، الفصل بين الأرباح المستمرة والأرباح المؤقتة، بحيث أن[1]:

– الأرباح المستمرة: هي الأرباح الملائمة والتي ترتبط ارتباط تام مع أسعار الأسهم.

– الأرباح المؤقتة: تمثل عناصر الأرباح التي لا ترتبط مع أسعار الأسهم، وتعتبر غير ملائمة من الناحية التقييمية.

ويمكن الوصول إلى نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، اعتماداً على العلاقة المباشرة بين الأرباح المحاسبية والتوزيعات، فالتوزيعات d_t تساوي: الأرباح X_t مضروبة بنسبة دفع التوزيعـــات b، وفق المعادلة الآتية[2]:

$$d_t = (1 - b)\, X_t$$

وعليه في حال كانت المنشأة لا تقوم بدفع كامل أرباحها الصافية كتوزيعات وإنما يوجد أربـــاح محتجزة، تكون معادلة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية كالآتي:

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_{t+1}}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{x_{t+1}(1-b)}{(1+r)^t}$$

[1]Kothari, S . & Zimmerman, J . (1995). "Prices and Returns Models", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (20), P 162.

[2]Dong, M . & Hirshleifer, D . (2005). **Op . Cit**, P 10.

وهنا تجدر الإشارة، إلى أنه في حال عدم ثبات توزيعات الأرباح من فترة إلى أخرى، فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار كلاً من معدل نمو التوزيعات ومعدل نمو الأرباح عند حساب قيمة السهم وفقاً لهذا النموذج.

وقد أشارت Kothari (1999)، إلى أن نموذج رسملة الأرباح المحاسبية شائع في الأدب المحاسبي، وخاصةً في مجال دراسات معامل استجابة الأرباح (ERC)، وأن الأرباح المتوقعة مستقبلاً إما أن تُحدد وفقاً لخصائص السلاسل الزمنية للأرباح أو اعتماداً على تنبؤات المحللين، وللتبسيط فإن دراسات هذا المجال تفترض أن نسبة دفع التوزيعات تساوي 100% وأن معدل العائد على الاستثمارات يساوي معدل العائد على حقوق الملكية[1].

يُلاحظ مما سبق، أن نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، اعتمد بشكل أساسي على متغيرات قائمة الدخل فقط في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، حيث تتحدد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية وفقاً لهذا النموذج من خلال رسملة الأرباح المحاسبية المستقبلية، وعليه يفترض هذا النموذج أن متغير الأرباح المحاسبية المستقبلية يكفي لوحده لتجسيد المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في حقوق الملكية دون وجود دور تقييمي لأي متغير آخر، وهذا يتوقف على ما إذا كانت الأرباح المحاسبية تجسد مفهوم الأرباح المستمرة، وتعكس كافة الإيرادات والنفقات المرتبطة بجميع الأصول بما فيها التغيرات في القيمة الاستعمالية لهذه الأصول، وتجدر الإشارة إلى أن نتائج دراسة Dechow (1999)[2] أظهرت أفضلية نموذج رسملة الأرباح المحاسبية في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية.

---

[1]Kothari, S . (1999). "Capital Market Research in Accounting", Massachusetts Institute of Technology, ***Paper Prepared for the Journal of Accounting & Economics Conference*** in 28 – 29 April 2000, P 84.

[2]Dechow, P . (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measurers of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (18).

• **نموذج الميزانية العمومية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية) Balance Sheet Model:**

يعتمد نموذج الميزانية العمومية في تقييم حقوق الملكية، على المتغيرات المحاسبية الرئيسية لقائمة المركز المالي، مقارنةً بنموذج رسملة الأرباح المحاسبية الذي يركز على الأرباح المحاسبية (قائمة الدخل) كمتغير رئيسي في دالة التقييم.

وعلى الرغم من أن دراسة Holthausen & Watts (2000) قد أشارت إلى أن الميزانية العمومية من خلال الإفصاح عن القيم الدفترية لأصول المنشأة، تهدف لتأدية وظائف عامة في إطار أهداف التقرير المالي، ولا تهدف إلى تقييم حقوق الملكية بشكلٍ مباشر[1]، إلا أنه في نفس الوقت فإن صافي القيمة الدفترية للأصول تمثل قيمة التصفية للمنشأة، وبالتالي فإنه يمكن للميزانية العمومية أن تؤدي دوراً هاماً في تقييم حقوق الملكية، من خلال تقديم معلومات عن قيم التصفية لأصول المنشأة[2]، ويعرض الباحث دالة تقييم هذا النموذج واستخدام متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، وفق الآتي:

❖ دالَة تقييم نموذج الميزانية العمومية:

Evaluation Equation of Balance Sheet Model:

يعتمد هذا النموذج بشكل أساسي على معادلة الميزانية، فالأصول تساوي حقوق الملكية مضافاً إليها الالتزامات، وبالتالي فإن حقوق الملكية تساوي الأصول مطروحاً منها الالتزامات.

وعليه يفترض هذا النموذج أن قيمة السهم (P_t) هي دالة لكلٍ من القيمة العادلة للأصول (A_t) والقيمة العادلة للالتزامات (L_t)، وفقاً لدالة التقييم الآتية[3]:

$$P_t = \alpha + \beta_1 A_t + \beta_2 L_t + \varepsilon_t$$

[1]Holthausen, R . & Watts, R . (2000). "The Relevance Literature for Financial Accounting Standards", ***Working Paper***, University of Rochester, PP 27 – 28.

[2]Djalil, A . M & Tabrani, M . & Jalaluddin (2016). "The effect of Earnings per Share, Book Value and Systematic Risk on Equity Valuation in Manufacturing company listed on Indonesian Stock Exchange for the year 2011 – 2014", ***International Academic Conference***, Vol . (27), No . (4), P 116.

[3]Pandey, A . (2015). "Earnings per Share or Book Value: Superior Value Driver in Equity Valuations", ***IIMS Journal of Management Science***, Vol . (6), No . (1), P 6.

وهنا لا بد من الإشارة إلى النقاط الآتية:

١- من المفترض أن قيمة الأصول والالتزامات في العلاقة السابقة، تجسد القيمة الحالية للمكاسب المتوقعة مستقبلاً لحملة حقوق الملكية، وهذا يستوجب أن تكون الأصول مقومة وفقاً للقيمة الحالية لصافي المنافع أو المكاسب النقدية المتوقعة من وراء استخدامها (صافي الدخل الاقتصادي)[١].

٢- من الممكن استخدام القيم المحاسبية (الدفترية) للأصول والالتزامات في العلاقة السابقة، ويتوقف ذلك على ما إذا كانت القيم المحاسبية تمثل فعلاً قيماً عادلة، وفي حال كانت كذلك فإن معامل الميل المرافق للأصول يساوي (+١)، ومعامل الميل المرافق للالتزامات يساوي (-١)، بحيث أنها تؤثر على قيمة حقوق الملكية بنفس قيمة تغيرها، إلا أنه في الواقع العملي فإن القيم المحاسبية (الدفترية) لا تجسد قيماً عادلة نتيجةً لطبيعة المبادئ المحاسبية وحرية الاختيار الإداري للسياسات المحاسبية، وبالتالي فإن استخدام القيم المحاسبية (الدفترية) للأصول والالتزامات كبديل عن قيمها العادلة، سيؤدي إلى حدوث مشكلة تعرف بمشكلة المتغير المرتبط والمحذوف Correlated Omitted Variable، وإن عدم إضافة هذا المتغير سيؤدي إلى تحيز في قيم معاملات دالة التقييم[٢].

وعليه فإنه يشترط لصحة تطبيق معادلة تقييم نموذج الميزانية العمومية لتقييم حقوق الملكية، شرطيين أساسيين، هما[٣]:

---

[1]Marangu, K . & Jagongo, A . (2014). "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables: an Empirical Study of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange Kenya", ***Global Journal of Commerce & Management Perspective***, Vol . (3), No . (6), P 51.

[2]Kadri, H . M (2016). "Value Relevance of Book Value and Earnings: A Comparison between Islamic and Conventional Banks in Malaysia", ***Malaysian Accounting Review***, Vol . (15), No . (2), P 80.

[3]Soffer, L . & Soffer, R . (2003). "Financial Statement Analysis – A Valuation Approach", ***Pearson Education***, New Jersey, P 71.

١- شمولية الاعتراف والقياس المحاسبي لجميع الأصول في قائمة المركز المالي، حيث يوجد العديد من الأصول التي لا يتم الاعتراف بها عادةً في الميزانية العمومية وخاصةً الأصول المعنوية.

٢- أن تكون القيم المحاسبية لجميع الأصول والالتزامات تمثل قيماً عادلة، حيث توصل Barth & Landsman (1995) إلى أنه إذا كانت القيم المحاسبية للأصول والالتزامات محددة على أساس قيمها العادلة، فإنها ستعكس جميع المعلومات الملائمة للتقييم، وفي هذه الحالة لن يكون هناك أي دور تقييمي للأرباح المحاسبية، إلا أن المشكلة الأساسية التي تثار هنا، ما هي القيمة العادلة التي يجب قياس الأصول والالتزامات على أساسها؟[1]

❖ استخدام القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة تقييم نموذج الميزانية العمومية:

The use of Book Value of Equity in the Valuation Equation of the Balance Sheet Model:

على اعتبار أن: حقوق الملكية = الأصول – الالتزامات = صافي الأصول.

فإنه يمكن إدخال القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t إلى دالة تقييم نموذج الميزانية العمومية، من خلال استبدالها بصافي قيمة الأصول، وفقاً لدالة التقييم الآتية[2]:

$$P_t = \alpha + \chi_1 b_t + \varepsilon_t$$

إن هذه الدالة تسمح بإدخال القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمتغير تقييمي أساسي، إلا أنها لا تختلف من حيث المضمون عن دالة التقييم الأساسية لنموذج الميزانية العمومية، وهنا لا بد من الإشارة إلى أن التطبيق الصحيح لهذه الدالة في تقييم حقوق الملكية، يتطلب أيضاً الاعتراف والقياس المحاسبي لجميع أصول المنشأة، وهذا ما يستوجب إضافة صافي قيمة الأصول غير

[1]Barth, M . & Landsman, W . (1995). "Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting", ***Journal of Accounting Horizons***, Vol . (9), No . (4), P 100.
[2]Pandey, A . (2015). **Loc .**

المعترف بها Unrecognized Aaaets (UNAt) في الميزانية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكيـــة (صافي القيم المحاسبية للأصول المعترف بها)، بحيث أن دالة التقييم السابقة تصبح كالآتي[1]:

$$P_t = \alpha + \chi_1 b_t + \chi_2 UNA_t + \varepsilon_t$$

وبالتالي إذا كانت متغيرات هذه الدالة، تمثل قيم اقتصادية جارية بعد إدخال جميع الأصول غير المعترف بها في الميزانية، فإنه يمكن الاعتماد عليها في تقييم حقوق الملكية بدون أي مشاكل.

يُلاحظ مما سبق، أن نموذج الميزانية العمومية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية)، اعتمـــد بشـــكل أساسي على متغيرات قائمة المركز المالي فقط في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، حيـــث يفترض هذا النموذج أن قيم الأصول والالتزامات أو القيمة الدفترية لحقوق الملكية فـــي حـــال كانت تمثل قيم اقتصادية جارية تكفي لتحديد القيمة الحقيقية لحقـــوق الملكيـــة دون وجـــود دور تقييمي لأي متغير آخر، وهذا يتوقف على تحقق افتراضات هذا النموذج من حيـــث: شـــمولية الاعتراف والقياس لجميع الأصول، حيث أن وجود أصول غير معترف بها في قائمة المركـــز المالي يجعل من عملية التقييم غير دقيقة على اعتبار أن الأثر المالي لهذه الأصول لا يظهر في قيمة الأصول أو القيمة الدفترية لحقوق الملكية، بالإضافة إلى قياس الأصول بقيمها العادلة.

- **نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية:**

Historical Data for Accounting Earnings and Book Value of Equity Model:

إذا كانت الأرباح المحاسبية (Xt) والقيمة الدفترية لحقوق الملكية (bt) كلٍ بمفـــرده، لا يقـــدمان المعلومات الكافية لقياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، فإنه يمكن الاعتماد على تكامل محتواها المعلوماتي ودورهما التقييمي للوصول إلى دالة تقييم تجمع كلاهما في محاولة لإبـــراز الـــدور التكاملي الذي تلعبه المعلومات المحاسبية للقائمتين الرئيسيتين (المركز المالي والدخل).

[1] **Idem .**

فالمعالجة المحاسبية للأصول، تكشف أن استخدام القيمة الدفترية لحقوق الملكية، غير كاف لقياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، حتى لو أضفنا إليها صافي قيمة الأصول غير المعترف بها في الميزانية، فالقيمة الدفترية لحقوق الملكية لا تمثل القيمة الاقتصادية لصافي أصول المنشأة، وذلك لأن القيم المحاسبية للأصول (وفقاً لتكلفتها التاريخية مطروحاً منها نفقات الاستهلاك الدورية) لا تعكس قيم اقتصادية جارية (المكاسب المتوقعة مستقبلاً) بتاريخ الإفصاح عنها في الميزانية العمومية، يضاف إلى ذلك صعوبة تحديد القيم العادلة للأصول غير المعترف بها في الميزانية العمومية[١].

إلا أنه في نفس الوقت، ناقشت بعض الدراسات المحاسبية، أن المكاسب المتوقعة مستقبلاً من هذه الأصول، تنعكس في نهاية الأمر وبشكل دوري في رقم الأرباح المحاسبية بما فيها عائدات الأصول غير المسجلة ضمن الأصول في الميزانية، بحيث أن رقم الأرباح المحاسبية من المفترض أن يعكس الإيرادات والنفقات المرتبطة بجميع الأصول بما فيها أية زيادة في القيمة الاستعمالية لهذه الأصول عن سعر دخولها[٢].

وعليه فإن إضافة رقم الأرباح المحاسبية كمتغير تفسيري إلى جانب القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، يسهم في حل جزء كبير من المشكلة التقييمية التي تنتج عن قصور النظام المحاسبي في قياس الأصول والاعتراف بها (مشكلة الأصول غير المعترف بها ومشكلة المتغير المرتبط المحذوف)[٣].

---

[1]Cooray, T . & Senaratne, S . & Gunarathne, N . A D & Herath, R . & Samudrage, D (2020)."Does Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Information? Evidence from Sri Lanka", ***Working Paper***, University of Sri Jayewardenepura, P 2.

[2]Bogstrand, O . & Larsson, A . E (2012). " Have IFRS Contributed to an Increased Value-Relevance? The Scandinavian Evidence, ***Working Paper***, Uppsala University, P 6.

[3]Cooray, T . & Senaratne, S . & Gunarathne, N . A D & Herath, R . & Samudrage, D (2020)**. Loc .**

وبالتالي فإنه يمكن التعبير عن دالة تقييم نموذج الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وفق المعادلة الآتية: $P_t = \alpha + \kappa_1 b_t + \kappa_2 X_t + \varepsilon_t$

تمثل هذه العلاقة الشكل العام لنموذج تقييم حقوق الملكية الذي يجمع كل من الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية كمتغيرات مستقلة في دالة واحدة، وقيم المعاملات المرافقة لهذه المتغيرات المستقلة تتوقف على المحتوى المعلوماتي والدور التقييمي الذي يقدمه كل متغير[1]. يُلاحظ مما سبق، أن نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، اعتمد على تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي الدخل والمركز المالي، من خلال إدخال متغيري الأرباح المحاسبية (كممثل لقائمة الدخل) والقيمة الدفترية لحقوق الملكية (كممثل لقائمة المركز المالي) في دالة تقييم حقوق الملكية، انطلاقاً من أن وجود هذين المتغيرين معاً في دالة التقييم يحل جزء كبير من المشاكل التقييمية الناجمة عن قصور النظام المحاسبي في قياس الأصول والاعتراف بها (مشكلة الأصول غير المعترف بها ومشكلة المتغير المرتبط المحذوف).

٢-٢-٣: النماذج المحاسبية المعاصرة لتقييم حقوق الملكية:

Modern Accounting Models for Equity Valuation:

يقصد بالنماذج المحاسبية المعاصرة لتقييم حقوق الملكية، تلك النماذج التي ظهرت في مرحلة التسعينات من القرن الماضي في إطار تقييم حقوق الملكية، ويعرض الباحث أهم تلك النماذج وفق الآتي:

- **نموذج الدخل المتبقي Residual Income Model:**

يمثل نموذج الدخل المتبقي، شكلاً جديداً من نموذج توزيعات الأرباح المخصومة، كما يشكل جسراً للانتقال إلى دالة تقييم حقوق الملكية وفقاً لنموذج Ohlson (1995)، حيث تعتبر دالة تقييم

[1] Bogstrand, O . & Larsson, A . E (2012). **Op . Cit**, P 14.

نموذج الدخل المتبقي، نتيجة فرعية من نموذج Ohlson الذي قدم من خلاله دالة لتقييم حقــوق الملكية من خلال ما يعــرف بعلاقــات ديناميكيــة المعلومــات الخطيــة Liner Information Dynamics[1]، ويعرض الباحث افتراضات هذا النموذج ودالته التقييمية وتقييمــه مــن الناحيــة التطبيقية، وفق الآتي:

❖ افتراضات نموذج الدخل المتبقي Assumptions of the Residual Income Model:

يعتمد نموذج الدخل المتبقي على افتراضيين أساسيين للوصول إلى دالة التقييم، وفيما يلي عرض لهذين الافتراضيين:

١- الافتراض الأول:

يقوم هذا الافتراض، على أن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعــات الأربــاح المتوقعــة والمخصومة Present Value of Expected Dividends (PVED)، وذلك وفق دالة تقييم نمــوذج توزيعات الأرباح المخصومة، حيث تعتبر هذه العلاقة افتراض أساسي ونقطة البداية في معظــم نماذج تقييم حقوق الملكية، وذلك نظراً لوجود قبول واتفاق عام على صحة الأســاس النظــري الذي يقوم عليه نموذج التوزيعات في إطار المبدأ الأساسي لتقييم حقوق الملكية، بحيث أن[2]:

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+1})}{(1+r_f)^t} \qquad \text{(PVED)} \qquad \text{(A)}$$

حيث أن: d_t: تمثل صافي التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم، وتساوي التوزيعــات المدفوعــة مطروحاً منها الإضافات التي تمت على حقوق الملكية خلال الفترة، وإذا كانت هذه الإضــافات أكبر من التوزيعات المدفوعة فإن إشارة d_t ستكون سالبة.

E_t: تشير إلى عامل القيمة المتوقعة للتوزيعات المستقبلية عند نهاية الفترة t.

[1]Estevez, E (2020). "Valuing a Company Using the Residual Income Method", ***available at site:*** https://www.investopedia.com/.

[2]Ivanovski, Z . & Ivanovska, N . & Narasanov, Z (2015). "Application of Dividend Discount Model Valuation at Macedonian Stock Exchange", ***UTMS Journal of Economics***, Vol . (6), No . (1), P 150.

(1 + rf): يمثل عامل خصم التوزيعات المتوقعة، و rf هو معدل العائد على حقوق الملكية والذي يفترض أنه يتكون من معدل العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate كتعويض عن القيمة الزمنية للنقود، إضافة إلى علاوة المخاطر أو بدل المخاطرة كتعويض عن توجيه الأموال إلى مثل هذا النوع من الاستثمارات، إلا أن Ohlson (1995) يفترض حيادية المخاطر Risk Neutrality بحيث أن rf هنا يمثل معدل العائد الخالي من المخاطر، إضافةً إلى ذلك فإن النموذج يفترض عدم تغير قيمة هذا المعامل من فترة إلى أخرى No stochastic Rate[1].

٢- الافتراض الثاني:

يتضمن هذا الافتراض جزأين، هما:

أ- أن التغير في القيمة الدفترية لحقوق الملكية (b) ما بين نهاية الفترة (t) وبدايتها (t-1)، إما أن يكون مصدره الأرباح المحاسبية (X_t)، أو التوزيعات (d_t) التي تتم لحملة الأسهم وإضافات رأس المال الناتجة عن إصدار أسهم جديدة، أي أن هذا التغير يساوي الأرباح المحاسبية المحققة عن هذه الفترة مطروحاً منها صافي التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم عن هذه الفترة، بحيث أن[2]:

$$b_t - b_{t-1} = X_t - d_t$$

وتُعرف هذه العلاقة بعلاقة الفائض الصافي Clean Surplus Relation (CSR) والتي تجسد مفهوم الدخل الشامل، بحيث أنها تتطلب أن تكون جميع التغيرات التي تتم في القيمة الدفترية لحقوق الملكية، مدرجة ضمن بنود قائمة الدخل، علاوةً على العمليات المباشرة مع حملة الأسهم كالتوزيعات النقدية المدفوعة أو إضافات رأس المال خلال الفترة[3].

[1]Onali, E . & Ginesti, G (2015). "Sins of Omission in Value Relevance Empirical Studies", ***Working Paper***, Aston University, Second University of Naples, P 6.
[2]Pazarzi, G . (2014).**Op . cit**, P 94.
[3]Pinochi, M . & Fais, F . & Corsiglia, M (2019)**.** "Residual Income Model and abnormal returns", ***Business Valuation OIV Journal*** , Vol . (1), No . (1), P 21.

ب- إن كل وحدة نقدية تدفع كتوزيعات أرباح لحملة الأسهم من خلال متغير التوزيعات (dt)، تؤدي إلى تخفيض القيمة الدفترية لحقوق الملكية (bt) بنفس القيمة وعن نفس الفترة، في حين أن هذه التوزيعات لا تؤثر على الأرباح الحالية[1].

وفي الواقع، فإن هذا الافتراض المتعلق بتأثير التوزيعات، ليس له أي دور في الوصول إلى دالة تقييم نموذج الدخل المتبقي، إلا أن دوره يبرز في إطار نموذج Ohlson (1995)، والمهم في الافتراض الثاني في إطار نموذج الدخل المتبقي هي علاقة الفائض الصافي (CSR)[2].

❖دالة تقييم نموذج الدخل المتبقي Evaluation Equation of Residual Income Model:

للوصول إلى دالة تقييم نموذج الدخل المتبقي، يتم استبدال توزيعات الأرباح (dt) في الافتراض الأول، بما يقابلها من متغيرات محاسبية وفق علاقة الفائض الصافي (CSR)، فقيمة التوزيعات من خلال هذه العلاقة، تساوي[3]:

$$d_t = X_t + b_{t-1} - b_t \qquad (1,1)$$

ويُعرف الدخل المتبقي أو الأرباح غير العادية X_t^a: بأنها الأرباح المحاسبية المحققة عن الفترة (t-1 , t)، زيادةً عن تكلفة حقوق الملكية (والتي تساوي القيمة الدفترية لحقوق الملكية عند بداية الفترة مضروبةً بمعدل العائد الخالي من المخاطر r_f وفق افتراضات Ohlson)، كما في المعادلة الآتية[4]:

$$X_t^a = X_t - r_f b_{t-1} \Rightarrow X_t = X_t^a + r_f b_{t-1} \qquad (1,2)$$

ومن خلال العلاقتين السابقتين (1,1) و (1,2) فإن قيمة صافي التوزيعات، تساوي:

$$d_{t+1} = X_{t+1}^a + (1+r_f)b_{1+t-1} - b_{t+1} \qquad (1,3)$$

---

[1]Onali, E . & Ginesti, G (2015). **Op . Cit**, P 8.

[2]Ohlson, J . (1995). "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation", ***Contemporary Accounting Research***, Vol . (11), No . (2), P 667.

[3]Penman, H. S & Reggiani, F. (2018). "Fundamentals of Value versus Growth Investing and an Explanation for the Value Trap", ***Financial Analysts Journal***, Vol . (74), No . (4), P 109.

[4]Magni, A . C (2009). "Splitting Up Value: A Critical Review of Residual Income Theories", ***European Journal of Operational Research***, Vol . (198), No . (1), P 5.

ومن خلال العلاقات السابقة ودالة تقييم نموذج التوزيعات، يعبر عن دالة تقييم حقوق الملكية وفقاً لنموذج الدخل المتبقي، من خلال المعادلة الآتية[1]:

$$P_t = b_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t(X^a_{t+1})}{(1+r_f)^t} \qquad (1,4)$$

ووفقاً لدالة التقييم السابقة، فإن القيمة الحقيقية للسهم (Pt) وفقاً لنموذج الدخل المتبقي، تساوي: قيمته الدفترية مضافاً إليها القيمة الحالية للدخل المتبقي المتوقع إلى ما لانهاية (والذي يمكن قياسه باستخدام المتغيرات المحاسبية ممثلةً بالأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية)[2].

ويلاحظ أن نموذج الدخل المتبقي من خلال استخدامه للأرباح غير العادية Abnormal Earnings (القيمة المضافة added Value) والتي تمثل الزيادة في العائد الدفتري عن تكلفة حقوق الملكية، يركز على خلق الثروة Create Wealth بدلاً من التركيز على توزيع الثروة (توزيعات الأرباح) كما في نموذج توزيعات الأرباح، حيث يعتمد مفهوم الأرباح غير العادية على نفس فكرة القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) والتي ظهرت عند الاقتصاديين منذ عقود عديدة Hamilton (1777) – Marshall (1890)، فقد حدد الاقتصاديون بأن قدرة المنشأة على تحقيق قيمة مضافة (خلق ثروة) يتوقف على قدرتها على تحقيق عائد يفوق تكلفة رأس المال (تكلفة الدين وحقوق الملكية)[3].

وهنا لا بد من الإشارة، إلا أنه إذا كانت الأرباح غير العادية تعتمد على نفس فكرة القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أنه يوجد اختلاف بينهما، إذ يوجد فرق بين الأرباح المحاسبية والأرباح

[1]Tareq, A . M (2017). "Is Residual Income Model (RIM) REALLY Superior to Dividend Discount Model (DDM)?' – A Misconception", ***IOSR Journal of Business and Management***, Vol . (5), No . (6), P 38.
[2]Perek, A . A & Perek, S . (2012). "Residual Income Versus Discounted Cash Flow Valuation Models: An Empirical Study", ***Journal of Accounting & Taxation***, Vol . (4), No . (2), P 58.
[3]Pinochi, M . & Fais, F . & Corsiglia, M (2019)**. Op . Cit**, P 23.

الاقتصادية التي يطرح منها تكلفة حقوق الملكية (أو تكلفة رأس المال) للوصول إلى الأرباح غير العادية (أو القيمة الاقتصادية المضافة)، فالأرباح غير العادية أو الدخل المتبقي تختلف باختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة ومن غير المحتمل أن تساوي صافي الدخل الاقتصادي، كما أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية لا تمثل قيمتها السوقية التي تقاس وفق المفاهيم الاقتصادية عند تقدير القيمة الاقتصادية المضافة[1].

❖تقييم نموذج الدخل المتبقي Evaluate the Residual Income Model:

من أجل مناقشة المزايا والانتقادات لنموذج الدخل المتبقي، يمكن إعادة كتابة دالة تقييم هذا النموذج باستخدام تعريف الأرباح غير العادية، وفق الآتي:

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t(x_{t+1} - rb_{t+t-1})}{(1+r_f)^t}$$

والهدف من ذلك، إظهار نموذج الدخل المتبقي باستخدام المتغيرات المحاسبية بدلاً من الأرباح غير العادية أو الدخل المتبقي والتي لا تعتبر من ضمن الأرقام المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها في القوائم المالية، حيث أن القضية التي نالت اهتمام الباحثين في الأدب المحاسبي، هي أن هذه الدالة تعبر عن تقييم حقوق الملكية باستخدام متغيرات محاسبية[2].

من خلال المعادلة السابقة، يتضح أن نموذج الدخل المتبقي ومن خلال علاقة الفائض الصافي يعبر عن العلاقة بين القيمة الحالية للسهم والمتغيرات المحاسبية المستقبلية، بدون التعرض لمشاكل العلاقة بين التوزيعات والأرباح وضرورة تحديد نسبة دفع التوزيعات مستقبلاً وما يرافقها من افتراضات غير واقعية أحياناً، كأن يتم افتراض أن نسبة دفع التوزيعات تساوي

[1]Vahid, N . & Dehghanpour, R . M & Nasirizadeh, H (2013). " Comparison between accounting profit and economic profit and its effect on optimal point of production, ***Journal of Natural and Social Sciences***, Vol . (2), No . (3), P 493.

[2]Penman, H. S & Reggiani, F. (2018). **Op . Cit**, P 110.

١٠٠%، وهذا أعطى للنموذج ميزة هامة عن نموذج توزيعات الأرباح المخصومة[١]، كما ساعد هذا النموذج في تحول هدف البحث المحاسبي باتجاه التنبؤ بالأرباح بدلاً من التركيز على تفسير سلوك الأسعار الجارية، فمثلاً تم استخدام هذا النموذج من قبل Frankel & Lee (1998) في إطار التحليل الأساسي، وأظهرت النتائج دور القيمة الحقيقية المقدرة باستخدام هذا النموذج في التنبؤ بالعائدات المستقبلية[٢]، كما أظهرت نتائج دراسة Pinochi et . al (2019) على أهمية هذا النموذج في تحديد القيمة الحقيقية والتنبؤ بالعائدات المستقبلية[٣]، إلا أنه بالمقابل من ذلك فقد وجهت لهذا النموذج العديد من الانتقادات يمكن إيجازها بالنقاط الآتية:

١- إن نموذج الدخل المتبقي، يأخذ بالقيمة الحالية للدخل المتبقي إلى ما لانهاية، وبالتالي فإنه لا يحل نظرياً المشاكل التطبيقية التي تتعرض لها نماذج التقييم التي تعتمد على مفهوم القيمة الحالية، من حيث تحديد أفق التنبؤ وتقدير القيمة الانتهائية للسهم في فترة ما بعد أفق التنبؤ إلى ما لانهاية إضافة إلى قيمته في فترة التنبؤ[٤].

٢- إن دالة تقييم نموذج الدخل المتبقي السابقة، تعبر عن علاقة قيمة السهم مع المتغيرات المحاسبية والتي تساوي التوزيعات وفق علاقة الفائض الصافي، وبالتالي لا يوجد أي دور لخصائص الأرقام المحاسبية في التقييم بخلاف علاقة الفائض الصافي[٥]، فنموذج الدخل المتبقي يمثل إعادة صياغة لنموذج التوزيعات من خلال استبدال التوزيعات بما يقابلها من متغيرات محاسبية وفق علاقة الفائض الصافي، وهذا ما دعا إلى القول أن جميع نماذج التقييم التي تقوم باستبدال التوزيعات في نموذج التوزيعات اعتماداً على علاقة الفائض الصافي تؤدي إلى

---

[1]Pinochi, M . & Fais, F . & Corsiglia, M (2019)**. Op . Cit**, P 20.
[2]Frankel, R . & Lee, C . (1998). **Loc .**
[3]Pinochi, M . & Fais, F . & Corsiglia, M (2019)**. Loc .**
[4]Schoon, N . (2005). "Residual Income Models and Valuation of Conventional and Islamic Banks", ***PHD Thesis***, School of Management, University of Surrey, P 28.
[5]Dechow, P . et . al (1999). **Op . cit**, P 4.

تقديرات مماثلة لقيمة السهم من الناحية النظرية[1]، وهنا تجدر الإشارة إلى أنه وعلى الرغم من شرعية الانتقاد الموجه إلى نموذج الدخل المتبقي، في أنه إعادة صياغة لنموذج التوزيعات المخصومة، إلا أن أداء النموذجين في الواقع العملي مختلف، فقد أجريت الكثير من الدراسات التي هدفت إلى مقارنة أداء النموذجين في الواقع العملي، وقد توصل عدد من هذه الدراسات إلى دليل تطبيقي يؤيد أفضلية نموذج الدخل المتبقي عند التقييم لفترة محدودة، فمثلاً قدم Bernard (1995) دليلاً على أفضلية نموذج الدخل المتبقي في توضيح تغيرات سعر السهم من خلال قيمة معامل التحديد، حيث بلغت قيمة هذا المعامل باستخدام نموذج الدخل المتبقي %(69) في حين كانت قيمته عند استخدام نموذج التوزيعات المخصومة %(29) وذلك عند التقييم لفترة محددة (4 سنوات)[2]، كما أن دراسة كلٍ من Penman & Sougiannis (1998) و Lee et.al (1999) و Francis & Olsson & Oswald (2000) والتي هدفت إلى فحص موثوقية تحديد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام نماذج: (التوزيعات المخصومة – التدفق النقدي الحر – الدخل المتبقي)، وذلك على اعتبار أن هذه النماذج الثلاث تنطلق من نموذج التوزيعات بشكل أساسي وبالتالي يجب أن تسفر النتائج عن نفس التقديرات نظرياً، إلى أن نتائجها أوضحت بأن أداء نموذج الدخل المتبقي أفضل من أداء النموذجين الآخرين في تقدير القيمة الحقيقية للسهم[3]، بالمقابل من ذلك أظهرت نتائج دراسة Perek & Perek (2012) بالتطبيق على مجموعة من الشركات التركية، أفضلية نموذج التوزيعات على نموذج الدخل المتبقي في التقييم، حيث أن نموذج الدخل المتبقي نتج عنه تقييم أقل للشركات مقارنةً بنموذج التوزيعات، وقد أرجعت الدراسة السبب في ذلك إلى خصائص معينة للشركات التركية من حيث الاستثمارات الكبيرة في الأصول الثابتة وارتفاع

[1]Tareq, A . M (2017). **Op . Cit**, P 36.
[2]Bernard, V . (1995). "The Feltham – Ohlson Framework: Implications for Empiricists", ***Contemporary Accounting Research,*** Vol . (11), No . (2), P 737.
[3]Pazarzi, G . (2014). **Loc .**

كبير في تكاليف الاهتلاك وبالتالي نقص في قيمة صافي الدخل مقابل زيادة في قيمة التدفق النقدي[1].

يُلاحظ مما سبق، أن نموذج الدخل المتبقي، اعتمد على تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل من خلال الاعتماد على متغيريَ القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية المستقبلية لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، مع التركيز على عملية خلق الثروة في عملية التقييم، وذلك من خلال إدخال الأرباح غير العادية بدلاً من الأرباح المحاسبية إلى دالة التقييم من خلال علاقة الفائض الصافي، انطلاقاً من أن الاعتبار الأهم في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية هو لقدرة المنشأة على تحقيق أرباح غير عادية تفوق تكلفة حقوق الملكية لتعويض المستثمر عن المخاطر المحتملة للاستثمار في الأوراق المالية.

- **نموذج Ohlson (1995):**

تُعد الدراسة التي قدمها Ohlson من أهم الدراسات في مجال تقييم حقوق الملكية، حيث قُدم من خلالها أول نموذج محاسبي يتضمن الدور التقييمي للمتغيرات المحاسبية الرئيسية (الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية)، وكذلك الدور التقييمي للمتغيرات غير المحاسبية (المتمثلة بمتغير المعلومات الأخرى) في تقييم حقوق الملكية، كما ساهمت في تطوير أهداف البحث المحاسبي في أدب المحاسبة المالية المعاصر، باتجاه مجالات بحثية تهتم بدور المحاسبة والمفاهيم والمبادئ المحاسبية في دراسة العلاقات بين المعلومات المحاسبية ومتغيرات سوق الأوراق المالية[2].

[1]Perek, A . A & Perek, S . (2012). **Op . Cit**, P 62.
[2]Senthilnathan, S (2013). "The Informativeness of Earnings", ***International Journal of Innovative Research and Practices***, Vol . (1), No . (9), P 11.

ويقوم نموذج Ohlson على ثلاثة افتراضات أساسية، أولها دالة تقييم حقوق الملكية باستخدام نموذج توزيعات الأرباح، وثانيها علاقة الفائض الصافي (CSR) (وقد تم عرض هذين الافتراضين سابقاً عند الحديث عن نموذج الدخل المتبقي)، ويُعرف الافتراض الثالث بديناميكية المعلومات الخطية Linear Information Dynamics[1]، ويعرض الباحث ديناميكية المعلومات الخطية (الافتراض الثالث) وأهميتها في تقييم حقوق الملكية ودالة تقييم النموذج وميزاتها والنتائج التطبيقية للنموذج، وفق الآتي:

❖ ديناميكية المعلومات الخطية (Linear Information Dynamics):

تمثل ديناميكية المعلومات الخطية (LID) الافتراض الثالث والأخير من افتراضات نموذج Ohlson، وتُعتبر الإضافة الأساسية والمهمة التي قدمها Ohlson من خلال نموذجه، ويحدد هذا الافتراض العلاقة ما بين الأرباح غير العادية المستقبلية X^a_{t+1}، والأرباح غير العادية الحالية X^a_t إضافة إلى متغير المعلومات الأخرى V_t[2].

ويمكن التعبير عن متغير ديناميكية المعلومات الخطية، من خلال الدالتين الآتيتين[3]:

$$X^a_{t+1} = \omega X^a_t + \nu_t + \varepsilon_{1t+1} \quad (1)$$

$$\nu_{t+1} = \gamma \nu_t + \varepsilon_{2t+1} \quad (2)$$

وبالتالي فإن متغير المعلومات الأخرى يساوي: $\nu_t = X^a_{t+1} - \omega X^a_t$

تصف المعادلة الأولى العلاقة بين الأرباح غير العادية للفترة القادمة X^a_{t+1}، وكلاً من الأرباح غير العادية للفترة الحالية X^a_t ومتغير المعلومات الأخرى V_t، ويمكن توضيح دور متغير المعلومات الأخرى V_t ومعامل الميل ω وفقاً للآتي:

---

[1]Ozer, G . & Cam, I (2016). "The Role of Human Capital in Firm Valuation: An Application on BIST", ***Social and Behavioral Sciences***, Vol . (235), P 170.

[2]Kalantonis, P . & Schoina, S . & Missiakoulis, S . & Zopounidis, C (2020). " The Impact of the Disclosed R & D Expenditure on the Value Relevance of the Accounting Information: Evidence from Greek Listed Firms", ***Journal of Mathematics***, Vol . (8), P 9.

[3]Matias, G . et al (2017)."Equity Valuation and Negative Earnings", ***Journal of Accounting Finance***, P 22.

– متغير المعلومات الأخرى V_t: يلعب دوراً في التنبؤ بالأرباح غير العادية للفترة القادمة، حيث أن بعض الأعمال التي تقوم بها المنشأة في الفترة الحالية، قد لا تظهر نتائجها في أرباح الفترة الحالية، بينما تظهر في أرباح الفترة القادمة نتيجةً للمبادئ المحاسبية[1].

– معامل الميل ω: المرافق لمتغير الأرباح غير العادية الحالية، يشير إلى مقدار التغير في الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة (المتغير التابع)، إذا ما تغيرت الأرباح غير العادية للفترة الحالية (المتغير المستقل) بمقدار وحدة واحدة، ولذلك فهو يقيس استمرارية Persistence الأرباح غير العادية من الفترة الحالية إلى الفترة التالية، بحيث أن نموذج Ohlson يفترض أن الأرباح غير العادية تحقق انحدار ذاتي من الدرجة الأولى (First – Order Autoregression)، أي أنها تنحدر على ذاتها ولفترة واحدة فقط، وهذا الافتراض يسري أيضاً على العلاقة الثانية من ديناميكية المعلومات الخطية الخاصة بمتغير المعلومات الأخرى V_t[2].

كما توضح المعادلة الثانية أن متغير المعلومات الأخرى V_t، لا يرتبط مع الأرباح غير العادية الحالية X_t^a، فالتنبؤ بقيمة متغير المعلومات الأخرى للفترة القادمة v_{t+1}، يعتمد فقط على قيمته الحالية V_t، وقيمة معامل الميل γ الذي يقيس مدى استمرارية هذه المعلومات من فترة لأخرى. ويفترض النموذج أن قيمة المعاملات ω و γ ثابتة ومعروفة عند نهاية الفترة ومقيدة بأنها غير سالبة، وأقل من الواحد ($1> \omega \geq 0$، $1> \gamma \geq 0$)[3].

[1]Ozer, G . & Cam, I (2016). **Loc .**
[2]Senthilnathan, S (2013). **Op . Cit**, P 14.
[3]Kalantonis, P . & Schoina, S . & Missiakoulis, S . & Zopounidis, C (2020). **Op . Cit**, P 10.

❖ أهمية افتراض ديناميكية المعلومات الخطية في نموذج Ohlson:

The Importance of Liner Dynamics Information in Ohlson Model:

يشكل افتراض ديناميكية المعلومات الخطية، محور الاهتمام في نموذج Ohlson، وذلك لتقديمه مزايا متعددة للنموذج، أهمها:

١- الربط بين الأرباح الحالية والمستقبلية (من خلال العلاقة الأولى)، وهذا الربط يحل المشاكل التطبيقية الناجمة عن تقدير القيمة الحالية للمتغيرات المتنبأ بها مستقبلاً (المفترض إلى ما لانهاية)، مثل القيمة الحالية للأرباح غير العادية في نموذج الدخل المتبقي، وتمكن من الوصول إلى دالة تقييم يعبر عنها باستخدام متغيرات حالية بدلاً من المتغيرات المستقبلية، بدون الدخول في مشاكل تحديد أفق التنبؤ وتقدير القيمة الانتهائية للسهم Terminal Value[١].

٢- إن وجود متغير المعلومات الأخرى (في العلاقة الأولى المتعلقة بالأرباح غير العادية)، يجسد فكرة أن الأرباح المحاسبية قد لا تعكس كافة الإيرادات المتعلقة بالأنشطة التي تقوم بها المنشأة في الفترة الحالية، في حين أنها تعكسها بعد مرور فترة واحدة، كما أنه ليس من الضروري أن تصبح هذه المعلومات الأخرى أرباحاً في الفترة القادمة، وإنما تتحول إلى أرباح عندما تكون ذات قيمة ملائمة[٢].

٣- يظهر تأثير توزيعات الأرباح على المتغيرات الحالية والمستقبلية، كأحد الخصائص الإضافية للنموذج اعتماداً على هذا الافتراض، بحيث أن كل وحدة نقدية تدفع كتوزيعات أرباح عن الفترة الحالية تؤدي إلى تخفيض الأرباح المتوقعة للفترة القادمة بمقدار معدل العائد الذي يمكن تحقيقه على هذه الوحدة النقدية، والذي يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر وفقاً لافتراض النموذج، إضافة إلى ذلك في حال كانت الأرباح غير العادية مؤقتة ولا تحقق صفة

[1]Pimentel, C . R & DE Aguiar, B . A (2016). "The Role of Earnings Persistence in Valuation Accuracy and the Time Horizon", ***RAE - Revista de Administração de Empresas***, Vol . (56), No . (1), P 75.
[2]Kumari, P. & Sekharmishra, C. (2017). **Op . Cit**, P 7.

الاستمرارية ($\omega = 0$)، فإن قيمة متغير المعلومات الأخرى تساوي الصفر ($V_t = 0$)، وبالتالي فإن الأرباح المحاسبية المتوقعة للفترة القادمة تساوي القيمة الدفترية عند بداية الفترة t مضروبة بمعدل العائد الخالي من المخاطر($X_t^a = r_f b_{t-1}$)[1].

❖ دالة تقييم حقوق الملكية وفق نموذج Ohlson (1995):

Equity Valuation Equation according to Ohlson Model:

وفقاً لنموذج Ohlson، فإن قيمة السهم الحالية P_t تحسب من خلال دالة التقييم الآتية[2]:

$$P_t = b_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t$$

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(1+r_f-\omega)} \geq 0 \qquad \text{و} \qquad \alpha_2 = \frac{(1+r_f)}{(1+r_f-\omega)(1+r_f-\gamma)} > 0$$

حيث أن:

b_t :القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

X_t^a : تمثل الربحية الحالية، والتي تقاس من خلال الأرباح غير العادية الحالية.

V_t: تمثل المعلومات الأخرى، التي تعدل التنبؤ بالأرباح غير العادية للفترة القادمة، بحيث إذا كانت الأرباح غير العادية الحالية كافية بمفردها للتنبؤ بالأرباح غير العادية للفترة القادمة، أي أنها تحقق انحدار ذاتي من الدرجة الأولى بشكل كامل، فإن قيمة متغير المعلومات الأخرى يساوي الصفر ($V_t = 0$)[3].

وعليه فإن القيمة الحالية للسهم وفقاً لهذا النموذج تساوي قيمته الدفترية مضافا إليها القيمة المضافة المقاسة من خلال الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى، وبهذا فإن Ohlson قدم دالة تقييمية تعتمد على المتغيرات المحاسبية التي تمثل القوائم المالية الرئيسية: الأرباح

---

[1] Ohlson, J . (1995). **Op . Cit**, P 667.
[2] Lee, C . S & Chen, L . J & Tsa, S . M (2014). **Op . Cit**, P 38.
[3] Pimentel, C . R & DE Aguiar, B . A (2016). **Op . Cit**, P 72.

المحاسبية كممثل لقائمة الدخل، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية كممثل لقائمة المركز المالي، والمعلومات غير المحاسبية من خلال المتغير الإضافي (المعلومات الأخرى)[١].

❖ ميزات دالة تقييم حقوق الملكية وفق نموذج Ohlson (1995):

Features of Equity Valuation Equation according to Ohlson Model:

يمكن إيجاز أهم ميزات دالة تقييم حقوق الملكية وفق نموذج Ohlson، بالآتي:

١- تعبر هذه الدالة عن قيمة السهم الحالية باستخدام متغيرات جارية (ليست مستقبلية)، وهذه النقطة تعتبر مهمة من الناحية التطبيقية، إذ أنها تتجنب المشاكل التطبيقية التي تؤثر على دقة التقييم المقدرة والمرتبطة بتقييم حقوق الملكية باستخدام نماذج التقييم التي تتطلب قطع أفق التنبؤ (المفترض إلى ما لانهاية) كما في نموذج توزيعات الأرباح ونموذج الدخل المتبقي ونموذج التوزيعات النقدية الحرة[٢].

