Testing The Ohlson Model Modified By Operating Cash Flows In The Damascus Securities Exchange

Dr. Haider Haider[*]
Dr. Basil Nassar[**]
Saja Ahmed Hashem[***]

(Received 15 / 3 / 2022. Accepted 8 / 5 / 2022)

□ ABSTRACT □

This research aim's is to test The Ohlson Model Modified by Operating Cash Flow in The Damascus Securities Exchange, by measuring: the relevance-value of accounting information represented by Earnings-per-share, the book value of equity, and operating cash flows. The community of the study population of (11) banks listed during the period from 2011 to 2020.The study concluded that: The Modified Ohlson Model by Operating Cash Flows (earnings per share, book value of equity and operating cash flows) is suitable for interpreting changes in stocks prices for banks listed in the Damascus Securities Exchange. It explains (29.7%) of the changes in the dependent variable (stock price).

After adding a set of control variables (company size, leverage, and growth rate per share), and re-testing The Modified Ohlson Model by Operating Cash Flows ability improved, and the percentage rose to (62.7%), meaning that the model explained (62.7%) of the changes in the price of The stock (dependent variable) for banks listed in the Damascus Securities Exchange. Thus, the accounting information included in the financial report of the banks listed in the Damascus Securities Exchange (the income statement, the balance sheet and the cash flow statement) reflect value-relevant information for investors at Damascus Securities Exchange.

Keywords: Value Relevance, Earnings per share, Book Value of Equity, Operating Cash Flows, Modified Ohlson Model.

[*]**Assistant Professor , Faculty Of Economic, Tishreen University, Lattakia, Syria.**
[**]**Assistant Professor , Faculty Of Economic, Tishreen University, Lattakia, Syria.**
[***]**Postgraduate Student, Faculty Of Economic, Tishreen University, Lattakia, Syria.**
SajaHashem@tishreen.edu.sy

اختبار نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية في سوق دمشق للأوراق المالية

الدكتور حيدر حيدر [*]
الدكتور باسل نصار [**]
سجى أحمد هاشم [***]

(تاريخ الإيداع 15 / 3 / 2022. قُبِل للنشر في 8 / 5 / 2022)

□ ملخّص □

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية في سوق دمشق للأوراق المالية، من خلال قياس: ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتدفقات النقدية التشغيلية. حيث يتكون مجتمع الدراسة من (11) مصرفاً مدرجاً خلال الفترة الممتدة من عام 2011 إلى عام 2020. وخلصت الدراسة إلى أن: نموذج أولسون المعدل (ربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتدفقات النقدية التشغيلية) ملائم لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويفسر (29.7٪) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (سعر السهم). وبعد إضافة مجموعة من متغيرات الضابطة (حجم الشركة والرافعة المالية ومعدل النمو لكل سهم)، وإعادة اختبار نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية تحسنت قدرة النموذج وارتفعت النسبة لتصبح (62.7٪) أي أن النموذج أصبح يفسر ما نسبته(62.7٪) من التغيرات الحاصلة في سعر السهم (المتغير التابع) للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية المتضمنة في التقرير المالي للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (قائمة الدخل والميزانية العمومية وقائمة التدفقات النقدية) تعكس معلومات ملائمة القيمة للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: ملاءمة القيمة، ربحية السهم، القيمة الدفترية لحقوق الملكية، التدفقات النقدية التشغيلية، نموذج أولسون المعدل.

[*] **مدرس – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين– اللاذقية – سورية.**
[**] **مدرس – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين– اللاذقية – سورية.**
[***] **طالبة ماجستير – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين– اللاذقية – سورية.** SajaHashem@tishreen.edu.sy

مقدمة:

اختبر البحث الحالي نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية في سوق دمشق للأوراق المالية الذي يعتمد على دراسة الارتباط بين ثلاثة متغيرات مستقلة هي ربحية السهم والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد بالمتغير التابع (سعر السهم)، وذلك بعد ضبط تأثير مجموعة من المتغيرات الضابطة المتمثلة بالحجم والرافعة المالية ونسبة النمو للسهم (وينون،2018؛ Acaranupong،2017؛ Mirza *et al*، 2018؛ Mirza *et al*،2019)، تم استخدام النموذج في أدبيات المحاسبية لقياس ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية، حيث تم تحقق من مدى توافر الخصائص النوعية الأساسية للمعلومات المحاسبية المتمثلة بالملاءمة والتمثيل الصادق، وعلى وجه الخصوص ملاءمة القيمة، فالرقم المحاسبي يكون ملائماً للقيمة، عندما يساعد المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري.