٢- دخول متغير المعلومات الأخرى إلى دالة التقييم بعد إدخاله إلى ديناميكية المعلومات الخطية المتعلقة بالأرباح غير العادية، فقيمة هذا المتغير في دالة التقييم تحدد الفرق بين قيمة السهم السوقية وقيمته الدفترية مضافاً إليها الربحية الحالية التي تقاس من خلال الأرباح غير العادية الحالية، حيث أنه في ديناميكية المعلومات الخطية تظهر أهمية هذا المتغير بأنه يمثل المعلومات المتعلقة بأنشطة حالية للمنشأة والتي لا تنعكس إيراداتها في الأرباح الحالية، في حين أنها تدخل في الأرباح المحاسبية للفترة القادمة نتيجة المبادئ المحاسبية، إلا أن وجود هذا المتغير في دالة التقييم يقدم ميزة إضافية للدور الذي تلعبه المعلومات الأخرى[٣]، فقد ناقشت الدراسات المحاسبية في مجال أسواق الأوراق المالية أن أسعار الأسهم تعكس إيرادات الأحداث التي تقوم بها المنشأة

[1]Mirza, A . & Malek, M . & Abdul-Hamid, A . M (2019). "Value Relevance of Financial Reporting: Evidence from Malaysia", ***Journal of Economics & Finance***, Vol . (7), P 6.
[2]Djaballah, A (2019). "Valuation-based Accounting Research: Predominance of the Clean Surplus Valuation Model", ***International Journal of Economics and Financial Issues***, Vol . (9), No . (2), P 270.
[3]Senthilnathan, S (2013). **Op . Cit**, P 15.

بشكل فوري، في حين أن الأرباح المحاسبية تعكس هذه الإيرادات بعد فترة واحدة بسبب المبادئ المحاسبية المطبقة (مثل مبدأ الاعتراف بالإيراد)، وبالتالي فإن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة التقييم يحل هذه المشكلة والتي تعتبر حالة خاصة من أسبقية أسعار الأسهم على الأرباح المحاسبية، حيث أن أسبقية الأسعار على الأرباح قد يمتد لفترات متعددة، في حين أن متغير المعلومات الأخرى في دالة التقييم يحل مشكلة الأرباح التي قد تنعكس في الأسعار الجارية، في حين أنها ستنعكس بعد فترة واحدة فقط في الأرباح المحاسبية، بحيث أن متغير المعلومات الأخرى يجسد فكرة المعلومات التي تكون ملحوظة من قبل السوق من خلال السعر قبل أن تظهر ضمن المعلومات المحاسبية (الأرباح)[١].

❖ نموذج Ohlson في البحث المحاسبي التطبيقي:

Ohlson's Model in Empirical Accounting Research:

قامت العديد من الدراسات باختبار كفاءة نموذج Ohlson في التقييم والتنبؤ، وقد أظهرت نتائج هذه الدراسات أداءً مختلفاً للنموذج، ففي حين أكدت بعض الدراسات على قدرة النموذج العالية في التقييم والتنبؤ كدراسة Ota (2002)[٢] ودراسة Lorenzo & Duran (2010)[٣] ودراسة Martinez et al (2012)[٤] ودراسة Lee et . al (2014)[٥]، بالمقابل أظهرت دراسات أخرى أداءً متواضعاً للنموذج في القدرة على تفسير التغيرات الجارية في الأسعار السوقية للأسهم والترابط مع العائدات المستقبلية، فمثلاً أظهرت دراسة Dechow (1999)[٦] أفضلية نموذج رسملة الأرباح

[1]Ota, K (2001). "The Impact of Valuation Models on Value – Relevance Studies in Accounting", A Review of Theory and Evidence, ***Working Paper***, The Australian National University, P 18.
[2]Ota, K . (2002). "A Test of the Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence from Japan", ***The International Journal of Accounting***, Vol . (37).
[3]Lorenzo, A . & Duran, R . (2010). "Ohlson Model by Panel Cointergration with Mexican Data", ***Revista de Contaduria y Administracion***, Vol . (1), No . (232).
[4]Martinez, P . & Prior, D . & Rialp, J . (2012). "The Price of Stocks in Latin American Financial Markets: An Empirical Application of the Ohlson Model", ***International Journal of Business & Finance Research***, Vol . (6), No . (4).
[5]Lee, C . S & Chen, L . J & Tsa, S . M (2014). **Loc .**
[6]Dechow, P . et . al (1999). **Loc .**

الجارية من حيث القوة التفسيرية في العلاقة مع عائدات الأسهم، كما بينت دراسة Myers[1] (1999) أن النموذج ذو قوة تفسيرية ضعيفة للتغيرات في أسعار الأسهم، أما الدراسات الحديثة فقد ركزت على استخدام النموذج لقياس القيمة الملائمة للمتغيرات المحاسبية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح المحاسبية) للشركات المدرجة في الأسواق المالية في تقييم حقوق الملكية، كدراسة Al-Hares (2012)[2] ودراسة Bolibok (2014)[3] ودراسة Rivera (2018)[4] ودراسة Mirza et . al (2019)[5]، كما قامت دراسات أخرى بتعديل دالة تقييم النموذج من خلال إدخال متغيرات أخرى إلى دالة التقييم لاختبار مدى ملائمة تلك المتغيرات في تحسين القدرة التقييمية للنموذج كدراسة Ozer et . al (2016)[6] التي قامت بإضافة متغير رأس المال البشري إلى دالة التقييم وأظهرت النتائج زيادة القدرة التقييمية لنموذج Ohlson بعد إضافة هذا المتغير بالتطبيق على عينة من الشركات التركية، ودراسة Kalantonis et . al (2020)[7] التي قامت بإضافة نفقات البحث والتطوير إلى دالة تقييم النموذج بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة أثينا وأظهرت نتائجها عدم ملائمة هذا المتغير في التقييم، وهنا يشير الباحث إلى أن النموذج الذي تم اقتراحه في هذه الدراسة يقوم على تعديل دالة تقييم نموذج Ohlson من خلال استبدال متغير المعلومات الأخرى بمتغير حجم المخاطر ليتم الأخذ بعين الاعتبار مخاطر البيئة التشغيلية لشركات العينة ومتغيرات الاقتصاد السوري وأثرها في عملية التقييم.

---

[1]Myers, J . (1999). "Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics", ***The Accounting Review***, Vol . (74), No . (1), P 26.

[2]Al-Hares, M . O & Abughazaleh, M . N & Haddad, E . A (2012). "Value relevance of earnings, book value and dividends in anemerging capital market: Kuwait evidence", ***Global Finance Journal***, Vol . (23).

[3]Bolibok, P . (2014). **Loc .**

[4]Rivera, I . S & Roman, J . & Schaefer, T . (2018). **Loc .**

[5]Mirza, A . & Malek, M . & Abdul-Hamid, A . M (2019). **Loc .**

[6]Ozer, G . & Cam, I (2016). **Loc .**

[7]Kalantonis, P . & Schoina, S . & Missiakoulis, S . & Zopounidis, C (2020). **Loc .**

يُلاحظ مما سبق، أن نموذج Ohlson اعتمد على تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل في تقييم حقوق الملكية، من خلال استخدام متغيريَ القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية كمقاييس مباشرة للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية، بالإضافة إلى متغير المعلومات الأخرى كمتغير تفسيري إضافي، وقد اعتبر Ohlson أن وجود هذا المتغير في دالة تقييم النموذج يجسد الدور التقييمي للمعلومات غير المحاسبية في تقييم حقوق الملكية، وبنظرة تحليلية إلى خصائص متغير المعلومات الأخرى فإن هذا المتغير يساوي (الأرباح غير العادية المستقبلية مطروحاً منها الأرباح غير العادية الحالية وفقاً لمعامل استمراريتها)، فهو إذاً لا يمثل معلومات غير محاسبية وإنما يعكس الأرباح التي لم يتم تضمينها في رقم الأرباح المحاسبية في الفترة الحالية بسبب طبيعة المبادئ المحاسبية (مبدأ الاعتراف بالإيراد) والتحفظ المحاسبي.

٢-٢-٤: إعادة صياغة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية كحالات خاصة من نموذج Ohlson:

Reproduction of Accounting Equity Valuation Models as Special Cases from Ohlson Model:

أحد خصائص نموذج Ohlson، هي إمكانية إعادة صياغة دالة تقييم هذا النموذج، للتعبير عن قيمة السهم على أنها دالة لكلٍ من الأرباح المحاسبية X_t وصافي التوزيعات المدفوعة d_t، وذلك اعتماداً على علاقة الفائض الصافي وتعريف الأرباح غير العادية، وفق الآتي[1]:

$$P_t = K(\varphi X_t - d_t) + (1-K)b_t + \alpha_2 v_t$$

حيث أن: φ : تمثل دالة لمعدل الخصم، وتساوي: $\frac{r_f + 1}{r_f}$، في حين أن K دالة لكلٍ من معدل الخصم ومعامل استمرارية الأرباح غير العادية وتساوي: $\frac{r_f \omega}{(1 + r_f - \omega)}$ و $0 \le K \le 1$.

[1]Ozer, G . & Cam, I (2016). **Op . Cit**, P 172.

تكمن أهمية هذه الصياغة، في أنها تظهر أن دالة تقييم نموذج Ohlson تمثل معدل مرجح لنموذجي تقييم وفق ما هو مفترض بشأن الدور التقييمي والمحتوى المعلوماتي للمتغيرات المحاسبية الداخلة في هذا النموذج (الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية)، وذلك من خلال معامل استمرارية الأرباح غير العادية ω وعامل الترجيح لهذين النموذجين يساوي k و (1 – k)[1]، وفق الآتي:

١- نموذج رسملة الأرباح الجارية:

إذا كانت الأرباح المحاسبية تقدم معلومات كافية من أجل تقييم حقوق الملكية، فإنه لن يكون أي دور للقيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، وهنا يكون: (ω = 1) وبالتالي فإن: (k = ω= 1)، وبذلك تصبح دالة التقييم كالآتي[2]:

$$P_t = \varphi X_t - d_t = \frac{r_f + 1}{r_f} X_t - d_t$$

حيث أن: φ: تمثل عامل رسملة الأرباح، فإذا كانت المنشأة تدفع كامل أرباحها كتوزيعات (نسبة دفع التوزيعات 100%)، فإن قيمة السهم تساوي:

$$P_t = \frac{1}{r} X_t$$

وإذا لم يتم وضع أي افتراض بشأن نسبة دفع التوزيعات، فإن دالة التقييم تعبر عن أن قيمة السهم قبل التوزيعات $P_t + d_t$، تساوي: $(P_t + d_t) = \frac{r_f + 1}{r_f} X_t$

وبالتالي فإن نموذج رسملة الأرباح الجارية، يمثل حالة خاصة من نموذج Ohlson عندما يكون: (k = ω= 1).[1]

[1] Mirza, A . & Malek, M . & Abdul-Hamid, A . M (2019). **Op . Cit**, P 4.
[2] Scott, G (2020). **Loc .**

٢- نموذج الميزانية العمومية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية):

إذا كانت القيمة الدفترية لحقوق الملكية تقدم معلومات كافية من أجل تقييم حقوق الملكية، فإنه لن يكون أي دور للأرباح المحاسبية في دالة التقييم، وهنا يكون: ($k = \omega = 0$)، وبالتالي فإن دالة التقييم تكون كالآتي[٢]:

$$P_t = b_t$$

ووفقاً لهذه الدالة، إذا كان صافي قيمة الأصول (وبالتالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية) تمثل قيم اقتصادية جارية تعكس المكاسب المتوقعة مستقبلاً، فإنها تمثل تقدير غير متحيز للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية، وبالتالي يكون معامل الميل المرافق يساوي الواحد، وهذا يمثل حالة خاصة من نموذج Ohlson[٣].

٣- نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية:

يقوم هذا النموذج على افتراض إمكانية قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية اعتماداً على المعلومات المحاسبية فقط، وبالتالي يتم استبعاد متغير المعلومات الأخرى من افتراضات النموذج ومن دالة التقييم، كما يفترض أن دور المحاسبة في دالة التقييم يتحدد من خلال المعلومات التاريخية التي يمكن أن تقدمها القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وتلك المتعلقة بالأرباح غير العادية، إذ يتم قياس معامل استمرارية الأرباح غير العادية ω على أساس مدى الاستمرارية التاريخية لهذه المعلومات المحاسبية $\omega = \omega^h$[٤].

---

[1]Barth, M . (2000). "Valuation Based Accounting Research: Implication for Financial Reporting and Opportunities for Future Research", ***Journal of Accounting and Finance***, Vol . (40), P 12.
[2]Barth, M . & Beaver, W . H & Landsman, W . R (1998). **Op . cit**, P 5.
[3]Kadri, H . M (2016). **Loc .**
[4]Barth, M . & Beaver, W . H & Landsman, W . R (1998). **Op . Cit**, P 9.

وبالتالي فإن الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة تعتمد على الأرباح الحالية فقط في ديناميكية المعلومات الخطية وفقاً لمعامل استمراريتها تاريخياً، كما في العلاقة التالية[1]:

$$E_t(X^a_{t+1}) = \omega X^a_t = \omega^h X^a_t$$

بحيث أن:

$E_t(X^a_{t+1})$: تمثل الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة $(t+1)$ اعتماداً على المعلومات المتاحة في هذه الفترة t.

X^a_t: الأرباح غير العادية عن الفترة الحالية $(t-1,t)$.

ω^h: معامل الاستمرارية التاريخية للأرباح غير العادية.

وفي ضوء الافتراضات السابقة، فإن دالة تقييم حقوق الملكية وفق هذا النموذج تساوي[2]:

$$P_t = b_t + \frac{\omega^h}{(1+r_f-\omega^h)} X^a_t$$

يعبر هذا النموذج عن القيمة الحقيقية لحقوق الملكية على أنها دالة لكلٍ من قيمتها الدفترية ومعلومات الأرباح غير العادية التي يمكن الاستدلال عليها من خلال مدى استمراريتها تاريخياً من فترة لأخرى.

٤- نموذج الدخل المتبقي المقيد:

يعمل هذا النموذج على تقييم حقوق الملكية بشكل مشابه لنموذج الدخل المتبقي، إلا أن الأرباح غير العادية المتوقعة مستقبلاً مقيدة بالفترة القادمة فقط بدلاً من الأخذ بقيمتها المتوقعة إلى ما لانهاية، فهو يقوم بإدخال المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في إطار افتراضاته، إلا أن

[1] Penman, H . S (2019). **Op . Cit**, P 9.
[2] Dechow, P . et . al (1999). **Op . Cit**, P 12.

الأرباح المحاسبية والمعلومات الأخرى غير مستمران من فترة لأخرى، فالدور التقييمي الرئيسي يعتمد على القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومعلومات التنبؤ بالربحية للفترة القادمة.

فافتراض أن الأرباح المحاسبية ومتغير المعلومات الأخرى مؤقتان، يجعل من الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة تعتمد على التنبؤات، فهي تساوي[1]:

$$E_t(X^a_{t+1}) = F_t(X_{t+1}) - r_f b_t = F_t(X^a_{t+1})$$

حيث أن: $F_t(X_{t+1})$: الأرباح المحاسبية المتنبأ بها للفترة القادمة.

$F_t(X^a_{t+1})$: الأرباح غير العادية المتنبأ بها للفترة القادمة.

وفي ظل الافتراضات السابقة تأخذ دالة تقييم حقوق الملكية الصيغة التالية[2]:

$$P_t = b_t + \frac{1}{(1+r_f)} F_t(X^a_{t+1})$$

يعتمد تقييم حقوق الملكية وفق دالة هذا النموذج، على المعلومات المحاسبية التاريخية مجسدة من خلال القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t، والمعلومات المستقبلية مجسدة من خلال رسملة الأرباح المحاسبية المتنبأ بها للفترة القادمة $\frac{1}{(1+r_f)} F_t(X^a_{t+1})$، وإذا ما قارنا هذه العلاقة مع العلاقة الرئيسية لنموذج الدخل المتبقي، فإننا نلاحظ أن هذا النموذج يمثل صورة مقيدة لنموذج الدخل المتبقي، إذ يتم تقييد الأرباح غير العادية المتوقعة مستقبلاً إلى فترة واحدة فقط بدلاً من افتراض قيمتها المتوقعة إلى ما لانهاية، والسبب في ذلك هو أن استمرارية هذه الأرباح تساوي الصفر، إضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يجمع بين المعلومات التاريخية والمعلومات المتوقعة مستقبلاً.

---

[1] Barth, M . & Beaver, W . H & Landsman, W . R (1998).**Op . Cit**, P 12.
[2] Dechow, P . et . al (1999). **Loc .** .

ويمكن عرض نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة ودوالها ومتغيراتها التقييمية، في الجدول رقم (١) الآتي:

الجدول رقم (١): نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة.

النموذج	دالة التقييم	المتغيرات الداخلة في دالة التقييم
القيمة الدفترية لحقوق الملكية	$P1 = b_t$	- القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t.
رسملة الأرباح المحاسبية	$P_2 = \frac{1}{r} X_t$	- الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب X_t.
البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	$P3 = b_t + \frac{\omega^h}{(1+r_f-\omega^h)} X_t^a$	- القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t. - الأرباح غير العادية X_t^a.
الدخل المتبقي المقيد	$P4 = b_t + \frac{1}{(1+r_f)} F_t(X_{t+1}^a)$	- القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t. - الأرباح غير العادية المستقبلية X_{t+1}^a.
Ohlson	$P5 = b_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t$	- القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t. - الأرباح غير العادية X_t^a. - المعلومات الأخرى v_t.

المصدر: من إعداد الباحث.

بنظرة تحليلية إلى نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية المعروضة في الجدول رقم (١) السابق، يمكن إيجاز خصائص تلك النماذج بالنقاط الآتية:

١- انطلقت من النظرية الأساسية لتقييم حقوق الملكية كأحد افتراضاتها الأساسية (بأن قيمة حقوق الملكية تتحدد من خلال العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمار في الأوراق المالية والمتمثل في توزيعات الأرباح المتوقعة والقيمة الانتهائية للورقة المالية)، إلا أنها طوعت هذه النظرية بما يتفق مع طبيعة المحاسبة والمبادئ المحاسبية.

٢- تمثل هذه النماذج دور المبادئ والمعلومات المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية بشكل مباشر، فهي لا تناقش دور القيم المحاسبية كخصائص لأحداث أو مؤشرات لها دور تقييمي أو على أنها ذات خصائص تقييمية وإنما على أساس أنها تحدد وبشكل مباشر القيمة الحقيقية لحقوق الملكية.

٣- قدمت صوراً مختلفة ومتعددة لدور المعلومات المحاسبية في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، من خلال الاعتماد على إطار معين لدخول المتغيرات المحاسبية إلى دالة تقييم النموذج، فنجد أن نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية اعتبر أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية، هي المتغير الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية دون وجود دور لأي متغير آخر في التقييم، معتمداً بذلك على قائمة المركز المالي بشكل أساسي، في حين أن نموذج رسملة الأرباح المحاسبية اعتبر أن الأرباح المحاسبية، هي المتغير الأساسي في تقييم حقوق الملكية دون وجود دور لأي متغير آخر في التقييم، معتمداً بذلك على قائمة الدخل بشكل أساسي، بالمقابل فإن كلاً من نماذج: البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – الدخل المتبقي – Ohlson اعتمدت على تكامل المحتوى المعلوماتي لكلٍ من قائمتي المركز المالي والدخل في التقييم، من خلال إدخال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى جانب المتغيرات المشتقة من قائمة الدخل (الأرباح غير العادية الحالية – الأرباح غير العادية المستقبلية) إلى دالة التقييم، بالإضافة إلى متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson الذي يجسد المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية والتي تكون غير مجسدة حالياً في رقم الأرباح المحاسبية الحالية نتيجةً للمبادئ المحاسبية، الأمر الذي يجعل من قيم حقوق الملكية المقدرة باستخدام دوال تقييم هذه النماذج ليست متماثلة، حيث يوجد اختلافات أساسية بين هذه النماذج من حيث الافتراضات

المتعلقة بدور كل متغير من المتغيرات التقييمية وأهميته الخاصة في دالة التقييم، وهنا يكون السؤال المطروح أي من هذه النماذج هو الأفضل والأكثر كفاءة في الواقع العملي في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية؟ ويشكل هذا التساؤل القضية الأساسية لهذه الدراسة من خلال محاولة تحديد النموذج الأفضل من هذه النماذج، في قياس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، وكذلك النموذج الأفضل في التنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية، على اعتبار أن التقييم والتنبؤ يشكلان العناصر الأساسية للاستثمار في السوق المالية.

٢-٣: المبحث الثالث: القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية:

The Relevance Value of Accounting Information

تُعرف القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية بأنها: قدرة هذه المعلومات على تفسير التغيرات في قيم حقوق الملكية، والتي يتم قياسها من خلال العلاقات الإحصائية بين تلك المعلومات وقيم حقوق الملكية أو عوائدها[١].

وقد شكلت دراسات القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية مجال بحثي هام، كشفت نتائجه عن أهمية الدور التقييمي لعناصر القائمتين الرئيسيتين (قائمة الدخل وقائمة المركز المالي) من ناحية، وأهمية الدور التقييمي لأساس الاستحقاق المحاسبي والقواعد والمبادئ التي يحددها من ناحية ثانية، كما ساهمت في ظهور وتطور مدخل تقييم حقوق الملكية بالاستناد إلى نماذج تقييم تستخدم المعلومات المحاسبية بشكل مباشر في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية[٢].

[1]Der, A . B & Polak, P . & Masri, M (2016). "Investigation on the value relevance of accounting information: evidence from incorporated companies in the Singapore capital market", ***Investment Management and Financial Innovations***, Vol . (13), No . (3), P 9.

[2]Bhatia, M . & Mulenga, J . M (2019). " Value Relevance of Accounting Information: A Review of Empirical Evidence Across Continents", ***available at the site***: https://journals.sagepub.com/.

وقد تم في هذا المبحث إلقاء الضوء على دراسات القيمة الملائمة لمتغيري الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية باعتبارهما المتغيرين الأساسيين لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، وفق الآتي:

٢-٣-١: القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية:

The Value Relevance of Accounting Earnings:

على اعتبار أن الأرباح المحاسبية تمثل مبلغ الزيادة في الإيرادات عن النفقات، فإنها تتأثر بالقواعد والمبادئ التي يتم على أساسها تسجيل النفقات في الدفاتر المحاسبية والاعتراف بالإيرادات على أنها تخص فترة معينة وفقاً لمبدأ الاستحقاق المحاسبي Accrual Accounting Base[١]، يضاف إلى ذلك خاصية أخرى وهي وجود حرية للإدارة في اختيار القواعد والإجراءات المحاسبية، حيث يتأثر رقم الأرباح بالطريقة التي تختارها الإدارة والتي قد تتغير وفقاً لأهداف معينة لدى الإدارة[٢].

ولا شك بأن دراسة هذه القضايا التي تتعلق بطبيعة الأرباح المحاسبية والنظرية التي تحكم هذه الأرباح، تعتبر مهمة في دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية والأسعار السوقية لحقوق الملكية، حيث تساعد بشكل كبير في الكشف عن الخصائص التقييمية للأرباح المحاسبية، من خلال محتواها المعلوماتي وقيمتها الملائمة أي دورها في تحديد الأسعار السوقية أو العوائد في سوق الأوراق المالية[٣]، ويناقش الباحث القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية في علاقتها مع الأسعار السوقية لحقوق الملكية وعوائدها، من خلال الآتي:

---

[1]Liberto, D . (2019). "Accounting Profit Corporate Finance & Accounting", ***available at site***: http://www.investopedia.com/.

[2]Darjezi, Z . I . J & Khansalar, E . & Holt, A . (2015). "The Role of Working Capital Accruals on Earnings Quality and Stock Return", ***International Journal of Economics and Finance***, Vol . (7), No . (9), P 1.

[3]Adetunji, A . S (2016). "The Value Relevance of Earnings in The Return – Earnings Relation in The Nigerian Deposit Money Banks", ***Journal of Congent Business & Management***, Vol . (3), P 2.

• **العلاقة بين الأرباح المحاسبية والأسعار والعوائد السوقية للأسهم:**

The relationship between accounting Earnings and Stock Prices and their Returns:

نالت دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم وعوائدها، اهتماماً واسعاً في أدب أسواق الأوراق المالية بشكل عام منذ النصف الثاني من ستينات القرن الماضي، وقد أشار Beaver (1989) إلى أنه: يوجد مجالات قليلة في المحاسبة والتمويل لقيت اهتماماً مثل الاهتمام الذي وجه لدراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم وعوائدها[1]، حيث أجريت في هذا الإطار الكثير من الدراسات التي هدفت للوصول إلى دليل تجريبي حول هذه العلاقة، ومن أمثلة هذه الدراسات: Collins & Kothari (1989)[2] – Dimitropoulos & Asteriou (2009)[3] – Felix (2015)[4] – Lee (2017)[5] – Klimczak (2019)[6]، والتي أظهرت نتائجها وجود علاقة ترابط هامة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم وعوائدها.

ويتم دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم وعوائدها، من خلال نماذج متعددة، أهمها[7]:

– نموذج السعر Price Model: يتم التعبير عن هذا النموذج، من خلال دالة انحدار السعر السوقي للسهم (p_t) على الأرباح المحاسبية (x_t)، وفق المعادلة الآتية[8]:

$$P_t = a + B(X_t) + E_t$$

---

[1]Dimitropoulos, E . P & Asteriou, D . (2009). "The Relationship between Earnings and Stock Returns: Empirical Evidence from the Greek Capital Market", ***International Journal of Economics and Finance***, Vol . (1), No . (1), P 40.

[2]Collins, D . & Kothari, S (1989). "An Analysis of Intertemporal and Cross – Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (11).

[3]Dimitropoulos, E . P & Asteriou, D . (2009). **Loc.**

[4]Felix, O . U (2015). "Theory of Conservatism and Value Relevance of Accounting Information", ***Journal of Accounting & Marketing***, Vol . (4), No . (1).

[5]Lee, J .J (2017). "A Model of Stock Prices Leading Earnings", Journal of Managerial Finance, Electronic copy ***available at site***: https://ssrn.com/.

[6]Klimczak, M . K (2019). "Testing Value Relevance of Accounting Earnings: Theory and Method", ***available at site***: https://www.academia.edu/.

[7]Abdelkarim, A . A & Al – Debi, M . M (2015). "The Effect of Earnings Quality on the Returns – Earnings Relationship: Evidence from Jordon", ***Journal of Accounting and Financial Research***, Vol . (4), No . (4), P 167 – 168.

[8]Inyiama, I . O (2015). "Does Earning per Share Determine Market Price of Ordinary Shares? Evidence from Nigeria Banking Sector (2000 – 2013)", ***European Journal of Accounting Auditing and Finance Research***, Vol . (3), No . (6), P 95.

– نموذج تغيرات السعر Price Changes Model: وفقاً لهذا النموذج يتم دراسة العلاقة بين تغيرات سعر السهم وتغيرات الأرباح، وفق المعادلة الآتية[1]:

$$P_t - P_{t-1} = a + B(X_t - X_{t-1}) + E_t$$

– نموذج العائدات Returns Model: وفقاً لهذا النموذج يتم قسمة متغيرات دالة نموذج السعر على سعر السهم في بداية الفترة (P_{t-1})، وفق المعادلة الآتية[2]:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} = a + \frac{B(X_t)}{P_{t-1}} + E_t$$

ويتم الاستدلال على القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية ومحتواها المعلوماتي وفقاً للنماذج السابقة، من خلال محددين أساسيين، هما[3]:

١– قيمة معامل الميل (B) ويسمى معامل استجابة الأرباح (ERC): يقيس هذا المعامل ردة فعل السوق المالية من خلال التغيرات في قيمة الأسهم أو عوائدها استجابةً للأرباح غير المتوقعة، وذلك على اعتبار أن الأرباح المتوقعة تكون متضمنة في الأسعار أو العوائد السابقة للأسهم، وعليه كلما كانت قيمة هذا المعامل مرتفعة كلما دل ذلك على علاقة ترابط قوية بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم وعوائدها[4]، وقد قامت Kothari (1992) بتحديد قيمة معيارية Benchmark لقيمة هذا المعامل والتي على أساسها يتم الحكم على القيمة الفعلية لهذا المعامل فيما إذا كانت مرتفعة أو منخفضة، وقد تم تحديد هذه القيمة المعيارية بأنها تساوي (1 / r) (حيث r: معدل العائد على حقوق الملكية)، وذلك في ظل افتراضات مقيدة منها أن الأرباح المحاسبية عن الفترة الجارية تعكس جميع المعلومات التي تعكسها العائدات خلال الفترة وأن الأرباح المحاسبية

[1]Abdelkarim, A . A & Al – Debi, M . M (2015). **Op. cit,** P 168.
[2]Bhattacharjee, A . & Roy, S (2019). "Abnormal Returns or Mismeasured Risk? Network Effects and Risk Spillover in Stock Returns", ***Journal of Risk Financial Manag***, Vol . (12), No . (50), P 5.
[3]Inyiama, I . O (2015). **Op. cit,** P 96.
[4]Fah, F . C & Sin, H . L (2014). "Relationship between Earnings Response Coefficient of Insurance Firms and Ex Growth Opportunities Earned Premium Incomes and Commissions in Malaysia", ***Journal of International Business Research***, Vol . (7), No . (6), P 165.

تتبع مساراً عشوائياً ونسبة دفع التوزيعات 100%، بحيث أنه كلما كانت القيمة الفعلية لهذا المعامل تقترب من قيمته المعيارية، فإن ذلك يدل على ترابط قوي بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم أو عوائدها، وبالتالي فإن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية تكون مرتفعة[1].

٢- القوة التوضيحية للدالة المقدرة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم أو عوائدها (R)، بحيث أنه كلما اقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد الصحيح (أو 100%)، كلما دل ذلك على قدرة مرتفعة للأرباح المحاسبية في توضيح التغيرات في أسعار الأسهم وعوائدها[2].

- **عوامل انخفاض معامل استجابة الأرباح:**

Factors for low Earnings Response Coefficient:

تفترض المحددات المعيارية لمعامل استجابة الأرباح، أن الأرباح المحاسبية تمثل المصدر الوحيد الملائم للمعلومات التي يستخدمها المستثمرين في تعاملاتهم على الأسهم، إلا أنه لم يظهر ما يؤيد هذه الافتراضات في الواقع العملي، حيث أظهرت الدراسات التطبيقية منذ Ball & Brown (1968) أن القيمة الملائمة والمحتوى التقييمي للأرباح المحاسبية أقل مما يجب[3]، وهذا يعود في جزء منه إلى وجود مصادر أخرى للمعلومات بخلاف المعلومات المحاسبية، ويعود في الجزء الآخر إلى طبيعة السياسات والمبادئ المحاسبية التي تحدد طبيعة المحتوى المعلوماتي والمضامين التقييمية للأرباح المحاسبية، مثل مبدأ الاعتراف بالإيراد والتحفظ المحاسبي، وتؤدي هذه العوامل إلى انخفاض القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية وبالتالي انخفاض قيمة معامل استجابة الأرباح اعتماداً على دراسة العلاقة المتزامنة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم أو

[1]Kothari, S . (1992). "Prices – Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings: Earnings Level Versus Change Specifications and Alternative Deflators", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (15), P 178 – 179.

[2]Babalyan, L . (2001). "Association between Accounting Earnings and Stock Returns as A measure of Value Relevance of Accounting Standards: Empirical Evidence from the Swiss Market", ***Working Paper***, University of Friboug – Switzerland, P 6.

[3]Al – Baidhani, M . & Abdullah, A . & Ariff, M . & Cheng, F . F & Karbhari, Y . (2017). "Review of Earnings Response Coefficient Studies", ***Journal of Corporate Ownership & Control***, Vol . (14), No . (3), P 299.

تغيراتها[1]، ويمكن إيجاز أهم العوامل التي تؤدي إلى انخفاض قيمة معامل استجابة الأرباح (ERC)، بالآتي:

١- العناصر المؤقتة في الأرباح المحاسبية Transitory Earnings:

لاشك بأن وجود عناصر مؤقتة أو غير متكررة الحدوث في الأرباح المحاسبية (كما في تحقيق مكاسب رأسمالية لفترة واحدة نتيجة بيع الأصول)، سيؤدي إلى انخفاض قوة العلاقة بين الأرباح المحاسبية والأسعار السوقية للأسهم أو عائداتها، وبالتالي انخفاض قيمة معامل استجابة الأسعار (ERC) نتيجة لتوقعات المستثمرين بعدم استمرارية هذه العناصر[2].

ففي دالة انحدار العائدات، تتكون تغيرات الأرباح من عنصرين: تغيرات متوقع استمرارها (أرباح مستمرة) وتغيرات من غير المتوقع استمرارها (أرباح مؤقتة)، وبالتالي فإن تزايد نسبة العناصر المؤقتة في الأرباح المحاسبية يؤدي إلى وجود تأثير ضعيف للعناصر المستمرة على العائدات، وبالتالي انخفاض قيمة معامل استجابة الأرباح (ERC) وقيمة معامل التحديد (R)، وإذا كانت التغيرات في الأرباح مؤقتة بالكامل والأرباح المحاسبية بكاملها متوقعة مسبقاً، فإن قيمة معامل استجابة الأرباح (ERC) ستكون متحيزة نحو الصفر[3].

٢- أسبقية أسعار الأسهم على الأرباح المحاسبية Prices Lead Earnings:

تعتمد الفكرة الرئيسية لما يُعرف بأسبقية الأسعار على الأرباح، على طبيعة المحتوى المعلوماتي لكليهما تجاه الأرباح المستقبلية، فالمحتوى المعلوماتي للأسعار السوقية ذو طبيعة مستقبلية وأوفر من المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية ذات الطبيعة التاريخية، وبالتالي فإن

[1]Mashoka, Z . T (2013). "The Relationship between Earnings and Stock Returns on the Market and Sector Levels", ***Journal of Administrative Sciences***, Vol . (40), No . (2), P 556 - 557.

[2]Ha, K . & Thomas, B . W (2020). "Classification Shifting and Earnings Predictability", ***Working Paper***, University of Oklahoma, P 5.

[3]Ramakrish, S . T . R & Thomas, K . J (2016). "Valuation of Permanent, Transitory, and Price-Irrelevant Components of Reported Earnings", ***Journal of Accounting, Auditing, Finance***, Vol . (4), P 303.

الأسعار السوقية تتضمن أو تنقل معلومات عن الأرباح المستقبلية أوفر وأكثر ملائمة من المعلومات التي تتضمنها السلاسل الزمنية التاريخية للأرباح المحاسبية حول الأرباح المستقبلية[1]. فبينما تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتعلقة بالعائدات المستقبلية من الأحداث أو العمليات التي تقوم بها المنشأة في الوقت الحالي والتي تكون في نفس الوقت ملائمة بالنسبة للسوق، فإن الأرباح المحاسبية ذات طبيعة تاريخية وتقديرية عن أعمال المنشأة التي انتهت[2]، وبالتالي فإنه حتى لو كانت خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية محددة بأنها ذات مسار عشوائي Random Walk فإنه يصعب التنبؤ بالتغيرات في الأرباح المستقبلية اعتماداً على المحتوى المعلوماتي للسلاسل الزمنية التاريخية لهذه الأرباح، في حين أن أسعار الأسهم تعكس مسبقاً المعلومات المتعلقة بالأرباح المحاسبية (أو على الأقل جزءاً منها)[3].

وعليه فإن ظاهرة أسبقية الأسعار على الأرباح تؤدي إلى انخفاض قيمة معامل استجابة الأرباح بشكل مماثل لتأثير العناصر المؤقتة في الأرباح، فعند حدوث هذه الظاهرة تكون الأسعار السوقية قد عكست مسبقاً معظم المعلومات التي تتضمنها الأرباح المحاسبية، وبالتالي تقل التغيرات غير المتوقعة في الأرباح (من وجهة نظر السوق) مما يؤدي إلى انخفاض قيمة معامل استجابة الأرباح الذي يعد دالة متزايدة لمقدار الأرباح غير المتوقعة، وإذا كانت الأرباح المحاسبية متوقعة مسبقاً بشكل كامل فإن قيمة معامل استجابة الأرباح ستكون متحيزة باتجاه الصفر[4].

---

[1]Hyman, M . (2016). "Local Investment and the Relationship between Prices and Earnings", ***PhD thesis***, Syracuse University, P 6.
[2]Mashoka, Z . T (2013). **Op . Cit,** P 557.
[3]Hyman, M . (2016). **Op . Cit,** P 7.
[4]Lee, J . J (2018). "A model of Stock Prices Leading Earnings", ***Journal of Managerial Finance***, Vol . (44), No . (7),, P 4.

٢-٣-٢: القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية:

The Value Relevance of Accounting Earnings and Book Value of Equity:

ركزت دراسات القيمة الملائمة في مراحلها المبكرة على الأرباح المحاسبية في علاقتها مع الأسعار والعائدات السوقية للأسهم، إلا أن قياس الأرباح المحاسبية وفقاً لأساس الاستحقاق المحاسبي والتلاعب الذي يمكن أن تمارسه الإدارة في تمهيدها، وكذلك نتائج دراسات القيمة الملائمة التي أظهرت أن قيمة معامل استجابة الأرباح (ERC) أقل مما يجب (أي أن التغير في الأسعار والعائدات السوقية للأسهم لا يعود بكامله إلى التغيرات في الأرباح المحاسبية فقط)، جعل اهتمام الدراسات المحاسبية يتحول في التسعينات من القرن الماضي ليشمل الدور التقييمي لقائمة المركز المالي، من خلال إدخال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى جانب متغير الأرباح المحاسبية في نماذج التقييم[١]، وذلك على اعتبار أن قائمة المركز المالي تعطي معلومات هامة بشأن أصول وخصوم المنشأة، وأن هذه المعلومات من الممكن أن تدعم عملية اتخاذ القرار من خلال توفير نظرة عامة على قوة أو ضعف المركز المالي للمنشأة[٢].

وهذا ما جعل اتجاه البحث المحاسبي التطبيقي يتحول نحو دراسة القيمة الملائمة للقيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى جانب الأرباح المحاسبية في تقييم حقوق الملكية، وقد أجريت في هذا الإطار العديد من الدراسات بهدف دراسة القيمة الملائمة الإضافية التي من الممكن أن يحققها إدخال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى جانب الأرباح المحاسبية في نماذج التقييم[٣]، وقد أظهرت هذه الدراسات نتائج متباينة، فقد أظهرت نتائج دراسة Collins et . al (1997) أن للقيمة

[1]Park, C . (2015). "The Stock Price Relevance of Accounting Information according to Business Cycle and Industries", ***International Journal of Finance, Business, Economics, Marketing and Information Systems***, Vol . (1), No . (1), P 41.

[2]Tahat, Y (2017). "Have Accounting Numbers Lost their Value Relevance during the Recent Financial Credit Crisis?", ***The Quarterly Review of Economics and Finance***, Vol . (66), P 183.

[3]Shamki, D . & Abdul – Rahman, A . (2012). **Op . Cit**, P 134.

الدفترية لحقوق الملكية قيمة ملائمة هامة أكثر من الأرباح المحاسبية[1]، وأشارت نتائج دراسة Barth & Beaver & Landsman (1998) إلى أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية تختلف باختلاف الصناعة، وأن طبيعة الحالة المالية للمنشأة هي التي تحدد القوة التوضيحية لهذين المتغيرين، بحيث أن المنشآت التي يكون لديها خسائر أو أرباحها ضعيفة تكون فيها القيمة الدفترية لحقوق الملكية أكثر ملائمةً من الأرباح المحاسبية في توضيح التغيرات في الأسعار والعائدات السوقية لأسهمها، وقد رأت هذه الدراسة أن القيمة الملائمة للقيمة الدفترية لحقوق الملكية تتوقف على القياس المحاسبي للأصول ومقدار الأصول غير المعترف بها[2]، كما أشارت نتائج كلاً من دراستي Marquard & Wiedman (2004) و Whelan & MC Namara (2004) إلى أنه عندما تكون الأرباح المحاسبية المفصح عنها منخفضة الجودة، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية مقابل القيمة الدفترية لحقوق الملكية[3].

بالمقابل من ذلك، توصلت نتائج دراسة Shamki (2012) إلى أن الأرباح المحاسبية عموماً أكثر أهمية من القيمة الدفترية لحقوق الملكية في تفسير التباين في الأسعار والعائدات السوقية للأسهم، حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة إلى أنه يوجد قيمة ملائمة لكلٍ من الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية بشكل فردي، في حين تزداد القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية وتصبح القيمة الدفترية لحقوق الملكية غير ملائمة عند إدخالهما معاً في دالة نموذج السعر، كما أن

[1]Collins, D . & Maydew, E . & Weiss, I . (1997). **Op . Cit**, P 39.
[2]Barth, M . & Beaver, W . H & Landsman, W . R (1998). **Op . Cit**, P 1.
[3]Mirza, A . & Malek, M . & Abdul – Hamid, A . M (2018). **Op . Cit,** P 23.

الأرباح المحاسبية ذات قيمة ملائمة أعلى مقارنةً بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية سواءً بشكل فردي أو عند إدخالهما معاً في نموذج العائدات[١].

كما توصلت نتائج بعض الدراسات إلى أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية تختلف باختلاف البلدان والأسواق المالية، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Camodeca et . al (2014) التي أظهرت أن القيمة الملائمة للبيانات المحاسبية في إيطاليا أكبر بالمقارنة مع المملكة المتحدة البريطانية، كما أن القيمة الملائمة الأكبر في إيطاليا كانت للأرباح المحاسبية بينما في المملكة المتحدة كانت للتدفقات النقدية[٢]، ودراسة Kwon (2018) التي أظهرت أن القيمة الدفترية للأسهم هي المتغير الأكثر ملائمة في تقييم أسهم الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، في حين أن الأرباح المحاسبية هي المتغير الأكثر ملائمة في تقييم أسهم الشركات الصينية[٣]، ودراسة Phakdee & Srijunpetch (2020) التي أظهرت أن للأرباح المحاسبية قيمة ملائمة أعلى من القيمة الدفترية لحقوق الملكية في تقييم أسهم الشركات في تايلاند[٤]، وفي سورية أجريت العديد من الدراسات التي هدفت إلى اختبار ملائمة المعلومات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ومن أمثلتها: دراسة الطويل وشاهين (٢٠١٤) التي أظهرت أن الأرباح المحاسبية ملائمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وأن ربحية السهم وقيمته الدفترية ترتبطان إيجابياً وبشكل معنوي مع سعر السهم ولذلك فإن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي تعكسان معلومات ملائمة القيمة للمستثمرين في سوق دمشق

[1]Shamki, D . & Abdul – Rahman, A . (2012). **Op . Cit,** P 133.
[2]Camodeca, R . & Almici, A . & Brivio, R . A (2014). "The Value Relevance of Accounting Information in the Italian and UK Stock", ***Journal of Problems and Perspectives in Management***, Vol . (12), No . (4), P 512.
[3]Kwon, J . G (2018). **Loc .**
[4]Phakdee, A . & Srijunpetch, S (2020). "The Value Relevance Information in Financial Industry: 15 Year Perspective", ***available at site***: https://so02.tci-thaijo.org/.

للأوراق المالية[1]، ودراسة الاسكاف وشهيد (٢٠١٨) التي أظهرت توافر خاصية الملائمة للمعلومات المحاسبية المنشورة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية[2]، ودراسة نيربي وشهيد (٢٠٢٠) التي أظهرت أن للأرباح المحاسبية محتوى معلوماتي نسبي أعلى من المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي في سوق دمشق للأوراق المالية[3].

من خلال ما سبق، يمكن إيجاز أهم نتائج دراسات القيمة الملائمة، بالنقاط الآتية:

١- وجود علاقة ترابط هامة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم وعوائدها، وتتحدد قوة هذه العلاقة من خلال قيمة معامل استجابة الأرباح (ERC) الذي يقيس ردة فعل السوق المالية من خلال التغيرات في قيمة الأسهم أو عوائدها استجابةً للأرباح غير المتوقعة.

٢- أن المحتوى التقييمي للأرباح المحاسبية أقل من القيمة المعيارية المحددة له، وهذا يعني أن التغيرات في أسعار الأسهم أو عوائدها لا تعود بكاملها إلى التغيرات في الأرباح المحاسبية فقط، وإنما يوجد عوامل أخرى تؤثر على التغيرات في تلك الأسعار أو العوائد إلى جانب الأرباح المحاسبية، وقد أرجعت تلك الدراسات السبب إلى عاملين رئيسيين هما: وجود عناصر مؤقتة في الأرباح المحاسبية وظاهرة أسبقية الأسعار السوقية للأسهم على الأرباح المحاسبية.

٣- اختلاف القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، باختلاف الصناعة والحالة المالية للمنشأة، وكذلك باختلاف البلدان والأسواق المالية.

---

[1] الطويل، ليلى & شاهين، سوسن (٢٠١٤). مرجع سابق.

[2] الاسكاف، ملهم غسان & شهيد، رزان حسين (٢٠١٨). "قياس الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في التقارير المالية (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، المجلد (٢)، العدد (٤٤).

[3] نيربي، حلا عدنان & شهيد، رزان حسين (٢٠٢٠). "اختبار المحتوى المعلوماتي للأرباح مقارنةً بالتدفقات النقدية في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد (٥)، العدد (١٤)، متوفر على الموقع: https://journals.qou.edu/index.php/eqtsadia/article/view/3002.

وبنظرة تحليلية نجد، أن دراسات القيمة الملائمة تدرس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية من حيث قدرتها على تفسير التغيرات في الأسعار والعوائد السوقية لحقوق الملكية، بالمقابل فإن نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية تدرس ملائمة المعلومات المحاسبية كمقاييس مباشرة لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، وهنا لا بد من الإشارة إلى أن تقديم نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية أشكالاً متعددة ومختلفة لدور المعلومات المحاسبية في تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية ما هو إلا تجسيد لقياس القيمة الملائمة لتلك المعلومات في قدرتها على تحديد القيمة الحقيقية بشكل مباشر، كما أن إدخال متغير المعلومات الأخرى إلى دالة تقييم نموذج Ohlson يشكل في جوهره حلاً لمشكلة أسبقية الأسعار السوقية للأسهم على الأرباح المحاسبية والتي ناقشتها دراسات القيمة الملائمة، وهذا يدل على أهمية النتائج التي توصلت إليها دراسات القيمة الملائمة والقضايا المتعلقة بالمحتوى المعلوماتي للمعلومات المحاسبية التي ناقشتها هذه الدراسات، في ظهور وتطور مدخل تقييم حقوق الملكية والوصول إلى نماذج تقييم تستخدم المعلومات المحاسبية كمقاييس مباشرة لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية.

٣- الفصل الثالث

التنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية

Forecasting of future Earnings and Returns

٣-١: المبحث الأول: التنبؤ المالي ودوره في تقييم حقوق الملكية:

Financial Forecasting and its role in Valuation of Equity:

تناول هذا المبحث، مفهوم التنبؤ المالي وأهميته وأساليبه وتبوبياته، وكذلك دوره في تقييم حقوق الملكية، وفق الآتي:

٣-١-١: التنبؤ المالي: مفهومه – أهميته – أساليبه– وتبوبياته:

Financial Forecasting: Concept – Importance – Methods – and its Classification:

- **مفهوم التنبؤ المالي Concept of Financial Forecasting:**

إن المستقبل وبشكل عام، حالة غير معروفة ومرتبطة بدرجة كبيرة بعدم التأكد، إلا أنه ومع كل ذلك قد تظهر اتجاهات ومؤشرات معينة يمكن الاسترشاد من خلالها بالنتائج المتوقعة مستقبلاً، وعليه يمكن أن يكون للتنبؤ الدور الرئيسي في كشف جوانب عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل وبالشكل الذي يساعد في تقدير النتائج المتوقعة، الأمر الذي ينعكس بشكل إيجابي على اتخاذ القرارات الاستثمارية[١].

ويوجد الكثير من التعاريف للتنبؤ المالي، يمكن عرض بعضها، بالآتي:

يُعرف التنبؤ المالي بأنه: أداة تخطيطية تساعد في التعامل مع حالة عدم التأكد في المستقبل بالاعتماد على بيانات الماضي والحاضر وتحليل الاتجاهات[٢]، إذ تشكل البيانات التاريخية نقطة

[1]Wyatt, N (2012). "Financial Times: Essential Guides Budgeting and Forecasting", ***Licensing Agency Ltd***, UK, P 28.
[2]Pirvu, D . & et . al (2012). "Intelligent Financial Forecasting: The Key for a Successful Management", International ***Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Science***, Vol . (2), No . (3), P 194.

الانطلاق لتقدير الاحتمالات المستقبلية، وذلك من خلال تأكيد مدى منطقية الافتراضات المتعلقة بالأداء المالي المستقبلي[١].

ويُعرف بأنه: توقع ما سيكون عليه وضع المنشأة في المستقبل، في شكل بيانات مالية مستقبلية[٢].

ويُعرف أيضاً: بأنه توقع الأحداث المستقبلية، وتحديد قيمتها لأغراض التخطيط واتخاذ القرارات[٣].

كما عُرف: على أنه عملية وضع الفرضيات المتعلقة بالمستقبل، والتي يمكن استخدامها لأغراض التخطيط واتخاذ القرارات[٤].

وكذلك يشير التنبؤ: إلى جميع الأنشطة التي تتناول تجميع البيانات والمعلومات التي تبين كل العوامل والظروف والمتغيرات المحتملة في المستقبل، والتي تؤثر في مجمل الأنشطة والفعاليات التي تؤديها المنشأة[٥].

وقد أشار معهد المحاسبين في المملكة المتحدة وويلز (ICAEW) إلى أن التنبؤ المالي: هو عملية تقدير للنتائج المالية، تُعد من القوائم المالية السابقة لمدة محاسبية لاحقة، كما أشار معهد المحاسبين القانونيين في الولايات المتحدة الأمريكية (AICPA) إلى أن التنبؤ المالي: هو تقدير أكثر احتمالاً للمركز المالي، ونتيجة العمليات والتغيرات في المركز المالي لمدة مالية مقبلة[٦].

استناداً للتعاريف السابقة، يمكن استخلاص خصائص التنبؤ المالي، بالآتي:

---

[1]Fridson, M . & Alvarez, F . (2002). "Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide", 3rd ed, ***Jon Wiley & Sons . Inc,*** New York, P 213.

[2]Vijendra, C (2014). "Financial Forecasting", ***International Journal of Management and International Business Studies***, Vol . (4), No . (3), P 371.

[3]Krylov, S (2018). "Target Financial Forecasting as Instrument to Overcome Financial Difficulties", ***SSRN Electronic Journal.***

[4]Griffin, W . R (2002). "Management", 7th Ed, ***Houghton Mifflin Company***, USA, P 709.

[٥] صالح، علاء عبد الحسين & الغزي، سعود سعد (٢٠١٧). مرجع سابق، ص ٣.

[6]Gajanan, L . A (2008). "Financial Forecasting Comparison of ARIMA, FFNN and SVR Models", ***Master Thesis***, Indian Institute of Technology, Bombay, P 34.

– أداة تخطيطية تساعد في التخفيف من حالة عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل، من خلال تقدير نتائج الأحداث المستقبلية المتوقعة، وبالتالي اتخاذ القرار الاقتصادي المناسب في ضوء تلك النتائج.

– ينطلق من البيانات التاريخية كأساس له، ويقوم بتقدير أثر الأحداث المستقبلية المتوقعة على قيمة تلك البيانات، بما يسهم في التعرف على ما سيكون عليه المركز المالي للمنشأة ونتيجة أعمالها في المستقبل.

وفي الإطار المحاسبي، تُعتبر القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية إحدى المعايير الهامة المستخدمة في تقييم المعلومات المحاسبية البديلة وأحد الخصائص النوعية لجودة تلك المعلومات[1]، فبعد أن كان كُتاب المحاسبة التقليديون يرفضون فكرة أن المحاسبة تقدم التنبؤات منطلقين من أن المحاسبة تهتم بالماضي فقط، إلا أنه حديثاً ثبُت أهمية التنبؤ عند محاولة وضع الإطار الفكري للمحاسبة، حيث يعد التنبؤ أحد مراحل تطور العلم واستقلاله، فعلى الرغم من أن المحاسبة تسجل أحداثاً وقعت بالفعل، إلا أن المعلومات المحاسبية يُستفاد منها أساساً من أجل اتخاذ القرارات التي تؤثر بالمستقبل، فمضمون نظرية المحاسبة الإيجابية يدور حول التنبؤ بالطرق والسياسات المحاسبية ونتائجها، وأن للمقاييس المحاسبية خصائص وسمات الافتراضات المتنافسة، وعلى ذلك فإنه يمكن تقييمها في ضوء مقدرتها على التنبؤ بالأحداث الهامة بالنسبة لمتخذي القرارات، بحيث يُعد المقياس المحاسبي الذي ينطوي على مقدرة تنبؤية أعلى هو المقياس الأفضل للأغراض المحددة، وعليه تم التوصل إلى معيار القدرة التنبؤية كأساس ملائم لتقييم الطرق والسياسات المحاسبية البديلة، وأحد الخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية

[1]Bratten, B . & Causholli, M . & Khan, U . (2016). "Usefulness of fair values for predicting banks' future earnings: evidence from other comprehensive income and its components", ***Science - Business Media*** New York, P 2.

وفائدتها لاتخاذ القرارات الاستثمارية[1]، وانطلاقاً من أهمية خاصية التنبؤ للمعلومات المحاسبية فقد حدد الإطار المفاهيمي لإعداد التقارير المالية الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) أن الهدف من التقرير المالي، هو توفير معلومات مفيدة للتنبؤ بالأداء المستقبلي (توفير معلومات مفيدة للقرار من شأنها أن تساعد في تقدير المبالغ والتوقيت وتخفيض عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بعوائد الموارد الاقتصادية)[2].

- **أهمية التنبؤ المالي Importance of Financial Forecasting:**

تكمن الأهمية الأساسية للتنبؤ المالي، في كونه يساعد في تخفيض درجة عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل، من خلال تقييم فرص النمو والمخاطر المحتملة، وبالتالي مساعدة متخذي القرارات الاقتصادية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية أو التمويلية بشكل مناسب وسليم[3].

فبالنسبة لإدارة المنشآت، يُعتبر التنبؤ المالي الأساس الذي تعتمد عليه في تزويدها بالأسس والقواعد التي تستند عليها عمليات التخطيط والرقابة، ووسيلة لتقدير الاحتياجات اللازمة لتنفيذ الخطط وتحديد المصادر المناسبة لتوفيرها[4].

كما أن للتنبؤ أهمية خاصة بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، على اعتبار أنها العملية التي تتعلق بتوقع الأحداث المستقبلية وتقدير التغيرات المتوقعة من أجل اتخاذ الإجراءات لتفادي عنصر المفاجأة، وتوفير درجة من التأكد بالظروف المستقبلية، إذ غالباً ما يبحث المستثمرون في سوق الأوراق المالية عن تحقيق العوائد والأرباح مقابل تحمل درجة معينة من

---

[1]Davidson, W. (2017). "Financial Forecasting and Decision Making", ***American Institute of Certified Public Accountants Inc***, p 1 - 4.

[2]Bratten, B . & Causholli, M . & Khan, U . (2016).**Loc .**

[3]McMurray, B . & Mackie, C (2016). "The Importance of Financial Forecasting", ***available at site***: https://aab.uk/downloads/.

[4] محمد، عبد المنعم & علي، أبو عبيدة (٢٠٢٠). "الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي ودورها في تقويم الأداء المالي للصناديق الاستثمارية (أسواق الأوراق المالية: الخرطوم – الإمارات – دبي)"، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد (٢١)، ص ٤٩١.

المخاطرة التي من الممكن أن تنجم عن حالات عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل[1]، ولذلك يؤدي التنبؤ دوره في تحديد حجم هذه المخاطرة التي من الممكن أن يتعرض لها الاستثمار، وبالشكل الذي يساعد المستثمر في تحديد أوجه الاستثمارات البديلة ويزيد من قابلية اتخاذ القرار الاستثماري الأفضل، حيث يمكن للمستثمر من خلال التنبؤ بالبدائل الاستثمارية التعرف على إيجابيات وسلبيات كل بديل استثماري، على اعتبار أن المستثمر يقوم باتخاذ قراره الاستثماري وفقاً لعنصري العائد والمخاطرة المرتبطين بذلك الاستثمار، وبالتالي تفضيل الاستثمارات التي تتلاءم مع إمكانياته وموارده المتاحة[2].

وقد بيَن Wisniewski أن أهمية عملية التنبؤ، تظهر من خلال التركيز على كشف جوانب عدم التأكد التي ترتبط ببعض جوانب المستقبل، وبالتالي فإن محاولة المستثمرين توليد تقديرات احتمالية ترتبط ببعض الظروف المستقبلية يساعد كثيراً في دعم عملية اتخاذ القرارات التي تتعلق بالاستثمارات الحالية والمتوقعة[3].

كما أشار Arsham إلى أن جميع القرارات الاستثمارية، لا بد أن تستند إلى تنبؤات دقيقة، وذلك على أساس أن القرارات الاستثمارية بطبيعتها عبارة عن أحداث مستقبلية، وبالتالي فهي ترتبط بدرجة معينة من عدم التأكد في بعض جوانبها، الأمر الذي يقتضي توفير تقديرات كافية تساعد على دعم عملية اتخاذ القرارات، مع ضرورة تعديل كل التقديرات وفقاً لأي معلومات جديدة[4].

من خلال ما سبق، يمكن القول أن أهمية عملية التنبؤ تكمن في كونه أداة هامة لدعم عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية لكافة الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة (الإدارة والأطراف الخارجية)،

---

[1]Shah, D . & Isah, H . & Zulkernine, F . (2019). "Stock Market Analysis: A Review and Taxonomy of Prediction Techniques", ***International Journal of Finance Studies***, Vol . (7), No . (26), P 2.
[2]Davidson, W. (2017). **Op . Cit**, P 1 - 5.
[3]Wisniewski, M . (2002). "Quantitative Methods for Decision Makers", 3rd ed, ***Prentice – Hall & Inc***, P 275.
[4]Arsham, H . (2004). "Time – Critical Decision Making for Economic and Finance", ***available at Site***: www.home.ubalt.edu /ntsbarsh/stat-data/forecast.htm.

وتتجلى هذه الأهمية للتنبؤ في تخفيض درجة عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل من خـــلال تقيـــيم فرص النمو والمخاطر المحتملة، وبالتالي اتخاذ القرار الاقتصادي المناسب للتعامل مع الأحداث المستقبلية المتوقعة لتفادي عنصر المفاجأة.

- **أساليب التنبؤ المالي Methods of Financial Forecasting:**

يوجد أساليب متعددة يمكن استخدامها في عملية التنبؤ المالي، وتُقسم هذه الأساليب إلى نـــوعين أساسيين هما[١]:

١- مجموعة النماذج الكمية Quantitative Models Class:

تعتمد هذه النماذج على المعلومات التي يمكن قياسها كمياً خلال عدد من الفترات الزمنية، مـــن خلال إيجاد علاقة بين متغيرات الظاهرة موضوع الدراسة، وبالتالي يتطلب استخدام هذه النماذج توافر الشروط الآتية[٢]:

- توافر بيانات تاريخية عن الظاهرة المراد التنبؤ بسلوكها في المستقبل.

- أن تكون البيانات المتوفرة عن الظاهرة المراد التنبؤ بها، مقاسة بوحدات كمية.

- افتراض الاستمرارية: أي أن سلوك الظاهرة في المستقبل سيكون امتداد لسلوكها في الماضي.

وتُقسم النماذج الكمية المستخدمة في التنبؤ المالي، إلى الأنواع الآتية[٣]:

أ- نماذج تفسيرية (نماذج الانحدار) Explanatory Models (Regression Models):

يُعتبر الانحدار أحد الأساليب الإحصائية التي تُستخدم في قياس العلاقـــات الاقتصـــادية، حيـــث يختص بقياس العلاقة بين المتغير التابع والمتغير أو المتغيرات المستقلة أو التفسيرية، ويُستخدم

[1]Samonas, M. (2015). "Financial Forecasting, Analysis, and Modelling", ***John Wiley & Sons Ltd***, UK, P88.
[2]Diaz, G . P & Prowse, A . T & Anderson, P . D & Lurgi, M . & Binny, N . R & Cassey, P (2019). "A concise guide to developing and using quantitative models in conservation management", ***Conservation Science and Practice***, Vol . (1), P 2.
[3]Walk, R . S (2014). "Quantitative Technology Forecasting Techniques", ***available at Research Gate***, P 104.

الانحدار بشكل رئيسي لأغراض التنبؤ والتخطيط والتقدير، ويهدف إلى التنبؤ بقيمة متغير معين إذا عُرفت قيمة متغير آخر مرتبط به، مثل التنبؤ بالأرباح إذا عُرفت قيمة المبيعات، وبالتالي فإن مفهوم الانحدار، هو إيجاد معادلة رياضية تعبر عن العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة، تُستخدم للتنبؤ بالقيمة المستقبلية للمتغير المراد التنبؤ بقيمته[1].

وتنقسم نماذج الانحدار إلى عدة أنواع فهناك الانحدار الخطي (بدرجة واحدة) والانحدار غير الخطي (بأكثر من درجة) من ناحية طبيعة العلاقة بين المتغيرات، كما هناك الانحدار البسيط والانحدار المتعدد من ناحية عدد المتغيرات المأخوذة في النموذج كمتغيرات مستقلة[2].

ب- نماذج السلاسل الزمنية Time Series Models:

تُعرف السلسلة الزمنية بأنها: مجموعة مشاهدات حول ظاهرة ما، أخذت بترتيب زمني معين، وهي تعكس تطور تلك الظاهرة عبر الزمن، وكل قيمة من حدود السلسلة الزمنية تتشكل نتيجة تفاعل عدد من العوامل المؤثرة في الظاهرة المدروسة، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى أربع مجموعات، وفق الآتي[3]:

- العوامل التي تؤدي بتفاعلها إلى تكوين الاتجاه العام لمسار تطور السلسلة الزمنية.
- العوامل التي تنشأ عنها التقلبات الموسمية في السلسلة الزمنية.
- العوامل التي تؤدي إلى تكوين التقلبات الدورية في السلسلة الزمنية.
- العوامل ذات التأثير العشوائي على قيم السلسلة الزمنية.

ويعد الهدف الرئيسي لدراسة السلاسل الزمنية، هو توضيح وتحديد المكونات الهيكلية للسلسلة الزمنية، والتي تتضمن الاتجاه العام والتقلبات الموسمية والدورية بالإضافة إلى التأثيرات

[1]Rusov, J & Misita, M . & Milanovic, D . D & Milanovic, L . D (2017). " Applying Regression Models to Predict Business Results", ***FME Transactions***, Vol . (45), No . (1), P 198.
[2]Samonas, M. (2015). **Op . Cit**, P 89.
[3]Alsinglawi, O . & Alwadi, S . & Aladwan, M . & Bougaleh, B . (2019). **Op . Cit**, P 378.

العشوائية، وذلك من أجل تقدير وقياس نموذج الانحدار الذي تتطور وفقه السلسلة الزمنية، واستخدام المعلومات التي تم الحصول عليها من أجل الاستطلاع والحصول على قيم تقديرية في المستقبل[1].

وبشكل عام يتم اللجوء إلى نماذج السلاسل الزمنية في عدة حالات منها[2]:

- غياب العلاقة السببية بين المتغيرات.

- عدم توفر المعطيات الكافية حول المتغيرات المستقلة.

- ضعف النماذج الانحدارية إحصائياً وتنبؤياً، من خلال مؤشرات النموذج (معامل الارتباط والتحديد – الأخطاء المعيارية للمعلمات المقدرة).

وبالتالي يكمن الاختلاف بين النماذج التفسيرية ونماذج السلاسل الزمنية، في أن النماذج التفسيرية تقوم على افتراض أن المتغير المراد التنبؤ به (بقيمته) في المستقبل يكون تابع لواحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة (المتغيرات التفسيرية)، أما تحليل السلاسل الزمنية فلا يحاول اكتشاف هيكل المتغيرات التي تؤثر في سلوك الظاهرة، لكنه يعتمد على العلاقة بين قيم المتغير نفسه أو الأخطاء الماضية في التنبؤ أو الاثنين معاً، وبصفة عامة يُفضل استخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية لأغراض التنبؤ في حالتين، هما[3]:

١- عندما يكون هناك صعوبة إما في التوصل إلى العوامل الخارجية المؤثرة على سلوك الظاهرة، أو صعوبة في قياس العلاقات التي تحكم هذا السلوك، أو في الاثنين معاً.

[1]Beard, E . & Marsden, J . & Brown, J . & Tombor, I . & Stapleton, J . & Michie, S . & West, R (2019). "Understanding and Using Time Series Analyses in addiction research", ***available at site:*** https://onlinelibrary.wiley.com/.
[2]Samonas, M. (2015). **Op . Cit**, P 88.
[3]Beard, E . & Marsden, J . & Brown, J . & Tombor, I . & Stapleton, J . & Michie, S . & West, R (2019). **Loc .**

٢- عندما يكون الهدف الأساسي من التنبؤ، هو معرفة قيم الظاهرة أو سلوك الظاهرة في المستقبل فقط، دون الحاجة إلى تفسير هذا السلوك.

ج- الشبكات العصبية (تنقيب البيانات) Neural Networks (Data Mining):

تُعد الشبكات العصبية إحدى أقسام علم الذكاء الاصطناعي، وهو العلم الحديث الذي تبنى عليه كافة التطبيقات الحديثة والمعقدة في صناعة الروبوتات ونظم دعم القرار وأنظمة التحكم الآلي وأنظمة التعرف والتنبؤ[١]، وهي عبارة عن تقنيات حسابية تختص بإعداد نماذج إحصائية غير خطية للبيانات، مصممة لمحاكاة العقل البشري، فهي تتعامل مع المعلومات من خلال الاستجابة لحالة الإدخال المستمرة أو المتقطعة، وتتكون من وحدات معالجة بسيطة وكبيرة من خلال الربط ببعضها البعض على نطاق واسع وتشكيل شبكة معقدة من النظم، والتي لها خاصية عصبية من حيث أنها تقوم بتخزين المعرفة العملية والمعلومات التجريبية لجعلها متاحة للمستخدم، ويمَكن الاستخدام العملي لهذه الشبكات من إمكانية تطبيق خوارزميات مصممة لتغير وزن أو قوة الروابط التي تربط الخلايا العصبية الاصطناعية ببعضها البعض لإنتاج سيل عصبي معين كفعل أو كرد فعل[٢].

وهنا لا بد من الإشارة إلى أنه توصلت نتائج عدد من الدراسات إلى أن الشبكات العصبية توفر تنبؤات أكثر دقة من غيرها من أساليب وتقنيات التنبؤ الأخرى، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Ravisankar et. al (2011)[٣] و Vojinovic et . al (2011)[٤] و Kirkos et . al (2017)[٥].

---

[1]Jurafsky, D . & Martin, H . J (2020). "Neural Networks and Neural Language Models", ***available at site:*** https://web.stanford.edu/.

[2]Kirkos, et . al (2017), "Data Mining Techniques for the Detection of Fraudulent Financial Statements", ***Expert Systems with Applications 32***, P 5.

[3]Ravisanka, et .al (2011),"Detection of Financial Statement Fraud and Feature Selection Using Data Mining Techniques", ***Decision Support Systems***, Vol . (50).

[4]Vojinovic, z . et . al (2011),"A Data Mining Approach to Financial Time Series Modelling and Forecasting", ***International Journal of Intelligent Systems in Accounting Finance and Management***, Vol . (10) , No . (4).

[5]Kirkos, et . al (2017), **Loc .**

٢- مجموعة النماذج الوصفية Descriptive Models Class:

وهي على عكس النماذج الكمية، لا تشترط توافر بيانات تاريخية عن سلوك الظاهرة في الماضي، حيث تعتمد على الحكم الشخصي والخبرة الماضية لمتخذ القرار، وهنا يجب ألا يُفهم من ذلك أن النماذج الوصفية دائماً بديل للنماذج الكمية، بل هي في كثير من الأحيان تكون مكملة وداعمة لها[١].

- **تبويب التنبؤات المالية Financial Forecasts Classification:**

هناك عدة تبويبات للتنبؤات المالية، يمكن إيجازها وفق الآتي[٢]:

١- بحسب العلاقة بين عناصر القوائم المالية: وهنا يتم التمييز بين نوعين من التنبؤ المالي، هما:

- التنبؤ المالي الساكن Static Forecast:

يقوم هذا النوع من التنبؤ، على فرضية مؤداها: أن العلاقة بين عناصر القوائم المالية ستبقى ثابتة بدون تغيير من فترة لأخرى، كأن نفترض مثلاً بأن العلاقة بين الأرباح والمبيعات أو بين المبيعات وتكلفة المبيعات ستبقى كما هي خلال سلسلة زمنية معينة[٣].

- التنبؤ المالي الديناميكي Dynamic Forecast:

يقوم هذا النوع، على أساس الأخذ في الحسبان العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي قد تؤثر على نتيجة النشاط في الفترة القادمة[٤].

---

[1]Stattner, E . & Collard, M (2015). "Descriptive Modeling of Social Networks", ***Procedia Computer Science***, Vol . (52), P 227.

[2]Samonas, M (2015). **Op . cit**, P 28.

[3]Naznin, S . & Paul, K . G (2019). "A forecast evaluating using Dynamic forecasting and Static forecasting model", ***International Journal of Scientific & Engineering Research***, Vol . (10), No . (4), P 235.

[4]Wang, T . & Atasu, A . & Kurtulus, M (2012). "A Multiordering Newsvendor Model with Dynamic Forecast Evolution", ***Manufacturing & Service Operating Management***, Vol . (14), No . (3), P 472.

وهنا يرى الباحث أن التنبؤ المالي الديناميكي يعطي تنبؤات أكثر دقة وموضوعية، وخاصةً في حال التغيرات الكبيرة في الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي من الممكن أن تؤثر على نشاط المنشأة وبالتالي على نتائج أعمالها المستقبلية.

٢- حسب القائم بعملية التنبؤ: وهنا يتم التمييز بين الآتي:

- التنبؤ بمعرفة إدارة المنشأة Management Forecast:

يتم هذا النوع من التنبؤ غالباً لأغراض داخلية، عن طريق تحليل التعادل والموازنات التخطيطية، وذلك بهدف الرقابة على الموارد المتاحة والتخطيط طويل الأجل، كما يمكن للإدارة أن تقوم بإعداد تنبؤات للأطراف الخارجية كنوع من أنواع الإفصاح الاختياري الذي تقوم به إدارة المنشأة، والذي يتضمن معلومات بخصوص الربح المتوقع قبل نشر القوائم المالية، وفي هذا الصدد يمكن تحديد دوافع الإدارة للقيام بالإفصاح عن التنبؤات، بالآتي[1]:

- دافع التوجيه: وفقاً لهذا الدافع تقوم الإدارة بإعداد تلك التنبؤات وخصوصاً تنبؤات الأرباح التي تحمل أنباء سارة، بهدف تقديم المنشأة بوضع أفضل، وهو ما يؤدي إلى زيادة أسعار أسهم المنشأة في السوق المالية، ويتضح هذا الدافع بصورة واضحة عند قيام المنشأة بإصدار أسهم جديدة أو الحصول على تمويل لاستثماراتها.
- دافع تعديل التوقعات: وفقاً لهذا الدافع فإن الإدارة تمتلك قدراً من المعلومات يفوق ما يمتلكه المستثمرين والسوق، وهنا تفصح الإدارة عن تنبؤات الأرباح بهدف توصيل معلومات للمستثمرين بخصوص أداء المنشأة في المستقبل لتخفيض عدم التماثل في المعلومات.

[1]Kim, Y (2015). "Management Earnings Forecasts and Value of Analyst Forecast Revisions", ***Journal of Management Science***, Vol . (61), No. (7), PP 2 - 3.

والجدير بالذكر أن الاتجاه الحديث للفكر المحاسبي واحتياجات الإدارة الحديثة، يؤكدان على أهمية الإفصاح عن القوائم المالية المستقبلية وتنبؤات الإدارة وتوقعاتها المالية في التقارير المالية المنشورة، نظراً لما لهذه القوائم من محتوى معلوماتي يؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم في السوق المالية[1]، فقد أشارت دراسة Alkhatib (2014) إلى أن المعلومات المستقبلية تشير إلى توقعات الإدارة بشأن العمليات المستقبلية للمنشأة، ويتم الإفصاح عنها بهدف تقديم تفسيرات للمساهمين حول ما تقوم به المنشأة أو ما تنوي القيام به لمساعدتهم في تقدير استدامة أداء المنشأة في المستقبل، كما يوجد اتفاق عام بين الجهات العلمية والعملية على أهمية الإفصاح عن القوائم المالية المستقبلية في التقارير المالية المنشورة لدعم قرارات الاستثمار وبما يؤدي إلى تحسين كفاءة أداء السوق المالية وجذب الاستثمارات في الأوراق المالية[2].

ويستند مؤيدو الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية، إلى عدة أسباب أهمها[3]:

١- تسهيل مهمة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، حيث يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً والمتمثلة في توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، وتقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية وتكوين المحافظ الاستثمارية الملائمة.

٢- إيجاد علاقة جيدة مع كل من المستثمرين والمحللين الماليين، بما يؤدي إلى تدعيم مقدرة المنشأة على جذب رؤوس أموال جديدة.

٣- تحسين أداء السعر السوقي لأسهم المنشأة التي تفصح عن تنبؤات مالية.

---

[1]Robert, et . al (2012) , "Disclosure Effects in The Laboratory: Liquidity, Depth, and Cost of Capital", ***Accounting Review***, Vol .(75) , No . (1), P 115.

[2]Alkhatib, (2014)."The Determinants of Forward - Looking Information Disclosure", ***Procedia -Social and Behavioral Science***, Vol . (109).

[3]Kieso, D. E., Weygandt, J. J. & Warfield, T. D. (2013)."Intermediate Accounting", 13th edition, ***N.Y., John Wiley & Sons, Inc***, P 64.

أما معارضو الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية، فيستندون إلى عـــدد مـــن المبـــررات، أهمها: أن الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية قد يؤدي إلى الضرر بمصـــلحة المنشـــأة وبمركزها التنافسي واحتمال وجود تأثيرات سلبية على أسعار الأسهم، كما أن هذه الإفصاحات قد تؤدي إلى وقوع الإدارة في مساءلة قانونية في حال عدم دقة هذه التنبؤات[١].

- التنبؤ بمعرفة المحللين الماليين Analysts Forecast:

يتم هذا النوع من التنبؤ بناءً على عقد بين المستثمرين والدائنين وغيرهم من أصحاب المصالح في المنشأة، وبين المحللين الماليين، بهدف التحليل المالي للمنشآت التي يرغبون في الاســـتثمار فيها أو لغرض منح الائتمان[٢].

ويُعتبر المحللين الماليين من أهم الجهات لنقل المعلومات في السوق المالية، فهم يمثلـــون حلقـــة الوصل بين الإفصاح المحاسبي الذي تتضمنه التقارير المالية من جهة، واستخدام المعلومات التي يتضمنها هذا الإفصاح من جهة ثانية، وهو ما يعني أن فهم دور المعلومات المحاسبية في السوق المالية يتطلب بالضرورة فهم كيفية تفسير تلك المعلومات من قبل المحللين الماليين، وقد اســـتقر الرأي على أن ما يقوم به المحللون الماليون من أنشطة (ومنها تنبؤات الأربـــاح) يعـــد عـــاملاً أساسياً في زيادة الكفاءة المعلوماتية للسوق المالية والتي تعني سرعة استجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة[٣].

وقد حظيت تنبؤات المحللين الماليين بالأرباح المستقبلية، بأهمية كبيرة في الأدب المحاسبي، وهو ما يمكن الاستدلال عليه من خلال الكثير من الدراسات التي أجريت في هذا المجـــال، والتـــي

[1]Kim, Y (2015). **Op . cit**, P 5.
[2]Rahman, J . M & Zhang, J & Dong, S (2019). "Factors affecting the Accuracy of Analysts Forecast: A Review of the Literature", ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal***, Vol . (23), No . (3), P 1.
[3]Hess, D . & Kempf, A . & Wendels, H . T (2019). "Three Essays on the performance of Earnings Forecasts, Bankruptcy Predictions and Textual Analysis", ***Working Paper***, University of Cologne, P 2.

تناولت تنبؤات المحللين الماليين سواءً من حيث كيفية قيام المحلل المالي بتشـــغيل المعلومـــات وصولاً إلى التنبؤ بالربح أو من حيث الخصائص المختلفة التي تتميز بها تلك التنبؤات مثل الدقة أو التحيز، أو من حيث أثر تلك التنبؤات التي يجريها المحللين الماليين على سلوك أسعار الأسهم في السوق المالية، ومن الأمثلة على الدراسات التي أجريت في هذا المجال: دراسة Bradshaw[1] et . al (2012) و دراسة Harris & Wang (2013)[2] واللتان أظهرتا أن الاعتماد على نماذج التنبؤ بالأرباح المستقبلية يعطي نتائج أقل تحيز وأكثر فائدة من تنبؤات المحللين الماليين.

وتعود أسباب الاهتمام بتنبؤات المحللين الماليين في الأدب المحاسبي، إلى أن هذه التنبؤات يمكن أن تؤثر على تصرفات الأطراف المختلفة المتعاملة في السوق المالية، وأهمها المستثمرين وهو ما أكدته نتائج عدد من الدراسات من حيث أن التنبؤات التي يصدرها المحللـــون المـــاليون أو التعديلات التي يجرونها على تنبؤاتهم للربح لها محتوى إعلامي كبير، وكذلك فإن ما يزيد مـــن أهمية تنبؤات المحللين هو تأثير تلك التنبؤات على حجم التعامل حتى ولو لم يكن لها تأثير على عوائد الأسهم[3].

من خلال ما سبق، يمكن استخلاص الآتي:

١- انطلاقاً من أهمية التنبؤات المالية في دعم عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية، فإن الاتجـــاه الحديث للفكر المحاسبي يؤكد على أهمية الإفصاح عن تنبؤات الإدارة وتوقعاتها الماليـــة فـــي التقارير المالية المنشورة، وقد كان لهذا الاتجاه مؤيدوه الذين انطلقوا من الإيجابيات التي يحققها وأهمها تسهيل مهمة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وتدعيم مقدرة المنشأة على جذب

[1]Bradshaw, M . & Drake, M . & Myers, J . & Myers, L . (2012). "Are-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings", ***Review of Accounting Studies***, Vol . (17).
[2]Harris, R . & Wang, P . (2013). "An Improved Earnings Forecasting Model", ***Working Paper***, University of Exeter Business.
[3]Hess, D . & Kempf, A . & Wendels, H . T (2019). **Loc .**

رؤوس أموال جديدة وتحسين أداء السعر السوقي للأسهم، بالمقابل كان لهذا الاتجاه معارضوه الذين رأوا أن إفصاح الإدارة عن تنبؤاتها المالية قد يؤدي إلى الضرر بمصلحة المنشأة ومركزها التنافسي بالإضافة لوقوعها في مساءلة قانونية في حال عدم دقة هذه التنبؤات، وهنا يشير الباحث إلى دور الهيئات المشرفة على عمل الأسواق المالية بضرورة إلزام الشركات المدرجة في الأسواق المالية بالإفصاح عن المعلومات التي تؤثر بشكل جوهري وهام على نتائج أعمالها المستقبلية كفرص النمو والمخاطر المتوقعة، نظراً لأهمية هذه المعلومات في تقدير نتائج عمل الشركة ومركزها المالي المستقبلي، وبالتالي مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارتهم الاقتصادية.

٢- أهمية دور المحللين الماليين في زيادة الكفاءة المعلوماتية للسوق المالية، من خلال نقل المعلومات الجديدة إلى السوق المالية، وبالتالي التأثير على أسعار الأسهم وعوائدها، الأمر الذي يستوجب أن تكون تنبؤات المحللين مبنية على أسس علمية ومدروسة باستخدام نماذج وتقنيات التنبؤ العلمية.

٣-١-٢: دور التنبؤ المالي في تقييم حقوق الملكية:

The Role of the Financial Forecasting in the Valuation of Equity:

كثيراً ما وصف المنهج العلمي بأنه يتضمن الوصف والتفسير والتنبؤ، كمحددات رئيسية ووظائف منهجية للنظريات العلمية أو فروضها، وبالتالي فإن هذه الوظائف تشكل معايير للحكم على تلك النظريات في إطار المنهج العلمي[1].

وبالتالي فإن الوظائف المنهجية لاتجاهات المدخل المحاسبي التطبيقي، مقيدة بشكل كبير ومحددة بظواهر محاسبية تتمثل في الاختيار المحاسبي ودور المحاسبة في تقييم حقوق الملكية، فالوصف

[1]Glazunov, M . N (2012). "Foundations of Scientific Research", ***National Aviation University***, P 9.

هو وصف لهذه الظواهر وما تتضمنه من وقائع، وهي وإن كانت تنجح في وصف الظاهرة المدروسة، إلا أن هذا النجاح مقيد بطبيعة الظاهرة المحددة وفقاً لمقدماتها المنطقية وفروضها وبالنتيجة لنظرياتها، ففي حين تتمثل الظاهرة بالاختيار المحاسبي من قبل الإدارة، فإن نجاحها يتمثل في استخدام مستثمري حقوق الملكية للمعلومات المحاسبية في اتجاهات القيمة الملائمة وتقييم حقوق الملكية، أما التفسير فهو تفسير وصفي سببي وكيفي في معظمه يتضمن متغيرات ملحوظة ومتغيرات ممكن ملاحظتها كما يتضمن متغيرات غير ملحوظة، أما التنبؤ فهو قائم على التنبؤ بالظواهر المدروسة[1].

وتتعلق التنبؤات التي تصوغها نظريات القيمة الملائمة وتقييم حقوق الملكية، برد فعل المستثمرين والمجسد من خلال التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم أو في قيمتها الحقيقية، إلا أنه يمكن النظر إلى هذه التغيرات على أنها دالة لطبيعة المعلومات والمقاييس المحاسبية، فإذا كانت هذه المعلومات مفيدة أو ملائمة لقرارات المستثمرين، وإذا كانت المقاييس المحاسبية تجسد القيمة الحقيقية للمنشأة، فإنه يتم التنبؤ بتعظيم منفعة قرارات المستثمرين، فتتنبأ هذه النظريات بدور المحاسبة في تقييم وقياس أسهم حقوق الملكية، وهنا يمثل التغير في أسعار الأسهم أو في قيمها الحقيقية، اعتماداً على المعلومات والمقاييس المحاسبية دليلاً على صحة التنبؤ من عدمه[2].

وتتضمن هذه التنبؤات، على سبيل المثال الآتي:

– يعتمد التنبؤ على نظرية محددة السياق، تعتبر بأنه من المتوقع الاعتراف بأي أصل أو التزام، لأنه أصل أو التزام على المنشأة، وهنا يتم التنبؤ بأن الأحداث أو العمليات المرتبطة بها سيتم

[1]Akintoye, I . R & Jayeoba, O . O & Ajibade, A . T & Olayinka, I . M & Kwarbai, J (2016). "Value of Accounting Numbers and Analysts' Forecast Errors", ***International Journal of Research & Methodology in Social Science***, Vol . (2), No . (3), P 19.

[2]Hassan, N . & Haque, H . (2017). "Role of Accounting Information in Assessing Stock Prices in Bangladesh", ***International Journal of Business and Social Research***, Vol . (7), No . (10), P 8.

معاملتها كأصول أو التزامات، وتقدم دراسات القيمة الملائمة دليلاً تطبيقياً على أن المعلومات المتعلقة بها ترتبط مع الأسعار السوقية، في حين تقدم دراسات التقييم دليلاً عما إذا كانت قيم هذه الأصول والالتزامات تساهم في قياس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، أما دراسات التحليل الأساسي فتقدم دليل على أن المعلومات المتعلقة بها تتنبأ بشكل جيد بالعائدات أو المكاسب المستقبلية.

– يتم التنبؤ بارتباط الأرباح المحاسبية (الحالية) مع المؤشرات الأساسية للأداء، اعتماداً على عناصر التسويات المحاسبية، ويقدم هذا مضامين للدور التنبؤي لأساس الاستحقاق المحاسبي، وما يرتبط بتطبيقه من قواعد ومبادئ محاسبية كمبدأي المقابلة والاعتراف بالإيراد.

– قدرة المعلومات المحاسبية التي تتعلق بعناصر وبنود القوائم المالية على التنبؤ بالأداء المستقبلي للمنشأة، ويتسق ذلك في اختبارات التحليل الأساسي لاختبار كيفية دخول بيانات القوائم المالية التفصيلية (المؤشرات الأساسية) إلى قرارات المشاركين في السوق من خلال اختبار فيما إذا كانت التغيرات الجارية في هذه المؤشرات تنقل معلومات ملائمة حول التغيرات اللاحقة في الأرباح[1]، كما يتسق أيضاً مع دور نماذج تقييم حقوق الملكية حيث يشكل التنبؤ محور عملية التقييم، وأحد القضايا التي تنشأ من نظرية التقييم هي أن تقدير القيمة بشكل أفضل يمكن أن يقود إلى التنبؤ بالعائدات المستقبلية بشكل أفضل، وبالتالي كلما كانت المحاسبة تقيس القيمة بشكل أفضل كلما ازدادت قدرة المقاييس المحاسبية على التنبؤ بالأداء المستقبلي[2].

ومع أن التنبؤ كهدف من أهداف البحث المحاسبي ليس أمراً جديداً، إلا أن نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية كان لها دور أساسي في تطوير هدف البحث المحاسبي في مجال

[1]Abarbanell, J . & Bushee, B . (1997). "Fundamental Analysis, Future Earnings and Stock Prices", ***Journal of Accounting Research***, Vol . (41), No . (1), P 1.
[2]Lee, C . (1999). **Op . Cit**, P 421.

أسواق الأوراق المالية، باتجاه هدف ضروري وهو التنبؤ بالمتغيرات المستقبلية وخاصةً الأرباح بدلاً من التركيز على تفسير سلوك الأسعار الجارية، وذلك من خلال إدخال متغيرات مستقبلية إلى دالة تقييم حقوق الملكية، حيث اعتبرت Kothari (1999) أنه إذا تم قبول الطبيعة التاريخية للمعلومات المحاسبية التي يفصح عنها في القوائم المالية، فإنه من الضروري توسيع عملية البحث المحاسبي في مجال أسواق الأوراق المالية لتشمل عملية البحث باستخدام معلومات التنبؤ بالأرباح[1]، وهذا التنبؤ اعتبره Lee (1999) بأنه العمل الأساسي في التقييم والروح التي تعطي الحياة لنموذج التقييم[2].

يُلاحظ مما سبق، أن التنبؤ المالي يشكل محور أساسي في عملية تقييم حقوق الملكية، حيث أن تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية يتطلب تقييم الوضع المالي الحالي للمنشأة والتنبؤ بأدائها المستقبلي، فنجد مثلاً أن دالة تقييم نموذج الدخل المتبقي تتضمن متغير الأرباح غير العادية المستقبلية كمتغير تقييمي أساسي لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، بالمقابل من ذلك فإن تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية بشكل أكثر دقة يمكن أن يؤدي إلى التنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لحقوق الملكية بشكل أفضل، إذ كلما كانت المقاييس المحاسبية تقيس القيمة الحقيقية لحقوق الملكية بشكل أدق كلما ازدادت قدرة هذه المقاييس على التنبؤ بالأداء المستقبلي، وعليه فهناك دور متبادل وتكاملي للتنبؤ وتقييم حقوق الملكية، حيث يتطلب تقييم حقوق الملكية التنبؤ بالأداء المستقبلي، كما أن التقييم الأفضل لحقوق الملكية يؤدي إلى التنبؤ بشكل أفضل بالأرباح والعائدات المستقبلية.

---

[1]Kothari, S . (1999). **Op . Cit**, PP 81 - 82.
[2]Lee, C . (1999). **Op . Cit**, P 415.

٣-١-٣: التنبؤ المالي في سورية Financial Forecasting in Syria:

بدايةً لا بد من الإشارة إلى أنه لا يتوفر تنبؤات مالية منشورة للمحللين الماليين في سورية، وهنا يشير الباحث إلى دور جمعية المحللين الماليين في سورية بتوفير تنبؤات مالية منشورة للمحليين الماليين لما لأهمية هذه التنبؤات في زيادة الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية، كما لا تتضمن التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على تنبؤات مالية (قوائم مالية مستقبلية) عن الأداء المالي المستقبلي المتوقع لتلك الشركات، وهنا يشير الباحث إلى دور هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية بضرورة إلزام جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالإفصاح عن المخاطر وفرص النمو وأية تغيرات جوهرية قد تؤثر على الأداء المستقبلي لتلك الشركات، لما لهذه المعلومات من أهمية بالغة في تقييم والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم تلك الشركات.

أما على الصعيد الأكاديمي فقد نال التنبؤ المالي على اهتمام الباحثين في سورية، وقد تجلى ذلك من خلال العديد من الدراسات التي أجريت في هذا المجال بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتي تناولت موضوع التنبؤ المالي من جوانب متعددة، ويمكن استعراض المجالات التي تناولتها بعض من هذه الدراسات من خلال النقاط الآتية:

- التنبؤ بالأرباح المستقبلية: ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة الصفدي و دحدوح (٢٠١٩) التي تناولت أثر التدفقات النقدية التشغيلية في التنبؤ بربحية السهم وأظهرت نتائجها أن التدفقات النقدية التشغيلية يمكن استخدامها في التنبؤ بربحية السهم وذلك من قبل المستثمرين الحاليين والمستقبليين وأيضاً من قبل الإدارة[١]، ودراسة جمعان (٢٠١٩) التي تناولت دراسة القدرة

[١] الصفدي، نبراس أحمد & دحدوح، حسين أحمد (٢٠١٩). "أثر التدفقات النقدية التشغيلية في التنبؤ بربحية السهم: دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث للعلوم الانسانية، المجلد (٤١)، العدد (٣٣).

التنبؤية للمستحقات الاختيارية الإجمالية وأظهرت نتائجها أن المستحقات المحاسبية الاختيارية الإجمالية تمتلك قدرة تنبؤية وهذه القدرة تكون كبيرة عندما يتعلق الأمر بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية حيث أنها تفسر ما نسبته (٦٧)% من تغيرات الأرباح بينما تنخفض هذه القدرة عند التنبؤ بالتدفقات النقدية والعوائد السوقية للأسهم حيث أن المستحقات المحاسبية الاختيارية الإجمالية تفسر (٤٠)% من التغيرات في التدفقات النقدية و(٣٦)% من التغيرات في العوائد السوقية[١].