استدعت البحوث المتعلقة بملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية في الآونة الأخيرة انتباه كل من الممارسين والأكاديميين وعلى وجه التحديد، خلال الأزمة المالية العالمية في الفترة من 2007 إلى2009 (Khanna،2014)، ومنذ ذلك التاريخ بدأت التداعيات الخطيرة للانهيار المالي الكبير الذي أصاب المؤسسات المالية الأمريكية وقد تجلت أثار هذه الأزمة في "إعلان عدد كبير من البنوك الأمريكية عن إفلاسها خلال فترة قصيرة" بعد ذلك انتقلت أثار هذه الأزمة إلى بلدان الاتحاد الأوروبي واليابان والصين، كما تراجعت العديد من الأسواق المالية والأسهم في العديد من البلدان العربية والعالمية (نشوان والطويل،2016). حيث تبحث دراسات ملاءمة القيمة في العلاقة التجريبية بين القيم السوقية للأوراق المالية (أو التغيرات في القيم) والأرقام المحاسبية المختلفة بغرض تقييم منفعة هذه الأرقام في تقييم حقوق الملكية (Ota،2001).

يتم استخدام نوعين من نماذج التقييم للتحقق من العلاقة، وهما نموذج السعر ونموذج العائد. يفحص نموذج السعر العلاقة بين سعر السهم والقيمة الدفترية والأرباح، ويفحص نموذج العائد العلاقة بين عوائد الأسهم وتغيرات الأرباح والأرباح.

تختبر الدراسة الحالية ملاءمة القيمة للربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث بالأسئلة البحثية التالية:

1- هل تعد المعلومات المحاسبية ممثلة (بالربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية) معاً ملائمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم؟

2- هل تتأثر ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية ممثلة (بالربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية) معاً باختلاف حجم الشركة والرافعة المالية ونسبة النمو للسهم الواحد؟

أهداف البحث وأهميته:

يهدف البحث إلى تحقيق ما يلي:

- اختبار ملاءمة قيمة الربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج أولسون المعدل.

- قياس مدى تأثر ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية معاً بعد ضبط حجم الشركة والرافعة المالية ونسبة النمو للسهم الواحد.

وتتمثل أهمية هذا البحث في تقديم دليل تجريبي إضافي عن قدرة نموذج أولسون المعدل على تفسير التغيرات في أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

منهجية الدراسة

تم اتباع استراتيجية المسح باستخدام أسلوب الحصر الشامل وباستخدام البيانات الثانوية الكمية المستمدة من التقارير السنوية للمصارف المتوفرة على الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية السورية، ومن نشرات التداول الشهرية المتوفرة على الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية السورية، ويتمثل مجتمع الدراسة من المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية السورية وهي عبارة عن (14) مصرفاً للفترة الممتدة من عام (2011 لغاية 2020) وتم استبعاد المصارف الإسلامية وذلك لعدم توافر نشرات التداول الشهرية لها، ولأن أغلبها قد تم إدراجه في سوق دمشق للأوراق المالية خلال عام2014م، وبالاعتماد على الدراسات السابقة تم اختيار مجموعة ملائمة من المتغيرات التي تم استخدامها في الدراسة الحالية. تم إجراء الاختبارات الإحصائية باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS,V.25) لتحليل البيانات، وباستخدام نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية.

متغيرات نموذج أولسون المعدل

المتغيرات المستقلة لنموذج أولسون المعدل:

ربحية السهم EPS: حصة السهم الواحد من الأرباح.

القيمة الدفترية للسهم الواحد BVPS.

التدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد CFO (بدوي،2019؛ Omakhudu and Ibadin،2015؛ Burke and Wieland،2017؛ Acaranupong،2017).

المتغير التابع لنموذج أولسون المعدل: متوسط سعر السهم الذي سيتم استخدامه لقياس قيمة السهم الذي ينبغي أن تعكسه المعلومات المحاسبية في القوائم المالية نهاية الفترة السابقة وسيتم احتساب متوسط سعر السهم للأشهر الثلاثة الأولى من السنة المالية (Perveen،2019) لأن الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تنشر تقاريرها المالية خلال الأشهر الثلاثة الأولى من السنة التالية لسنة التقرير المالي (الطويل وشاهين،2014؛وينون،2018؛ بدوي،2019).