– التنبؤ بالعائدات والأسعار المستقبلية للأسهم: ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة كوجك وآخرون (٢٠١٨) التي هدفت إلى تقييم فعالية استخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم GARCH في دراسة تقلبات عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بالقيم المستقبلية لهذا المؤشر وأظهرت نتائجها إلى قدرة وفعالية هذا النموذج على وصف سلوك عائد المؤشر وتقلباته خلال الفترة المدروسة إضافةً إلى قدرته على تقديم تنبؤات ذات أخطاء ضئيلة نسبياً[٢]، ودراسة الحجله (٢٠١٦) التي توصلت إلى نموذج للتنبؤ بأسعار أسهم المصارف وذلك باستخدام تحليل الانحدار المتعدد وقد استطاع هذا النموذج تفسير ما نسبته (٤٢,٦)% من التغيرات في أسعار الأسهم[٣]، ودراسة يوسف وآخرون (٢٠١٥) التي أظهرت نتائجها إلى أنه لا يمكن لمعلومات أساس الاستحقاق التنبؤ بعوائد الفترة التالية لأسهم الشركات

---

[١] جمعان، فادي (٢٠١٩). "القدرة التنبؤية للمستحقات المحاسبية الاختيارية الإجمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (٤١)، العدد (٦)، متوفر على الموقع:
http://journal.tishreen.edu.sy/index.php/econlaw/article/view/9298.

[٢] كوجك، ورد & نقار، عثمان & مندو، عبد القادر (٢٠١٨). "التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لعوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نماذج"، مجلة جامعة حماة، المجلد (١)، العدد (٩)، متوفر على الموقع:
https://hama-univ.edu.sy/ojs/index.php/huj/article/view/92.

[٣] الحجله، مجد سامي (٢٠١٦). "مدى انعكاس مؤشر الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.

المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية إلا بعد إدخال المتغيرات الضابطة المتمثلة بالقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والمخاطر المنتظمة ومعدل الربح إلى السعر السوقي[١].

– التنبؤ بالتدفقات النقدية: ومن أمثله هذه الدراسات: دراسة علي و معروف (٢٠١٨) التي هدفت إلى اختبار قدرة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وأظهرت نتائجها أن لمؤشر التدفقات النقدية التشغيلية قدرة تنبؤية أفضل بالتدفقات النقدية المستقبلية من مؤشر الأرباح في سوق دمشق للأوراق المالية[٢].

ويشير الباحث إلى أن هذه الدراسة تناولت موضوع التنبؤ المالي، من خلال اختبار الكفاءة التنبؤية لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية وتحديد أفضليتها في التنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٣ – ٢: المبحث الثاني: التنبؤ بالأرباح المستقبلية:

Forecasting Future Earnings:

تحتل الأرباح مكانة هامة في الفكر المحاسبي، كونها تمثل خلاصة الإجراءات المحاسبية التي تقيس أداء المنشآت، ولاستخدامها بشكل واسع في تقييم الأوراق المالية، وكمقياس للحكم على مدى فعالية وكفاءة الإدارة في استثمار الموارد المتاحة لديها، بالإضافة إلى استخدامها في العديد من القرارات الاستثمارية المختلفة[٣].

ونظراً لهذه الأهمية للأرباح، فقد أصبح تقديرها والتنبؤ بها محل اهتمام الكثير من الباحثين والمهتمين، فالتنبؤ المستقبلي بالأرباح يعتبر من أهم أركان عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية،

---

[١] يوسف، علي & عباس، غادة & الموصلي، منال (٢٠١٥). "التنبؤ بعوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام معلومات أساس الاستحقاق"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد (٣٧)، العدد (٢).

[٢] علي، عفراء & معروف، سامر (٢٠١٨). "قدرة مؤشري الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية: دليل تجريبي في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث للعلوم الانسانية، المجلد (٤٠)، العدد (٦٠).

[3] Oskouei, H . Z & Zadeh, H . R (2017). "The prediction of future profitability using life cycle theory based on cash flow pattern", ***Journal of Advances in Economics and Business***, Vol . (5), P 168.

وفي هذا الإطار أجريت العديد من الدراسات بعضها هدف إلى اختبار نماذج وأساليب التنبؤ بالأرباح لتحديد أكثرها كفاءة في الحصول على تنبؤات أكثر دقة بالأرباح المستقبلية، كما هدف بعضها الآخر إلى دراسة تأثير العناصر المكونة للأرباح على دقة التنبؤ بها[1].

تناول هذا المبحث مفهوم وأهداف وأهمية التنبؤ بالأرباح المستقبلية، بالإضافة إلى عرض لمفهوم التنبؤ بالأرباح المستقبلية باستخدام السلاسل الزمنية للأرباح ونماذجه على اعتبار أنه تم استخدام هذا الأسلوب في هذه الدراسة بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة، وذلك من خلال الآتي:

٣-٢-١: التنبؤ بالأرباح المستقبلية: مفهومه – أهدافه – وأشكاله:

Forecasting Future Earnings: its Concept – Objectives - and Forms:

يُقصد بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية: بأنه عملية تقدير للأرباح الممكن تحقيقها في فترة مستقبلية، من خلال استخدام أساليب وتقنيات أو نماذج للتنبؤ، وذلك بالاعتماد على بيانات الأرباح في الفترة أو الفترات الماضية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على قيمة هذه الأرباح في الفترة المستقبلية المتنبأ بأرباحها[2].

ويتمثل الهدف من التنبؤ بالأرباح المستقبلية، في تحقيق الآتي[3]:

١- التعرف على ما سيكون عليه أداء المنشأة في المستقبل، بالاعتماد على بيانات الماضي.

٢- تفسير قيمة المنشأة في المستقبل، بناءً على المعلومات الحالية والخطط المتوقع تنفيذها مستقبلاً.

٣- تخفيض درجة عدم التأكد التي ستواجه المنشأة مستقبلاً.

---

[1]Xinyue, C . & Zhaoyu, X . & Yue, Z (2020). "Using Machine Learning To Forecast Future Earnings", ***available at site***: https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/, P 7.

[2]Mcclure, B (2020). "Earnings Forecasts: A Primer", ***available at site***: https://www.investopedia.com/.

[3]Davidson, W. (2017). **Loc .**

٤- توفير قاعدة من المعلومات الضرورية التي تحدد الجدوى الاقتصادية للاستثمار في المنشأة.

ويأخذ التنبؤ بالأرباح المستقبلية، أشكالاً متعددة أهمها[١]:

١- التنبؤ في صورة نقطة محددة (مبلغ محدد): أي أن يكون الربح المتوقع مبلغاً محدداً بذاته.

٢- التنبؤ في صورة مدى: أي أن الربح المتوقع يتراوح بين نقطتين، وتمثل هاتين النقطتين حدوداً له.

٣- التنبؤ في صورة حد أقصى وحد أدنى: أي تحديد حد أقصى لا يمكن للربح المتوقع أن يتجاوزه، وحد أدنى لا يمكن للربح المتوقع أن يقل عنه.

٤- التنبؤ في صورة وصفية (غير كمية): أي أنه لا يتم الإفصاح عن الربح المتوقع في صورة مالية أو مبلغ نقدي، وإنما يكون في صورة عبارات كأن يُذكر مثلاً: أن أرباح العام القادم ستكون جيدة، أو أنه سيكون هناك زيادة ملحوظة في أرباح العام القادم.

٣-٢-٢: أهمية التنبؤ بالأرباح المستقبلية The Importance of Forecasting Future Earnings:

يكتسب التنبؤ بالأرباح المحاسبية المتوقعة مستقبلاً أهميته، من أهمية الأرباح المحاسبية كأحد أبرز المقاييس والمؤشرات المحاسبية التي تعتمد عليها مختلف الأطراف ذات الصلة بالمنشأة لاتخاذ قرارات وأحكام متنوعة، ومن بينها قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية[٢].

فمن خلال المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية للمنشأة، يمكن الوقوف على الكثير من المؤشرات والدلالات التي تساهم في معرفة القدرة الإيرادية (الكسبية) للمنشأة، وبالتالي قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية ودفع توزيعات الأرباح، ومن ناحية أخرى يُعتبر التنبؤ قضية

[1]Kieso, D. E., Weygandt, J. J. & Warfield, T. D. (2013). **Op . Cit**, P 69.

[2]Carnevale, C (2019). " Forecasting Future Business Results Is The Key To Successful Stock Investing", ***available at site***: https://seekingalpha.com/.

جوهرية بالنسبة لتقييم حقوق الملكية اعتماداً على المعلومات المحاسبية وأهمها الأرباح المحاسبية، ففي الواقع إن القيمة النظرية لأسهم المنشأة هي القيمة الحالية لأرباحها المستقبلية، وعليه فإن الزيادة في هذه الأرباح تمثل انعكاساً لزيادة قيمة المنشأة، بينما يمثل انخفاضها انعكاساً على تراجع هذه القيمة، وبالتالي فقد اعتمد الباحثون على الأرباح المستقبلية في التنبؤ بقيمة الأسهم وتقلباتها، على اعتبار أن الأرباح تعكس صورة المنشأة والمقياس الأهم لنتيجة أعمالها[1]، وفي هذا الإطار يشير الباحث إلى أن النماذج المحاسبية الأكثر استخداماً في تقييم حقوق الملكية في الوقت الحاضر، تعتمد على الأرباح المستقبلية للمنشأة كأحد المتغيرات التقييمية الرئيسية، حيث أن نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي المعاصر (كنموذج الدخل المتبقي، ونموذج Ohlson)، أدخلت الأرباح المستقبلية المتوقعة كمتغير تقييمي أساسي إلى دوال التقييم، لتحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، ومن هنا تكمن أهمية التنبؤ بالأرباح المستقبلية، حيث أن القيمة الحقيقية لحقوق الملكية يجب أن تعكس مدى قدرة المنشأة على توليد أرباح مستقبلية، وليس فقط تحديد هذه القيمة بالاستناد إلى متغيرات حالية قد لا تكون قابلة للاستمرار في المستقبل.

وقد أكدت المنظمات المحاسبية المهنية على أهمية الأرباح المحاسبية في تقديم معلومات ملائمة ومفيدة للمستخدمين، كما أظهرت نتائج الدراسات المحاسبية منذ بدايات البحث المحاسبي في مجال أسواق الأوراق المالية، أهمية المحتوى التقييمي لمعلومات الأرباح المحاسبية بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، من خلال دورها في تحديد قيم الأسهم وكذلك دورها التنبؤي بمحددات هذه القيم مستقبلاً، حيث أثبتت هذه الدراسات احتواء توقعات الأرباح المستقبلية

[1]Hess, D . & Kempf, A . & Wendels, H . T (2019). **Op . Cit**, P 10.

على المعلومات التي سوف تؤثر على تحديد سعر السهم في المستقبل[١]، بالإضافة إلى ذلك فقد أكدت العديد من الدراسات أيضاً، إلى أن العديد من الأطراف ولا سيما المحللين الماليين تعتمد في إجراء تنبؤاتها بالأداء المالي للمنشآت مستقبلاً، على التنبؤ بأرقام بيانات القوائم المالية مع الرجوع بشكل محدد إلى الأرباح المحاسبية[٢].

ويمكن إيجاز أهمية التنبؤ بالأرباح المستقبلية، من خلال الآتي[٣]:

١- تقييم الأوراق المالية:

حيث أن غالبية نماذج التقييم المعروفة في الأدب المحاسبي، تعتمد بصورة مباشرة على التنبؤ بالأرباح المحاسبية في تقييم الأوراق المالية، من خلال إدخال متغير الأرباح المستقبلية كمتغير تقييمي أساسي في دوالها التقييمية، كما أن نماذج التقييم المعروفة في أدب التمويل تعتمد بصورة غير مباشرة على التنبؤ بالأرباح المحاسبية في تقييم الأوراق المالية، فنموذج توزيعات الأرباح المخصومة مثلاً يعتمد على الربح المحاسبي المتوقع مستقبلاً كمؤشر على التوزيعات النقدية المتوقع إجراؤها مستقبلاً، حيث أن قدرة المنشأة على دفع توزيعات الأرباح في المستقبل تتوقف على تحقيق المنشأة للأرباح المستقبلية إلى جانب توافر السيولة اللازمة لدفعها، كما أن التوزيعات التي تتم في صورة أسهم مجانية لا تحتاج إلى سيولة نقدية وإنما إلى تحقيق أرباح، وبالتالي فإنه يُنظر إلى الأرباح المستقبلية على أنها مؤشر جيد على قدرة المنشأة على دفع توزيعات الأرباح مستقبلاً[٤].

---

[1]Thinggaard, F . & Damkier, J . (2008). "Has Financial Statement Information Become Less Relevant? Longitudinal Evidence from Denmark", ***Scand . J . Mgint***, Vol . (24), P 377.

[2]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), P 275.

[٣] صالح، رضا إبراهيم & نخال، أيمن محمد صبري & أحمد، حسن يوسف حسن (٢٠١٩). "أثر الإفصاح عن عناصر الدخل الشامل الأخرى على التنبؤ بالأرباح المستقبلية – مع دراسة تطبيقية"، ***مجلة الدراسات التجارية المعاصرة***، العدد (٨)، ص ص ٣٢١ – ٣٢٢.

[4]Harris, R . & Wang, P . (2013). **Op . Cit**, P 1.

٢- تحليل العلاقة بين الربح المحاسبي وعوائد الأسهم:

إن دراسة قوة أو ضعف العلاقة بين الربح المحاسبي المفصح عنه في القوائم المالية وعوائد الأسهم، تستلزم التعرف على النموذج الذي يتم استخدامه في التنبؤ بالربح، وتعود أهمية نموذج التنبؤ بالربح في هذا الصدد إلى ضرورة الفصل في الربح المفصح عنه بين الجزء الذي يُعتبر مفاجأة للسوق (غير متوقع) والجزء الذي توقعه السوق من قبل، ففي الأسواق المالية الكفوءة فإن الجزء الذي توقعه السوق من قبل لا يرتبط مع عوائد الأسهم في تاريخ الإعلان عن الربح، على اعتبار أنه قد انعكس بالفعل في تلك العوائد من قبل وبالتالي يمثل ذلك الجزء عامل تشويش Noise أو خطأ قياس Measurement Error يمكن أن يضعف من العلاقة بين الربح المحاسبي وعوائد الأسهم، وبالتالي فإن قوة أو ضعف العلاقة بين الربح المحاسبي وعوائد الأسهم تعتمد بصورة أساسية على دقة قياس الجزء غير المتوقع من الربح، والذي يعتمد بدوره على دقة النموذج المستخدم في تقدير الربح المتوقع[1].

٣- التخفيف من مشاكل الوكالة:

أكدت دراسات النظرية الإيجابية في المحاسبة على وجود سلوك انتهازي من قبل إدارة المنشآت أثناء الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية بهدف إدارة الربح، ولعل أشهر تطبيقات ذلك هو ما يُعرف بعملية تمهيد الدخل من سنة إلى أخرى باستخدام السياسات المحاسبية Smoothing Income بنية تجنب التقلبات في المبالغ التي تحصل عليها الإدارة كمكافآت مرتبطة بالربح، وهنا تبرز أهمية التنبؤ بالربح في اختبار هذا السلوك، فالأرباح غير المتوقعة تمثل من الناحية الإحصائية الفرق بين الربح الفعلي والربح المتوقع (القيمة المتوقعة تبعاً لنموذج التنبؤ والذي يشار إليها بالبواقي Residuals)، ودراسة هذا الفرق بالطرق الإحصائية قد يكشف عن ثباته عند

[1]Ramakrish, S . T . R & Thomas, K . J (2016). **Loc .**

قيمة صغيرة نسبياً لا تختلف معنوياً عن الصفر، وهو ما يؤكد وجود أو عدم وجود تمهيد للدخل[1].

٤- تحسين عملية التقرير عن التنبؤات:

لا تقتصر فوائد دراسة نماذج التنبؤ بالأرباح المستقبلية على خدمة المستثمرين والباحثين فقط، وإنما يمكن أن تستفيد منها إدارة المنشآت أيضاً، ففي المراحل المبكرة للتحليل المالي وحركة الاستثمار في الأوراق المالية، يقوم المستثمرين (أو المحللين الماليين) بتحليل الأرقام المحاسبية لإعداد تنبؤات عن أرباح الفترة المقبلة، وإن هذه العملية لن تتم دون تحمل المستثمرين لبعض التكاليف، وطبقاً لمفهوم الحماية السعرية Price Protection فسوف يأخذ المستثمرين تلك التكاليف في الحسبان عند تسعير الورقة المالية، فإذا ما افترضنا أن كل المتعاملين في السوق سوف يتحملون نفس القدر من التكاليف، فإن سعر الورقة المالية سوف ينخفض بمقدار تكاليف التحليل المالي للوصول إلى أفضل تقدير للقيمة الحقيقية للورقة المالية، وهنا إذا كانت التكاليف مبالغ فيها فإن قيمة المنشأة سوف تنخفض بدرجة كبيرة دون مبرر، لذا قد تجد الإدارة أنه من الأفضل أن تقوم بإعداد تلك المعلومات التي يحتاجها المستثمرون ومنها تنبؤات الأرباح وتفصح عنها طواعيةً دون إلزام، حيث أن إعداد تلك التنبؤات من قبل الإدارة لن يكون بنفس القدر من التكاليف التي يتحملها المستثمرون، وبالتالي سوف ترتفع قيمة المنشأة بمقدار الفرق بين التكلفتين، هذا بالإضافة إلى الوفورات الناجمة عن الاعتماد على التنبؤات غير الدقيقة[2].

يُلاحظ مما سبق، أهمية التنبؤ بالأرباح المستقبلية سواءً لإدارة المنشأة من خلال تمكينها من إعداد الخطط الاستراتيجية التي تهدف لتحقيق استمرارية المنشأة وزيادة قيمتها في السوق

[1]Kolozsvari, C . A & Macedo, A . M (2016). "Analysis of the Influence of Income Smoothing over Earnings Persistence in the Brazilian Market", ***Journal of International Accounting Research***, Vol . (27), No . (72), P 307.

[2]صالح، رضا إبراهيم & نخال، أيمن محمد صبري & أحمد، حسن يوسف حسن (٢٠١٩). مرجع سابق، ص ٣٢٢.

المالية، وكذلك للمستثمرين في الكشف عن وجود تمهيد للدخل والتنبؤ بالتوزيعات النقدية الممكن الحصول عليها، وكذلك تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية، بما يساعدهم في اتخاذ قـــراراتهم الاستثمارية بشكل أفضل.

٣-٢-٣: التنبؤ بالأرباح المستقبلية باستخدام السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية:

Forecasting Future Earnings using Time Series of Accounting Earnings:

تعتمد دراسة السلاسل الزمنية بشكل أساسي، على فهم السلوك التاريخي للظـــاهرة المدروســـة وتقدير الوضع الحالي والتنبؤ بمستقبلها، بالإضافة إلى إمكانية إجراء المقارنات بـــين السلاســـل الزمنية التي تمثل الظاهرة نفسها في فترات زمنية مختلفة، مما جعل تحليل السلاســـل الزمنيـــة يشكل ركناً أساسياً وهاماً فـــي التخطـــيط الاقتصـــادي والإداري، وبشـــكلٍ خـــاص الجانـــب المتعلق بالتنبؤ[١]، وفيما يلي عرض للبحث المحاسبي في مجال خصـــائص السلاســـل الزمنيـــة للأرباح ومجالاته، وأهم نماذج تحليل السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية، وبعـــض الدراســـات المحاسبية التي أجريت في مجال دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية والنتائج التي توصلت إليها، وفق الآتي:

- **البحث المحاسبي في مجال خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية ومجالاته:**

Accounting Research in the field of Time-Series Characteristics of Accounting Earnings and its Fields:

تعود بدايات البحث المحاسبي في مجال خصائص السلاسل الزمنية لبيانات القوائم المالية إلـــى الستينات من القرن الماضي، إلا أن الدراسات التي تمت في أوائل السبعينات من ذلـــك القـــرن حددت بشكل رئيسي طبيعة البحث المحاسبي في مجال خصائص السلاسل الزمنيـــة للأربـــاح

[1]Peixeiro, M (2019). "The Complete Guide to Time Series Analysis and Forecasting", ***available at site***: https://towardsdatascience.com/.

المحاسبية، فقد تناول الباحثون هذا المجال البحثي من خلال دراسة سلوك الأرباح السنوية مقارنةً بالأرباح المرحلية (الربع سنوية)، لتحديد خصائص السلاسل الزمنية لهذه الأرباح[١].

وقد كان لتطور أساليب تحليل البيانات من قبل المتخصصين في مجال الإحصاء والاقتصاد القياسي، دوراً هاماً في إجراء العديد من دراسات السلاسل الزمنية في المحاسبة، فركزت الدراسات المحاسبية على الاستدلالات الإحصائية التي يمكن تحديدها من خلال النماذج المستخدمة لوصف سلوك الأرباح المحاسبية كالمتوسط والانحراف المعياري والخصائص الإحصائية للبواقي[٢].

ويُعتبر البحث المحاسبي في مجال خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية، مهماً للعديد من مجالات البحث المحاسبي التطبيقي كالقيمة الملائمة ومحددات معامل استجابة الأرباح ونماذج تقييم حقوق الملكية التي تستخدم تنبؤات الأرباح سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، كما أن بحوث أسواق الأوراق المالية التي تربط بيانات القوائم المالية بالأسعار والعوائد السوقية للأسهم، تستخدم نموذجاً للأرباح المتوقعة لعزل العناصر غير المتوقعة عن العناصر المتوقعة من خلال دراسة وتحليل خصائص السلاسل الزمنية لتلك الأرباح[٣].

- **نماذج تحليل السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية:**

Models for Analyzing the Time Series of Accounting Earnings:

يُعد الهدف من تحليل السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية، هو تحديد خصائص تلك الأرباح لبيان فيما إذا كانت تسير بشكل عشوائي، أو أنها تتبع نمط معين في سلوكها، وذلك لبناء نموذج

[1]Lorek, S . K (2014). "A critical assessment of the time-series literature in accounting pertaining to quarterly accounting numbers", ***Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting***, Vol . (xxx), P 1.

[2]Monahan, J . S (2017). "Financial Statement Analysis and Earnings Forecasting", ***Foundations and Trends in Accounting***, Vol . (12), No . (2), P 107.

[3]Pagach, P . D & Warr, S . R (2020). " Analysts versus time-series forecasts of quarterly earnings: A maintained hypothesis revisited, ***Advances in Accounting***, Vol . (52), P 2.

الانحدار المناسب للتنبؤ بقيمة هذه الأرباح مستقبلاً[1]، ويمكن عرض أهم نماذج تحليل السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية التي استخدمتها الدراسات المحاسبية، بالآتي:

١- نموذج المسار العشوائي Random Walk:

يفترض هذا النموذج كخاصية للسلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية، أن الأرباح لا تتبع نمط معين لتسلكه باستمرار بل تسير بشكل عشوائي (أي ليس لها وسط حسابي ثابت تتجمع حوله بيانات الأرباح)، وعليه يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأرباح وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي، حيث أن التغيرات في الأرباح المحاسبية مستقلة عن بعضها البعض[2]، وتُعتبر دراسة Ball & Watts (1972) من أوائل الدراسات المحاسبية التطبيقية التي أظهرت أن السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية السنوية تنتهج مساراً عشوائياً[3]، إلا أن دراسات أخرى متعددة أظهرت أن السلوك الفردي للسلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية لبعض المنشآت لا تتبع المسار العشوائي، فقد انتقد Salamon & Smith (1977) نتائج دراسة Ball & Watts (1972) واعتبرا أنها تعاني من تحيز عدم الاستمرارية لبعض المنشآت الداخلة في العينة، معتبرين أن الأرباح المحاسبية للمنشآت (فرادى) لا تتبع مساراً عشوائياً[4]، كما أن دراسات أخرى منها Watts & Leftwich (1977) أوضحت أنه في حين أن عينة من المنشآت قد يكون المسار العشوائي وصفاً معقولاً للسلاسل الزمنية لأرباحها، إلا أنه بالمقابل فإن السلاسل الزمنية لأرباح بعض المنشآت تنحرف عن هذا المسار، وهذا ما دعا إلى القول بنموذج المسار العشوائي مع

---

[1] اشتيوي، محمود أحمد & المقرحي، سالمة عمر بلعيد & قنديلية، عبد السلام محمد (٢٠١٧). "تطبيق نماذج الانحدار الذاتي المتكاملة والمتوسطات المتحركة (ARIMA) على إنتاج مصنع اسمنت المرقب للفترة الزمنية (١٩٩٣ – ٢٠١٣)"، ***مجلة العلوم الإنسانية والعلمية والاجتماعية***، العدد (٤)، ص ٩٦.

[2] Deford, D . & Moore, K (2017). "Random Walk Null Models for Time Series Data", ***Journal of Entropy***, Vol . (19), P 4.

[3] Ball, R . & Watts, R . (1972). "Some Time Series Properties of Accounting Income", ***Journal of Finance***, Vol . (27), P 663.

[4] Salamon, G . & Smith, D . (1977). "Additional Evidence on Time Series Properties of Reported Earnings Per Share: Comment", ***Journal of Finance***, Vol . (XXXII), No . (5), P 1795.

وجود انحراف، والانحراف في هذه الحالة قد يساوي معدل التغير في الأرباح عن سنوات سابقة متعددة، وذلك مقارنةً بنموذج المسار العشوائي البحت الذي يعتمد على الأرباح الحالية فقط للتنبؤ بأرباح الفترة القادمة[١].

٢- نموذج الارتداد نحو المتوسط Mean Reverting:

يفترض هذا النموذج أن السلاسل الزمنية للأرباح تتبع مسار الارتداد نحو المتوسط، أي أنها تسلك نمط معين (لها وسط حسابي ثابت تجتمع حوله بيانات الأرباح)[٢]، حيث أظهرت دراسات متعددة أن خصائص السلاسل الزمنية للأرباح تبين ارتدادها نحو متوسطها، بالمقابل أظهرت دراسات أخرى أن هذه الخاصية قد لا تتحقق بشكل كامل، بحيث أن الأرباح المحاسبية تتبع مسار الارتداد نحو المتوسط مع وجود انحراف، وهذا الانحراف قد يكون دالة خطية لمتغيرات أخرى[٣].

يُلاحظ مما تقدم، أن نماذج تحليل السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية، تقوم على دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية، لتحديد طبيعة المسار الذي تسلكه هذه الأرباح، فيما إذا كان مسار عشوائي (لا يوجد نمط معين لهذا المسار)، أو أنه يوجد نمط معين لهذا المسار، وذلك بهدف بناء نموذج الانحدار المناسب للتنبؤ بقيمتها مستقبلاً، كما يُلاحظ بأن نتائج الدراسات المحاسبية في هذا الإطار لم تتفق نتائجها بشأن تحديد طبيعة محددة لمسار الأرباح المحاسبية.

---

[1]Watts, R . & Leftwich, (1977). "The Time Series of Annual Accounting Earnings", ***Journal of Accounting Research***, Vol . (15), P 253.

[2]Pinto, C (2015). " Modeling Generic Mean Reversion Processes with a Symmetrical Binomial Lattice - Applications to Real Options", ***Procedia Computer Science***, Vol . (55), P 769.

[3]Bao, B . & et al (1996). "A Note on the Time Series Behavior of Earnings Per Share: Data of Taiwanese Firms", ***Journal of Business Finance & Accounting***, Vol . (23), No . (4), P 643.

وفي هذا المجال أجريت العديد من الدراسات التي هدفت إلى اختبار دقة نماذج التنبؤ بالأربـــاح التي تعتمد بشكل أساسي على دراسة خصائص السلاسل الزمنية في التنبؤ بالأرباح المســـتقبلية، ومن أمثلة هذه الدراســـات: دراســـة Jaya & Sundar (2012) [1] – Devi (2013) [2] – Shrimal & Prasad (2016) [3] – Alsinglawi et . al (2019) [4] والتي أظهرت نتائجها كفاءة نموذج المتوسط المتحرك في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، ودراسات: Hess et . al (2018) [5] – Hess et . al (2019) [6] التي أظهرت أن استخدام البيانات الربعية للأرباح بدلاً من البيانات السنوية حَسن دقـــة التنبـــؤ بالأرباح المستقبلية، وفي الدراسة الحالية وبهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشـــركات العينـــة، والتي تمثل أحد المتغيرات الأساسية لدوال عدد من نماذج التقييم الخاضعة لهذه الدراســـة، تـــم دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية باستخدام نموذج الانحدار الـــذاتي لفتـــرة واحدة فقط، لبيان فيما إذا كانت الأرباح المحاسبية لشركات العينة تتبع مساراً عشوائياً، وبالتالي إمكانية الاعتماد على الأرباح الحالية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية لفترة قادمة واحدة فقط.

٣ – ٣: المبحث الثالث: التنبؤ بالعائدات المستقبلية:

Forecasting Future Returns:

يُعتبر تحقيق العائدات السوقية، هدفاً أساسياً للكثير من المستثمرين في ســـوق الأوراق الماليـــة، وتمثل هذه العائدات الأرباح الرأسمالية الناتجة عن إعادة بيع الأوراق المالية بسعر يزيـــد عـــن السعر الذي تم شراؤها فيه، وقد تكون هذه النتيجة تحقيق خسائر في حال تم بيع الأوراق المالية

[1] Jaya, M . & Sundar, K . (2012). "Forecasting of market capitalization through arima (with special reference to Indian information technology firms)", ***Asian Journal of Research in Business Economics and Management***, Vol .(2).

[2] Devi, U . B & Sundar, D . & Alli, P . (2013). "An effective time series analysis for stock trend prediction using ARIMA model for nifty midcap-50", ***International Journal of Data Mining and Knowledge Management Process***, Vol . (3).

[3] Shrimal, K . & Prasad, H . (2016). "Prediction of market capitalization trend through selection of best ARIMA model with reference to Indian infrastructural companies".

[4] Alsinglawi, O . & Alwadi, S . & Aladwan, M . & Bougaleh, B . (2019). **Loc .**

[5] Hess, D . & Lorsbach, T . (2018). "Incorporating Quarterly Earnings Information into cross – sectional Earnings Forecasting Models", Working Paper, ***Annual Meeting of the European Accounting Association***.

[6] Hess, D . & Kempf, A . & Wendels, H . T (2019). **Loc .**

بسعر أقل من سعر شرائها، وبالتالي يشكل التنبؤ بالعائدات المستقبلية الممكن تحقيقها من الاستثمار في الأوراق المالية أمراً بالغ الأهمية لمساعدة المستثمرين في تحديد البديل الاستثماري الأفضل الذي من الممكن أن يحقق عائدات مستقبلية أكبر[1].

تناول هذا المبحث، أهمية التنبؤ بالعائدات المستقبلية، ودور تقييم حقوق الملكية في التنبؤ بالعائدات المستقبلية، والتنبؤ بالعائدات المستقبلية في البحث المحاسبي التطبيقي، من خلال الآتي:

٣-٣-١: أهمية التنبؤ بالعائدات المستقبلية:

The Importance of Forecasting Future Returns:

يعد التنبؤ بعائدات الأوراق المالية، أحد أكثر الأدوات فعالية في إدارة المخاطر وتنويع المحافظ الاستثمارية، حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بعدة عوامل منها قوى العرض والطلب والعوامل الاقتصادية الكلية والظروف الخاصة بالصناعة وبالمنشأة نفسها المصدرة للأوراق المالية، مما يجعل الأسعار السوقية للأوراق المالية في حالة تغيرات دائمة، وهذه التغيرات قد تؤدي لتحقيق خسائر جسيمة أو قد تكون سبباً في تحقيق أرباح طائلة[2].

فغالباً ما يبحث المستثمرون في الأوراق المالية عن تحقيق العائدات والأرباح مقابل تحمل درجة معينة من المخاطر التي يمكن أن تنجم عن حالات عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل، حيث أن الاستثمار يرتبط بدرجة معينة من المخاطر، الأمر الذي يؤدي في بعض الأحيان إلى تحقيق خسائر، ولذلك يؤدي التنبؤ دوره في تحديد حجم هذه المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها الاستثمار، وبالشكل الذي يساعد المستثمر في تحديد أوجه الاستثمار البديلة وتحديد الخيار الاستثماري الأفضل، حيث يمكن للمستثمر من خلال التنبؤ بالعائدات المستقبلية للبدائل

[1]Mwaniki, M . D (2015). **Op . Cit**, P 4.

[2]Joseph, A . & Larrain, M . & Turner, C . (2017). "Daily Stock Returns Characteristics and Forecastability",***Complex Adaptive Systems Conference*** with Theme: Engineering Cyber Physical Systems, CAS October 30 – November 1, 2017, Chicago, Illinois, USA, P 482.

الاستثمارية المتاحة التعرف على إيجابيات وسلبيات كل بديل استثماري، باعتبار أن المستثمر يقوم باتخاذ قراره الاستثماري وفقاً لعنصري العائد والمخاطرة المرتبطين بذلك الاستثمار، وبالتالي تفضيل الاستثمارات التي تتلاءم مع إمكانياته وموارده المتاحة[1].

٣-٣-٢: دور تقييم حقوق الملكية في التنبؤ بالعائدات المستقبلية:

The Role of Equity Valuation in Forecasting of Future Returns:

يعتمد التنبؤ بالعائدات المستقبلية، بشكل أساسي على تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية، فالهدف من التنبؤ بالأرباح المستقبلية ومن ثم تقدير القيمة الحقيقية لحقوق الملكية في ضوء ذلك، هو تحديد الأوراق المالية ذات الخلل السعري (أي الأوراق المالية التي تنحرف أسعارها الفعلية (السوقية) عن قيمتها الحقيقية)، للتعرف على العائدات الممكن تحقيقها من الاستثمار في تلك الأوراق المالية[2]، وذلك انطلاقاً من افتراض أن الأسعار الفعلية (السوقية) للأوراق المالية لا تمثل قيماً حقيقية لها، ومن هنا يمكن تحديد المنشآت التي يُفضل شراء أسهمها، والمتمثلة بالمنشآت التي تكون الأسعار السوقية لأسهمها أقل من قيمتها الحقيقية المقدرة باستخدام نموذج التقييم، على اعتبار أن السوق لم يقيم هذه الأسهم كما يجب، بحيث أنه من المفترض أن ترتفع الأسعار السوقية لأسهم تلك المنشآت لتقارب قيمتها الحقيقية، وبالتالي من الممكن تحقيق عائدات عند شراء أسهم تلك المنشآت بسعر منخفض وإعادة بيعها بسعر أعلى، وبالمقابل من ذلك يتم تحديد المنشآت التي تكون الأسعار السوقية لأسهمها أكبر من قيمتها الحقيقية ليتم اتخاذ قرار ببيعها، على اعتبار أن هذه الأسعار مقيمة بأكثر مما يجب، بحيث أنه من المفترض أن تنخفض

[1]Mwaniki, M . D (2015). **Op . Cit**, PP 1 - 2.
[2]Wahlstrom, S . (2015). "Using Commodities to Predict the Swedish Stock Market", ***Master Thesis***, School of Economics and Management, Lund University, P 3.

الأسعار السوقية لأسهم تلك المنشآت لتقارب قيمتها الحقيقية، وبالتالي يُفضل بيع هذه الأسهم قبل انخفاض سعرها السوقي وتحقيق خسائر[١].

وقد ربطت الدراسات المحاسبية التطبيقية، القدرة على التنبؤ بالعائدات السوقية للأوراق المالية بدرجة كفاءة السوق المالية، وذلك من خلال نظرية المسار العشوائي Random Walk والمعروفة باسم فرضية السوق الكفء Efficient Market Hypothesis التي قدمها Fama (1965)، حيث أكدت هذه الفرضية أن العوائد أو التغيرات في الأسعار السوقية للأوراق المالية لا يمكن التنبؤ بها، فالسعر السوقي الآني هو أفضل تقدير للسعر المستقبلي مضافاً إليه نسبة الخطأ الذي يكون عشوائياً بطبيعته[٢]، كما أن درجة تقلبات الأسعار بافتراض الحركة العشوائية لتلك التقلبات تختلف حسب مستوى كفاءة السوق المالية، وفق الآتي:

١- في الأسواق المالية ذات الصيغة الضعيفة من الكفاءة The Weak Form of Efficiency:

في هذه الأسواق، تكون التغيرات في أسعار الأوراق المالية ذات تباين مرتفع، وبالتالي تكون القيمة السوقية للأوراق المالية متباينة عن قيمتها الحقيقية (الأسعار السوقية إما أن تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية)[٣].

٢- في الأسواق المالية ذات الصيغة شبه القوية من الكفاءة The Semi - Strong Form of Efficiency:

في هذه الأسواق، تستجيب أسعار الأوراق المالية وبشكل كامل لما يتاح من معلومات وبطريقة غير متحيزة، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات

---

[1]Mallikarjuna, M . & Rao, P . R (2019). **Op . cit**, P 2.
[2]Downey, L (2020). " Efficient Market Hypothesis (EMH)" ***available at site***: https://www.investopedia.com/.
[3]Mona, K . (2014). "Studying the Validity of the Efficient Market Hypothesis (EMH) in the Egyptian Exchange (EGX) after the 25th of January Revolution", ***available at*** site: https: // mpra. Ub.un1-muenchen.de /54708/.

لينعكس أثره على أسعار الأوراق المالية، وهنا يكون التباين أقل من المستوى السابق مما يعني اقتراب القيمة السوقية للأوراق المالية من قيمتها الحقيقية[1].

٣- في الأسواق المالية ذات الصيغة القوية من الكفاءة The Strong Form of Efficiency:

في هذه الأسواق، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس فوراً وبشكل كامل كل المعلومات العامة والخاصة، بما فيها المعلومات التي قد يمتلكها أطراف من داخل المنشأة Insiders كالإدارة والعاملين[2]، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين حيث يوجد في هذه الأسواق ما يعرف بالتوازن المستمر Continuous Equilibrium والذي يؤكد على أن القيمة الحقيقية تتغير تبعاً لورود المعلومات الجديدة إلى السوق وبما يؤدي وبشكل سريع إلى استجابة الأسعار وتعادلها مع القيمة الحقيقية[3]، وهذا ما يجعل في الأسواق المالية عالية الكفاءة، اتباع استراتيجيات استثمارية نشطة Active من خلال البحث عن الأوراق المالية التي تكون قيمتها الحقيقية مغايرة لقيمتها السوقية، مضيعة للوقت والجهد، وفي هذه الأسواق تعد الاستراتيجيات الاستثمارية الساكنة Passive البديل الأفضل، من خلال تأكيد فرضية السوق الكفء على عدم محاولة تخطي السوق وإنما محاولة إنشاء محفظة استثمارية جيدة التنوع[4].

إلا أن نتائج الدراسات التي أجريت في هذا المجال، لم تُظهر توافقاً بشأن فعالية فرضية السوق الكفء في الواقع العملي، حيث أظهرت نتائج عدد من الدراسات تأييداً لهذه الفرضية من حيث أن التغيرات في الأسعار السوقية للأوراق المالية تتبع مساراً عشوائياً وبالتالي لا يمكن التنبؤ

[1]Degutis, A . & Novickyte, L . (2014). **Loc.**
[2]Angelovska, J . (2018). **Loc.**
[3]Wahlstrom, S . (2015). **Op . cit**, P 6.
[4]Campanella, F . & Mustilli, M . & D ' Angelo, E . (2016). "Efficient Market Hypothesis and Fundamental Analysis: An Empirical Test in the European Securities Market", ***Review of Economics & Finance***, Vol . (1), No . (1), P 28.

بهذه الأسعار، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Tong & Lib (2014)[١] – دراسة Konak & Seker (2014)[٢] – دراسة Erdem & Ulucak (2016)[٣]، بالمقابل من ذلك أظهرت نتائج دراسات أخرى عدم تأييد لصحة هذه الفرضية حيث وجدت هذه الدراسات أن أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Radikoko (2014)[٤] – دراسة Said (2015)[٥] – دراسة Almudhaf (2018)[٦].

٣-٣-٣: التنبؤ بالعائدات المستقبلية في البحث المحاسبي التطبيقي:

Forecasting of Future Returns in Empirical Accounting Research:

يُعد التنبؤ بالعائدات المستقبلية الممكن تحقيقها من الاستثمار في الأوراق المالية، من أهم ركائز اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية، وقد أجريت في هذا الإطار الكثير من الدراسات التي هدفت إلى التنبؤ بالعائدات المستقبلية في العديد من الأسواق المالية، وذلك باستخدام العديد من تقنيات ونماذج التنبؤ، فقامت بعض من هذه الدراسات باختبار مدى قدرة النسب المالية المختلفة في التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية، وأظهرت نتائجها أن للعديد من النسب المالية (وأهمها: القيمة الدفترية/القيمة السوقية – المبيعات/سعر السهم – ربحية السهم) قدرة تنبؤية بالعوائد السنوية، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Ragab & Omran (2006)[٧] – دراسة Clubb

[1]Tong, T . & Lib, B . O (2014). "Revisiting the weak form efficiency of the Australian stock market", ***Corp Ownersh Control***, Vol . (11), No . (2).

[2]Konak, F . & Seker, Y . (2014). "The efficiency of developed markets: empirical evidence from FTSE 100", ***J Adv Manag Sci***, Vol . (2), No . (1).

[3]Erdem, E . & Ulucak, R . (2016). "Efficiency of stock exchange markets in G7 countries: bootstrap causality approach", ***Economics World***, Vol . (4), No . (1).

[4]Radikoko, I . (2014). "Testing weak-form market efficiency on the TSX", ***J Appl Bus Res***, Vol . (30), No . (3).

[5]Said, A . (2015). "The efficiency of the Russian stock market: a revisit of the random walk hypothesis", ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal,*** Vol . (19), No . (1).

[6]Almudhaf, F . (2018). "Predictability, Price bubbles, and efficiency in the Indonesian stock-market", ***Bull Indones Econ Stud***, Vol . (54), No . (1).

[7]Ragab, A . A & Omran, M . M (2006). "Accounting Information, Value Relevance, and Investor's Behavior in the Egyptian Equity Market", ***Review of Accounting and Finance***, Vol . (5), No . (3).

(2007) Clubb & Naffi [1] – دراسة Umar (2008) [2]، واستخدمت دراسات أخرى مؤشرات أسعار السلع للتنبؤ بعوائد الأسهم: كدراسة Bakshi et . al (2011) [3] التي استخدمت مؤشر الشحن الجاف ودراسة Jacobson et . al (2014) [4] التي استخدمت أسعار المعادن الصناعية ودراسة Black et . al (2014) [5] التي استخدمت مؤشر أسعار عدد من السلع، كما ركزت الكثير من الدراسات على استخدام وتطبيق عدد من النماذج الإحصائية الخطية (كنموذج الانحدار الذاتي ونموذج المتوسط المتحرك المتكامل ARIMA) في اختبار دقة التنبؤ بأسعار إغلاق المؤشرات الرئيسية وذلك اعتماداً على السلاسل الزمنية لتلك المؤشرات بهدف إيجاد النموذج الأفضل في تقدير القيمة المستقبلية للعائدات في ضوء نتائج مقاييس الدقة المعتمدة، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Adebiyi et . al (2014) [6] – دراسة Mondal et . al (2014) [7] – دراسة Khandelwal et . al (2015) [8] وقد أظهرت نتائج الدراسات التي استخدمت هذه النماذج نتائج متباينة حول كفاءة هذه النماذج في الوصول إلى تنبؤات دقيقة بالعائدات المستقبلية، وقد قام عدد من الباحثين بإجراء بعض التعديلات على تلك النماذج بهدف تحسين كفائتها التنبؤية كدراسة Tasy (1989) [9] التي

[1]Clubb, C . & Naffi, M . (2007). "The Usefulness of Book to Market and ROE expectations for explaining UK stock returns", ***Journal of Business Finance and Accounting***, Vol . (34), No . (1-2).

[2]Umar, Y . A (2008). "Fundamental Analysis of Sandi Emerging Market Stock Returns 1990 – 2004", ***Journal of Knowledge Globalization***, Vol . (1), No . (1).

[3]Bakshi, G . & Panayotov, G . & Skoulakis, G (2011). "The Baltic Dry Index as a Predictor of Global Stock Returns, Commodity Returns and Global Economic Activity", ***Working Paper***, University of Maryland and Georgetown University.

[4]Jacobsen, B . & Marshall, B . R & Visaltanachoti, N . (2014)."Stock Market Predictability and Industrial Metals Return", ***Working Paper***, University of Edinburgh and Massey University.

[5]Black, A . & Klinkowska, O . & McMillan, D . G & McMillan, F . J (2014). "Forecasting Stock Returns: Do Commodity Prices Help?", ***Journal of Forecasting***, Vol . (33).

[6]Adebiyi, A . A & Oluinka, A . (2014). "Comparision of ARIMA and artificial neural network models for stock market prediction", ***Journal of Applied Mathematics***. https://doi.org/10.1155/2014/614342

[7]Mondal, P . & Shit, L . & Goswami, S . (2014). "Study of effectiveness of time series Modelling (ARIMA) in forecasting stock prices", ***International Journal of Computer Science***, Engineering and Applications, Vol . (4), No . (2).

[8]Khandelwal, I . & Adhikari, R . (2015). "Time series forecasting using hybrid ARIMA and ANN models based on DWT decomposition", ***Procedia Computer Science***, Vol . (48).

[9]Tsay, R . (1989). "Testing and modeling threshold autoregressive processes", ***Journal of American Statistical Association***, Vol . (84).

اقترحت إجراء تعديل بسيط لبناء نموذج الانحدار الـذاتي، ودراسـة (1998) Gooijer[1] التـي اقترحت تعديل نموذج المتوسط المتحرك من خلال التحقق من صحة معايير اختبار النمـوذج، وقد وجدت عدد من الدراسات أن التعديلات المقترحة على تلك النماذج أعطت نتائج أفضل ومن هذه الدراسات: دراسة Boero (2003)[2] – دراسة Firat (2017)[3].