المتغيرات الضابطة:

الحجم: حجم الشركة (SIZE) يعتبر أحد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة، وتم قياسه باستخدام لوغاريتم إجمالي الأصول (السفان،2016؛ Acaranupong،2017؛ Ragab and EL-chaarani،2018).

الرافعة المالية LEV: يوجد عدة مقاييس للرافعة المالية منها: إجمالي الالتزامات/إجمالي الأصول أو إجمالي الالتزامات/إجمالي حقوق الملكية وتم في البحث الحالي قياس الرافعة المالية باستخدام إجمالي الالتزامات/إجمالي حقوق الملكية (Acaranupong،2017).

النمو GROWTH: تسمى هذه النسبة في بعض الأحيان نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد (Acaranupong،2017؛ Mirza *et al*،2018؛ Mirza *et al*، 2019).

الدراسات السابقة :

اهتمت العديد من الدراسات بمدى توافر الخصائص النوعية للمعلومات المالية النافعة وعلى وجه الخصوص ملاءمة القيمة. وفيما يلي سيتم استعراض بعض هذه الدراسات:

1-اعتمدت دراسة (بدوي،2019) بعنوان" Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Comparative Study on Egyptian and Saudi Listed Companies"، "ملاءمة المعلومات المحاسبية لأغراض قياس قيمة الشركة: دراسة تطبيقية مقارنة على الشركات المسجلة ببورصتي الأوراق المالية بمصر والسعودية" على اختبار ومقارنة ملاءمة المعلومات المحاسبية المتمثلة في الربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية للشركات المدرجة في بورصتي الأوراق المالية المصرية والسعودية. وتمثلت عينة الدراسة (426) مشاهدة (شركة-سنة) من سوق الأوراق المالية المصرية، و(301) مشاهدة (شركة-سنة) من سوق الأوراق المالية السعودية، خلال الفترة التي تمتد من 2015 إلى 2017، وتم استخدام نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية. توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط معنوي وإيجابي بين الربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم في كل من السوق المصرية والسوق السعودية، وأن القوة التفسيرية للقيمة الدفترية تأتي في المقام الأول في السوق المصرية، بينما في السوق السعودية تأتي الأرباح في المقام الأول.

2- دراسة (Omokhudu and Ibadin،2015) بعنوان" The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria "، "ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية: أدلة من نيجريا" التي قامت بالتحقق من ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية. شملت الدراسة جميع الشركات المدرجة في السوق النيجرية للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 1994 إلى 2013 مع استبعاد الشركات العاملة في قطاعي المصارف والتأمين، وتم الاعتماد على نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية. أوضحت نتائج الدراسة وجود ارتباط بشكل ايجابي كبير ومعنوي للأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتوزيعات الأرباح مع أسعار الأسهم وذات دلالة احصائية، وأن القيمة الدفترية مرتبطة بشكل غير معنوي مع سعر السهم.

3- دراسة (Burke and Wieland ،2017) بعنوان" Value Relevance of Banks' Cash Flows from Operations"، "ملاءمة قيمة التدفقات النقدية التشغيلية للمصارف" التي قامت باختبار ومقارنة ملاءمة قيمة التدفقات النقدية التشغيلية والمستحقات للشركات المدرجة في سوق الولايات المتحدة الأمريكية للأوراق المالية. استخدمت عينة من المصارف الأمريكية وذلك خلال الفترة الممتدة من2004 إلى2014، بالاعتماد على نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية. توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية والمستحقات والقيمة الدفترية لها علاقة ايجابية قوية وذات دلالة إحصائية وأن التدفقات النقدية التشغيلية لها قوة تفسيرية أكبر من القوة التفسيرية لكلٍ من المستحقات والقيمة الدفترية.