كما قدمت عدد من الدراسات باختبار كفاءة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية فـي التنبـؤ بالعائدات السوقية، من خلال استخدام تقنيات التحليل الأساسي (استراتيجية الشراء والاحتفاظ ثم البيع) اعتماداً على نسبة قيمة السهم المحسوبة وفق النموذج إلى السعر السوقي للسهم، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Frankel and, Lee (1998)[4] – دراسة Dechow et al. (1999)[5] – دراسـة Dechow et al.(2000)[6] – دراسة Ota (2000)[7] – دراسـة McCrae & Nilsson (2001)[8]، وقـد أظهرت هذه الدراسات نتائج متباينة حول أفضلية هذه النماذج بـالتنبؤ بالعائـدات المسـتقبلية باختلاف الأسواق المالية.

وفي آواخر الثمانينات من القرن الماضي ظهرت فئة من نماذج الذكاء الاصـطناعي كنمـاذج backpropagation – FeedForward ونماذج الشبكات العصبية بهدف اسـتخدامها فـي التنبـؤ بمؤشرات الأسواق المالية، وأهم ما يميز هذه النماذج اعتمادها على البيانـات غيـر الخطيـة وقابليتها للتكييف الذاتي كما أنَ لديها عدد قليل جداً من الافتراضات الأولية وهذا ما جعلها هامة

[1]Gooijer, D .J (1998). "On threshold moving-average models" ***Journal of Time Ser Anal***, Vol . (19), No . (1).
[2]Boero, G (2003). "The performance of SETAR models: a regime conditional evaluation of point, interval and density forecasts", ***Int J Forecast***, Vol . (20).
[3]Firat, E . H (2017). "SETAR (self-exciting threshold autoregressive) non-linear currency Modelling in EUR/USD, EUR/TRY and USD/TRY parities", ***Mathematics and Statistics***, Vol . (5), No . (1).
[4]Frankel, R . & Lee, C . (1998). **Loc .**
[5]Dechow, P . et . al (1999). **Loc .**
[6]Dechow, P. , et al. (2000). "Short–Sellers, Fundamental Analysis and Stock Returns", ***Working Paper***, University of Michigan Business School and Harvard Business School.
[7]Ota, K . (2000). "A New Improvement to The Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence From Japan", ***Working Paper***, Kansai University Graduate School..
[8]McCare, M . & Nilsson, H . (2001). "The Explanatory and Predictive Power of Different Specifications of the Ohlson (1995) Valuation Models", ***The European Accounting Review***, Vol . (10), No . (2).

جداً في مجال التنبؤ المالي[1]، وقد قامت العديد من الدراسات باختبار كفاءة هذه النماذج بالتنبؤ بالعائدات المستقبلية، وأظهرت نتائج غالبية هذه الدراسات أن هذه النماذج تعطي تنبؤات أكثر دقة مقارنةً بالنماذج الخطية، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Qiu et . al (2016)[2] – دراسة Aras & Kocakoc (2016)[3] – دراسة Awajan et . al (2018)[4].

كما قام كلاً من Mallikarjuna & Rao (2019)[5] بفحص الأداء التنبؤي للنماذج الخطية وغير الخطية ونماذج الذكاء الاصطناعي ومجال التردد والنماذج الهجينة من تلك النماذج، بهدف تحديد أفضليتها في التنبؤ بعائدات الأسهم في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة والأسواق الحدودية (بين المتقدمة والناشئة)، وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أنه لا يوجد نموذج واحد يمكن تطبيقه بشكل موحد على جميع الأسواق المالية، ومع ذلك فإن النماذج الخطية التقليدية والنماذج غير الخطية تفوقت على نماذج الذكاء الاصطناعي ومجال التردد في تقديم تنبؤات دقيقة بالعوائد المستقبلية.

وفي إطار التنبؤ بالعائدات المستقبلية للأوراق المالية، يُعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونماذج Fama and French من أهم النماذج التي ظهرت بهدف التنبؤ بالعائدات المستقبلية للأوراق المالية، ففي حين يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (وكما تم عرضه في الفصل الأول) أن المخاطر المنتظمة للسوق المالية أو ما يعرف بمعامل بيتا تُشكل المقياس الوحيد الملائم لمخاطر الاستثمار[6]، فقد قام Fama and French بتحديث وتطوير هذا النموذج منطلقين من أن معامل بيتا لا يكفي للتنبؤ بعوائد الأوراق المالية، وأكدا أن إضافة عاملي (الحجم

---

[1]Mallikarjuna, M . & Rao, P . R (2019). **Loc .**

[2]Qiu, M . & Song, Y . & Akagi, F . (2016). "Application of artificial neural network for the prediction of stock market returns the case of the Japanese stock market", ***Chaos, Solitons and Fractals***, Vol . (85).

[3]Aras, S . & Kocakoc, I . D (2016). "A new model selection strategy in time series forecasting with artificial neural networks", ***IHTS Neurocomputing***, Vol . (174).

[4]Awajan, A . M & Ismail, M . T & Wadi, S . A (2018). "Improving forecasting accuracy for stock market data using EMD-HW bagging", ***PLoS One***, Vol . (13), No . (7).

[5]Mallikarjuna, M . & Rao, P . R (2019). **Loc .**

[6]Al-Afeef, M (2017). "Capital Asset Pricing Model, Theory and Practice: Evidence from USA (2009-2016)", ***International Journal of Business and Management***, Vol . (12), No . (8), P 183.

– القيمة الدفترية/القيمة السوقية) يزيد من القدرة التفسيرية لمعامل بيتا حول العوائد المتوقعة للأوراق المالية وقد عُرف هذا النموذج بنموذج Fama and French ثلاثي العوامل[١]، ولاحقاً تم إضافة عاملين إضافيين إلى هذا النموذج يعكسان الربحية وأنماط الاستثمار للوصول إلى نموذج Fama and French خماسي العوامل[٢]، وقد قامت العديد من الدراسات باختبار كفاءة هذه النماذج في التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأوراق المالية، وأظهرت نتائجها أن نماذج Fama and French ذات قدرة أعلى من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في التنبؤ بالعوائد السوقية للأوراق المالية، ومن أمثلة هذه الدراسات: دراسة Al-Mwalla & Karasneh (2011)[٣] بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية – دراسة Alves (2013)[٤] بالتطبيق على عدد من الشركات الأوروبية – دراسة Ji et . al (2020)[٥] بالتطبيق على عدد من الشركات الصينية، وكذلك دراسة Fama & French (2017) التي أظهرت أن مشكلة نموذج Fama and French خماس العوامل هو الفشل في الحصول بشكل كامل على متوسط العائد لأسهم الشركات ذات الربحية المنخفضة[٦].

يُلاحظ مما سبق، أن الدراسات التطبيقية قامت باختبار كفاءة تقنيات ونماذج متعددة ومختلفة للتنبؤ بالعائدات المستقبلية للأوراق المالية، إلا أن نتائج هذه الدراسات لم تتفق على اعتماد تقنية أو نموذج محدد للتنبؤ بالعائدات المستقبلية يحقق كفاءة عالية في جميع الأسواق المالية، وإنما أظهرت أن كفاءة تلك النماذج تختلف باختلاف الأسواق المالية.

---

[1]Fama, F . E & French, R . K (2017). " International tests of a five-factor asset pricing model", ***Journal of Financial Economics***, Vol . (123), P 441.

[2]Fama, F . E & French, R . K (2015). "A five - factor asset pricing model", ***Journal of Financial Economics***, Vol . (116), P 1.

[3]Al-Mwalla, M & Karasneh, M (2011). "Fama & French Three Factor Model: Evidence from Emerging Market", ***European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences***, Vol . (41).

[4]Alves, P (2013). "The Fama French Model or The Capital Asset Pricing Model: International Evidence", ***The International Journal of Business and Finance Research***, Vol . (7), No . (2).

[5]Ji, Z & Chang, V & Lan, H & Hsu, R . C & Valverde, R (2020). "Empirical Research on the Fama-French Three-Factor Model and a Sentiment-Related Four-Factor Model in the Chinese Blockchain Industry", ***Journal of Sustainability***, Vol . (12).

[6]Fama, F . E & French, R . K (2017). **Loc .**

٤- الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

Empirical Study

٤-١: المبحث الأول: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية:

An Overview of the Damascus Securities Exchange:

تم في هذا المبحث عرض لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية، من حيث نشأة هـذه السـوق والأوراق المالية المدرجة فيها، وأهم المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشـاطها خـلال الفتـرة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، وفق الآتي:

٤-١-١: نشأة سوق دمشق للأوراق المالية وإدارتها ومراقبة أدائها:

Establishment of Damascus Securities Exchange, it's Management and the Monitoring of its performance:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٦ بموجب المرسوم رقم (٥٥)، ونص المرسوم على أن تتمتع هذه السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتـرتبط بهيئـة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، ويكون مقرها الرئيسـي فـي مدينـة دمشق، وتهدف إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال والتشـجيع علـى الادخـار وتوظيف المدخرات في الأنشطة الاقتصادية من خلال التداول عبر نظام التداول الالكتروني في السوق[١]، إلا أن الافتتاح الرسمي للسوق كان بتاريخ ٢٠٠٩/٣/١٠.

[١] المرسوم رقم (٥٥) لعام ٢٠٠٦، القاضي بإحداث سوق دمشق للأوراق المالية.

يُدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمى بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية، يختارون من بينهم رئيساً ونائباً للرئيس[1].

وتُعتبر هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الجهة المسؤولة عن إدارة ومراقبة السوق، والتي أنشئت بموجب القانون رقم (٢٢) لعام ٢٠٠٥، وترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويكون مقرها مدينة دمشق، وتعتبر هذه الهيئة حجر الأساس في بناء قطاع الأوراق المالية في سورية، وتمارس دورها بالإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية والقطاعات المتعلقة بها[2].

٤-١-٢: الأوراق المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

Securities listed on the Damascus Securities Exchange:

نصت المادة (٣) من المرسوم (٥٥) لعام ٢٠٠٦ القاضي بإحداث سوق دمشق للأوراق المالية، على أن تشمل الأوراق المالية التي تُدرج في سوق دمشق للأوراق المالية، الأنواع الآتية[3]:

١- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.

٢- سندات الدين القابلة للتداول والتي تُصدرها الشركات المساهمة السورية.

٣- أدوات الدين القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.

٤- الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

٥- أية أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتمادها من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

---

[1] المرسوم رقم (٥٥) لعام ٢٠٠٦ وتعديلاته المرسوم (٥٣) لعام ٢٠٠٩.

[2] القانون رقم (٢٢) لعام ٢٠٠٥، القاضي بإحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

[3] المرسوم (٥٥) لعام ٢٠٠٦.

إلا أنه من تاريخ افتتاح السوق وحتى الآن فإن الأوراق المالية المدرجة هي أسهم الشركات السورية المساهمة فقط، وهي جميعها من نوع الأسهم العادية.

وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حتى نهاية عام ٢٠١٩ /٢٧/ شركة موزعة على /٦/ قطاعات مختلفة، وفق ما هو مبين في الجدول رقم (٢) الآتي:

الجدول رقم (٢): توزع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على القطاعات الاقتصادية.

القطاع	الخدمات	الصناعي	البنوك	التأمين	الزراعي	الاتصالات
عدد الشركات	2	2	14	6	1	2
نسبة شركات القطاع إلى إجمالي الشركات	7,41%	7,41%	51,85%	22,22%	3,7%	7,41%

المصدر: الموقع الالكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية.

يُلاحظ من الجدول رقم (٢) السابق، أن شركات القطاع المالي (البنوك وشركات التأمين) تشكل النسبة العظمى من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تبلغ نسبة شركات هذا القطاع (74,07)% من إجمالي الشركات المدرجة في هذه السوق.

٤-١-٣: الإحصاءات الرئيسية لنشاط سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩:

The Main Statistics of the Damascus Securities Exchange's activity during the period 2012 - 2019:

على الرغم من ظروف الأزمة التي مرت بها سورية خلال الفترة الماضية، إلا أن سوق دمشق للأوراق المالية استمرت بالعمل بالإمكانات المتاحة من أجل توفير المناخ المناسب للتداول والبيئة المناسبة للاستثمار، ويعرض الباحث في الجدول رقم (٣) الآتي المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط هذه السوق خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩:

الجدول رقم (٣): المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩.

البيان	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
عدد الشركات المدرجة	22	22	24	24	24	24	25	27
القيمة السوقية /مليار ل.س/	74,0	118,9	132,4	134,1	175,6	646,2	667,7	1061,1
قيمة التداول /مليار ل.س/	2,14	2,24	3,33	1,14	3,1	12,65	25,9	32,76
المعدل اليومي لقيمة التداول /مليون ل.س/	14,48	15,14	19,93	5,73	15,51	55,24	106,16	138,83
عدد الاسهم المتداولة /مليون سهم/	11,20	18,88	25,31	8,36	20,5	28,83	30,75	84,76
عدد الصفقات المنفذة /ألف صفقة/	8,33	11,35	6,85	4,20	8,81	23,66	21,78	17,87
مؤشر سوق دمشق DWX عند نهاية الفترة /نقطة/	770	1249	1271	1228	1618	5983	6190	5837

المصدر: التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام ٢٠١٩.

يُلاحظ من خلال الجدول رقم (٣) السابق، أن كافة المؤشرات الإحصائية لنشاط سوق دمشق للأوراق المالية، تُظهر بشكل عام تحسن تدريجي بطيء في نشاط هذه السوق خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، فقد زاد عدد الشركات المدرجة بين عامي ٢٠١٢ – ٢٠١٩ بمقدار (٥) شركات: منها شركتان في قطاع البنوك وشركتان في قطاع الاتصالات وشركة في القطاع الصناعي، وزادت القيمة السوقية للشركات المدرجة بمقدار (987,1) مليار ل.س أي بنسبة %(1333,92)، وزاد عدد الأسهم المتداولة بمقدار (73,56) مليون سهم أي بنسبة %(656,78)، وزادت قيمة التداول بمقدار (30,62) مليار ل.س أي بنسبة %(1430,84)، كما ازداد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية بمقدار (5067) نقطة أي بنسبة %(658,05).

٤-٢: المبحث الثاني: إطار إعداد الدراسة التطبيقية:

The Framework of the Empirical Study:

تم في هذا المبحث تحديد مجتمع وعينة الدراسة، ومصادر الحصول على البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية، والأساليب الإحصائية التي تم استخدامها، بالإضافة لمحددات الدراسة، وفق الآتي:

٤-٢-١: مجتمع الدراسة Population of the Study:

تم تحديد مجتمع الدراسة بشركات القطاع المالي (البنوك وشركات التأمين) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك على اعتبار أن أسهم شركات هذا القطاع مدرجة ومتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية من بداية الفترة المدروسة (٢٠١٢)، أما معظم أسهم شركات القطاعات الأخرى فتم إدراجها والتداول عليها بعد عام ٢٠١٢، كما تشكل شركات هذا القطاع النسبة الأكبر (٧٤%) من إجمالي الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وكذلك فإن أسهم شركات هذا القطاع هي الأكثر تداولاً في سوق دمشق المالية خلال الفترة المدروسة.

وعليه يتكون مجتمع الدراسة، من جميع البنوك وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، والبالغ عددها /٢٠/ شركة، موزعةً إلى /١٤/ بنك و /٦/ شركات تأمين، وفقاً للجدول رقم (٤) الآتي:

الجدول رقم (٤): مجتمع الدراسة (البنوك وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية).

التسلسل	اسم الشركة	الرمز
شركات قطاع البنوك		
١	البنك العربي – سورية	ARBS
٢	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF
٣	بنك الأردن – سورية	BOJS
٤	بنك البركة – سورية	BBSY
٥	بنك الشام	CHB

٦	بنك الشرق	SHRQ
٧	بنك بيبلوس – سورية	BBS
٨	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF
٩	بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB
١٠	بنك سورية والخليج	SGB
١١	بنك سورية والمهجر	BSO
١٢	بنك عودة – سورية	BASY
١٣	بنك قطر الوطني – سورية	QNBS
١٤	فرنسبنك – سورية	FSBS
شركات قطاع التأمين		
١٥	الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC
١٦	السورية الدولية للتأمين – أروب	AROP
١٧	الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC
١٨	الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC
١٩	الشركة المتحدة للتأمين	UIC
٢٠	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	ATI

المصدر: الموقع الالكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية (الأوراق المالية المدرجة)[1].

٤-٢-٢: عينة الدراسة Sample of Study:

تم تحديد عينة الدراسة بالبنوك التقليدية وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك على اعتبار أن البنوك الإسلامية تخضع لمعايير المحاسبة المالية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومبادئ وقواعد الشريعة الإسلامية وقرارات هيئة الرقابة الشرعية على البنوك، وتطبق معايير المحاسبة الدولية والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في الأمور التي لم يتم تغطيتها في معايير المحاسبة المالية للمؤسسات الإسلامية، مما يوجد اختلاف في قواعد ومبادئ حساب الأرباح التشغيلية بين كلا النوعين من البنوك.

[1] http://www.dse.sy.

وبالتالي فإن إجمالي عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة /١٧/ شركة (أي بنسبة /٨٥/% من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة)، موزعةً إلى /١١/ بنك (أي بنسبة /٦٥/% من إجمالي شركات العينة)، و /٦/ شركات تأمين (أي بنسبة /٣٥/% من إجمالي شركات العينة).

٤-٢-٣: مصادر الحصول على البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية:

The Sources of Obtaining the Necessary Data for the Empirical Study:

تُعتبر البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية في معظمها بيانات تاريخية، وهي عبارة عن بيانات محاسبية (تتمثل في: القيمة الدفترية لحقوق الملكية، الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب، صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية)، بالإضافة للأسعار السوقية لأسهم شركات العينة، ومعدل العائد الخالي من المخاطر.

وقد تم الحصول على البيانات المحاسبية اللازمة من التقارير المالية لشركات العينة والمنشورة عبر موقع سوق دمشق للأوراق المالية[١] وموقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية[٢]، وذلك من القوائم المالية: قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية للسنوات من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٩، وتم تحديد السعر الفعلي (السوقي) لأسهم شركات عينة الدراسة بسعر الإغلاق المحدد في نشرات التداول المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، كما تم تحديد معدل العائد الخالي من المخاطر وفقاً لوسطي معدل الفائدة المحدد في نشرات سعر الفائدة على الودائع لأجل الصادرة عن المصارف السورية العامة[٣].

[1] http://www.dse.sy/.

[2] http://www.scfms.sy/.

[3] http://www.cbs-bank.sy/.

٤-٢-٤: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

Statistical Methods Used in the Study:

تم استخدام عدد من الأساليب الإحصائية لإعداد الدراسة التطبيقية والحصول على النتائج، فبهدف قياس بعض متغيرات الدراسة وتقدير قيم المعاملات المطلوبة، تم دراسة خصائص السلاسل الزمنية لبعض متغيرات الدراسة من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى ولفترة واحدة فقط (Auto Regression) لقياس مدى الاستمرارية التاريخية لهذه المتغيرات، ولاختبار فروض الدراسة تم تطبيق علاقة الانحدار الخطي البسيط، لدراسة قوة العلاقة التفسيرية بين المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة، وكذلك اختبار معنوية التباين بين عوائد المحافظ الاستثمارية لدراسة قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية، كما تم استخدام مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت (الوسط الحسابي – الانحراف المعياري – القيمة العظمى – القيمة الصغرى – الالتواء – التفلطح) لإعداد الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، وقد تم تطبيق تلك الأساليب الإحصائية باستخدام البرنامج الإحصائي EViews (10)، كما تم احتساب قيم بعض المتغيرات والمعاملات، وقيم الأسهم وفقاً لكل نموذج من نماذج التقييم الخاضعة للدراسة باستخدام برنامج Excel.

٤-٢-٥: محددات الدراسة Limitations of the study:

تركزت هذه الدراسة في بيان دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، وتشكل النقاط الآتية محددات لهذه الدراسة:

١- تم إعداد الدراسة التطبيقية في بيئة الأعمال السورية، بالتطبيق على البنوك التقليدية وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩ (بشكل ربع سنوي أي بالتطبيق على ٣٢ فترة).

٢- تم إعداد الدراسة التطبيقية، من خلال تطبيق خمسة من نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي في مجال الأسواق المالية، وهي: نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج رسملة الأرباح المحاسبية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي المقيد – نموذج Ohlson.

٤-٣: المبحث الثالث: قياس متغيرات الدراسة وتقدير قيم المعاملات المطلوبة:

Measuring Variables of Study and Estimating the Values of the Required Parameters:

تم في هذا المبحث، قياس المتغيرات التي تتضمنها الدوال الرئيسية لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، وتقدير قيم معاملات المتغيرات المستقلة، مع الإشارة إلى الآتي:

١- تم قياس متغيرات الدراسة، على أساس السهم الواحد، وليس على أساس القيمة الإجمالية، من خلال قسمة القيم الإجمالية لمتغيرات الدراسة على عدد الأسهم التي أصدرتها شركات العينة وتم التداول عليها من قبل المساهمين.

٢- بهدف الحصول على أفضل تقديرات ممكنة للمعاملات، تم إعداد الدراسة بالتطبيق على البيانات المالية الربعية، حيث أن معظم العلاقات التي يتم اختبارها، هي علاقات انحدار، ويتطلب دراسة هذه العلاقات أن تكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، طويلة نوعاً ما.

وقد تم قياس متغيرات الدراسة والمعاملات المرافقة لها، المتضمنة في دوال تقييم النماذج الخاضعة للدراسة، وفق ما تم عرضه في الفقرات الآتية:

٤-٣-١: قياس متغيرات الدراسة Measuring variables of study:

أ- القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t Book Value of Equity:

تم الحصول عليها من القوائم المالية المنشورة لشركات العينة (قائمة المركز المالي)، وتساوي حاصل جمع كلاً من رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة في نهاية الفترة t.

ب- الأرباح المحاسبية X_t Accounting Earnings:

تم قياس هذا المتغير من خلال الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب (أرباح النشاط)، وذلك انسجاماً مع الدراسات السابقة كدراسة Dechow et al (1999)[1] ودراسة Barth et al (1999)[2] ودراسة Ota (2000)[3] ودراسة Ozer et . al (2016)[4] ودراسة Kalantonis (2020)[5]، والتي اعتمدت في قياسها لهذا المتغير على الأرباح التشغيلية الصافية (صافي أرباح النشاط) قبل البنود غير العادية Extraordinary Items والضرائب، وذلك على اعتبار أن الأرباح الصافية بعد الضرائب تتضمن الكثير من البنود غير العادية (مثل الإيرادات والنفقات غير العادية) التي تتعلق بالأداء طويل الأجل، وقد لا تظهر آثارها في الأجل القصير.

ج- الأرباح غير العادية X_t^a Abnormal Earnings (أو الدخل المتبقي Residual Income):

تم قياس هذا المتغير اعتماداً على العلاقة التي تتضمن تعريفه، فالأرباح غير العادية (الدخل المتبقي) تمثل الأرباح الإضافية (القيمة المضافة) التي تحققها المنشأة فعلياً علاوةً على الأرباح

---

[1]Dechow, P . et . al (1999). **Op . cit**, P 14.
[2]Barth, M . et al. (1999). "Accruals, Cash Flows, and Equity Values", ***Working Paper***, Stanford University and University of North Carolina at Chapel Hill, P 11.
[3]Ota, K . (2000). **Op . cit**, P 17.
[4]Ozer, G . & Cam, I (2016). **Loc .**
[5]Kalantonis, P . & Schoina, S . & Missiakoulis, S . & Zopounidis, C (2020). **Loc .**

العادية المقاسة من خلال العائد الخالي من المخاطر (وفقاً لافتراضات نموذج Ohlson)، وعليه فإن هذه الأرباح تساوي: الأرباح المحاسبية (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب) المحققة في كل فترة X_t مطروحاً منها تكلفة حقوق الملكية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية عند بداية الفترة b_{t-1} مضروبة بمعدل العائد الخالي من المخاطر r_f)، وفق العلاقة الآتية[1]:

$$X_t^a = X_t - r_f b_{t-1}$$

د- المعلومات الأخرى v_t Other Information:

يتم قياس هذا المتغير من خلال علاقات ديناميكية المعلومات الخطية التي تمثل الافتراض الثالث لنموذج Ohlson، وفقاً للعلاقات الآتية:

$$X_{t+1}^a = \omega X_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \quad \text{(A)}$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1} \quad \text{(B)}$$

ويعتبر قياس هذا المتغير، أحد الصعوبات التي تواجه الباحثين عند تطبيق نموذج Ohlson، فهذا المتغير يمثل الدور المفترض أن تلعبه المعلومات الأخرى بخلاف الأرباح الحالية في التنبؤ بأرباح الفترة القادمة، أما دوره في دالة التقييم فهو يعكس أسبقية أسعار الأسهم على الأرباح لفترة واحدة، ولذلك فهو يمثل المعلومات الأخرى التي لا تظهر في القوائم المالية الحالية وإنما تظهر في أرباح الفترة القادمة، إضافة إلى ذلك فإنه بموجب العلاقات السابقة (A + B) المحددة لديناميكية المعلومات الخطية، لا يمكن تقدير معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير الأرباح غير العادية ω بدون قياس قيمة هذا المتغير أو العكس[2].

[1]Spilioti, S & Karathanassis, A . G (2012). "An empirical examination of alternative valuation models: the case of the London Stock Exchange ", ***Investment Management and Financial Innovations***, Vol . (9), No . (1), P 139.
[2]Djaballah, A (2019). **Op . cit**, P 269.

ولذلك اتجه بعض الباحثين، إلى وضع حلول متعددة عند اختبار ديناميكية المعلومات الخطية لنموذج Ohlson (1995) بشأن قياس هذا المتغير، منها:

١- استبعاد هذا المتغير من دالة تقييم نموذج Ohlson، إلا أن هذا الإجراء يؤدي إلى حدوث مشكلة تُعرف بمشكلة المتغير المرتبط المحذوف، حيث أن لهذا المتغير دور متكامل في إطار نموذج Ohlson، وبالتالي لا يمكن استبعاده من النموذج إلا إذا أظهرت النتائج عدم وجود قيمة ملائمة ودور تقييمي لهذا المتغير في إطار تقييم حقوق الملكية والتنبؤ بمحددات هذه القيمة مستقبلاً[١]، ومن أمثلة الدراسات التي استخدمت هذه الطريقة: دراسة Ozer & Cam (2016)[٢].

٢- تقدير قيم المعاملات ω و γ أولاً، ثم قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى v_t، وذلك اعتماداً على المدلول الاقتصادي والمحاسبي لمعامل الاستمرارية التاريخية لمتغير الأرباح غير العادية X_t^a، ومن أمثلة الدراسات التي استخدمت هذه الطريقة Dechow et al (1999)[٣].

وفي إطار هذه المشكلة، قدم Ohlson طريقة أخرى لقياس هذا المتغير، بحيث تحافظ قدر الإمكان على تطبيق نموذج Ohlson (1995) بدون إدخال تعديلات في طريقة قياس المتغيرات قد تؤدي إلى تقييم غير سليم للنموذج، وهذه الطريقة تعتمد على العلاقة الأولى (A) من ديناميكية المعلومات الخطية، وتتطلب قياس الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة على أساس الأرباح المحاسبية المتنبأ بها، وقياس معامل استمرارية هذه الأرباح على أساس مدى استمراريتها تاريخياً، وذلك من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لهذه الأرباح لفترة واحدة فقط، وبعد ذلك يمكن قياس متغير المعلومات الأخرى[٤].

---

[1]Kalantonis, P & Schoina, S & Missiakoulis, S & Zopounidis, C (2020). **Op . cit**, P 10.
[2]Ozer, G & Cam , I (2016). **Loc .**
[3]Dechow, P . et . al (1999). **Loc .**
[4]Ohlson, J . (2001). "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective", ***Contemporary Accounting Research***, Vol . (11), No . (2), P 107.

وبالنتيجة فإنه تم قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى في هذه الدراسة، وفقاً للمعادلة الآتية:

$$v_t = E_t X^a_{t+1} - \omega^h X^a_t + \varepsilon_t$$

وتعني هذه المعادلة، أن متغير المعلومات الأخرى يساوي: الأرباح غير العادية المستقبلية X^a_{t+1} مطروحاً منها الأرباح غير العادية للفترة الحالية X^a_t مضروبةً بمعامل الاستمرارية التاريخية لهذه الأرباح ω، وهذا يعني أن متغير المعلومات الأخرى هو عبارة عن الأرباح غير العادية المستقبلية التي لم تسطيع أرباح الفترة الحالية تجسيدها نتيجةً للمبادئ المحاسبية.

وبالتالي فإن قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى وفقاً للمعادلة السابقة، يتطلب:

١- قياس قيمة الأرباح غير العادية المتنبأ بها للفترة القادمة X^a_{t+1}، وهذا يتطلب التنبؤ بالأرباح المحاسبية المستقبلية أولاً ومن ثم الوصول إلى الأرباح غير العادية المستقبلية، حيث أن الأرباح غير العادية المستقبلية تساوي الأرباح المحاسبية المستقبلية مطروحاً منها تكلفة حقول الملكية في بداية الفترة.

٢- قياس قيمة معامل الاستمرارية التاريخية Historical Persistent للأرباح غير العادية الذي يرمز له بـ ω.

هـ- التنبؤ بالأرباح المستقبلية X_{t+1} Forecasting of Future Earnings:

اعتمدت بعض الدراسات عند التنبؤ بالأرباح المستقبلية بشكل أساسي على تنبؤات المحللين Analysts Forecasts التي تصدرها مراكز متخصصة في نشر التنبؤات كدراسة Dechow et al (1999) ودراسة Ota (2000)، في حين اعتمدت دراسات أخرى كدراسة Kothari (2000)[1]

[1]Kothari, S. (2000). "Capital Market Research in Accounting", Massachusetts Institute of Technology, Paper Prepared for ***Journal of Accounting & Economics*** Conference in April 28 – 29, 2000.

ودراسة Silvestri & Veltri (2012)[1] ودراسة Shrimal & Prasad (2016)[2] ودراسة Alsinglawi[3] et . al (2019) على دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح لتحديد فيما إذا كانت تتبع مساراً عشوائياً Random Walk، وبالتالي تحديد إمكانية الاعتماد على البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية في التنبؤ بالأرباح المحاسبية للفترة القادمة، وإلا يتم الاعتماد على أساليب أخرى في التنبؤ كما في استخدام الشبكات العصبية Neural Network.

ونظراً لعدم توافر تنبؤات منشورة للمحليين الماليين في بيئة الأعمال السورية، تم في هذه الدراسة الاعتماد على دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية لعينة الدراسة (خلال ٣٢ فترة ربع سنوية)، لبيان إمكانية استخدامها في التنبؤ بأرباح الفترة القادمة، وذلك من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لفترة واحدة فقط لمتغير الأرباح المحاسبية لشركات العينة، وفقاً لمعادلة الانحدار الآتية:

$$X_t = \eta_0 + \eta_1 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

وتعني هذه العلاقة، أن قيمة متغير الأرباح المحاسبية للفترة الحالية يساوي: قيمة الثابت + قيمة متغير الأرباح المحاسبية للفترة السابقة مضروباً بمعامل الاستمرارية التاريخية لهذه الأرباح + مقدار الخطأ.

وهنا لا بد من الإشارة، إلى إن معامل الاستمرارية التاريخية للأرباح المحاسبية يجسد مفهوم الأرباح المستمرة، أي الأخذ بالاعتبار الأرباح التي تبقى مستمرة من فترة إلى أخرى وحذف قيمة الأرباح المؤقتة من الرقم الإجمالي للأرباح المحاسبية، لأن ما يهم عملية التقييم هو الأرباح المستمرة من فترة لأخرى فقط وليس كامل قيمة الأرباح المحققة.

---

[1] Silvestri, A & Veltri, S (2012). "A Test of the Ohlson Model on the Italian Stock Exchange", ***Journal of Accounting & Taxation***, Vol . (4), No . (1).
[2] Shrimal, K . & Prasad, H . (2016). **Loc .**
[3] Alsinglawi, O . & Alwadi, S . & Aladwan, M . & Bougaleh, B . (2019). **Loc .**

وتظهر نتائج تطبيق المعادلة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٥) الآتي:

الجدول رقم (٥): خصائص السلاسل الزمنية لمتغير الأرباح المحاسبية لشركات العينة.

البيان	η_0	η_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	0,31	0,85	0,11	0,68	0,67	2,31
t – statistic	0,84	7,82				
Sig . level	0,41	0,00				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٥) السابق، أن قيمة معامل الاستمرارية التاريخية للأرباح المحاسبية لشركات العينة يساوي (0,85) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (68)% وقيمة معامل التحديد المعدل (67)%، كما أن قيمة معامل Durbin– Watson (2,31) مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، وعليه فإن السلاسل الزمنية لمتغير الأرباح المحاسبية لشركات العينة تحقق خاصية المسار العشوائي، وبالتالي يمكن الاعتماد عليها بدرجة مقبولة في التنبؤ بالأرباح المحاسبية المستقبلية (لفترة قادمة واحدة فقط)، ومعادلة الانحدار التي تستخدم في التنبؤ بالربحية المستقبلية لفترة قادمة واحدة فقط وفق بيانات الجدول السابق، هي:

$$F_t(X_{t+1}) = 0.31 + 0.85X_t + 0.11$$

وتعني هذه المعادلة، أن قيمة الأرباح المحاسبية المستقبلية للفترة القادمة تساوي: قيمة الثابت (0,31) + قيمة الأرباح المحاسبية للفترة الحالية مضروبة بمعامل الاستمرارية التاريخية (0,85) + قيمة الخطأ (0,11).

و- التنبؤ بالأرباح غير العادية للفترة القادمة X^a_{t+1} :

Forecasting of Abnormal Earnings for the Next Period:

بعد التنبؤ بالأرباح المحاسبية للفترة القادمة، يصبح من السهل قياس الأرباح غير العادية المتنبأ بها للفترة القادمة، إذ أن هذه الأرباح تساوي الأرباح المحاسبية المتنبأ بها للفترة القادمة $F_t(X_{t+1})$ مطروحاً منها تكلفة حقوق الملكية (والتي تساوي: القيمة الدفترية لحقوق الملكية عند بداية الفترة b_t مضروبة بمعدل العائد المحقق r [معدل العائد الخالي من المخاطر r_f وفقاً لافتراضات نمـــوذج Ohlson (1995)])، وذلك كما في المعادلة الآتية:

$$F_t(X^a_{t+1}) = F_t(X_{t+1}) - r_f b_t$$

وتعني هذه المعادلة، أن قيمة الأرباح غير العادية المستقبلية تساوي: قيمة الأربـــاح المحاســـبية المستقبلية مطروحاً منها تكلفة حقوق الملكية في بداية الفترة.

٤-٣-٢: تقدير قيم المعاملات المطلوبة:

Estimating the Values of the Required Parameters:

أ- معدل العائد الخالي من المخاطر r_f Risk-free rate of return:

يتم عادةً تحديد قيمة هذا المعامل، بمعدل العائد على أذونات الخزينة أو سندات الخزينة، وذلـــك على اعتبار أن الاستثمار في أذونات وسندات الخزينة يكون خالي تماماً من أية مخاطر، ونظراً لأنه خلال فترة الدراسة لم يتم طرح أذونات أو سندات خزينة في سورية، وعليه تم تحديد قيمة هذا المعامل في هذه الدراسة، بمعدل العائد على الودائع لأجل لمدة ثلاثة أشهر الممنوح من قبل المصارف السورية العامة على اعتبار أن بيانات الدراسة التطبيقية هي بيانات ربعية، وقد بلـــغ

متوسط معدل العائد على الودائع لأجل لمدة ثلاثة أشهر في المصارف السورية العامة خلال فترة الدراسة /٧/% سنوياً أي بمعدل /١,٧٥/% ربعياً[1].

ب- معامل استمرارية متغير الأرباح غير العادية ω:

Continuity Coefficient of the Abnormal Earnings Variable:

وفقاً للطريقة التي قدمها Ohlson (2001) والتي تم استخدامها في هذه الدراسة، فإن تقدير قيمة معامل استمرارية الأرباح غير العادية ω، يعتمد على تقدير الاستمرارية التاريخية لمتغير الأرباح غير العادية، من خلال دراسة خصائص السلاسل الزمنية لهذا المتغير خلال الفترة المدروسة، وذلك باستخدام علاقة الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى Auto Regression، وفقاً لمعادلة الانحدار الآتية:

$$X_t^a = \omega_0 + \omega^h X_{t-1}^a + \varepsilon_t$$

وتعني هذه المعادلة، أن قيمة متغير الأرباح غير العادية في الفترة الحالية تساوي: قيمة الثابت + قيمة متغير الأرباح غير العادية في الفترة السابقة مضروباً بمعامل الاستمرارية التاريخية لهذا المتغير + مقدار الخطأ.

وتظهر نتائج تطبيق المعادلة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٦) الآتي:

الجدول رقم (٦): قياس قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير الأرباح غير العادية ω.

البيان	ω_0	ω_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-1,1	0,63	0,13	0,46	0,44	2,22
t – statistic	-1,71	4,83				
Sig . level	0,09	0,00				

المصدر: من إعداد الباحث.

[1] http://www.cbs-bank.sy/.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٦) السابق، أن قيمة معامل استمرارية الأرباح غير العادية يساوي (0,63) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (46)% وقيمة معامل التحديد المعدل (44)%، كما أن قيمة معامل Durbin–Watson (2,22) مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار.

ويلاحظ بأن هذه النتائج تظهر توافقاً مع افتراضات نموذج Ohlson (1995)، حيث أن الأرباح غير العادية لشركات العينة تحقق انحداراً ذاتياً من الدرجة الأولى، كما أن قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لهذه الأرباح (ω=0,63) تقع ضمن الحدود المفترضة لها من قبل النموذج والمقيدة بأنها غير سالبة وأقل من الواحد ($0 \leq \omega < 1$).

بعد تقدير قيمة معامل الاستمرارية التاريخية للأرباح غير العادية ω، يصبح قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى v_t أمراً ممكناً، بحيث أن قيمة هذا المتغير تحسب وفق المعادلة الآتية:

$$v_t = E_t X^a_{t+1} - 0.63^h X^a_t$$

وتعني هذه المعادلة، أن قيمة متغير المعلومات الأخرى في الفترة الحالية تساوي: قيمة متغير الأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها) – قيمة متغير الأرباح غير العادية في الفترة الحالية مضروباً بمعامل الاستمرارية التاريخية لهذه الأرباح والبالغ (0,63).

ج– معامل استمرارية متغير المعلومات الأخرى y:

Continuity Coefficient of the Other Information Variable:

بعد قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى v_t وفقاً للمعادلة السابقة، يتم قياس قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لهذا المتغير y، من خلال دراسة خصائص السلاسل الزمنية لهذا المتغير خلال الفترة المدروسة، باستخدام علاقة الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى Auto Regression.

وذلك وفقاً لمعادلة الانحدار الآتية:

$$v_t = y_0 + y_1 v_{t-1} + \varepsilon_t$$

وتعني هذه المعادلة، أن قيمة متغير المعلومات الأخرى في الفترة الحالية تساوي: قيمة الثابت + قيمة متغير المعلومات الأخرى في الفترة السابقة مضروباً بمعامل الاستمرارية التاريخية لهـذا المتغير + مقدار الخطأ.

وتظهر نتائج تطبيق المعادلة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٧) الآتي:

الجدول رقم (٧): قياس قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير المعلومات الأخرى y.

البيان	y_0	y_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-0,71	0,30	0,17	0,33	0,31	1,96
t – statistic	-3,04	3,73				
Sig . level	0,005	0,004				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٧) السابق، أن معامل استمرارية متغير المعلومـات الأخـرى يساوي (0,30) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,004)، وأن قيمة معامل التحديد (33)% وقيمة معامل التحديد المعدل (31)%، كما أن قيمة معامل Durbin–Watson (1,96) مما يعنـي عـدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار.

ويُلاحظ بأن هذه النتائج تظهر توافقاً مع افتراضات نمـوذج Ohlson (1995)، حيـث أن قيمـة معامل استمرارية متغير المعلومات الأخرى (y =0,30) تقع ضمن الحدود المفترضة لها من قبل النموذج والمقيدة بأنها غير سالبة وأقل من الواحد ($0 \leq y < 1$).

٤-٤: المبحث الرابع: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

Descriptive Statistics of the Variables of Study:

تم في هذا المبحث، استخراج البيانات الوصفية للمتغيرات الرئيسية المستخدمة في الدراسة التطبيقية، من خلال استخدام بعض مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، ومن خلال هذه الإحصاءات يمكن الاستدلال على الشكل الذي يسلكه توزيع كل من هذه المتغيرات، وقيمتها المتوسطة وقيمها العظمى والصغرى وانحرافاتها المعيارية.

وتظهر الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، في الجدول رقم (٨) الآتي:

الجدول رقم (٨): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

البيان	القيمة الدفترية لحقوق الملكية	الأرباح المحاسبية	الأرباح غير العادية	المعلومات الأخرى	التدفق النقدي التشغيلي	السعر السوقي للسهم
الرمز الرياضي للمتغير	b_t	X_t	X_t^a	v_t	CF_t	PM_t
عدد المشاهدات	32	32	31	31	32	32
المتوسط الحسابي Mean	266,15	0,67	-3,89	-0,98	16,26	287,63
الانحراف المعياري Standard Deviation	106,48	3,51	2,88	0,82	44,86	167,53
معامل الالتواء Skewness	0,5	0,45	-0,09	-0,12	1,27	0,63
معامل التفلطح Kurtosis	3,44	2,06	3,43	4,61	5,24	1,67
القيمة العظمى Maximum	582,31	7,54	2,18	1,23	148,63	599,38
القيمة الصغرى Minimum	115,96	-4,68	-10,88	-3,11	-67,62	136,18

المصدر: من إعداد الباحث.

يُلاحظ من بيانات الجدول رقم (٨) السابق، الآتي:

١- القيمة السوقية لأسهم شركات العينة خلال فترة الدراسة بالمتوسط، أكبر من قيمتها الدفترية، بمقدار (21,48) بالمتوسط.

٢- نتيجة أعمال شركات العينة خلال فترة الدراسة بالمتوسط، تحقيق أرباح تشغيلية من نشاطها الرئيسي بالمفهوم المحاسبي للدخل، إلا أن هذه الأرباح منخفضة جداً، حيث بلغ متوسط حصة السهم من الأرباح التشغيلية خلال الفترة المدروسة (0,67)، وبالتالي لم تصل هذه الأرباح إلى المستوى الذي يحقق معدل العائد الخالي من المخاطر والذي يساوي وسطياً (4,66) (وهي عبارة عن متوسط القيمة الدفترية لأسهم شركات العينة خلال فترة الدراسة والبالغة (266,15) مضروبةً بمعدل العائد الخالي من المخاطر والبالغ %(1,75))، وبالتالي هذه الأرباح لا تكفي لتعويض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود وعلاوة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار في أسهم تلك الشركات.

٣- نتيجة أعمال شركات العينة خلال فترة الدراسة بالمتوسط، تحقيق خسائر من نشاطها الرئيسي بالمفهوم الاقتصادي للدخل، حيث بلغ متوسط حصة السهم من الأرباح غير العادية خلال الفترة المدروسة (3,89-).

٤- منحنى التوزيع لكل من المتغيرات: (القيمة الدفترية لحقوق الملكية – الأرباح المحاسبية – التدفق النقدي التشغيلي – السعر السوقي للسهم)، ملتوي نحو اليمين (موجب)، مما يعني أن قيم هذه المتغيرات تتراكم حول النهاية الدنيا للتوزيع، بينما منحنى التوزيع لمتغيري: (الأرباح غير العادية – المعلومات الأخرى)، ملتوي نحو اليسار (سالب)، مما يعني أن قيم هذين المتغيرين تتراكم حول النهاية العليا للتوزيع.

٥- قيمة معامل التفلطح لكل من المتغيرات: (القيمة الدفترية لحقوق الملكية – الأرباح غير العادية – المعلومات الأخرى – التدفق النقدي التشغيلي)، أكبر من (٣)، مما يعني أن منحنى التوزيع لهذه المتغيرات مدبب لأعلى، أي أن معظم قيم هذه المتغيرات تتركز بالقرب من الوسط ونهايتي التوزيع، بينما قيمة معامل التفلطح لمتغيري: (الأرباح المحاسبية – السعر السوقي للسهم)، أقل من (٣)، مما يعني أن منحنى التوزيع لهذين المتغيرين مفلطح، أي أن قيم هذين المتغيرين موزعة ولا يوجد تركز بدرجة كبيرة في نقاط معينة من التوزيع.

٤-٥: المبحث الخامس: اختبار فروض الدراسة:

Testing the Hypotheses of Study:

تم في هذا المبحث اختبار فروض الدراسة، والمحددة بثلاثة فروض رئيسية، يتعلق الأول باختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، ويتعلق الثاني باختبار قدرة هذه النماذج في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، بينما يتعلق الثالث باختبار قدرة هذه النماذج في التنبؤ بالعائدات المستقبلية، وفق الآتي:

٤-٥-١: اختبار الفرض الأول: دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة:

The Role of Accounting Models of Equity Valuation in Determining the Intrinsic Values of the Shares of the Sample Companies:

يمثل تحديد القيمة الحقيقية Intrinsic Value لحقوق الملكية، أحد الأهداف الرئيسية لنماذج تقييم حقوق الملكية، ومن هنا فإن هذا الاختبار يعمل على تحديد مدى قدرة هذه النماذج في الوصول إلى هذا الهدف.