4- دراسة (Acaranupong،2017) بعنوان " Comparative Value Relevance of Earnings, Book Values and Cash Flows: Empirical Evidence from Listed Companies on SET100 in Thailand"، "ملاءمة قيمة الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية: دليل تجريبي من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية التايلندية" التي هدفت إلى اختبار ملاءمة الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية للشركات المدرجة في سوق تايلند للأوراق المالية. تمثلت عينة البحث بالشركات المدرجة في سوق تايلند للأوراق المالية خلال الفترة التي تمتد من2011 إلى 2015، وتم الاعتماد على نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية وتم إضافة بعض المتغيرات الضابطة (الحجم- الرافعة المالية- نسبة النمو). أشارت النتائج إلى أن الأرباح والقيمة الدفترية

والتدفقات النقدية التشغيلية ترتبط بشكل إيجابي مع أسعار الأسهم، وأن القوة التفسيرية لربحية السهم أكبر مقارنة بالقوة التفسيرية للقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية، وأن القوة التفسيرية لربحية السهم والقيمة الدفترية معاً أكبر من القوة التفسيرية للتدفقات النقدية والقيمة الدفترية.

5-دراسة(Ragab and EL-Chaarani،2018) بعنوان" The Value-Relevance of Operating Cash Flow: Comparative Study of Banks' Listed on The Egyptian and Beirut Stock Exchanges"، "ملاءمة قيمة التدفقات النقدية التشغيلية: دراسة مقارنة للمصارف المدرجة في بورصة مصر وبورصة بيروت" التي هدفت إلى اختبار ومقارنة ملاءمة قيمة التدفقات النقدية التشغيلية للمصارف المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية (ESE) والمصارف المدرجة في سوق بيروت للأوراق المالية (BSE). تمثلت عينة البحث بـ 48 (مشاهدة-سنة) في السوق المصرية للأوراق المالية، و24 (مشاهدة-سنة) في سوق بيروت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2013 إلى 2016، تم استخدام نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية. أظهرت النتائج أن التدفقات النقدية التشغيلية مرتبطة إيجابياً وبشكل كبير مع أسعار الأسهم في السوق المصرية، وكذلك في سوق بيروت للأوراق المالية، كما أشارت النتائج إلى الدور الإيجابي الذي يلعبه الحجم (متغير تفاعلي) في العلاقة بين أسعار الأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية للمصارف المدرجة في السوق المصرية أكبر من المصارف المدرجة في سوق بيروت للأوراق المالية.

6-دراسة (kwon،2018) بعنوان" The Value Relevance of Accounting Information: Focusing on US and China"، "ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية: أدلة من الولايات المتحدة والصين" التي تختبر وتقارن ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية والدخل التشغيلي والتدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق الأسهم الأمريكية والصينية. تمثلت عينة الدراسة بالشركات الصناعية المدرجة في أسواق الأسهم الأمريكية والصينية خلال الفترة الممتدة من عام 2008إلى 2015، وبالاعتماد على نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية. توصلت الدراسة إلى أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية لها علاقة ارتباط ايجابية وقوية مع أسعار الأسهم، وتمتلك القوة التفسيرية الأكبر في الشركات الأمريكية، بينما في الشركات الصينية فإن القوة التفسيرية للأرباح كانت أكبر من التدفقات النقدية ويليها التدفقات النقدية التشغيلية بينما كانت القيمة الدفترية على علاقة ارتباطية سلبية مع أسعار الأسهم.

7-دراسة (Mirza *et al*،2019) بعنوان" Value Relevance of Financial Reporting: Evidence from Malaysia"، "ملاءمة قيمة التقرير المالي: أدلة من ماليزيا" التي اختبرت ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية للشركات غير المالية المدرجة في السوق الماليزية، وذلك بعد اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقرير المالي. شملت عينة الدراسة على (607) شركة، وتم استخدام نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية خلال الفترة الممتدة من (2012-2016)، وتم إدخال بعض المتغيرات الضابطة وهي حجم الشركة والرافعة المالية ونسبة النمو. توصلت النتائج إلى أن الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية مرتبطة بشكل إيجابي مع أسعار أسهم الشركات غير المالية المدرجة في السوق الماليزية للأوراق المالية وأن القوة التفسيرية للتدفقات النقدية التشغيلية أكبر من القوة التفسيرية لربحية والقيمة الدفترية للسهم الواحد.

أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسات السابقة ومراحل تطور دراسات ملاءمة القيمة

تتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في كونها جميعها تسعى إلى اختبار وقياس ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية. وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من ناحية إضافة بيئة جديدة لتطبيق البحث وهي بيئة المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وبينت معظم الدراسات السابقة أن ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالربحية والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد، تختلف بين الشركات وبين الدول وعلى مدى الفترات الزمنية، حيث أن بعض الدراسات وجدت أن المعلومات المحاسبية ملائمة للقيمة (بدوي،2019؛ Acaranupong ،2017؛ Mirza *et al*،2019) ودراسة(Ragab and EL-chaarani،2018) التي وجدت أن التدفقات النقدية التشغيلية ملائمة للقيمة، بينما هناك دراسات وجدت أن الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية ملائمة للقيمة (Omokhudu and Ibadin ،2015؛ Burk and Wieland ،2017)، كما بينت دراسات أخرى أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية غير ملائمة للقيمة (Omokhudu and Ibadin، 2015؛kwon،2018). لذلك فإن الدراسة الحالية تقوم بتقديم دليل تجريبي إضافي حول قدرة نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية، وذلك بعد إضافة مجموعة من المتغيرات الضابطة كالحجم والرافعة المالية ونسبة النمو للسهم الواحد، على قياس ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Acaranupong،2017 ؛ Mirza *et al*،2019).

بدأت دراسات موضوع ملاءمة القيمة منذ ستينات القرن الماضي وما تزال مستمرة إلى يومنا هذا، ويمكن تحديد مرحلتين أساسيتين لتطور دراسات ملاءمة القيمة:

المرحلة الأولى: تمتد من ستينات القرن الماضي إلى عام (1995)، الذي ظهر فيه نموذج السعر (أولسون).

المرحلة الثانية: تمتد من عام (1995) إلى يومنا هذا.

حيث تعد دراسة Ball & Brown (1968) ودراسة Beaver (1968) من الدراسات الأولى التي هدفت إلى فهم العلاقة بين الأرباح الواردة في التقرير المالي للشركة ورد فعل السوق والمستثمرين على إعلانات الأرباح، بينما تعد دراسة Amir, Harris, and Venuti عام (1993) أول دراسة تستخدم مصطلح "ملاءمة القيمة" لوصف هذه العلاقة (Beisland،2008؛ Azar *et al*،2019)، وتناولت هذه الدراسة تأثير تسويات البيانات المحاسبية وفقاً لمبادئ المحاسبة المقبولة عموماً في الولايات المتحدة على القدرة التفسيرية للتدابير المحاسبية والسعر (أو العائد) (Amir *et al*،1993).

مثلت دراسة (Ohlson و Felthman & Ohlson 1995) بداية خطوة مهمة في دراسات ملاءمة القيمة حيث تم وضع نموذج إحصائي يربط أرباح الأسهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية بالسعر السوقي للسهم (Ohlson،1995)، واستندت دراستهم على فرضية أن القيمة السوقية للشركة (السعر) تساوي القيمة الحالية لأرباح الأسهم المتبقية (المستقبلية) للشركة (Camodeca *et al*،2014).

وترى دراسة (Barth *et al*،2001) أن معظم دراسات ملاءمة القيمة تفترض أن الدور الرئيس للمحاسبة (من منظور واضع المعايير) هو تقييم حقوق الملكية، أياً كانت نظرية وضع المعايير والمحاسبة التي يختارونها، ويتمثل هذا الدور في توفير مقاييس مرتبطة بالقيمة أو مقاييس القيمة (نظرية التقييم المباشر) أو توفير معلومات لها علاقة بتقييم حقوق الملكية (نظرية تقييم المدخلات إلى حقوق الملكية).

نموذج أولسون المعدل:

يهتم الباحثون في مجال ملاءمة القيمة بدراسة كيفية تأثير المعلومات المحاسبية على القيم السوقية للأسهم، وذلك من خلال دراسة ما إذا كان جزء معين من المعلومات المحاسبية يرتبط معنوياً مع القيمة السوقية للسهم، ويمكن الإجابة عنه من خلال دراسة مستوى المعنوية لمعاملات الانحدار، أو دراسة مقدار المعلومات المحاسبية التي تفسر التباين في قيم الأسهم، وعادة ما تختبر هذه المسائل باستخدام تحليل الانحدار، ويمكن الإجابة عنه من خلال دراسة القوة التفسيرية لنموذج الانحدار (R^2) (الطويل وشاهين،2014؛ Beisland،2008؛ Perveen ،2019). فمعامل التباين في تحليل الانحدار يقيس (القوة التفسيرية أو ببساطة R^2) نسبة التباين في المتغير التابع الذي يفسره المتغير المستقل، وفي حالة تغيرات أو تقلبات في الأسعار الأسهم أو عوائدها على أساس المتغيرات المحاسبية، فإن (R^2) هي مقياس لكمية التباين في أسعار/عوائد الأسهم الذي تفسره المتغيرات المحاسبية التي تم تحليلها وبالتالي فإن القوة التفسيرية هي مقياس لملاءمة القيمة (Beisland،2008). حيث يوصف الرقم المحاسبي (R^2) الأكبر بأنه أكثر ملاءمة للقيمة (Holthausen and Watts،2001).