والمشكلة الرئيسية التي تواجه هذا النوع من الاختبارات، تتمثل في ماهية المؤشرات أو محددات القيمة التي يمكن استخدامها كمقياس Benchmark لمدى قدرة نماذج تقييم حقوق الملكية على تحديد القيمة الحقيقية لحقوق الملكية.

وعلى اعتبار أن تقييم حقوق الملكية لا يختلف عن تقييم أي أصل آخر، من حيث اعتماده على العائد المتوقع من وراءه، وعليه يعتبر العائد هو المؤشر أو المقياس للقيمة الحقيقة لحقوق الملكية، ويتمثل هذا العائد بالنسبة لحملة الأسهم في شكل توزيعات الأرباح التي يتوقعون الحصول عليها من وراء استثماراتهم في هذه الأسهم، وتقاس هذه العائدات من خلال التدفقات النقدية التي تحققها المنشأة، أو من خلال الدخل الاقتصادي المحقق.

وقد استخدمت بعض الدارسات المحاسبية في مجال الأسواق المالية التدفقات النقدية كأحد مؤشرات القيمة الحقيقية، وذلك لأغراض أخرى بخلاف تقييم نماذج تقييم حقوق الملكية [مثلا: استخدم Givoly and Hyan (2000)[1] التدفقات النقدية كمؤشر للتعرف على درجة تحفظ Conservatism التسويات المحاسبية المطلوبة وفقاً لأساس الاستحقاق Accruals، كما أن كلاً من Dechow and Dichev (2002)[2]، Francis et al (2002)[3]، Martowidjojo et . al (2018)[4] استخدموا التدفقات النقدية لقياس جودة الأرباح المحاسبية]، حيث يمتاز مقياس التدفقات النقدية بأنه لا يخضع لحرية الاختيار الإداري كما في أساس الاستحقاق المحاسبي، بالمقابل كثيراً ما يستخدم الدخل الاقتصادي (والذي يتمثل في البحث المحاسبي المعاصر بالقيمة المضافة التي تقاس من خلال الأرباح غير العادية أو الدخل المتبقي) في الدراسات المحاسبية التطبيقية كمؤشر

[1]Givoly, D. & Hayn, C. (2000). "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become more Conservative", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol . (29).

[2]Dechow, P. & Dichev, I . (2002). "The quality of Accruals and Earnings: the Role Accrual Estimation Errors", ***The Accounting Review***, Vol . (77).

[3]Francis, J . et .al (2002). "Costs of Capital and Earnings Attributes", ***Working Paper***, Duke University.

[4]Martowidjojo, H . Y & Valentincic, A . & Warganegara, L . D (2018). "Earnings Quality and Market Values of Indonesian Listed Firms", ***available at site***: https://onlinelibrary.wiley.com/.

على العائدات المحققـــة أو المتوقعـــة [مثـــــــلا: Zhang (2000)[1] – Francis et . al (2002) – Hodge (2003)[2] – Dempster (2008)[3]].

وقد تم في هذه الدراسة استخدام كلا المؤشرين (التدفق النقدي والدخل الاقتصادي) لاختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات عينة الدراسة، وفق الآتي:

أولاً: اختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية في تحديد القـــيم الحقيقيـــة لأســـهم شركات العينة، باستخدام التدفق النقدي كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم:

Test the Ability of Accounting Valuation Models of Equity to Determine the Intrinsic Values of Shares of the Sample Companies, Using Cash Flow as a Measure of the Intrinsic Value of Shares:

تم في هذا الاختبار، استخدام التدفق النقدي المحقق من الأنشـــطة التشـــغيلية Operating Cash Flow لشركات العينة كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، بدلاً من إجمالي التـــدفق النقـــدي، وذلـــك للأسباب الآتية:

١- تماشياً مع الخط العام للدراسات المحاسبية التطبيقية في مجال الأسواق المالية، [مثلا: Barth et al (1999)[4] – Dechow and Dichev (2002)[5] - Clatworthy – Francis et al (2002)[6] et . al (2019)].

٢- قصر مدة الدراسة نسبياً، فالتدفق النقدي الإجمالي يتضمن عناصر استثمارية وتمويلية، قد لا تظهر آثارها إلا في الأجل الطويل.

---

[1]Zhang, X . (2000). "Conservative Accounting and Equity Valuation", ***Journal of Accounting & Economics***, Vol . (29).

[2]Hodge, F. (2003). "Investors' perceptions of earnings quality, auditor independence, and the usefulness of audited financial information", ***Accounting Horizons***, Vol . (17).

[3]Dempster, G. (2008). "Determining earnings quality: A multi-factor model approach", ***Journal of Academy of Business and Economics***, Vol . (8).

[4]Barth, M . et al. (1999).**Loc .**

[5]Dechow, P. & Dichev, I . (2002). **Loc .**

[6]Clatworthy, A . M & Pong, M . C & Wong, K . W (2019). "The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining UK Stock Returns and the Impact of Auditor Quality", ***Working Paper***, University of the West of England.

وبالتالي تم اختبار هذا الفرض، من خلال دراسة علاقة انحدار التدفق النقدي التشغيلي كمتغير تابع، على قيم الأسهم المقدرة باستخدام نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة لهذه الدراسة كمتغير مستقل، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$CF_t = \beta_0 + \beta_t P_{t,i} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

$P_{t,i}$: تمثل قيمة السهم المقدرة وفقاً لكل نموذج من نماذج التقييم الخمسة الخاضعة للدراسة $(i = 1 \to 5)$، عند نهاية الفترة t.

CF_t: يمثل التدفق النقدي التشغيلي عن الفترة $(t-1,t)$.

وتظهر نتائج تطبيق العلاقة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٩) الآتي:

الجدول رقم (٩): قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية.

النموذج	البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيم	10,64	0,01	0,08	0,00	- 0,03	2,26
	t – statistic	0,50	0,07				
	Sig . level	0,62	0,95				
رسملة الأرباح المحاسبية	القيم	12,58	-0,01	0,03	0,01	−0,02	2,24
	t – statistic	1,76	-0,40				
	Sig . level	0,08	0,69				
البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيم	11,06	0,004	0,08	0,00	-0,03	2,26
	t – statistic	0,54	0,05				
	Sig . level	0,59	0,96				

الدخل المتبقي المقيد	القيم	10,95	0,004	0,08	0,00	-0,03	2,26
	t – statistic	0,52	0,05				
	Sig . level	0,60	0,96				
Ohlson	القيم	11,95	0,002	0,08	0,00	-0,03	2,26
	t – statistic	0,57	0,02				
	Sig . level	0,57	0,98				

المصدر: من إعداد الباحث.

بناءً على بيانات الجدول رقم (٩) السابق، يمكن اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الأولى باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية، وفق الآتي:

١- اختبار الفرض الفرعي الأول: "لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Book Value of Equity Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (٩) السابق، أن قيمة t (0,07) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,95)، وأن قيمة معامل التحديد (0)% وقيمة معامل التحديد المعدل (3-)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,26).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، من خلال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية، لا يستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

٢- اختبار الفرض الفرعي الثاني: "لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Earnings Capitalization Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (٩) السابق، أن قيمة t (0,40-) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,69)، وأن قيمة معامل التحديد (1)% وقيمة معامل التحديد المعدل (2-)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,24).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، من خلال متغير الأرباح التشغيلية قبل الضرائب، لا يستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

وبهدف بيان الدور التقييمي للمتغيرات المشتقة من قائمة الدخل، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، قام الباحث باستبدال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب في دالة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، ببعض المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل (الأرباح غير العادية – الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية) لتحديد أفضليتها في تقييم أسهم شركات العينة.

وتظهر نتائج هذه الاختبارات على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٠) الآتي:

الجدول رقم (١٠): قدرة المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، على تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية.

المتغير	البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب	القيم	12,58	-0,01	0,03	0,01	−0,02	2,24
	t – statistic	1,76	-0,40				
	Sig . level	0,08	0,69				

الأرباح غير العادية	القيم	8,66	-0,02	0,04	0,00	−0,03	2,23
	t – statistic	0,73	0,35				
	Sig . level	0,47	0,73				
الأرباح التشغيلية المستقبلية (المتنبأ بها)	القيم	12,98	-0,02	0,04	0,01	-0,03	2,25
	t – statistic	1,75	-0,40				
	Sig . level	0,09	0,69				
الأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها)	القيم	4,35	-0,04	0,06	0,01	−0,02	2,24
	t – statistic	0,32	-0,64				
	Sig . level	0,75	0,52				

المصدر: من إعداد الباحث.

يلاحظ من بيانات الجدول رقم (١٠) السابق، أن جميع المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، لا تستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، حيث أن قيمة t لكافة هذه المتغيرات غير ذات دلالة إحصائية، وأن قيمة معامل التحديد تتراوح بين الصفر والواحد، كما أن قيمة معامل التحديد المعدل سالبة لكافة هذه المتغيرات.

٣- اختبار الفرض الفرعي الثالث: "لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Historical Data of Earnings and Book Value of Equity Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (٩)، أن قيمة t (0,05) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,96)، وأن قيمة معامل التحديد (0)% وقيمة معامل التحديد المعدل (3-)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,26).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، من خلال متغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية، لا يستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

٤- اختبار الفرض الفرعي الرابع: "لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Residual Income Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (٩)، أن قيمة t (0,05) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,96)، وأن قيمة معامل التحديد (0)% وقيمة معامل التحديد المعدل (3-)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,26).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن نموذج الدخل المتبقي، من خلال متغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها)، لا يستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

٥- اختبار الفرض الفرعي الخامس: "لا يوجد دور لنموذج Ohlson، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Ohlson Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (٩)، أن قيمة t (0,02) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,98)، وأن قيمة معامل التحديد (0)% وقيمة معامل التحديد المعدل (3-)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,26).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن نموذج Ohlson، من خلال المتغيرات: القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى، لا يستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

وبهدف بيان الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، بمعزل عن أثر المتغيرات الأخرى الداخلة في دالة تقييم النموذج، حيث يعتبر هذا المتغير الإضافة الأساسية والمهمة التي قدمها Ohlson من خلال نموذجه، تم دراسة انحدار متغير التدفق النقدي التشغيلي على متغير المعلومات الأخرى، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$CF_t = \beta_0 + \beta_t v_t + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١١) الآتي:

الجدول رقم (١١): الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى، باستخدام متغير التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية.

البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	4,84	-7,31	8,60	0,02	−0,01	2,35
t – statistic	0,44	-0,85				
Sig . level	0,66	0,40				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (١١) السابق، أن قيمة t (-0,85) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,40)، وأن قيمة معامل التحديد (2)% وقيمة معامل التحديد المعدل (-1)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,35).

استناداً لذلك، يتضح عدم وجود دور لمتغير المعلومات الأخرى في تحديد القيمة الحقيقة لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث من المفترض أن وجود هذا

المتغير في دالة التقييم يمثل الأرباح المحاسبية المتعلقة بأعمال الفترة الحالية والتي لم تظهر في أرباح الفترة الحالية نتيجة للمبادئ المحاسبية، وهذا قد يعني أن المحتوى المعلوماتي للسلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية لشركات العينة (التي تم استخدامها في التنبؤ بأرباح الفترة القادمة)، تشمل المحتوى المعلوماتي لهذا المتغير.

من خلال اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الأولى، باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، يُلاحظ الآتي:

١- لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، مما يشير إلى ضعف المحتوى المعلوماتي لقائمة المركز المالي لشركات العينة من خلال متغير القيمة الدفترية لأسهم تلك الشركات في تحديد القيمة الحقيقية لأسهمها.

٢- لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، مما يشير إلى ضعف المحتوى المعلوماتي لقائمة الدخل لشركات العينة من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب لأسهم تلك الشركات في تحديد القيمة الحقيقية لأسهمها.

٣- لا يوجد دور لكل من النماذج: (نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – الدخل المتبقي المقيد – Ohlson)، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، مما يشير إلى أن تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي

والدخل لشركات العينة (من خلال إدخال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالإضافة إلى متغيرات مشتقة من قائمة الدخل في دالة التقييم)، لم يلعب دوراً هاماً في تحسين القدرة التقييمية لهذه النماذج.

٤- عدم وجود دور لجميع المتغيرات المشتقة من قائمة الدخل لشركات العينة (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب – الأرباح غير العادية – الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية)، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم.

٥- عدم وجود دور لمتغير المعلومات الأخرى في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في إطار نموذج Ohlson، باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم.

وبنظرة تحليلية إلى عدم قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، **يُمكن أن يُعزى ذلك لأحد السببين الآتيين أو كلاهما معاً:**

١- ضعف المحتوى المعلوماتي للمتغيرات المحاسبية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية – الأرباح التشغيلية الصافية – الأرباح غير العادية – الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية – المعلومات الأخرى) لشركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أي عدم قدرة هذه المتغيرات على تجسيد المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها من الاستثمار

في أسهم تلك الشركات، وبالتالي عدم ملائمة هذه المتغيرات في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم تلك الشركات.

٢- عدم ملائمة متغير التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث أظهرت بيانات الإحصاءات الوصفية في الجدول رقم (٨)، وجود تشتت كبير جداً في قيم هذا المتغير، فقد بلغت قيمة الانحراف المعياري لهذا المتغير (44,86)، حيث بلغت أعلى قيمة لحصة السهم من التدفق النقدي التشغيلي خلال الفترة المدروسة (148,63)، بينما بلغت أقل قيمة (تدفق نقدي تشغيلي سالب) (67,62-)، كما بلغت قيمة معامل الالتواء (1,27)، وقيمة معامل التفلطح (5,24)، وقد يعود ذلك إلى الظروف الاقتصادية الصعبة التي واجهتها الشركات السورية خلال سنوات الأزمة، والتي أدت إلى عدم الاستقرار في نتائج أعمالها وانخفاض قدرتها على تحصيل الإيرادات من عملائها في فترات معينة.

وعليه تم إعادة اختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة لهذه الدراسة، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم، باستخدام مقياس آخر للقيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، وهو الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) بهدف تأكيد أو عدم تأكيد النتائج السابقة.

ثانياً: اختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم:

Test the Ability of Accounting Valuation Models of Equity to Determine the Intrinsic Values of Shares of the Sample Companies, Using Economic Income(Abnormal Earnings) as a Measure of the Intrinsic Value of Shares:

تم هذا الاختبار، من خلال دراسة علاقة انحدار الأرباح غير العادية (الدخل الاقتصادي) كمتغير تابع، على قيم الأسهم المقدرة باستخدام نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة لهذه الدراسة كمتغير مستقل، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$X_t^a = \beta_0 + \beta_t P_{t,i} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

$P_{t,i}$: تمثل قيمة السهم المقدرة وفقاً لكل نموذج من نماذج التقييم الخمسة الخاضعة للدراسة $(i = 1 \to 5)$، عند نهاية الفترة t.

X_t^a: يمثل الأرباح غير العادية عن الفترة $(t-1, t)$.

وتظهر نتائج تطبيق العلاقة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٢) الآتي:

الجدول رقم (١٢): قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية على تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية.

النموذج	البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيم	-7,31	0,01	0,01	0,18	0,15	0,79
	t – statistic	-5,06	2,50				
	Sig . level	0,00	0,02				

رسملة الأرباح المحاسبية	القيم	-4,40	0,01	0,001	0,72	0,71	0,61
	t – statistic	-15,41	8,59				
	Sig . level	0,00	0,00				
البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيم	-7,47	0,01	0,01	0,22	0,19	0,81
	t – statistic	-5,51	2,81				
	Sig . level	0,00	0,009				
الدخل المتبقي المقيد	القيم	-7,37	0,01	0,01	0,19	0,17	0,79
	t – statistic	-5,24	2,63				
	Sig . level	0,00	0,01				
Ohlson	القيم	-7,44	0,01	0,01	0,22	0,19	0,79
	t – statistic	-5,57	2,83				
	Sig . level	0,00	0,008				

المصدر: من إعداد الباحث.

بناءً على بيانات الجدول رقم (١٢) السابق، يمكن اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الأولى باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية، وفق الآتي:

١- اختبار الفرض الفرعي الأول: "لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Book Value of Equity Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٢) السابق، أن قيمة t (2,50) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,02)، وأن قيمة معامل التحديد (18)% وقيمة معامل التحديد المعدل (15)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,79).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة منخفضة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية، تحديد ما نسبته (15)% فقط من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، والنسبة المتبقية والبالغة (85)% قد تحددها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

٢- اختبار الفرض الفرعي الثاني: "لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Earnings Capitalization Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٢) السابق، أن قيمة t (8,59) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (72)% وقيمة معامل التحديد المعدل (71)% وهي قيم مرتفعة، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,61).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية قدرة مرتفعة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب، تحديد ما نسبته (71)% من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، والنسبة المتبقية والبالغة (29)% قد تحددها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

وبهدف بيان أفضل متغير مشتق من قائمة الدخل، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، قام الباحث باستبدال متغير الأرباح التشغيلية

الصافية قبل الضرائب في دالة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، ببعض المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل (الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية).

وتظهر نتائج هذه الاختبارات على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٣) الآتي:

الجدول رقم (١٣): قدرة المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، على تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام الدخل الاقتصادي كمقياس للقيمة الحقيقية.

المتغير	البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب	القيم	-4,40	0,01	0,001	0,72	0,71	0,61
	t – statistic	-15,41	8,59				
	Sig . level	0,00	0,00				
الأرباح التشغيلية المستقبلية (المتنبأ بها)	القيم	-4,74	0,01	0,002	0,72	0,71	0,61
	t – statistic	-16,00	8,59				
	Sig . level	0,00	0,00				
الأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها)	القيم	0,52	0,02	0,002	0,84	0,83	1,09
	t – statistic	1,26	12,43				
	Sig . level	0,22	0,00				

المصدر: من إعداد الباحث.

يُلاحظ من بيانات الجدول رقم (١٣) السابق، أن لجميع المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، قدرة مرتفعة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، حيث أن قيمة t لكافة هذه المتغيرات ذات دلالة إحصائية، كما أن قيمة معامل التحديد

ومعامل التحديد المعدل مرتفعة، كما يُلاحظ بأن لمتغير (الأرباح غير العادية المستقبلية – المتنبأ بها) أفضلية على باقي المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، حيث أن قيمة معامل التحديد لهذا المتغير (84)% وقيمة معامل التحديد المعدل (83)%، يليه في المرتبة الثانية كلاً من متغيري (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب والأرباح التشغيلية المستقبلية – المتنبأ بها)، حيث كانت النتائج الإحصائية لهذين المتغيرين متطابقة، بمعامل تحديد (72)% ومعامل تحديد معدل (71)%، مع الإشارة إلى أنه لم يتم اختبار الدور التقييمي لمتغير الأرباح غير العادية، على اعتبار أنه يتم استخدام هذا المتغير كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، وبالتالي فإن إدخال هذا المتغير إلى دالة تقييم هذا النموذج سيعطي نتائج متحيزة، حيث ستكون قيمة معامل التحديد (100)% وقيمة معامل التحديد المعدل (100)%.

٣- اختبار الفرض الفرعي الثالث: "لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Historical Data of Earnings and Book Value of Equity Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٢)، أن قيمة t (2,81) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,009)، وأن قيمة معامل التحديد (22)% وقيمة معامل التحديد المعدل (19)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,81).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة منخفضة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية، تحديد ما نسبته (19)% فقط من القيمة الحقيقية لأسهم شركات

العينة، والنسبة المتبقية والبالغة (81)% قد تحددها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخـــرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

ويُلاحظ، أن إدخال متغير الأرباح غير العادية إلى جانب متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، أعطى للنموذج قوة تقييمية إضافية طفيفة جداً بمقدار %(4) فقط، حيـــث أن قيمـــة معامل التحديد المعدل لهذا النموذج (19)%، بينما قيمة معامل التحديد المعدل لنمـــوذج القيمـــة الدفترية لحقوق الملكية (15)%.

٤- اختبار الفرض الفرعي الرابع: "لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، فـــي تحديـــد القـــيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Residual Income Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٢)، أن قيمة t (2,63) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,01)، وأن قيمة معامل التحديد (19)% وقيمة معامل التحديد المعدل (17)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,79).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج الدخل المتبقي، قدرة منخفضة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج مـــن خلال متغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها)، تحديد ما نسبته (17)% فقط من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، والنسبة المتبقية والبالغـــة (83)% قد تحددها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

ويُلاحظ، أن إدخال متغير الأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها) إلى جانب متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، أعطى للنموذج قوة تقييمية إضافية طفيفة جداً بمقدار %(2) فقط، حيث أن قيمة معامل التحديد المعدل لهذا النموذج (17)%، بينما قيمة معامل التحديد المعدل لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية (15)%، كما يُلاحظ وجود أفضلية لمتغير الأرباح غير العادية على متغير الأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها) إلى جانب متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، حيث أن متغير الأرباح غير العادية حَسن القدرة التقييمية للنموذج بمقدار %(4)، في حين أن متغير الأرباح غير العادية المستقبلية حَسن القدرة التقييمية للنموذج بمقدار %(2).

٥- اختبار الفرض الفرعي الخامس: "لا يوجد دور لنموذج Ohlson، في تحديد القيم الحقيقية للأسهم":

"There is no Role of the Ohlson Model, in Determining the Intrinsic Values of Shares":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٢)، أن قيمة t (2,83) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,008)، وأن قيمة معامل التحديد (22)% وقيمة معامل التحديد المعدل (19)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,79).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج Ohlson، قدرة منخفضة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال المتغيرات: القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى، تحديد ما نسبته (19)% فقط من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، والنسبة المتبقية والبالغة (81)%

قد تحددها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

وبهدف بيان الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، بمعزل عن أثر المتغيرات الأخرى الداخلة في دالة تقييم النموذج، تم دراسة انحدار متغير الأرباح غير العادية كمقياس للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية على متغير المعلومات الأخرى، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$x_t^a = \beta_0 + \beta_t v_t + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٤) الآتي:

الجدول رقم (١٤): الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى، باستخدام متغير الأرباح غير العادية كمقياس للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية.

البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-3,61	0,29	0,65	0,01	−0,03	0,56
t – statistic	-4,37	0,46				
Sig . level	0,00	0,65				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٤) السابق، أن قيمة t (0,46) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,65)، وأن قيمة معامل التحديد (1)% وقيمة معامل التحديد المعدل (3-)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,56).

واستناداً إلى ذلك، لا يوجد دور لمتغير المعلومات الأخرى في تحديد القيمة الحقيقة لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذا قد يعني أن المحتوى المعلوماتي للسلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية لشركات العينة (التي تم استخدامها في التنبؤ بأرباح الفترة

القادمة)، تشمل المحتوى المعلوماتي لهذا المتغير، **ويؤكد ذلك** أن نتائج اختبار نمـــوذج Ohlson متطابقة مع نتائج اختبار نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقـــوق الملكية، حيث أن دالة تقييم نموذج Ohlson هي عبارة عن دالة تقييم نموذج البيانات التاريخيـــة للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية بالإضافة إلى متغير المعلومات الأخرى، وهذا يدل على أن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، لم يعطي للنمـــوذج قوة تقييمية إضافية.

من خلال اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الأولى، باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، يُلاحظ الآتي:

١- لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة منخفضة في تحديد القيمـــة الحقيقيـــة لأســـهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام الدخل الاقتصادي (الأربـــاح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، حيث استطاع هذا النموذج من خلال متغيـــر القيمة الدفترية لحقوق الملكية تحديد %(15) فقط من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، ممـــا يشير إلى ضعف المحتوى المعلوماتي لقائمة المركز المالي لشركات العينة من خـــلال متغيـــر القيمة الدفترية لأسهم تلك الشركات في تحديد القيمة الحقيقية لأسهمها.

٢- لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، قدرة مرتفعة في تحديد القيمة الحقيقية لأســـهم شـــركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام الدخل الاقتصـــادي (الأربـــاح غيـــر العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، حيث استطاع هذا النموذج من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب تحديد %(71) من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينـــة، ممـــا

يشير إلى أهمية المحتوى المعلوماتي لقائمة الدخل لشركات العينة من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب لأسهم تلك الشركات في تحديد القيمة الحقيقية لأسهمها.

٣- لكلٍ من النماذج: (نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – الدخل المتبقي المقيد – Ohlson)، قدرة منخفضة في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، حيث استطاعت تلك النماذج تحديد ما نسبته (19% - 17% - 19% على التوالي) من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، مما يشير إلى أن تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل لشركات العينة (من خلال إدخال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالإضافة إلى متغيرات مشتقة من قائمة الدخل إلى دالة التقييم)، لم يلعب دوراً هاماً في تحسين القدرة التقييمية لهذه النماذج، بالمقارنة مع نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

٤- لجميع المتغيرات المشتقة من قائمة الدخل لشركات العينة (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب– الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية)، قدرة مرتفعة في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، مع أفضلية متغير الأرباح غير العادية المستقبلية بمعامل تحديد معدل %(83)، على متغيري الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب والأرباح التشغيلية المستقبلية بمعامل تحديد معدل %(71) لكلٍ منهما.

٥- عدم وجود دور لمتغير المعلومات الأخرى في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في إطار نموذج Ohlson، باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم.

وبنظرة تحليلية إلى انخفاض قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية: (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نموذج Ohlson)، مقابل ارتفاع قدرة نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية لتلك الأسهم، **يُمكن أن يُعزى السبب الرئيسي في ذلك إلى** أن وجود متغير القيمة الدفترية لأسهم شركات العينة في دالة تقييم تلك النماذج، جعل قيمة السهم المحسوبة وفقاً لتلك النماذج أكبر من قيمته الحقيقية، حيث أنه باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، يكون الاعتبار الأساسي في تحديد القيمة الحقيقية هو للقوة الإيرادية للأصول وليس لقيمة تلك الأصول، أي قدرة الشركات باستخدام أصولها على تحقيق أرباح غير عادية من عملياتها التشغيلية تفوق الأرباح العادية المقاسة باستخدام معدل العائد الخالي من المخاطر لتعويض المستثمرين عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية، وبالعودة إلى جدول البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة رقم (٨) يتضح أن شركات العينة خلال فترة الدراسة حققت بالمتوسط أرباح غير عادية سالبة (خسارة)، مما يجعل القيمة الحقيقية لأسهم تلك الشركات بالاستناد إلى متغير الأرباح غير العادية كمقياس للقيمة الحقيقية منخفضة وأقل بكثير من القيمة الدفترية، في حين أن نموذج رسملة الأرباح المحاسبية يعتمد في تحديد

القيمة الحقيقية للسهم بشكل أساسي على رسملة الأرباح التشغيلية المحققة، وأن الأرباح التشغيلية لشركات العينة خلال فترة الدراسة منخفضة، الأمر الذي جعل قيم الأسهم المحسوبة وفقاً لهذا النموذج تقترب من قيمها الحقيقية، **ويمكن تأكيد ذلك** من خلال تطبيق هذين النموذجين على بيانات الإحصاءات الوصفية في الجدول رقم (٨)، حيث أنه بالاستناد إلى تلك البيانات يكون متوسط قيمة السهم خلال فترة الدراسة وفقاً لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية (266,15) (قيمة السهم وفق هذا النموذج = القيمة الدفترية للسهم)، ويكون متوسط قيمة السهم خلال فترة الدراسة وفقاً لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية (38,29) (قيمة السهم وفق هذا النموذج = الأرباح المحاسبية مقسومة على معدل العائد الخالي من المخاطر والبالغ (0.0175))، أي أن قيمة السهم وفقاً لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية أقل بكثير من قيمة السهم وفقاً لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، كما أن قيمة السهم وفقاً لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية أقرب لقيمته الحقيقية باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية للسهم حيث حققت شركات العينة بالمتوسط خلال فترة الدراسة أرباح غير عادية سالبة، أما سبب ضعف قدرة نماذج التقييم التي اعتمدت على تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل (نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نموذج Ohlson) في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، فيعود إلى انخفاض قيمة الأرباح المحاسبية (0,67 بالمتوسط) والأرباح غير العادية (3,89- بالمتوسط) مما جعل تأثيرها في دالة تقييم هذه النماذج طفيف جداً، والتأثير الأكبر في دوال تقييم هذه النماذج هو لمتغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

من خلال اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الأولى، يُلاحظ اختلاف نتائج الاختبار باختلاف المتغيرات المستخدمة كمقاييس للقيمة الحقيقية للسهم، ويمكن مقارنة تلك النتائج من خلال الجدول رقم (١٥) الآتي:

الجدول رقم (١٥): مقارنة قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، باستخدام متغيري التدفق النقدي التشغيلي والدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية).

باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية			باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية		
نموذج التقييم	معامل التحديد المعدل	نتيجة الاختبار	نموذج التقييم	معامل التحديد المعدل	نتيجة الاختبار
نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية	-3%	لا يوجد دور	نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية	15%	قدرة منخفضة
نموذج رسملة الأرباح المحاسبية	-2%	لا يوجد دور	نموذج رسملة الأرباح المحاسبية	71%	قدرة مرتفعة
نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية.	-3%	لا يوجد دور	نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية.	19%	قدرة منخفضة
نموذج الدخل المتبقي	-3%	لا يوجد دور	نموذج الدخل المتبقي	17%	قدرة منخفضة
نموذج Ohlson	-3%	لا يوجد دور	نموذج Ohlson	19%	قدرة منخفضة

المصدر: من إعداد الباحث.

يُلاحظ من خلال الجدول رقم (١٥) السابق، الآتي:

١- إن نتائج اختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، كانت متماثلة لكل النماذج وهي عدم وجود دور لهذه النماذج في تحديد القيم الحقيقية للأسهم، كما أن قيم معاملات التحديد لهذه النماذج متطابقة تقريباً وسالبة.

٢- إن نتائج اختبار قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم، كانت قدرة منخفضة لنماذج التقييم التي تعتمد على متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية أو تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل، بالمقابل قدرة مرتفعة لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية الذي يعتمد بشكل أساسي على بيانات قائمة الدخل من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب أو المتغيرات الأخرى المشتقة من هذه القائمة.

ومن وجهة نظر الباحث، فإن النتائج المحققة في اختبار قدرة نماذج التقييم الخاضعة للدراسة في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة باستخدام الدخل الاقتصادي المقاس من خلال متغير الأرباح غير العادية، هي أكثر موضوعية ومنطقية من النتائج المحققة باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية، للأسباب الآتية:

١- إن الاعتبار الأهم في تقييم حقوق الملكية هو لعملية خلق الثروة، أي قدرة الشركات على توليد أرباح كافية لتعويض المستثمرين عن المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها الاستثمار، وذلك على اعتبار أن القرار الاستثماري يُبنى على أساس عنصريَ العائد والمخاطرة.

٢- يُلاحظ من بيانات الإحصاءات الوصفية في الجدول رقم (٨)، أن المتوسط الحسابي لمتغير الأرباح غير العادية سالب بقيمة (3,89-) وهو منطقي وموضوعي خلال سنوات الأزمة، كما أن قيم هذا المتغير أكثر اتساقاً وأقل تشتتاً من قيم متغير التدفق النقدي التشغيلي، بانحراف معياري (2,88)، في حين أن المتوسط الحسابي لمتغير التدفق النقدي التشغيلي (16,26) وانحراف معياري كبير جداً بقيمة (44,86).

٣- أظهرت نتائج دراسات القيمة الملائمة أن للمحاسبة على أساس الاستحقاق قيمة ملائمة أكبر من التدفق النقدي في تقييم حقوق الملكية[1]، كما أظهرت نتائج دراسة نيربي وشهيد (٢٠٢٠) أن للأرباح محتوى معلوماتي أعلى من التدفق النقدي في سوق دمشق للأوراق المالية[2]، واستناداً لذلك يكون متغير الأرباح غير العادية (أساس استحقاق) أفضل من التدفق النقدي (أساس نقدي) كمقياس للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية.

٤-٥-٢: اختبار الفرض الثاني: دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة:

The Role of Accounting Models of Equity Valuation in Forecasting Future Earnings of the Shares of the Sample Companies:

تم اختبار دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة لهذه الدراسة، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة، من خلال دراسة علاقة انحدار الأرباح المحاسبية (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب) (في الفترة t) كمتغير تابع، على قيم الأسهم المقدرة باستخدام نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة لهذه الدراسة في الفترة السابقة (في الفترة t-1) كمتغير مستقل، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$X_t = n_0 + n_1 P_{t-1,i} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

X_t: الأرباح المحاسبية عن الفترة $(t-1,t)$.

$P_{t-1,i}$: قيمة حقوق الملكية عند نهاية الفترة $(t-1)$، التي تقاس باستخدام كل نموذج من النماذج الخمسة الخاضعة لهذه الدراسة، إذ أن $(i = 1 \to 5)$.

[1] Ji, H . (2019). **Op . Cit**, P 3.

[2] نيربي، حلا عدنان & شهيد، رزان حسين (٢٠٢٠). مرجع سابق.

وتظهر نتائج تطبيق العلاقة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٦) الآتي:

الجدول رقم (١٦): قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة.

النموذج	البيان	n_0	n_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيم	-6,68	0,03	0,01	0,56	0,55	1,12
	t – statistic	-5,07	6,01				
	Sig . level	0,00	0,004				
رسملة الأرباح المحاسبية	القيم	0,31	0,01	0,002	0,68	0,67	2,24
	t – statistic	0,79	7,66				
	Sig . level	0,43	0,00				
البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيم	-6,49	0,03	0,01	0,59	0,58	1,21
	t – statistic	-5,29	6,34				
	Sig . level	0,00	0,00				
الدخل المتبقي المقيد	القيم	-6,59	0,03	0,01	0,57	0,56	1,15
	t – statistic	-5,17	6,15				
	Sig . level	0,00	0,00				
Ohlson	القيم	-6,41	0,03	0,01	0,59	0,58	1,21
	t – statistic	-5,32	6,38				
	Sig . level	0,00	0,00				

المصدر: من إعداد الباحث.

بناءً على بيانات الجدول رقم (١٦) السابق، يمكن اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الثانية، وفق الآتي:

١- اختبار الفرض الفرعي الأول: "لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية":

"There is no Role of the Book Value of Equity Model, in Forecasting Future Earnings":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٦) السابق، أن قيمة t (6,01) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,004)، وأن قيمة معامل التحديد (56)% وقيمة معامل التحديد المعدل (55)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (1,12).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة منخفضة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية، التنبؤ بحصة السهم من الأرباح المستقبلية بنسبة (55)% فقط، والنسبة المتبقية والبالغة (45)% قد يسهم في التنبؤ بها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

٢- اختبار الفرض الفرعي الثاني: "لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية":

"There is no Role of the Earnings Capitalization Model, in Forecasting Future Earnings":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٦) السابق، أن قيمة t (7,66) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (68)% وقيمة معامل التحديد المعدل (67)% وهي قيم مرتفعة، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,24).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية قدرة مرتفعة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب، التنبؤ بحصة السهم من الأرباح المستقبلية بنسبة (67)%، والنسبة المتبقية والبالغة (33)% قد يسهم في التنبؤ بها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

وبهدف المقارنة بين متغيري الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب والأرباح غير العادية، من حيث قدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، قام الباحث باستبدال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب في دالة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، بمتغير الأرباح غير العادية، ومقارنة النتائج.

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٧) الآتي:

الجدول رقم (١٧): قدرة المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة.

المتغير	البيان	n_0	n_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب	القيم	0,31	0,01	0,002	0,68	0,67	2,24
	t – statistic	0,79	7,66				
	Sig . level	0,43	0,00				
الأرباح غير العادية	القيم	4,31	0,01	0,003	0,45	0,43	1,43
	t – statistic	4,89	4,83				
	Sig . level	0,00	0,00				

المصدر: من إعداد الباحث.

يُلاحظ من بيانات الجدول رقم (١٧) السابق، أن لمتغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب، قدرة مرتفعة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة، حيث أن معامل التحديد لهذا المتغير %(68) ومعامل التحديد المعدل %(67)، في حين أن لمتغير الأرباح غير العادية قدرة منخفضة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة، حيث أن معامل التحديد لهذا المتغير %(45) ومعامل التحديد المعدل %(43)، مما يعني أفضلية متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب على متغير الأرباح غير العادية في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٣- اختبار الفرض الفرعي الثالث: "لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية":

"There is no Role of the Historical Data of Earnings and Book Value of Equity Model, in Forecasting Future Earnings":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٦)، أن قيمة t (6,34) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (59)% وقيمة معامل التحديد المعدل (58)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (1,21).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة منخفضة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية، التنبؤ بحصة السهم من الأرباح المستقبلية بنسبة (58)%، والنسبة المتبقية والبالغة (42)% قد يسهم في التنبؤ بها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

ويُلاحظ، أن إدخال متغير الأرباح غير العادية إلى جانب متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، حسَن من القدرة التنبؤية للنموذج بنسبة طفيفة جداً بلغت (3)% فقط، حيث أن قيمة معامل التحديد المعدل لهذا النموذج (58)%، بينما قيمة معامل التحديد المعدل لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية (55)%.

٤- اختبار الفرض الفرعي الرابع: "لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية":

"There is no Role of the Residual Income Model, in Forecasting Future Earnings ":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٦)، أن قيمة t (6,15) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (57)% وقيمة معامل التحديد المعدل (56)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (1,15).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج الدخل المتبقي، قدرة منخفضة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال متغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها)، التنبؤ بحصة السهم من الأرباح المستقبلية بنسبة (56)%، والنسبة المتبقية والبالغة (44)% قد يسهم في التنبؤ بها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

ويُلاحظ، أن إدخال متغير الأرباح غير العادية المستقبلية (المتنبأ بها) إلى جانب متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية في دالة التقييم، حسَن من القدرة التنبؤية للنموذج بنسبة %(1) فقط، حيث

أن قيمة معامل التحديد المعدل لهذا النموذج (56)%، بينما قيمة معامل التحديد المعدل لنمـــوذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية (55)%.

٥- اختبار الفرض الفرعي الخامس: "لا يوجد دور لنموذج Ohlson، فـــي التنبـــؤ بالأربـــاح المستقبلية":

"There is no Role of the Ohlson Model, in Forecasting Future Earnings":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٦)، أن قيمة t (6,38) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,00)، وأن قيمة معامل التحديد (59)% وقيمة معامل التحديد المعدل (58)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (1,21).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج Ohlson، قدرة منخفضة على التنبؤ بالأرباح المســـتقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج مـــن خلال المتغيرات: القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية والمعلومـــات الأخـــرى، التنبؤ بحصة السهم من الأرباح المستقبلية بنسبة (58)%، والنســـبة المتبقيـــة والبالغـــة (42)% قد يسهم في التنبؤ بها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومـــات المحاســـبية، **وبالتالي نقبل هذا الفرض.**

وبهدف بيان الدور التنبؤي لمتغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، بمعـــزل عن أثر المتغيرات الأخرى الداخلة في دالة تقييم النموذج، تم دراسة انحـــدار متغيـــر الأربـــاح التشغيلية الصافية قبل الضرائب (في الفترة t) على متغير المعلومات الأخرى في الفترة (t - 1)، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$X_t = k_0 + k_1 v_{t-1} + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٨) الآتي:

الجدول رقم (١٨): قدرة متغير المعلومات الأخرى على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة.

البيان	k_0	k_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	0,95	0,17	0,82	0,00	-0,03	0,34
t – statistic	0,89	0,20				
Sig . level	0,37	0,84				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٨) السابق، أن قيمة t (0,20) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة (0,84)، وأن قيمة معامل التحديد (0)% وقيمة معامل التحديد المعدل (-3)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,34).

واستناداً إلى ذلك، لا يوجد دور لمتغير المعلومات الأخرى في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذا قد يعني أن المحتوى المعلوماتي للسلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية لشركات العينة (التي تم استخدامها في التنبؤ بأرباح الفترة القادمة)، تشمل المحتوى المعلوماتي لهذا المتغير، **ويؤكد ذلك** أن نتائج اختبار نموذج Ohlson متطابقة مع نتائج اختبار نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، حيث أن دالة تقييم نموذج Ohlson هي عبارة عن دالة تقييم نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية بالإضافة إلى متغير المعلومات الأخرى، وهذا يدل على أن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، لم يعطي للنموذج قوة تنبؤية إضافية بالأرباح المستقبلية.

من خلال اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الثانية، يُلاحظ الآتي:

١- لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة منخفضة في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث استطاع هذا النموذج من خلال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية التنبؤ بنسبة %(55) من الأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة، مما يشير إلى ضعف المحتوى المعلوماتي لقائمة المركز المالي لشركات العينة من خلال متغير القيمة الدفترية لأسهم تلك الشركات في التنبؤ بأرباحها المستقبلية.

٢- لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، قدرة مرتفعة في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث استطاع هذا النموذج من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب التنبؤ بنسبة %(67) من الأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة، مما يشير إلى أهمية المحتوى المعلوماتي لقائمة الدخل لشركات العينة من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب لأسهم تلك الشركات في التنبؤ بأرباحها المستقبلية.

٣- لكلٍ من النماذج: (نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – الدخل المتبقي المقيد – Ohlson)، قدرة منخفضة في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث استطاعت هذه النماذج التنبؤ بنسبة (58% - 56% - 58% على التوالي) من الأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة، مما يشير إلى أن تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل لشركات العينة (من خلال إدخال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالإضافة إلى متغيرات مشتقة من قائمة الدخل إلى

دالة التقييم)، لم يلعب دوراً هاماً في تحسين القدرة التنبؤية لهذه النماذج، بالمقارنة مع نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

٤- لمتغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب أفضلية على متغير الأرباح غير العادية في إطار التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث بلغ معامل التحديد المعدل لهذين المتغيرين %(67) و %(43) على التوالي.

٥- عدم وجود دور لمتغير المعلومات الأخرى في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في إطار نموذج Ohlson.

يُلاحظ مما تقدم، تقارب قيمة معامل التحديد المعدل لكلٍ من النماذج (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نموذج Ohlson)، ويعزى السبب في ذلك إلى ضعف الأرباح المحاسبية لشركات العينة (0,67 بالمتوسط) مما يجعل أثر هذه الأرباح ضعيف جداً في دالة التقييم، وبالتالي يكون الأثر الأكثر أهمية في دالة التقييم لمتغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

إن نتائج اختبار هذا الفرض (دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية في التنبؤ بالأرباح المستقبلية)، تؤكد أن نتائج اختبار دور نماذج التقييم في تحديد القيم الحقيقية للأسهم باستخدام الدخل الاقتصادي المقاس من خلال متغير الأرباح غير العادية، هي أكثر موضوعية ومنطقية من النتائج المحققة باستخدام التدفق النقدي التشغيلي كمقياس للقيمة الحقيقية، حيث أن وجود دور لهذه النماذج في التنبؤ يستوجب بالضرورة وجود دور لهذه النماذج في التقييم حتى ولو كان هذا الدور منخفض، وذلك انطلاقاً من الدور المتبادل والتكاملي للتقييم والتنبؤ.

٤-٥-٣: اختبار الفرض الثالث: دور نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة:

The Role of Accounting Models of Equity Valuation in Forecasting Future Returns of the Shares of the Sample Companies:

إن هذا الاختبار وإن كان يقع في إطار مدخل التحليل الأساسي، إلا أنه يبرز أهمية نماذج تقييم حقوق الملكية في الأدب المحاسبي، ويعتبر في نفس الوقت مهماً لتقييم القدرة التنبؤية لهذه النماذج، فهو يعمل بشكل أساسي على تحديد أسهم الشركات ذات الخلل السعري Mispricing (الأسهم التي تختلف قيمتها السوقية عن قيمتها الحقيقية)، ثم بناء إستراتيجية استثمار معينة، ووفقاً لذلك يتم تحديد قدرة نماذج التقييم على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة، حيث من المفترض أن كل نموذج من نماذج التقييم (من خلال الافتراضات التي يضعها) يعمل على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم Intrinsic Value، ومن خلال مقارنة الأسعار الفعلية (السوقية) لأسهم شركات العينة مع هذه القيم الحقيقية المحسوبة وفقاً لكل نموذج من نماذج التقييم الخاضعة للدراسة وعن كل فترة، يتم تحديد الشركات التي إما أن يكون مبالغ في تقييم أسهمها من قبل السوق (القيمة السوقية أعلى من القيمة الحقيقية للسهم) Overpriced، أو أن تكون أسهمها مقومة بأقل مما يجب في السوق (القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية) Underpriced[1] [هذا النوع من الاختبارات قامت به العديد من الدراسات المحاسبية، منها على سبيل المثال: Frankel and, Lee (1998)، Dechow et al. (1999)، Dechow et al.(2000)، Ota (2000)، McCrae and Nilsson (2001)].

وللقيام بهذا الاختبار، يتم تشكيل مجموعات تسمى تجاوزاً (محافظ) Portfolio من أسهم الشركات الداخلة في عينة الدراسة، اعتماداً على نسبة قيمة السهم المحسوبة وفقاً لكل نموذج من

[1]Dechow, P. , et al. (2000). "Short–Sellers, Fundamental Analysis and Stock Returns", ***Working Paper***, University of Michigan Business School and Harvard Business School, P 1.

نماذج التقييم الخاضعة للدراسة إلى سعر السهم الفعلي (السوقي) لكل شركة من شركات العينة، ومن ثم تصنيف هذه النسب بشكل تصاعدي من الأقل إلى الأعلى، فالشركات التي تكون ضمن النسب المنخفضة تُعتبر قيمة أسهمها الحقيقية المقدرة من خلال نموذج التقييم أقل من السعر الفعلي (السوقي)، وبالتالي ومن منظور نموذج التقييم يكون مبالغ في تقييم أسهمها من قبل السوق، أما التي تكون ضمن النسب المرتفعة فإن قيمة أسهمها الحقيقية تكون أكبر من السعر السوقي (الفعلي)، وبالتالي فإن أسهمها مقيمة بأقل مما يجب من قبل السوق، ويتم القيام بهذا الإجراء لكل نموذج من نماذج التقييم الخاضعة للدراسة بشكل مستقل عن باقي النماذج ولكل شركة من الشركات الداخلة في عينة الدراسة ولكل فترة من فترات الدراسة[1].

واعتماداً على إستراتيجية الاستثمار (الشراء والاقتناء ثم البيع) لفترة محددة (تمثل ثلاثة أشهر وفق الدراسة الحالية)، فإن الأمر يتطلب بيع أسهم الشركات التي تكون نسبة القيمة الحقيقية لأسهمها إلى سعرها الفعلي منخفضة (حيث يكون مبالغ في تقييمها)، وشراء أسهم الشركات التي تكون ضمن النسب المرتفعة (حيث تكون مقيمة بأقل مما يجب)، ومن خلال الفرق بين متوسط نسبة القيمة الحقيقية إلى السعر الفعلي للمحفظة التي تمثل أعلى النسب وبين متوسط نسبة القيمة الحقيقية إلى السعر الفعلي للمحفظة التي تمثل أقل النسب، تتحدد قدرة هذه النماذج على التنبؤ بالعائدات المستقبلية، فالنموذج الذي يحقق أكبر عائدات مستقبلية متوقعة من خلال هذا الفرق يعتبر أفضل نموذج من حيث التنبؤ بالعائدات المستقبلية[2].

وقد قام الباحث في هذه الدراسة، بتشكيل 4 مجموعات متساوية (4 مَحافظ Portfolios)، تتكون كل مجموعة من (4) شركات من الشركات الداخلة في العينة (إذ أن عدد المجموعات التي يتم

---

[1]Ota, K . (2000). **Op . cit**, PP 39 – 40.
[2]Frankel, R . & Lee, C . (1998), **Op . cit**, PP 295 – 302.

تكوينها لا يؤثر على نتائج اختبار نماذج التقييم، بحيث يكون عدد الشركات الداخلة ضمن كل مجموعة متساوياً)، ويُحسب الفرق بين متوسط المحفظة الرابعة ومتوسط المحفظة الأولى، ومتوسط كل محفظة يمثل متوسط هذه المحفظة عن فترة الدراسة، كما أن إحصاءات t حسبت لمعنوية التباين في متوسط العائدات للمحافظ الاستثمارية المشكلة، ولكل نموذج من نماذج التقييم الخمسة الخاضعة للدراسة.

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (١٩) الآتي:

الجدول رقم (١٩): قدرة نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية على التنبؤ بالعائدات المستقبلية.

المحفظة	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث	النموذج الرابع	النموذج الخامس
1	0,7563	-1,8383	0,7306	0,7433	0,7080
2	1,0109	0,0661	0,9783	0,9918	0,9578
3	1,3286	1,0296	1,3175	1,3203	1,2983
4	1,9541	2,4161	1,9331	1,9385	1,8968
الفرق	1,1978	4,2544	1,2025	1,1952	1,1889
t – statistic	4,3101	9,5931	4,2476	3,6388	4,5995
Sig . level	0,0002	0,0000	0,0003	0,0036	0,0001

المصدر: من إعداد الباحث.

بناءً على بيانات الجدول رقم (١٩) السابق، يمكن اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الثالثة، وفق الآتي:

١- اختبار الفرض الفرعي الأول: "لا يوجد دور لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية":

"There is no Role of the Book Value of Equity Model, in Forecasting Future Returns ":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٩) السابق، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) (1,1978)، وأن قيمة t (4,3101) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0002)، مما يدل على معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ.

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

٢- اختبار الفرض الفرعي الثاني: "لا يوجد دور لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية":

"There is no Role of the Earnings Capitalization Model, in Forecasting Future Returns ":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٩) السابق، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) (4,2544)، وأن قيمة t (9,5931) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0000)، مما يدل على معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ.

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، قدرة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

وبهدف بيان أفضلية متغيرات قائمة الدخل، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، قام الباحث باستبدال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب في دالة تقييم نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، ببعض المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل (الأرباح غير العادية – الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية).

وتظهر نتائج هذه الاختبارات على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٢٠) الآتي:

الجدول رقم (٢٠): قدرة المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة.

المحفظة	الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب	الأرباح غير العادية	الأرباح التشغيلية المستقبلية – المتنبأ بها	الأرباح غير العادية المستقبلية – المتنبأ بها
1	-1,8383	-2,9932	-1,4487	-2,7257
2	0,0661	-1,3294	-0,5173	-2,0879
3	1,0296	0,1656	-0,1519	-1,8349
4	2,4161	1,0436	0,0572	-1,5444
الفرق	4,2544	4,0363	1,5059	1,1813
t – statistic	9,5931	10,8194	9,9941	10,2343
Sig . level	0,0000	0,0000	0,0000	0,000

المصدر: من إعداد الباحث.

يُلاحظ من بيانات الجدول رقم (٢٠) السابق، أن لجميع المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل، قدرة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث أن قيمة t لكافة هذه المتغيرات ذات دلالة إحصائية، مما يعني معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ، كما يُلاحظ بأن لمتغير (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب) أفضلية على باقي المتغيرات المحاسبية المشتقة من قائمة الدخل في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة، حيث أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) لهذا المتغير (4,2544)، يليه في المرتبة الثانية متغير (الأرباح غير العادية) حيث أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) لهذا المتغير (4,0363)، يليه في المرتبة الثالثة متغير (الأرباح التشغيلية المستقبلية – المتنبأ بها) حيث أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) لهذا المتغير (1,5059)، يليه في المرتبة الرابعة متغير (الأرباح غير العادية المستقبلية – المتنبأ بها) حيث أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) لهذا المتغير (1,1813).

الأمر الذي يعني أفضلية المتغيرات الحالية المشتقة من قائمة الدخل (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب – الأرباح غير العادية) على المتغيرات المستقبلية (الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية)، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٣- اختبار الفرض الفرعي الثالث: "لا يوجد دور لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية":

"There is no Role of the Historical Data of Earnings and Book Value of Equity Model, in Forecasting Future Returns ":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٩)، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) (1,2025)، وأن قيمة t (4,2476) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0003)، مما يدل على معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ.

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، قدرة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

٤- اختبار الفرض الفرعي الرابع: "لا يوجد دور لنموذج الدخل المتبقي، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية":

"There is no Role of the Residual Income Model, in Forecasting Future Returns ":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٩)، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) (1,1952)، وأن قيمة t (3,6388) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0036)، مما يدل على معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ.

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج الدخل المتبقي، قدرة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

٥- اختبار الفرض الفرعي الخامس: "لا يوجد دور لنموذج Ohlson، في التنبــؤ بالعائــدات المستقبلية":

"There is no Role of the Ohlson Model, in Forecasting Future Returns":

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٩)، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشــكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) (1,1889)، وأن قيمة t (4,5995) وهي معنوية عنــد مســتوى الدلالة (0,0001)، مما يدل على معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ.

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج Ohlson، قدرة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، **وبالتالي نرفض هذا الفرض.**

ويُلاحظ من بيانات الجدول رقم (١٩)، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الرابعة (التي تشكل أعلى النسب) لنموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية (1,2025) بينما قيمة هذا الفرق لنموذج Ohlson (1,1889)، الأمر الذي يعني أن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson أضعف من القدرة التنبؤية لهــذا النموذج بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق لــلأوراق الماليــة، وذلك على اعتبار أن دالة تقييم نموذج Ohlson هي عبارة عن دالــة تقيــيم نمــوذج البيانــات التاريخية للأرباح المحاســبية والقيمــة الدفتريــة لحقــوق الملكيــة بالإضــافة إلــى متغيــر المعلومات الأخرى.

من خلال اختبار الفرضيات الفرعية للفرضية الثالثة، يُلاحظ الآتي:

١- يعتبر نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، أفضل نماذج التقييم الخاضعة للدراسة من حيث القدرة التنبؤية بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مما يشير إلى أهمية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها قائمة الدخل من خلال متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب في التنبؤ بالعائدات المستقبلية.

٢- للمتغيرات الحالية المشتقة من قائمة الدخل (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب يليه الأرباح غير العادية)، أفضلية على المتغيرات المستقبلية – المتنبأ بها (الأرباح التشغيلية المستقبلية – الأرباح غير العادية المستقبلية)، من حيث القدرة التنبؤية بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة.

٣- وجود دور سلبي لمتغير المعلومات الأخرى في إطار التنبؤ بالعائدات المستقبلية، حيث أن وجود هذا المتغير في دالة تقييم نموذج Ohlson أضعف من القدرة التنبؤية للنموذج بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة.

وبنظرة تحليلية إلى ارتفاع قدرة نموذج رسملة الأرباح المحاسبية وأفضليته على باقي نماذج التقييم المحاسبي الخاضعة للدراسة في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة، **يُمكن أن يُعزى السبب الرئيسي في ذلك** إلى أن نموذج رسملة الأرباح المحاسبية استطاع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة بشكل أفضل من باقي نماذج التقييم الأخرى الخاضعة للدراسة، مما أدى إلى ارتفاع قدرة هذا النموذج في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لتلك الأسهم وأفضليته على باقي النماذج الأخرى، حيث أن التنبؤ بالعائدات السوقية الممكن تحقيقيها مستقبلاً يعتمد بشكل أساسي على دقة تحديد القيمة الحقيقية للأسهم، لتحديد الأسهم ذات الخلل السعري والتي من

خلالها يمكن تحقيق عائدات سوقية مستقبلية اعتماداً على بناء استراتيجية استثمارية معينة بالاستناد إلى هذا التقييم.

٤-٥-٤: أفضلية نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية:

The Performance of the Accounting Models of Equity Valuation, in Determine the Intrinsic Values of the Shares of the Sample Companies listed on the Damascus Securities Exchange, and Forecasting their future Earnings and Returns:

من خلال نتائج الاختبارات السابقة لفرضيات الدراسة، يبين الجدول رقم (٢١) الآتي ترتيب نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، وفقاً لأفضليتها في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية:

الجدول رقم (٢١): ترتيب نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة وفقاً لأفضليتها في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

الترتيب	تحديد القيم الحقيقية باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية كمقياس للقيمة الحقيقية)		التنبؤ بالأرباح المستقبلية		التنبؤ بالعائدات المستقبلية	
	نموذج التقييم	معامل التحديد المعدل	نموذج التقييم	معامل التحديد المعدل	نموذج التقييم	مقدار العائد المتوقع
1	نموذج رسملة الأرباح المحاسبية	71%	نموذج رسملة الأرباح المحاسبية	67%	نموذج رسملة الأرباح المحاسبية	4,2544
2	نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	19%	نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	58%	نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية	1,2025
3	نموذج Ohlson	19%	نموذج Ohlson	58%	نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية	1,1978
4	نموذج الدخل المتبقي	17%	نموذج الدخل المتبقي	56%	نموذج الدخل المتبقي	1,1952
5	نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية	15%	نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية	55%	نموذج Ohlson	1,1889

المصدر: من إعداد الباحث.

يُلاحظ من خلال الجدول رقم (٢١) السابق، الآتي:

١- لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، أفضلية على باقي نماذج التقييم المحاسبي الخاضعة للدراسة في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة بمعامل تحديد معدل %(71)، يليه في المرتبة الثانية نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية ونموذج Ohlson بمعامل تحديد معدل %(19) لكلٍ منهما، يليه في المرتبة الثالثة نموذج الدخل المتبقي بمعامل تحديد معدل %(17)، يليه في المرتبة الرابعة نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية بمعامل تحديد معدل %(15).

٢- لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، أفضلية على باقي نماذج التقييم المحاسبي الخاضعة للدراسة في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة بمعامل تحديد معدل %(67)، يليه في المرتبة الثانية نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية ونموذج Ohlson بمعامل تحديد معدل %(58) لكلٍ منهما، يليه في المرتبة الثالثة نموذج الدخل المتبقي بمعامل تحديد معدل %(56)، يليه في المرتبة الرابعة نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية بمعامل تحديد معدل %(55).

٣- لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية، أفضلية على باقي نماذج التقييم المحاسبي الخاضعة للدراسة في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة بعائد متوقع (4,2544)، يليه في المرتبة الثانية نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية بعائد متوقع (1,2025)، يليه في المرتبة الثالثة نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية بعائد متوقع (1,1978)، يليه في المرتبة الرابعة نموذج الدخل المتبقي بعائد متوقع (1,1952)، يليه في المرتبة الخامسة نموذج Ohlson بعائد متوقع (1,1889).

٤- أفضلية نموذج رسملة الأرباح المحاسبية على باقي نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، مما يشير إلى أهمية المعلومات المحاسبية التي تقدمها قائمة الدخل لشركات العينة في التقييم والتنبؤ.

٥- انخفاض القدرة التقييمية والتنبؤية للنماذج (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نموذج Ohlson) بالمقارنة مع نموذج رسملة الأرباح المحاسبية، مما يشير إلى ضعف المحتوى المعلوماتي لقائمة المركز المالي لشركات العينة على تجسيد المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في أسهم تلك الشركات، كما أن تكامل المحتوى المعلوماتي لقائمتي المركز المالي والدخل لشركات العينة لم يلعب دوراً هاماً في تحسين القدرة التقييمية والتنبؤية لهذه النماذج.

وبنظرة تحليلية، إلى أفضلية نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، يُلاحظ الآتي:

١- تقارب الترتيب لهذه النماذج، من حيث أفضليتها في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، وهذا يشير إلى أن دقة عملية التقييم تنعكس بشكل إيجابي على دقة التنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية، حيث أن تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بشكل دقيق يؤدي إلى التنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لتلك الأسهم بشكل أفضل وأدق.

٢- تقارب نتائج اختبارات نماذج التقييم: (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي –

نموذج Ohlson)، من حيث قيمة معامل التحديد المعدل ومقدار العائد المتوقع لهذه النماذج، ويعزى السبب في ذلك إلى ضعف الأرباح المحاسبية لشركات العينة خلال فترة الدراسة (٢٠١٢ – ٢٠١٩)، مما جعل أثر هذه الأرباح في دالة تقييم هذه النماذج ضعيف جداً، وجعل الدور الرئيسي في التقييم والتنبؤ لمتغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

٤-٦: المبحث السادس: تعديل نموذج Ohlson (نموذج Ohlson المعدل):

Modification of Ohlson Model (Modified Ohlson Model):

بهدف تحسين القدرة التقييمية والتنبؤية لنموذج Ohlson في سوق دمشق للأوراق المالية، قام الباحث بتعديل نموذج Ohlson من خلال إضافة متغير يأخذ بعين الاعتبار مخاطر البيئة التشغيلية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد السوري، في عملية تقييم أسهم تلك الشركات والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، ويعرض الباحث دالة تقييم نموذج Ohlson المعدل واختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لهذا النموذج، من خلال الآتي:

٤-٦-١: دالة تقييم نموذج Ohlson المعدل:

Evaluation Equation of the Modified Ohlson Model:

في ضوء نتائج اختبارات فرضيات الدراسة التي تمت في المبحث الخامس من هذا الفصل، وبهدف الوصول إلى نموذج يأخذ بالاعتبار المتغيرات الخاصة بالاقتصاد السوري وبيئة العمل في سورية، قام الباحث بتعديل دالة تقييم نموذج Ohlson، من خلال استبدال متغير المعلومات الأخرى v_t في دالة تقييم هذا النموذج بمتغير حجم المخاطر R_t، وذلك انطلاقاً من الأسباب الآتية:

١- أظهرت نتائج اختبار فرضيات الدراسة، عدم وجود دور تقييمي أو تنبؤي لمتغير المعلومات الأخرى في إطار نموذج Ohlson في سوق دمشق للأوراق المالية، في مجال تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة المدرجة في تلك السوق والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

٢- إن متغير حجم المخاطر يتكون من ثلاثة عناصر أساسية، وهي:

- مخاطر الحسابات خارج الموازنة: وهي عبارة عن مخاطر الأعمال التي ليس لها أثر مالي في القوائم المالية، كالكفالات الصادرة عن المصارف والسقوف المباشرة غير المستغلة.

- مخاطر السوق: وهي الخسارة المحتملة نتيجة التقلبات في معدلات الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، والتقلبات في الأسعار السوقية للأسهم.

- المخاطر التشغيلية: وهي المخاطر الناتجة عن فشل أو عدم كفاية الإجراءات، العنصر البشري، الأنظمة، أو الأحداث الخارجية.

وبالتالي فإن هذا المتغير، يأخذ بالاعتبار أثر مخاطر البيئة التشغيلية للشركات (المخاطر المرتبطة بالصناعة والشركة) ومتغيرات الاقتصاد السوري (المخاطر المرتبطة بالاقتصاد الكلي) في عملية التقييم والتنبؤ، وبالتالي يراعي خصوصية وطبيعة الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وخاصة في ظل الظروف الاقتصادية التي واجهتها الشركات في سورية خلال الفترة المدروسة.

وعليه فإن دالة تقييم نموذج Ohlson المعدل، تكون وفق الآتي:

$$P = b_t + \frac{\omega^h}{(1 + r_f - \omega^h)} X_t^a - R_t$$

حيث أن:

P : القيمة المقدرة للسهم وفق نموذج Ohlson المعدل.

X_t^a : الأرباح غير العادية، وهي عبارة عن الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب مطروحاً منها تكلفة حقوق الملكية في بداية الفترة مقاسةً من خلال معدل العائد الخالي من المخاطر.

ω^h : معامل الاستمرارية التاريخية للأرباح غير العادية.

r_f : معدل العائد الخالي من المخاطر.

R_t : حجم المخاطر، وهو عبارة عن مجموع المخاطر الآتية: (مخاطر الحسابات خارج الموازنة – مخاطر السوق – المخاطر التشغيلية).

وتتميز دالة تقييم نموذج Ohlson المعدل، بالآتي:

١- تعتمد على تكامل المحتوى المعلوماتي لكلٍ من قائمتي الدخل والمركز المالي، وبالتالي تأخذ بالاعتبار المنافع الاقتصادية التي تجسدها المعلومات المحاسبية لهاتين القائمتين في عملية التقييم والتنبؤ.

٢- تأخذ بالاعتبار عنصري العائد والمخاطر في عملية تحديد القيمة الحقيقية للأسهم والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، وأثر هذين العنصرين معاً في عملية التقييم والتنبؤ، وذلك على اعتبار أن تقييم أي استثمار يُبنى على أساس عنصري العائد والمخاطرة.

٣- تعكس أثر متغيرات الاقتصاد السوري وبيئة العمل السورية على أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي تأخذ بالاعتبار الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة التي تعمل ضمنها الشركة وظروف الشركة نفسها في عملية التقييم والتنبؤ.

٤-٦-٢: اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية:

Test the Efficiency of the Modified Ohlson Model in Determining the Intrinsic Values of the Shares of companies listed on the Damascus Securities Exchange, and Forecasting their Future Earnings and Returns:

تم اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل، بالتطبيق على البيانات السنوية للبنوك التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، وقد تم استبعاد شركات التأمين من عينة الدراسة لعدم احتواء بياناتها المالية المنشورة على قيمة متغير حجم المخاطر، وذلك فق الآتي:

- **اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل، في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:**

Test the Efficiency of the Modified Ohlson Model, in Determining the Intrinsic Values of the Shares of Sample Companies (Traditional Banks) listed on the Damascus Securities Exchange:

تم هذا الاختبار، من خلال دراسة علاقة انحدار الأرباح غير العادية (الدخل الاقتصادي) كمتغير تابع، على قيم الأسهم المقدرة باستخدام نموذج Ohlson المعدل كمتغير مستقل، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$X_t^a = \beta_0 + \beta_t P_t + \varepsilon_t$$

حيث أن:

$P_{t,i}$: تمثل قيمة السهم المقدرة وفقاً لنموذج Ohlson المعدل عند نهاية الفترة t.

X_t^a: يمثل الأرباح غير العادية عن الفترة $(t-1,t)$.

وتظهر نتائج تطبيق العلاقة السابقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٢٢) الآتي:

الجدول رقم (٢٢): قدرة نموذج Ohlson المعدل على تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية)، باستخدام الدخل الاقتصادي (الأرباح غير العادية) كمقياس للقيمة الحقيقية.

البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-58,88	0,19	0,04	0,79	0,77	2,25
t – statistic	-6,37	4,92				
Sig . level	0,0007	0,0045				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٢٢) السابق، أن قيمة t (4,92) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0045)، وأن قيمة معامل التحديد (79)% وقيمة معامل التحديد المعدل (77)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,25).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج Ohlson المعدل، قدرة مرتفعة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال المتغيرات: القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية وحجم المخاطر، تحديد ما نسبته (77)% من القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة، والنسبة المتبقية والبالغة (23)% قد تحددها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية.

وبنظرة تحليلية، إلى ارتفاع قدرة نموذج Ohlson المعدل في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، يُعزى السبب إلى أن إدخال متغير حجم المخاطر إلى دالة التقييم أدى إلى تخفيض القيمة المحسوبة للسهم وفق هذا النموذج إلى أقل من قيمته الدفترية، مما أدى إلى تقييم أدق للقيمة الحقيقية للسهم مقاسةً بمؤشر

الأرباح غير العادية، وذلك على اعتبار أن الأرباح غير العادية لشركات العينة (البنوك التقليدية) هي بالمتوسط سالبة خلال فترة الدراسة.

وبهدف بيان الدور التقييمي لمتغير حجم المخاطر في دالة تقييم نموذج Ohlson المعدل، بمعزل عن أثر المتغيرات الأخرى الداخلة في دالة تقييم النموذج، تم دراسة انحدار متغير الأرباح غير العادية كمقياس للقيمة الحقيقية لحقوق الملكية على متغير حجم المخاطر، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$x_t^a = \beta_0 + \beta_t R_t + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٢٣) الآتي:

الجدول رقم (٢٣): الدور التقييمي لمتغير حجم المخاطر، باستخدام متغير الأرباح غير العادية كمقياس للقيمة الحقيقية للأسهم.

البيان	β_0	β_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-75,07	0,84	0,18	0,79	0,76	2,70
t – statistic	-6,43	4,76				
Sig . level	0,0007	0,0031				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٢٣) السابق، أن قيمة t (4,76) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0031)، وأن قيمة معامل التحديد (79)% وقيمة معامل التحديد المعدل (76)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,70).

واستناداً إلى ذلك، يتضح أهمية متغير حجم المخاطر في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة، من خلال ارتباط هذا المتغير بشكل كبير مع الأرباح غير العادية لشركات العينة كمقياس للقيمة الحقيقية لأسهمها بمعامل تحديد معدل %(76).

•اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شـركات العينـة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

Test the Efficiency of the Modified Ohlson Model, in Forecasting Future Earnings of the Shares of Sample Companies (Traditional Banks) listed on the Damascus Securities Exchange:

تم اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لشركات العينة، من خلال دراسة علاقة انحدار الأرباح المحاسبية (الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب) (في الفترة t) كمتغير تابع، على قيم الأسهم المقدرة باستخدام هذا النموذج في الفترة السابقة (في الفتـرة t-1) كمتغير مستقل، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$X_t = n_0 + n_1 P_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

X_t : الأرباح المحاسبية عن الفترة $(t-1,t)$.

$P_{t-1,i}$: قيمة السهم المحسوبة وفق نموذج Ohlson المعدل عند نهاية الفترة $(t-1)$.

وتظهر نتائج تطبيق العلاقـة السـابقة علـى بيانـات العينـة المدروسـة، فـي الجـدول رقم (٢٤) الآتي:

الجدول رقم (٢٤): قدرة نموذج Ohlson المعدل على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

البيان	n_0	n_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-47,18	0,27	0,07	0,77	0,73	1,93
t – statistic	-3,44	4,08				
Sig . level	0,018	0,009				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٢٤) السابق، أن قيمة t (4,08) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,009)، وأن قيمة معامل التحديد (77)% وقيمة معامل التحديد المعدل (73)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (1,93).

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج Ohlson المعدل، قدرة مرتفعة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يستطيع هذا النموذج من خلال المتغيرات: القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح غير العادية وحجم المخاطر، التنبؤ بحصة السهم من الأرباح المستقبلية بنسبة (73)%، والنسبة المتبقية والبالغة (27)% قد يسهم في التنبؤ بها متغيرات محاسبية أخرى أو عوامل أخرى غير المعلومات المحاسبية.

ويُعزى سبب ارتفاع قدرة هذا النموذج في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، إلى أن قيمة السهم المحسوبة وفقاً لهذا النموذج تقترب من قيمته الحقيقية، وبالتالي فهي تجسد المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً من الاستثمار في أسهم تلك الشركات بنسبة مرتفعة.

وبهدف بيان الدور التنبؤي بالأرباح المستقبلية لمتغير حجم المخاطر في دالة تقييم نموذج Ohlson المعدل، بمعزل عن أثر المتغيرات الأخرى الداخلة في دالة تقييم النموذج، تم دراسة انحدار متغير الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب (في الفترة t) على متغير حجم المخاطر في الفترة (t - 1)، وفق علاقة الانحدار الآتية:

$$X_t = k_0 + k_1 R_{t-1} + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٢٥) الآتي:

الجدول رقم (٢٥): قدرة متغير حجم المخاطر على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

البيان	k_0	k_1	ε_t	R^2	$Adj.R^2$	D – W
القيم	-64,13	0,86	0,21	0,76	0,72	2,24
t – statistic	-3,64	4,03				
Sig . level	0,015	0,01				

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٢٥) السابق، أن قيمة t (4,03) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,01)، وأن قيمة معامل التحديد (76)% وقيمة معامل التحديد المعدل (72)%، ولا يوجد ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (2,24).

واستناداً إلى ذلك، يتضح أهمية متغير حجم المخاطر في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة، من خلال ارتباط هذا المتغير بشكل كبير مع الأرباح المحاسبية المستقبلية لشركات العينة بمعامل تحديد معدل %(72).

- **اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل، في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:**

Test the Efficiency of the Modified Ohlson Model, in Forecasting Future Returns of the Shares of Sample Companies (Traditional Banks) listed on the Damascus Securities Exchange:

بهدف اختبار كفاءة نموذج Ohlson المعدل في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية)، قام الباحث بتشكيل 3 مجموعات متساوية (3 مَحافظ Portfolios)، تتكون كل مجموعة من (3) شركات من البنوك الداخلة في العينة، اعتماداً على نسبة قيمة السهم المحسوبة

وفق هذا النموذج إلى القيمة السوقية للسهم، وترتيب هذه النسب بشكل تصاعدي، ومن ثم حساب الفرق بين متوسط المحفظة الثالثة التي تشكل أعلى النسب ومتوسط المحفظة الأولى التي تشكل أقل النسب، ومتوسط كل محفظة يمثل متوسط هذه المحفظة عن فترة الدراسة، كما أن إحصاءات t حُسبت لمعنوية التباين في متوسط العائدات للمحافظ الاستثمارية المشَكلة.

وتظهر نتائج هذا الاختبار على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (٢٦) الآتي:

الجدول رقم (٢٦): قدرة نموذج Ohlson المعدل على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

المحفظة	القيم
1	0,0778
2	1,0348
3	4,4793
الفرق	4,4015
t – statistic	9,7783
Sig . level	0,0015

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٢٦) السابق، أن قيمة الفرق بين متوسط المحفظة الأولى (التي تشكل أقل النسب {القيمة المحسوبة للسهم وفق النموذج/ السعر الفعلي للسهم}) وبين متوسط المحفظة الثالثة (التي تشكل أعلى النسب) (4,4015)، وأن قيمة t (9,7783) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0015)، مما يدل على معنوية الفروقات في المتوسطات الحسابية للمحافظ.

وبالاستناد إلى ذلك، يتضح أن لنموذج Ohlson المعدل، قدرة مرتفعة على التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويُعزى سبب ارتفاع قدرة هذا النموذج في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، إلى أن قيمة السهم المحسوبة وفقاً لهذا النموذج تقترب من قيمته الحقيقية، حيث أن التحديد الدقيق للقيمة الحقيقية للأسهم يسهم في تحقيق عائدات سوقية مستقبلية أفضل، من خلال تحديد الأسهم ذات الخلل السعري التي يمكن من خلالها تحقيق عائدات سوقية باتباع استراتيجية استثمارية معينة استناداً إلى عملية التقييم.

من خلال نتائج اختبارات نموذج Ohlson المعدل، يُلاحظ الآتي:

١- لنموذج Ohlson المعدل، قدرة مرتفعة في تحديد القيم الحقيقية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بمعامل تحديد معدل %(77).

٢- لنموذج Ohlson المعدل، قدرة مرتفعة في التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بمعامل تحديد معدل %(73).

٣- لنموذج Ohlson المعدل، قدرة مرتفعة في التنبؤ بالعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بعائد متوقع (4,4015).

٤- إن متغير حجم المخاطر أسهم في انعكاس أثر متغيرات الاقتصاد السوري ومخاطر الاستثمار في بيئة الأعمال السورية على قيمة الأسهم، مما جعل قيمة السهم المحسوبة وفق هذا النموذج تقترب من قيمتها الحقيقية، وبالتالي أصبحت المعلومات المحاسبية بعد إدخال متغير حجم المخاطر إلى دالة التقييم تجسد بشكل أفضل وأكثر واقعية للمنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٤-٧: المبحث السابع: النتائج والتوصيات:

Results and Recommendations:

تم في هذا المبحث، عرض للنتائج التي تم التوصل إليها من خلال الاختبارات التي تمت على بيانات شركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة (٢٠١٢ – ٢٠١٩)، وتقديم بعض التوصيات في ضوء تلك النتائج، وكذلك اقتراح بعض الدراسات التي يمكن إجراؤها مستقبلاً في مجال هذه الدراسة، وفق الآتي:

٤-٧-١: نتائج الدراسة Results of Study:

توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

١- لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية: (نموذج القيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج البيانات التاريخية للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية – نموذج الدخل المتبقي – نموذج Ohlson)، قدرة منخفضة في تحديد القيم الحقيقية والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية وشركات التأمين) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، وتشير هذه النتائج إلى ضعف قدرة المعلومات المحاسبية التي تقدمها قائمة المركز المالي لشركات العينة (من خلال متغير القيمة الدفترية لحقوق الملكية) في تحديد القيم الحقيقية والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم تلك الشركات، وأن تكامل المحتوى المعلوماتي لكلٍ من قائمتي المركز المالي والدخل لشركات العينة لم يلعب دوراً هاماً في تحسين القدرة التقييمية والتنبؤية لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، كما أن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson لم يؤدي الدور المفترض به في سوق دمشق للأوراق المالية.

٢- لنموذج رسملة الأرباح المحاسبية قدرة مرتفعة في تحديد القيم الحقيقية والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية وشركات التأمين) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ - ٢٠١٩، وبالتالي أفضلية هذا النموذج على باقي نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، مما يشير إلى أهمية المعلومات التي تقدمها قائمة الدخل لشركات العينة في إطار تقييم أسهم تلك الشركات والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

٣- لنموذج Ohlson المعدل قدرة مرتفعة في تحديد القيم الحقيقية والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم شركات العينة (البنوك التقليدية) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ - ٢٠١٩، مما يشير إلى أهمية متغير حجم المخاطر في إطار تقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية.

٤-٧-٢: التوصيات Recommendations:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، يمكن للباحث تقديم التوصيات الآتية:

١- استخدام نموذج Ohlson المعدل من قبل المحللين الماليين، وذلك لتحديد القيم الحقيقية والتنبؤ بالأرباح والعائدات المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية كفاءة هذا النموذج في إطار التقييم والتنبؤ في سوق دمشق للأوراق المالية.

٢- ضرورة مراعاة عنصري العائد والمخاطرة، في تقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتنبؤ بأرباحها وعائداتها المستقبلية، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن وجود هذين المتغيرين معاً في دالة التقييم، يؤدي إلى الحصول على نتائج أدق في التقييم والتنبؤ.

٣- قيام جمعية المحللين الماليين في سورية، بإيلاء مزيد من الاهتمام بموضوع تقييم حقوق الملكية، من خلال اعتماد آلية لإدخال مفاهيم ونماذج التقييم والتنبؤ، إلى عمل المحللين الماليين وتطبيقها في الواقع العملي لخدمة المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية.

٤- قيام هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، بإلزام جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بتضمين تقاريرها المالية المنشورة مزيد من الإفصاحات المتعلقة بحجم المخاطر وفرص النمو المتوقعة، لما لهذه الإفصاحات من أهمية بالغة في تقييم أسهم تلك الشركات والتنبؤ بأرباحها وعوائدها المستقبلية.

٥- دعم وتوجيه الأبحاث المحاسبية في مجال تقييم حقوق الملكية والتنبؤ بمحدداتها المستقبلية في سوق دمشق للأوراق المالية، لما لهذا المدخل من أهمية بالغة في خدمة المستثمرين في الأوراق المالية، وبما يسهم في الحصول على نتائج تفيد المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في هذه السوق.

٦- قيام الجمعيات المهنية في سورية (جمعية المحاسبين القانونيين – جمعية المحللين الماليين) بإقامة دورات تدريبية وورشات عمل للمهتمين والمختصين في مجال تقييم حقوق الملكية، للاطلاع على مفاهيم وأساليب التقييم العلمية، وعرض نتائج الأبحاث المطبقة في سوق دمشق للأوراق المالية في هذا المجال للاستفادة منها في الواقع العملي.

٤-٧-٣: مقترحات بحثية مستقبلية Future Research Proposals:

في إطار موضوع الدراسة الحالية، وتركيزها على مدخل تقييم حقوق الملكية في الأدب المحاسبي، يمكن للباحث تقديم المقترحات الآتية لعمليات بحث مستقبلية:

١- إعادة اختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة لهذه الدراسة في فترات قادمة عند تغير الظروف الاقتصادية، وذلك على اعتبار أن الفترة المدروسة

في هذه الدراسة (٢٠١٢ – ٢٠١٩) هي فترة تراجع كبير في النشاط التشغيلي لمعظم قطاعات الأعمال في سورية، حيث حققت معظم الشركات خلال هذه الفترة خسائر تشغيلية، بما يسهم في تأكيد نتائج هذه الدراسة أو الحصول على نتائج مختلفة باختلاف الظروف الاقتصادية.

٢- اختبار الكفاءة التقييمية والتنبؤية لنماذج غير مختبرة في هذه الدراسة كنموذج Feltham & Ohlson (1995) لما لافتراضات هذا النموذج من أهمية في إطار التحفظ المحاسبي، واقتراح نماذج للتقييم تتناسب مع طبيعة وخصوصية سوق دمشق للأوراق المالية في ضوء النتائج التي يتم الحصول عليها.

٣- دراسة تطبيقية لنماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية، اعتماداً على استبدال المتغيرات المحاسبية الداخلة في دالة تقييم هذه النماذج، بالعناصر الأساسية التي تتكون منها (فالأرباح المحاسبية تستبدل بالتسويات المحاسبية المطلوبة على أساس الاستحقاق والتدفقات النقدية، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية تستبدل بالأصول والالتزامات)، بما يسهم في الكشف عن الدور التقييمي للمتغيرات المحاسبية بشكل أكثر تفصيلاً.

قائمـــة المراجـــع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

١- الأبحاث العلمية:

- اشتيوي، محمود أحمد & المقرحي، سالمة عمر بلعيد & قنديلية، عبد الســلام محمــد (٢٠١٧). "تطبيــق نماذج الانحدار الذاتي المتكاملة والمتوسطات المتحركة (ARIMA) على إنتاج مصنع اسمنت المرقب للفترة الزمنيــة (١٩٩٣ – ٢٠١٣)"، مجلــة العلــوم الإنســانية والعلميــة والاجتماعيــة، العــدد (٤)، ص ص ٩٣ – ١٠٤.
- الاسكاف، ملهم غسان & شهيد، رزان حسين (٢٠١٨). "قياس الخصائص النوعية للمعلومات المحاســبية في التقارير المالية (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)"، مجلة جامعــة القــدس المفتوحــة للأبحاث والدراسات، المجلد (٢)، العدد (٤٤)، ص ص ٢٤٨ – ٢٦٤.
- الحجله، مجد سامي (٢٠١٦). "مدى انعكاس مؤشر الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجــة في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- الحمدوني، الياس خضير & النعيمي، سعد الله محمد عبيد (٢٠١٦). "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (٦)، رقم الإصدار (١)، ص ص ١٥٠ – ١٧٥.
- السيد، نهاد حسني يوسف (٢٠١٠). "تحديد الملائمة القيمية للمعلومات المحاسبية بالتطبيق علــى ســوق المال المصري"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- الصفدي، نبراس أحمد & دحدوح، حسين أحمد (٢٠١٩). "أثر التدفقات النقدية التشغيلية في التنبؤ بربحية السهم: دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث للعلــوم الانســانية، المجلــد (٤١)، العدد (٣٣)، ص ص ٩٩ – ١٣٨.
- الطويل، ليلى & شاهين، سوسن (٢٠١٤). "اختبار ملائمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشــرين للبحــوث والدراســات العلميــة، المجلــد (٣٦)، الرقم (١).
- العارضي، نورس كاظم عبيد (٢٠١٧). "استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتحديد القيمة الســوقية للأســهم – دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجســتير، كليــة الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية.

- جمعان، فادي (٢٠١٩). "القدرة التنبؤية للمستحقات المحاسبية الاختيارية الإجمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (٤١)، العدد (٦)، متوفر على الموقع:
http://journal.tishreen.edu.sy/index.php/econlaw/article/view/9298.
- جهاد، بالعجال (٢٠١٩). "استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتقييم أسهم الشركات – دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية (٢٠١٣ – ٢٠١٧)"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة قاصدي مرباح.
- صالح، رضا إبراهيم & نخال، أيمن محمد صبري & أحمد، حسن يوسف حسن (٢٠١٩). "أثر الإفصاح عن عناصر الدخل الشامل الأخرى على التنبؤ بالأرباح المستقبلية – مع دراسة تطبيقية"، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد (٨)، ص ص ٣٠١ – ٣٥٠.
- صالح، علاء عبد الحسين & الغزي، سعود سعد (٢٠١٧). "التنبؤ بالأرباح المستقبلية باستخدام الأرقام التاريخية للأرباح والتدفقات النقدية"، ورقة عمل، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة البصرى.
- علي، عفراء & معروف، سامر (٢٠١٨). "قدرة مؤشري الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية: دليل تجريبي في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث للعلوم الانسانية، المجلد (٤٠)، العدد (٦٠)، ص ص ٣٩ – ٦٠.
- كنجو، كنجو عبود & معلا، سلمان أحمد & البغدادي، علا جمال (٢٠١٨). "تقييم أسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج الدخل المتبقي /Rim/"، مجلة جامعة حماه، المجلد (١)، العدد (٥).
- كوجك، ورد & نقار، عثمان & مندو، عبد القادر (٢٠١٨). "التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لعوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نماذج"، مجلة جامعة حماة، المجلد (١)، العدد (٩)، متوفر على الموقع:
https://hama-univ.edu.sy/ojs/index.php/huj/article/view/92.
- محمد، عبد الرحمن موسى علي (٢٠١٣). "مدى ملائمة نماذج التقويم المحاسبية لتفسير سلوك أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية – دراسة اختبارية لعينة من الشركات في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا.
- محمد، عبد المنعم & علي، أبو عبيدة (٢٠٢٠). "الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي ودورها في تقويم الأداء المالي للصناديق الاستثمارية (أسواق الأوراق المالية: الخرطوم – الإمارات – دبي)"، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد (٢١)، ص ص ٤٨٦ – ٥٠٦.
- مصطفى، عبد العظيم عبد الرحمن البشير (٢٠١٦). "مؤشرات الأداء المالي المبنية على الأرباح والمبنية على النقدية ودورهما في التنبؤ بعوائد الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا.

- نيربي، حلا عدنان & شهيد، رزان حسين (٢٠٢٠). "اختبار المحتوى المعلوماتي للأرباح مقارنةً بالتدفقات النقدية في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد (٥)، العدد (١٤)، متوفر على الموقع:
https://journals.qou.edu/index.php/eqtsadia/article/view/3002 .
- يوسف، علي محمد (٢٠٠٢). "استخدام نموذج Ohlson لتقييم حقوق ملكية المنشأة مع التطبيق على سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة قناة السويس.
- يوسف، علي & عباس، غادة & الموصلي، منال (٢٠١٥). "التنبؤ بعوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام معلومات أساس الاستحقاق"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد (٣٧)، العدد (٢)، ص ص ٣٣٧ – ٣٥٢.

٢- القوانين والمراسيم والقرارات:

- القانون رقم (٢٢) لعام ٢٠٠٥، القاضي بإحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- المرسوم رقم (٥٥) لعام ٢٠٠٦، القاضي بإحداث سوق دمشق للأوراق المالية، وتعديلاته المرسوم (٥٣) لعام ٢٠٠٩.
- التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام ٢٠١٩.

ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية:

1- Books:

- Alvarez, A . I (2017). "Equity Valuation: A theoretical analysis and valuation of equity securities", MSc in Finance, ICADE Business School, Madrid.
- Beaver, W . (1989). "Financial Reporting: An Accounting Revolution", 2nd Edition, New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Conn, R . R (2013). "Capitalized Earnings Vs. Discounted Cash Flow: which is the more accurate business valuation tool?", Coon valuation services Ltd.
- Davidson, W. (2017). "Financial Forecasting and Decision Making", American Institute of Certified Public Accountants Inc.
- "Equity Value, Enterprise Value and Valuation Metrics and Multiples" (2018). Wallstreet Company Publications.
- Fabozzi, J . F & Focardi, M . S & Jonas, c . (2017). "Equity Valuation: Science, Art, or Craft?", CFA Institute.
- Fridson, M . & Alvarez, F . (2002). "Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide", 3rd ed, Jon Wiley & Sons . Inc, New York.
- Glazunov, M . N (2012). "Foundations of Scientific Research", National Aviation University.
- Griffin, W . R (2002). "Management", 7th Ed, Houghton Mifflin Company, USA.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J. & Warfield, T. D. (2013). "Intermediate Accounting", 15th Ed. Hoboken, NJ.: John Wiley & Sons, Inc.
- Pike, R . & Neale, B . & Linsley, P . (2012). "Corporate Finance and Investment", 7th edition, Pearson Education Limited, England.
- Pinto, E . J & Henry, E . & Robinson, R . T & Stowe, D . J (2010). "Equity Asset Valuation", Second Edition, John Wiley & Sons . Inc, Canada.

- **Samonas, M. (2015). "Financial Forecasting, Analysis, and Modelling", John Wiley & Sons Ltd, UK.**
- **Soffer, L . & Soffer, R . (2003). "Financial Statement Analysis – A Valuation Approach", Pearson Education, New Jersey.**
- **Wisniewski, M . (2002). "Quantitative Methods for Decision Makers", 3rd ed, Prentice – Hall & Inc.**
- **Wyatt, N (2012). "Financial Times: Essential Guides Budgeting and Forecasting", Licensing Agency Ltd, UK.**

2- Thesis:

- **Froidevaux, S . P (2004). "Fundamental Equity Valuation: stock selection based on discounted cash flow", PhD Thesis, Faculty of Economics and Social Sciences, University of Fribourg (Switzerland).**
- **Gajanan, L . A (2008). "Financial Forecasting Comparison of ARIMA, FFNN and SVR Models", Master Thesis, Indian Institute of Technology, Bombay.**
- **Hyman, M . (2016). "Local Investment and the Relationship between Prices and Earnings", PhD thesis, Syracuse University.**
- **Mackinnon, A . (2010). "The Valuation of Common Shares Using Fundamental Analysis", Master Thesis, School of Business, University of Prince Edward, Island.**
- **Mwaniki, D . M (2015). " Relationship Between Risk and Return of Stocks Listed at the Nairobi Securities Exchange", Master Thesis, University of Nairobi.**
- **Schoon, N . (2005). "Residual Income Models and Valuation of Conventional and Islamic Banks", PHD Thesis, School of Management, University of Surrey.**
- **Sjoqvist, M . & Stepanovych, T . (2008). "A Review of the Business Valuation Process – in Theoretical and Practical Proceeding", Bachelor Thesis, School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg.**
- **Wahlstrom, S . (2015). "Using Commodities to Predict the Swedish Stock Market", Master Thesis, School of Economics and Management, Lund University.**

3- Articles:

- **ABACUS (2016). "Advances in Equity Valuation: Research on Accounting Valuation Editorial", Journal of Accounting, Finance and Business Studies, Vol . (52), No . (1), PP 1 – 4.**
- **Abarbanell, J . & Bushee, B . (1997). "Fundamental Analysis, Future Earnings and Stock Prices", Journal of Accounting Research, Vol . (41), No . (1), PP 1 – 31.**
- **Abdelkarim, A . A & Al – Debi, M . M (2015). "The Effect of Earnings Quality on the Returns – Earnings Relationship: Evidence from Jordon", Journal of Accounting and Financial Research, Vol . (4), No . (4), PP 165 – 195.**
- **Adebiyi, A . A & Oluinka, A . (2014). "Comparision of ARIMA and artificial neural network models for stock market prediction", Journal of Applied Mathematics. https://doi.org/10.1155/2014/614342.**
- **Adetunji, A . S (2016). "The Value Relevance of Earnings in The Return – Earnings Relation in The Nigerian Deposit Money Banks", Journal of Congent Business & Management, Vol . (3), PP 1 – 10.**
- **Akintoye, I . R & Jayeoba, O . O & Ajibade, A . T & Olayinka, I . M & Kwarbai, J (2016). "Value of Accounting Numbers and Analysts' Forecast Errors", International Journal of Research & Methodology in Social Science, Vol . (2), No . (3), PP 17 - 32.**
- **Al-Afeef, M (2017). "Capital Asset Pricing Model, Theory and Practice: Evidence from USA (2009-2016)", International Journal of Business and Management, Vol . (12), No . (8), PP 182 - 192.**

- **Al – Baidhani, M . & Abdullah, A . & Ariff, M . & Cheng, F . F & Karbhari, Y . (2017). "Review of Earnings Response Coefficient Studies", Journal of Corporate Ownership & Control, Vol . (14), No . (3), PP 299 – 308.**
- **Al-Hares, M . O & Abughazaleh, M . N & Haddad, E . A (2012). "Value relevance of earnings, book value and dividends in anemerging capital market: Kuwait evidence", Global Finance Journal, Vol . (23), PP 221 – 234.**
- **Alkhatib, (2014)."The Determinants of Forward - Looking Information Disclosure", Procedia - Social and Behavioral Science, Issue (109).**
- **Almudhaf, F . (2018). "Predictability, Price bubbles, and efficiency in the Indonesian stock-market", Bull Indones Econ Stud, Vol . (54), No . (1), PP 113 - 124.**
- **Al-Mwalla, M & Karasneh, M (2011). "Fama & French Three Factor Model: Evidence from Emerging Market", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol . (41), PP 132 – 140.**
- **Alsinglawi, O . & Alwadi, S . & Aladwan, M . & Bougaleh, B . (2019). "Forecasting Earnings of Firms Listed in ASE using ARIMA", Italian Journal of Pure and Applied Mathematics, No . (42), PP 376 - 387 .**
- **Alves, P (2013). "The Fama French Model or The Capital Asset Pricing Model: International Evidence", The International Journal of Business and Finance Research, Vol . (7), No . (2), PP 79 – 89.**
- **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), PP 270 – 279.**
- **Angelovska, J . (2018). "Testing Weak Form of Stock Market Efficiency at the Macedonian Stock Exchange", Journal of Economics, Vol . (9), No . (2), PP 133 – 144.**
- **Aras, S . & Kocakoc, I . D (2016). "A new model selection strategy in time series forecasting with artificial neural networks", IHTS Neurocomputing, Vol . (174), PP 974 – 987.**
- **Arsham, H . (2004). "Time – Critical Decision Making for Economic and Finance", available at Site: www.home.ubalt.edu /ntsbarsh/stat-data/forecast.htm.**
- **Awajan, A . M & Ismail, M . T & Wadi, S . A (2018). "Improving forecasting accuracy for stock market data using EMD-HW bagging", PLoS One, Vol . (13), No . (7), PP 1 – 20.**
- **Babalyan, L . (2001). "Association between Accounting Earnings and Stock Returns as A measure of Value Relevance of Accounting Standards: Empirical Evidence from the Swiss Market", Working Paper, University of Friboug – Switzerland, PP 1 – 36.**
- **Bakshi, G . & Panayotov, G . & Skoulakis, G (2011). "The Baltic Dry Index as a Predictor of Global Stock Returns, Commodity Returns and Global Economic Activity", Working Paper, University of Maryland and Georgetown University.**
- **Ball, R . & Watts, R . (1972). "Some Time Series Properties of Accounting Income", Journal of Finance, Vol . (27), PP 663 – 681.**
- **Bao, B . & et al (1996). "A Note on the Time Series Behavior of Earnings Per Share: Data of Taiwanese Firms", Journal of Business Finance & Accounting, Vol . (23), No . (4), PP 641 – 650.**
- **Barth, M . (2000). "Valuation Based Accounting Research: Implication for Financial Reporting and Opportunities for Future Research", Journal of Accounting and Finance, Vol . (40), PP 7 – 31.**
- **Barth, M . et al. (1999). "Accruals, Cash Flows, and Equity Values", Working Paper, Stanford University and University of North Carolina at Chapel Hill.**
- **Barth, M . & Beaver, W . H & Landsman, W . R (1998). "Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a function of Financial Health", Journal of Accounting and Economics, Vol . (25), PP 1 – 34.**
- **Barth, M . & Landsman, W . (1995). "Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting", Journal of Accounting Horizons, Vol . (9), No . (4), PP 97 – 107.**

- Baule, R . (2018). "The Cost of Debt Capital Revisited", available at site: https://link.springer.com/article/10.1007/s40685-018-0070-6.
- Beard, E . & Marsden, J . & Brown, J . & Tombor, I . & Stapleton, J . & Michie, S . & West, R (2019). "Understanding and Using Time Series Analyses in addiction research", available at site: https://onlinelibrary.wiley.com/.
- Belomyttseva, S . O & Grinkevich, S . L (2016). "A Note on the Gordon Growth Model With Earnings Per Share", Journal of Information Technologies in Science, Management, Social and Medicine, PP 177 – 180.
-Bernard, V . (1995). "The Feltham – Ohlson Framework: Implications for Empiricists", Contemporary Accounting Research, Vol . (11), No . (2), PP 733 – 747.
- Bhatia, M . & Mulenga, J . M (2019). " Value Relevance of Accounting Information: A Review of Empirical Evidence Across Continents", Available at the site: https://journals.sagepub.com/.
- Bhattacharjee, A . & Roy, S (2019). "Abnormal Returns or Mismeasured Risk? Network Effects and Risk Spillover in Stock Returns", Journal of Risk Financial Manag, Vol . (12), No . (50), PP 1 - 13.
- Black, A . & Klinkowska, O . & McMillan, D . G & McMillan, F . J (2014). "Forecasting Stock Returns: Do Commodity Prices Help?", Journal of Forecasting, Vol . (33).
- Boero, G (2003). "The performance of SETAR models: a regime conditional evaluation of point, interval and density forecasts", Int J Forecast, Vol . (20), PP 305 – 320.
- Bogstrand, O . & Larsson, A . E (2012). " Have IFRS Contributed to an Increased Value-Relevance? The Scandinavian Evidence, Working Paper, Uppsala University.
- Bolibok, P . (2014). "Application of the Ohlson Model for Testing the Value Relevance of Accounting Data in the Polish Banking Sector", Journal of RynkiFinansowe, No . (65).
- Bradshaw, M . & Drake, M . & Myers, J . & Myers, L . (2012). "Are-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings", Review of Accounting Studies, Vol . (17).
- Bratten, B . & Causholli, M . & Khan, U . (2016). "Usefulness of fair values for predicting banks' future earnings: evidence from other comprehensive income and its components", Science - Business Media New York.
- Camodeca, R . & Almici, A . & Brivio, R . A (2014). "The Value Relevance of Accounting Information in the Italian and UK Stock", Journal of Problems and Perspectives in Management, Vol . (12), No . (4), PP 512 – 519.
- Campanella, F . & Mustilli, M . & D ' Angelo, E . (2016). "Efficient Market Hypothesis and Fundamental Analysis: An Empirical Test in the European Securities Market", Review of Economics & Finance, Vol . (1), No . (1), PP 27 - 42.
- Carnevale, C (2019). " Forecasting Future Business Results Is The Key To Successful Stock Investing", available at site: https://seekingalpha.com/.
- Clatworthy, A . M & Pong, M . C & Wong, K . W (2019). "The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining UK Stock Returns and the Impact of Auditor Quality", Working Paper, University of the West of England, PP 1 – 29.
- Cloat, V . & Falta, M . & Willett, J . R (2015). "Earnings in firm valuation and their value relevance", Working Paper, PP 1 - 38.
- Clubb, C . & Naffi, M . (2007). "The Usefulness of Book to Market and ROE expectations for explaining UK stock returns", Journal of Business Finance and Accounting, Vol . (34), No . (1-2), PP 1 – 32.
- Collins, D . & Maydew, E . & Weiss, I . (1997). "Changes in the Value Relevance of Earnings & Equity Book Values Over the Past Forty Years", Journal of Accounting and Economics, Vol . (24), PP 39 – 67.
- Collins, D . & Kothari, S (1989). "An Analysis of Intertemporal and Cross – Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients", Journal of Accounting and Economics, Vol . (11).

- Cooray, T . & Senaratne, S . & Gunarathne, N . A D & Herath, R . & Samudrage, D (2020)."Does Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Information? Evidence from Sri Lanka", Working Paper, University of Sri Jayewardenepura.
- Cupertino, M . C & Lustosa, P . (2004). "The Ohlson Model of Evaluation of Companies: Tutorial for Use", Brazilian Business Review, Vol . (1), No . (1), PP 1 – 16.
- Dahmash, F . & Qabajeh, M . (2012). "Value relevance of Ohlson model with Jordanian data", Interdisciplinary Journal of contemporary research in business, Vol . (3), No . (11).
- Darjezi, Z . I . J & Khansalar, E . & Holt, A . (2015). "The Role of Working Capital Accruals on Earnings Quality and Stock Return", International Journal of Economics and Finance, Vol . (7), No . (9), PP 1 – 14.
- Dechesare, B . (2019). "Equity Value and Enterprise Value: The Complete Guide", available at site: http://www.mergersandinquisitions.com/.
- Dechow, P. & Dichev, I . (2002). "The quality of Accruals and Earnings: the Role Accrual Estimation Errors", The Accounting Review, Vol . (77), P 35-59.
- Dechow, P. , et al. (2000). "Short–Sellers, Fundamental Analysis and Stock Returns", Working Paper, University of Michigan Business School and Harvard Business School.
- Dechow, P . et . al (1999). "An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model", Journal of Accounting & Economics, Vol . (26), PP 1 – 34.
- Dechow, P . (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measurers of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", Journal of Accounting and Economics, Vol . (18), PP 3 – 42.
- Deford, D . & Moore, K (2017). "Random Walk Null Models for Time Series Data", Journal of Entropy, Vol . (19), PP 1 - 18.
- Degutis, A . & Novickyte, L . (2014). "The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of Literature and Methodology", Journal of Ekonomika, Vol . (93), No . (2), PP 7 – 23.
- Dempster, G. (2008). "Determining earnings quality: A multi-factor model approach", Journal of Academy of Business and Economics, Vol . (8), PP 152 – 157.
- Der, A . B & Polak, P . & Masri, M (2016). "Investigation on the value relevance of accounting information: evidence from incorporated companies in the Singapore capital market", Investment Management and Financial Innovations, Vol . (13), No . (3), PP 9 - 21.
- Devi, U . B & Sundar, D . & Alli, P . (2013). "An effective time series analysis for stock trend prediction using ARIMA model for nifty midcap-50", International Journal of Data Mining and Knowledge Management Process, Vol . (3), PP 65 – 79.
- Diaz, G . P & Prowse, A . T & Anderson, P . D & Lurgi, M . & Binny, N . R & Cassey, P (2019). "A concise guide to developing and using quantitative models in conservation management", Conservation Science and Practice, Vol . (1), PP 1 - 12.
- Dimitropoulos, E . P & Asteriou, D . (2009). "The Relationship between Earnings and Stock Returns: Empirical Evidence from the Greek Capital Market", International Journal of Economics and Finance, Vol . (1), No . (1), PP 40 – 50.
- Djaballah, A . (2019). "Valuation – based Accounting Research: Predominance of the Clean Surplus Valuation Model", International Journal of Economics and Financial Issues, Vol . (9), No . (2) , PP 265 – 272.
- Djalil, A . M & Tabrani, M . & Jalaluddin (2016). "The effect of Earnings per Share, Book Value and Systematic Risk on Equity Valuation in Manufacturing company listed on Indonesian Stock Exchange for the year 2011 – 2014", International Academic Conference, Vol . (27), No . (4), PP 112 – 128.
- Dong, M . & Hirshleifer, D . (2005). "A Generalized Earnings – Based Stock Valuation Model", The Manchester School Supplement, Vol . (1), No . (31), PP 1 – 31.
- Downey, L (2020). " Efficient Market Hypothesis (EMH)" available at site: https://www.investopedia.com/.
- Drakopoulou, V . (2015). "A Review of Fundamental and Technical Stock Analysis Techniques", Journal of Stock & Forex Trading, Vol . (5), No . (1), PP 1 – 8.

- Erdem, E . & Ulucak, R . (2016). "Efficiency of stock exchange markets in G7 countries: bootstrap causality approach", Economics World, Vol . (4), No . (1), PP 17 - 24.
- Estevez, E (2020). "Valuing a Company Using the Residual Income Method", available at site: https://www.investopedia.com/.
- Fah, F . C & Sin, H . L (2014). "Relationship between Earnings Response Coefficient of Insurance Firms and Ex Growth Opportunities Earned Premium Incomes and Commissions in Malaysia", Journal of International Business Research, Vol . (7), No . (6), PP 164 – 173.
- Fama, F . E & French, R . K (2017). " International tests of a five-factor asset pricing model", Journal of Financial Economics, Vol . (123), PP 441 - 463.
- Fama, F . E & French, R . K (2015). "A five - factor asset pricing model", Journal of Financial Economics, Vol . (116), PP 1 - 22.
- Fama, F . E & French, R . K (2004). "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", Journal of Economic Perspectives, Vol . (18), No . (3), PP 25 – 46.
- Felix, O . U (2015). "Theory of Conservatism and Value Relevance of Accounting Information", Journal of Accounting & Marketing, Vol . (4), No . (1), PP 2 – 8.
- Firat, E . H (2017). "SETAR (self-exciting threshold autoregressive) non-linear currency Modelling in EUR/USD, EUR/TRY and USD/TRY parities", Mathematics and Statistics, Vol . (5), No . (1), PP 33 – 55.
- Francis, J . et .al (2002). "Costs of Capital and Earnings Attributes", Working Paper, Duke University.
- Frankel, R . & Lee, C . (1998). "Accounting Valuation, Market Expectation and Cross – Sectional Stock Returns", Journal of Accounting & Economics, Vol . (25), No . (3), PP 283 – 319.
- French, W . C (2003). "The Treynor Capital Asset Pricing Model", The Journal of Investment Management, Vol . (1), PP 60-72.
- Frensidy, B . & Pelealu, J . R & Robiyanto, R (2020). "Analysis of Equity Valuation Models and Target Price Accuracy: An Evidence from Analyst Report in Indonesia", available at site: https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/2158244020949507.
- Givoly, D. & Hayn, C. (2000). "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become more Conservative", Journal of Accounting and Economics, Vol. (29), PP 287-320.
- Gooijer, D .J (1998). "On threshold moving-average models" Journal of Time Ser Anal, Vol . (19), No . (1), PP 1 – 18.
- Gordon, J (2020). "Earnings Capitalization Method", available at site: https://thebusinessprofessor.com.
- Ha, K . & Thomas, B . W (2020). "Classification Shifting and Earnings Predictability", Working Paper, University of Oklahoma, PP 1 – 42.
- Harris, R . & Wang, P . (2013). "An Improved Earnings Forecasting Model", Working Paper, University of Exeter Business
- Hassan, N . & Haque, H . (2017). "Role of Accounting Information in Assessing Stock Prices in Bangladesh", International Journal of Business and Social Research, Vol . (7), No . (10), PP 18 - 25.
- Hess, D . & Kempf, A . & Wendels, H . T (2019). "Three Essays on the performance of Earnings Forecasts, Bankruptcy Predictions and Textual Analysis", Working Paper, University of Cologne.
- Hess, D . & Lorsbach, T . (2018). "Incorporating Quarterly Earnings Information into cross – sectional Earnings Forecasting Models", Working Paper, Annual Meeting of the European Accounting Association.
- Ho, C . K & Lee, C . S & Lin, T . C & Yu, T . M (2016). "A Comparative Analysis of Accounting – Based Valuation Models", Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol . (32), No . (4), PP 561 - 575.
- Hodge, F. (2003). "Investors' perceptions of earnings quality, auditor independence, and the usefulness of audited financial information", Accounting Horizons, Vol . (17), PP 37 – 48.

- Holthausen, R . & Watts, R . (2000). "The Relevance Literature for Financial Accounting Standards", Working Paper, University of Rochester.
- Ibadin, O . P & Omokhudu, O . O (2015). " The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria", Accounting and Finance Research , Vol . (4), No . (3), PP 20 – 30.
- Inyiama, I . O (2015). "Does Earning per Share Determine Market Price of Ordinary Shares? Evidence from Nigeria Banking Sector (2000 – 2013)", European Journal of Accounting Auditing and Finance Research, Vol . (3), No . (6), PP 91 - 102.
- Ivanovski, Z . & Ivanovska, N . & Narasanova, Z . (2015). "Application of Dividend Discount Model in Valuation at Macedonian Stock Exchang" UTMS Journal of Economics", Vol . (6), No . (1), PP 147 – 154.
- Jacobsen, B . & Marshall, B . R & Visaltanachoti, N . (2014)."Stock Market Predictability and Industrial Metals Return", Working Paper, University of Edinburgh and Massey University.
- Jaya, M . & Sundar, K . (2012). "Forecasting of market capitalization through arima (with special reference to Indian information technology firms)", Asian Journal of Research in Business Economics and Management, Vol .(2), PP 1 – 21.
- Jezkova, V . & Rowland, Z . & Machova, V . & Hejda, J (2020). "The Intrinsic Value of an Enterprise Determined by Means of the FCFE Tool", Journal of Sustainability, Vol . (12), PP 1 - 13.
- Ji, Z & Chang, V & Lan, H & Hsu, R . C & Valverde, R (2020). "Empirical Research on the Fama-French Three-Factor Model and a Sentiment-Related Four-Factor Model in the Chinese Blockchain Industry", Journal of Sustainability, Vol . (12), PP 1 – 22.
- Joseph, A . & Larrain, M . & Turner, C . (2017). "Daily Stock Returns Characteristics and Forecastability",Complex Adaptive Systems Conference with Theme: Engineering Cyber Physical Systems, CAS October 30 – November 1, 2017, Chicago, Illinois, USA, PP 481 – 490.
- Jung, G . K (2017). "Valuation Role of Accounting Information in Profit and Loss Firms", Journal of International Business and Management, Vol . (14), No . (1), PP 15 – 24.
- Jurafsky, D . & Martin, H . J (2020). "Neural Networks and Neural Language Models", available at site: https://web.stanford.edu/.
- Kadri, H . M (2016). "Value Relevance of Book Value and Earnings: A Comparison between Islamic and Conventional Banks in Malaysia", Malaysian Accounting Review, Vol . (15), No . (2), PP 77 – 91.
- Kalantonis, P . & Schoina, S . & Missiakoulis, S . & Zopounidis, C (2020). " The Impact of the Disclosed R & D Expenditure on the Value Relevance of the Accounting Information: Evidence from Greek Listed Firms", Jornal of Mathematics, Vol . (8), PP 1 - 18.
- Kantsukov, M . & Loemaa, J . (2012). "Estimation of Cost of Capital in Emerging Markets: The Case of Estonia", Journal of Economics and Management, Vol . (17), No . (1), PP 77 – 83.
- Kaya, D . H (2016). "Cost of Capital and its Components: An Application", International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences", Vol . (6), No . (5), PP 246 – 257.
- Khandelwal, I . & Adhikari, R . (2015). "Time series forecasting using hybrid ARIMA and ANN models based on DWT decomposition", Procedia Computer Science, Vol . (48), PP 173 – 179.
- Khanna, M . (2014). " Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Study of Selected Indian Firms", International Journal of Scientific and Research Publications, Vol . (4), No . (10), PP 1 – 6.
- Kim, Y (2015). "Management Earnings Forecasts and Value of Analyst Forecast Revisions", Journal of Management Science, Vol . (61), No. (7), PP 1 - 44.
- Kirkos, et . al (2017), "Data Mining Techniques for the Detection of Fraudulent Financial Statements", Expert Systems with Applications 32.
- Klimczak, M . K (2019). "Testing Value Relevance of Accounting Earnings: Theory and Method", available at site: https://www.academia.edu/.
- Kolozsvari, C . A & Macedo, A . M (2016). "Analysis of the Influence of Income Smoothing over Earnings Persistence in the Brazilian Market", Journal of International Accounting Research, Vol . (27), No . (72), PP 306 - 319.

- Konak, F . & Seker, Y . (2014). "The efficiency of developed markets: empirical evidence from FTSE 100", J Adv Manag Sci, Vol . (2), No . (1), PP 29 - 32.
- Kothari, S . (2001). "Capital Market Research in Accounting", Journal of Accounting and Economics, Vol . (31), PP 105 – 231.
- Kothari, S. (2000). "Capital Market Research in Accounting", Massachusetts Institute of Technology, Paper Prepared for Journal of Accounting & Economics Conference in April 28 – 29, 2000.
- Kothari, S . (1999). "Capital Market Research in Accounting", Massachusetts Institute of Technology, Paper Prepared for the Journal of Accounting & Economics Conference in 28 – 29 April 2000.
- Kothari, S . & Zimmerman, J . (1995). "Prices and Returns Models", Journal of Accounting and Economics, Vol . (20), PP 155 – 192.
- Kothari, S . (1992). "Prices – Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings: Earnings Level Versus Change Specifications and Alternative Deflators", Journal of Accounting and Economics, Vol . (15), PP 173 – 202.
- Krylov, S (2018). "Target Financial Forecasting as Instrument to Overcome Financial Difficulties", SSRN Electronic Journal.
- Kumari, P. & Sekharmishra, C. (2017). "A Literature Review on Ohlson (1995)", Asian Journal of Finance & Accounting, Vol . (9), No . (2), PP 1 – 20.
- Kwon, J . G (2018). "The Value Relevance of Accounting Information: Focusing on US and China", Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol . (22), No . (6), PP 1 – 11.
- Lee, J . J (2018). "A model of Stock Prices Leading Earnings", Journal of Managerial Finance, Vol . (44), No . (7), PP 1 – 31.
- Lee, J .J (2017). "A Model of Stock Prices Leading Earnings", Journal of Managerial Finance, Electronic copy available at: https://ssrn.com/.
- Lee, C . S & Chen, L . J & Tsa, S . M (2014)."An Empirical Investigation of the Ohlson Model – A Panel Co integration Approach", Australasian Accounting, Business and Finance Journal, Vol . (8), No . (2), PP 35 – 51.
- Lee, C . (1999). "Accounting – Based Valuation: Impact of Business practices and Research", Journal of Accounting Horizons, Vol . (13), No . (4), PP 413 – 425.
- Liberto, D . (2019). "Accounting Profit Corporate Finance & Accounting", available at site: http://www.investopedia.com/.
- Lorek, S . K (2014). "A critical assessment of the time-series literature in accounting pertaining to quarterly accounting numbers", Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, Vol . (xxx), PP 1 - 7.
- Lorenzo, A . & Duran, R . (2010). "Ohlson Model by Panel Cointergration with Mexican Data", Revista de Contaduria y Administracion, Vol . (1), No . (232), PP 131 – 147.
- Magni, A . C (2009). "Splitting Up Value: A Critical Review of Residual Income Theories", European Journal of Operational Research", Vol . (198), No . (1), PP 1 – 22.
- Mallikarjuna, M . & Rao, P . R (2019). "Evaluation of forecasting methods from selected stock market returns", Oper Access: http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/, PP 1 - 16.
- Marangu, K . & Jagongo, A . (2014). "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables: an Empirical Study of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange Kenya", Global Journal of Commerce & Management Perspective, Vol . (3), No . (6), PP 50 – 56.
- Martinez, P . & Prior, D . & Rialp, J . (2012). "The Price of Stocks in Latin American Financial Markets: An Empirical Application of the Ohlson Model", International Journal of Business & Finance Research, Vol . (6), No . (4), PP 73 – 85.
- Martowidjojo, H . Y & Valentincic, A . & Warganegara, L . D (2018). "Earnings Quality and Market Values of Indonesian Listed Firms", available at site: https://onlinelibrary.wiley.com/.

- Mashoka, Z . T (2013). "The Relationship between Earnings and Stock Returns on the Market and Sector Levels", Journal of Administrative Sciences, Vol . (40), No . (2), PP 555 – 564.
- Matias, G . et al (2017)."Equity Valuation and Negative Earnings", Journal of Accounting Finance, PP 18 – 25.
- McCare, M . & Nilsson, H . (2001). "The Explanatory and Predictive Power of Different Specifications of the Ohlson (1995) Valuation Models", The European Accounting Review, Vol . (10), No . (2), PP 315 – 541.
- Mcclure, B (2020). "Earnings Forecasts: A Primer", available at site: https://www.investopedia.com/.
- McMurray, B . & Mackie, C (2016). "The Importance of Financial Forecasting", available at site: https://aab.uk/downloads/.
- Mirza, A . & Malek, M . & Abdul-Hamid, A . M (2019). "Value Relevance of Financial Reporting: Evidence from Malaysia", Journal of Economics & Finance, Vol . (7), PP 1 - 19.
- Mona, K . (2014). "Studying the Validity of the Efficient Market Hypothesis (EMH) in the Egyptian Exchange (EGX) after the 25th of January Revolution", Available at: https: // mpra. Ub.un1-muenchen.de /54708/.
- Monahan, J . S (2017). "Financial Statement Analysis and Earnings Forecasting", Foundations and Trends in Accounting, Vol . (12), No . (2), PP 105 – 215.
- Mondal, P . & Shit, L . & Goswami, S . (2014). "Study of effectiveness of time series Modelling (ARIMA) in forecasting stock prices", International Journal of Computer Science, Engineering and Applications, Vol . (4), No . (2), PP 13 – 29.
- Moyo, V . & Mache, F . (2018). "Inferring The Cost of Equity: Does The CAPM Consistently Outperform The Income and Multiples Valuation Models", The Journal of Applied Business Research, Vol . (34), No . (3), PP 519 – 532.
- Myers, J . (1999). "Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics", The Accounting Review, Vol . (74), No . (1), PP 1 – 28.
- Naznin, S . & Paul, K . G (2019). "A forecast evaluating using Dynamic forecasting and Static forecasting model", International Journal of Scientific & Engineering Research, Vol . (10), No . (4), PP 235 - 245.
- Nhleko, S . A & Musingwini, C . (2016). "Estimating Cost of Equity in Project discount rates: Comparison of the Capital Asset Pricing Model and Gordon Wealth Growth Model", The Journal of the Southern African Institute of Mining and Metallurgy, Vol . (116), PP 215 – 220.
- Ohlson, J . & Gao, Z . (2006). "Earnings, Earnings Growth and Value", Foundations and Trends Accounting, Vol . (1), No . (1), PP 1 – 70.
- Ohlson, J . (2001). "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective", Contemporary Accounting Research, Vol . (11), No . (2), PP 107 – 120.
- Ohlson, J . (1995). "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, Vol . (11), No . (2), PP 661 – 687.
- Onali, E . & Ginesti, G (2015). "Sins of Omission in Value Relevance Empirical Studies", Working Paper, Aston University, Second University of Naples.
- Oskouei, H . Z & Zadeh, H . R (2017). "The prediction of future profitability using life cycle theory based on cash flow pattern", Journal of Advances in Economics and Business, Vol . (5), PP 167 - 175.
- Ota, K . (2002). "A Test of the Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence from Japan", The International Journal of Accounting, Vol . (37), PP 157 – 182.
- Ota, K (2001). "The Impact of Valuation Models on Value – Relevance Studies in Accounting", A Review of Theory and Evidence, Working Paper, The Australian National University.
- Ota, K . (2000). "A New Improvement to The Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence From Japan", Working Paper, Kansai University Graduate School.
- Ozer, G . & Cam, I (2016). "The Role of Human Capital in Firm Valuation: An Application on BIST", Social and Behavioral Sciences, Vol . (235), PP 168 - 177.

- **Pagach, P . D & Warr, S . R (2020). " Analysts versus time-series forecasts of quarterly earnings: A maintained hypothesis revisited, Advances in Accounting, Vol . (52), PP 1 - 12.**
- **Pandey, A . (2015). "Earnings per Share or Book Value: Superior Value Driver in Equity Valuations", IIMS Journal of Management Science, Vol . (6), No . (1), PP 1 - 8.**
- **Park, C . (2015). "The Stock Price Relevance of Accounting Information according to Business Cycle and Industries", International Journal of Finance, Business, Economics, Marketing and Information Systems, Vol . (1), No . (1), PP 41 – 50.**
- **Pazarzi, G . (2014). "Comparison of the Residual Income and the Pricing Multiples Equity Valuation Models", International Journal in Economics and Business Administration, Vol . (II), No . (3), PP 88 – 114.**
- **Peixeiro, M (2019). "The Complete Guide to Time Series Analysis and Forecasting", available at site: https://towardsdatascience.com/.**
- **Penman, H . S (2019). "Valuation Models: An Issue of Accounting Theory", Working Paper, Columbia Business School, Columbia University.**
- **Penman, H. S & Reggiani, F. (2018). "Fundamentals of Value versus Growth Investing and an Explanation for the Value Trap", Financial Analysts Journal, Vol . (74), No . (4), PP 103 - 119.**
- **Perek, A . A & Perek, S . (2012). "Residual Income Versus Discounted Cash Flow Valuation Models: An Empirical Study", Journal of Accounting & Taxation, Vol . (4), No . (2), PP 57 – 64.**
- **Phakdee, A . & Srijunpetch, S (2020). "The Value Relevance Information in Financial Industry: 15 Year Perspective", available at site: https://so02.tci-thaijo.org/.**
- **Phansawadhi, T . (2013). "Equity Valuation Approach Based on Accounting Variables", Journal of Finance and Economics, Vol . (1), No . (3), PP 41 – 48.**
- **Pimentel, C . R & DE Aguiar, B . A (2016). "The Role of Earnings Persistence in Valuation Accuracy and the Time Horizon", RAE - Revista de Administração de Empresas, Vol . (56), No . (1), PP 71 - 86.**
- **Pinochi, M . & Fais, F . & Corsiglia, M (2019). "Residual Income Model and abnormal returns", Business Valuation OIV Journal , Vol . (1), No . (1), PP 19 - 46.**
- **Pinto, C (2015). " Modeling Generic Mean Reversion Processes with a Symmetrical Binomial Lattice - Applications to Real Options", Procedia Computer Science, Vol . (55), PP 764 - 773.**
- **Pirvu, D . & et . al (2012). "Intelligent Financial Forecasting: The Key for a Successful Management", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Science, Vol . (2), No . (3), PP 192 – 206**
- **Prior, D . & Rialp, J . (2011). "The Empirical application of the Ohlson model to determine the prices of stocks in Latin American financial markets", Technologic de Monterrey, available at: http://idem. Uab.es/.**
- **Qiu, M . & Song, Y . & Akagi, F . (2016). "Application of artificial neural network for the prediction of stock market returns the case of the Japanese stock market", Chaos, Solitons and Fractals, Vol . (85), PP 1 – 7.**
- **Radikoko, I . (2014). "Testing weak-form market efficiency on the TSX", J Appl Bus Res, Vol . (30), No . (3), PP 647 - 658.**
- **Ragab, A . A & Omran, M . M (2006). "Accounting Information, Value Relevance, and Investor's Behavior in the Egyptian Equity Market", Review of Accounting and Finance, Vol . (5), No . (3), PP 279 – 297.**
- **Rahman, J . M & Zhang, J & Dong, S (2019). "Factors affecting the Accuracy of Analysts Forecast: A Review of the Literature", Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol . (23), No . (3), PP 1 - 18.**
- **Ramakrish, S . T . R & Thomas, K . J (2016). "Valuation of Permanent, Transitory, and Price-Irrelevant Components of Reported Earnings", Journal of Accounting, Auditing, Finance, Vol . (4), PP 301 – 336.**
- **Ravisanka, et .al (2011),"Detection of Financial Statement Fraud and Feature Selection Using Data Mining Techniques", Decision Support Systems, Vol . (50).**

- Rivera, I . S & Roman, J . & Schaefer, T . (2018). "An application of the Ohlson model to Explore the Value of Big Data for AT & T", Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol . (22), No . (1), PP 1 – 9.
- Robert, et . al (2012) , "Disclosure Effects in The Laboratory: Liquidity, Depth, and Cost of Capital", Accounting Review, Vol .(75) , No . (1).
- Rojo – Ramirez, A . A & Martinez – Romero, J . M & Marino – Garrido, T . (2017). "How the Equity Terminal Value Influences the Value of the Firm", Journal of Business Valuation Economic Loss Analysis", Vol . (10), No . (10), PP 1 – 14.
- Rossi, M . (2016). "The Capital Asset Pricing Model: A critical Literature Review", Global Business and Economics Review, Vol . (18), No . (5), PP 604 – 617.
- Rusov, J & Misita, M . & Milanovic, D . D & Milanovic, L . D (2017). " Applying Regression Models to Predict Business Results", FME Transactions, Vol . (45), No . (1), PP 198 - 202.
- Said, A . (2015). "The efficiency of the Russian stock market: a revisit of the random walk hypothesis", Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol . (19), No . (1), PP 42 - 48.
- Salamon, G . & Smith, D . (1977). "Additional Evidence on Time Series Properties of Reported Earnings Per Share: Comment", Journal of Finance, Vol . (XXXII), No . (5), PP 1795 – 1801.
- Santosuosso, P . (2014). "Cost of Debt and Corporate Profitability", Journal of International Business Research", Vol . (7), No . (2), PP 13 – 21.
- Scott, G (2020). "Capitalization of Earnings", available at site: //www.Investopedia.com/.
- Senthilnathan, S (2013). "The Informativeness of Earnings", International Journal of Innovative Research and Practices, Vol . (1), No . (9), PP 11 - 22.
- Shah, D . & Isah, H . & Zulkernine, F . (2019). "Stock Market Analysis: A Review and Taxonomy of Prediction Techniques", International Journal of Finance Studies, Vol . (7), No . (26), PP 1 – 21.
- Shamki, D . & Abdul – Rahman, A . (2012). "Value Relevance of Earnings and Book Value: Evidence from Jordan", International Journal of Business and Management, Vol . (7), No . (3), PP 133 – 141.
- Shrimal, K . & Prasad, H . (2016). "Prediction of market capitalization trend through selection of best ARIMA model with reference to Indian infrastructural companies".
- Silvestri, A & Veltri, S (2012). "A Test of the Ohlson Model on the Italian Stock Exchange", Journal of Accounting & Taxation, Vol . (4), No . (1).
- Spilioti, S . & Karathanassis, A . G (2012). "An Empirical Examination of Alternative Valuation Models: The Case of the London Stock Exchange", Journal of Investment and Financial Innovations, Vol . (9), No . (1), PP 137 – 142.
- Stattner, E . & Collard, M (2015). "Descriptive Modeling of Social Networks", Procedia Computer Science, Vol . (52), PP 226 - 233.
- Suzana, B . & Sinisa, B . & Zoran, I . (2016). "Strategy of stock valuation by fundamental analysis", UTMS Journal of Economics, Vol . (4), No . (1), PP 45–51.
- Tahat, Y (2017). "Have Accounting Numbers Lost their Value Relevance during the Recent Financial Credit Crisis?", The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol . (66), PP 182 – 191.
- Tareq, A . M (2017). "Is Residual Income Model (RIM) REALLY Superior to Dividend Discount Model (DDM)?' – A Misconception", IOSR Journal of Business and Management, Vol . (5), No . (6), PP 36 – 44.
- Thinggaard, F . & Damkier, J . (2008). "Has Financial Statement Information Become Less Relevant? Longitudinal Evidence from Denmark", Scand . J . Mgint, Vol . (24), PP 375 – 387.
- Toma, C . & Carp, M . & Robu, B . I (2015). "Harnessing Financial Information in Investors Decisions: Accrual Accounting Versus Cash Accounting", Journal of Procedia Economics and Finance, Vol . (26), PP 1044 – 1051.

- Tong, T . & Lib, B . O (2014). "Revisiting the weak form efficiency of the Australian stock market", Corp Ownersh Control, Vol . (11), No . (2), PP 21 - 28.
- Tsay, R . (1989). "Testing and modeling threshold autoregressive processes", Journal of American Statistical Association, Vol . (84), PP 231 – 240.
- Tung, S . (2017). "An Empirical Examination of The Information Content of Ohlson and Aier's Modified Cash Flows", University of Illinois at Urbana-Champaign, Available at SSRN.
- Twain, M . (2012). "Commonly Used Methods of Valuation", Working Paper, National Association of Certified Valuators and Analysts.
- Umar, Y . A (2008). "Fundamental Analysis of Sandi Emerging Market Stock Returns 1990 – 2004", Journal of Knowledge Globalization, Vol . (1), No . (1), PP 107 – 115.
- Vergos. P. K. & Christopoulos. G. A & Kalogirou, V . (2011). " Macroeconomic Factors as Determinants of Company Value in the Context of the Ohlson Residual Income Valuation Model; Greek Findings", Available at SSRN.
-Vijendra, C (2014). "Financial Forecasting", International Journal of Management and International Business Studies, Vol . (4), No . (3), PP 371 - 374.
- Vojinovic, z . et . al (2011),"A Data Mining Approach to Financial Time Series Modelling and Forecasting", International Journal of Intelligent Systems in Accounting Finance and Management, Vol . (10) , No . (4).
- Wafi, S . A & Hassan, H . & Mabrouk, A . (2015). "Fundamental Analysis Models in Financial Markets: Review Study", Journal of Procedia Economics and Finance, Vol . (30), PP 939 – 947.
- Walk, R . S (2014). "Quantitative Technology Forecasting Techniques", available at Research Gate, PP 103 - 124.
- Wang, T . & Atasu, A . & Kurtulus, M (2012). "A Multiordering Newsvendor Model with Dynamic Forecast Evolution", Manufacturing & Service Operating Management, Vol . (14), No . (3), PP 472 - 484.
- Watts, R . & Leftwich, (1977). "The Time Series of Annual Accounting Earnings", Journal of Accounting Research, Vol . (15), PP 253 – 271.
- Xinyue, C . & Zhaoyu, X . & Yue, Z (2020). "Using Machine Learning To Forecast Future Earnings", available at site: https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/, PP 1 - 43.
- Zarandi, H . & Ghafari, E . & Arab, M . & Mohsen, S . (2013). " Accrual-based accounting system versus cash-based accounting: An empirical study in municipality organization", Management Science Letters , Vol . (3), PP 251 – 256.
- Zheng, X . (2020). "Firm Valuation based on An Improved Ohlson Model", Transformations in Business & Economics' Vol . (19), No . (2), PP 74 – 91.
- Zhang, X . (2000). "Conservative Accounting and Equity Valuation", Journal of Accounting & Economics, Vol . (29), PP 125–149.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

- Damascus Securities Exchange website: http://www.dse.gov.sy/.
- Syrian Securities and Financial Markets Authority website: http://www.scfms.sy/.
- Syrian Commercial Bank website: http://www.cbs-bank.sy/.

الملحق رقم (١): المتوسطات الحسابية الربعية للمتغيرات اللازمة لتطبيق نماذج التقييم المحاسبي لحقوق الملكية الخاضعة للدراسة، والتي تم احتسابها من البيانات المالية الربعية لشركات العينة (البنوك التقليدية وشركات التأمين) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩ (على أساس السهم الواحد):

الفترة	القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t	الأرباح المحاسبية X_t	الأرباح غير العادية X_t^a	التدفق النقدي التشغيلي CF_t	السعر السوقي للسهم PM_t
1 – 2012	582.31	-1.34		148.64	599.38
2 – 2012	376.71	-0.69	-10.88	-6.20	413.99
3 – 2012	149.53	-3.28	-9.87	-21.64	151.16
4 – 2012	115.96	-2.39	-5.01	-2.43	136.18
1 – 2013	225.23	-3.93	-5.96	2.57	235.60
2 – 2013	149.30	-3.03	-6.97	134.63	142.83
3 – 2013	144.46	-2.12	-4.73	13.91	149.59
4 – 2013	129.49	-1.73	-4.26	-67.62	150.99
1 – 2014	130.91	-2.91	-5.18	25.28	150.70
2 – 2014	133.86	-4.68	-6.97	13.04	154.70
3 – 2014	144.44	-2.13	-4.47	20.03	155.91
4 – 2014	151.66	-1.76	-4.29	12.15	154.57
1 – 2015	168.49	-1.53	-4.19	-16.06	153.78
2 – 2015	195.97	-1.47	-4.42	13.73	148.76
3 – 2015	220.60	-0.22	-3.65	20.90	149.37
4 – 2015	237.32	-2.58	-6.44	-13.05	148.68
1 – 2016	309.46	-1.69	-5.84	102.02	157.45
2 – 2016	328.65	1.58	-3.84	-2.35	156.01
3 – 2016	362.68	2.33	-3.42	-8.16	157.72

الفترة	القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t	الأرباح المحاسبية X_t	الأرباح غير العادية X_t^a	التدفق النقدي التشغيلي CF_t	السعر السوقي للسهم PM_t
4 – 2016	359.62	3.84	-2.51	-26.47	162.09
1 – 2017	360.42	2.67	-3.62	35.13	268.79
2 – 2017	363.55	7.22	0.92	-17.18	266.34
3 – 2017	369.61	6.99	0.63	37.49	299.89
4 – 2017	329.82	1.36	-5.11	39.13	415.80
1 – 2018	330.42	3.02	-2.76	45.06	542.75
2 – 2018	329.30	3.86	-1.92	-17.42	539.61
3 – 2018	300.44	3.58	-2.18	9.29	523.50
4 – 2018	301.25	1.45	-3.80	20.14	529.79
1 – 2019	305.30	3.92	-1.35	-48.44	523.47
2 – 2019	306.20	3.58	-1.76	20.38	533.94
3 – 2019	295.80	7.54	2.18	37.88	474.45
4 – 2019	308.05	6.07	0.89	15.82	456.52

المصدر: من إعداد الباحث.

الملحق رقم (٢): المتوسطات الحسابية السنوية للمتغيرات اللازمة لتطبيق نموذج Ohlson المعدل، والتي تم احتسابها من البيانات المالية السنوية للبنوك التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩ (على أساس السهم الواحد):

الفترة	القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t	الأرباح المحاسبية X_t	الأرباح غير العادية X_t^a	السعر السوقي للسهم PM_t	مخاطر الحسابات خارج الميزانية AR_t	المخاطر السوقية MR_t	المخاطر التشغيلية OR_t
2012	119.20	-23.42	-34.59	136.18	17.82	9.15	16.26
2013	130.29	-58.92	-68.75	150.99	23.27	15.67	15.62
2014	159.43	-23.15	-33.90	154.57	27.26	30.09	14.06
2015	272.38	-19.33	-32.48	148.68	37.61	41.70	14.90
2016	447.66	12.81	-9.67	162.09	62.91	63.60	21.55
2017	395.57	43.31	6.38	415.8	53.84	59.58	28.84
2018	365.46	11.86	-20.78	529.79	59.93	21.82	44.09
2019	391.67	36.45	6.30	456.52	53.66	40.73	52.11

المصدر: من إعداد الباحث.

Abstract

This study aimed to demonstrate the role of Accounting Evaluation Models Of Equity that appeared in the applied accounting research in the field of financial markets (Book Value Of Equity Model - Accounting Earnings Capitalization Model - Historical Data Of Accounting Earnings and Book Value Of Equity Model - Residual Income Model – Ohlson Model), in determining the intrinsic values of shares and forecasting future earnings and returns, by applying to traditional banks and insurance companies listed on the Damascus Securities Exchange, and thus demonstrating the extent to which these models can be relied upon and determine performance in practice to evaluate the shares of these companies and forecasting their future earnings and returns, In addition amending Ohlson's model to take the nature and specificity of investment in the Damascus Securities Exchange, by taking into account the risks of the companies' operating environment and the variables of the Syrian Economy in the evaluation and forecasting process.

To achieve this, The Descriptive and Analytical Approach was followed, by conducting a theoretical study for the variables of the study, it included a presentation of a concept of Equity Valuation and its objective and importance and its most important models that appeared in the accounting literature, as well as the importance and objectives of Forecasting Future Earnings And Returns in financial markets, And then conducting the empirical study by applying the Accounting Valuation Models Of Equity subject to the study on the quarterly accounting data of traditional banks and insurance companies listed on the Damascus Securities Exchange, during the years 2012 – 2019 (I.e. during 32 periods), and then testing the ability of the calculated values according to each model of the evaluation models under study, on determining the intrinsic values and forecasting the future earnings and returns of the sample companies' shares, As well as modifying Ohlson's Model and testing its evaluative and predictive efficiency after modification, applying on the annual data of the traditional banks listed on the Damascus Securities Exchange during the years 2012 – 2019, the statistical tests for the study were conducted using the Eviews Statistical Program.

The results of the empirical study showed: 1- The Valuation Models: (Book Value Of Equity Model - Historical Data Of Accounting Earnings and Book Value Of Equity Model - Residual Income Model – Ohlson Model) have a low ability to determine the intrinsic values and forecasting the future earnings and returns of the sample companies' shares. 2- The Earnings Capitalization Model has a high capacity in determining the intrinsic values and forecasting the future earnings and returns of the sample companies' shares, Therefore the performance of this model over the rest of the accounting evaluation of equity subject of this study in valuation and forecasting in Damascus Securities Exchange. 3- The Ohlson Modified Model has a high ability to determine the intrinsic values and forecasting future earnings and returns of the sample companies' shares, that's indicates the importance of the variable of Risk Size in the context of equity valuation and forecasting future earnings and returns in the Damascus Securities Exchange.

Syrian Arab Republic

Ministry of Higher Education and Scientific Research

Damascus University

Faculty of Economics

Accounting Department

"The role of Equity Valuation Models based on published data in Determining the Intrinsic Values of Shares and Predicting Future Earnings and Returns"

''An Empirical Study''

((A thesis Submitted for obtaining a PhD degree in Accounting))

Prepared by

Mohammad Adnan Safa

Supervised by

Professor Dr. Rasha Hamadeh

2021 AD **1442 AH**