يهدف البحث المتعلق بقياس ملاءمة القيمة إلى دراسة العلاقة بين القيمة السوقية والمعلومات المحاسبية وفق الصيغة التالية:

$$MVE = f(AI)$$

حيث:

القيمة السوقية للسهم Market Value of Equity(MVE)

المعلومات المحاسبية Accounting Information (AI)

قام أولسون من خلال البحث الذي قدمه في عام 1995م، بتطوير وتحليل نموذج للقيمة السوقية للشركة من حيث علاقتها بالأرباح الحالية والمستقبلية والقيم الدفترية للأسهم. وهذا النموذج يفي بالعديد من الخصائص الجذابة، وهو يوفر معياراً نافعاً عندما يحدد كيفية ارتباط القيمة السوقية بالبيانات المحاسبية وغيرها من المعلومات(Ohlson،1995).

فالنظرية المالية في المحاسبة تقول إن قيمة الأصول هي القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية في المستقبل والقيمة الحالية لأسهم الشركات هي القيمة الحالية لأرباح الأسهم في المستقبل(نموذج أرباح الأسهم)، ويعد انحدار السعر أمر أساسي في أبحاث ملاءمة القيمة، حيث يحلل انحدار السعر العلاقة بين القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية على أساس كل سهم كالتالي (Beisland،2009):

$$\mathbf{P = \beta 0 + \beta 1\, BVS + \varepsilon}$$

P: سعر الأسهم

BVS: القيمة الدفترية لحقوق الملكية للسهم الواحد.

يستند النموذج على مفهوم محاسبة الفائض الصافي الذي يعني: أن التغير في القيمة الدفترية لحقوق الملكية يمكن قياسه من خلال التغيير في الأرباح المحتجزة للفترة الحالية على أساس كل سهم ويتم قياس ذلك على أنه ربحية السهم مطروحاً منه أرباح الأسهم المدفوعة (الموزعة) لكل سهم (على افتراض أنه لم تكن هناك مساهمات رأسمالية إضافية خلال الفترة) فمفهوم الفائض الصافي للأرباح يفترض أن جميع الزيادات في القيمة الدفترية تمر عبر قائمة الدخل (الربح أو الخسارة) (Ohlson،1995؛ Beisland،2009؛ Kaire And Nduruchi ،2020)، لذلك يوضح نموذج الدخل المتبقي أنه يمكن تقدير قيم الأسهم كدالة للقيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح، وعلى هذا النحو، غالباً ما يتم

تضمين الأرباح كمتغير ثانٍ في نموذج انحدار السعر (Beisland،2009)، وهذا التحليل وفقاً لدراسة (Camodeca *et al*،2014) يؤدي إلى نموذج أولسون الكلاسيكي:

$$\mathbf{Pit = \beta0 + \beta1EPSit + \beta2\ BVPSit + Eit}$$

P: سعر الأسهم

EPS: ربحية السهم الواحد

BVS: القيمة الدفترية لحقوق الملكية للسهم الواحد.

أشارت العديد من الأبحاث الحديثة أيضاً إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية تحتوي أيضاً على معلومات لها علاقة بالقيمة (Khanagha،2011؛ Acaranupon، 2017؛ Ragab and EL–Chaarani، 2018؛ Mirza *et al*،2019)، وكذلك فإن مجلس المعايير المحاسبة الدولية (IASB) أيضاً يدعم فكرة أن التدفقات النقدية التشغيلية تحتوي على معلومات لها علاقة بالقيمة (Mirza *et al*،2019)، ويرى (Barth *et al*،2000) إن فصل الأرباح إلى مستحقات وتدفقات نقدية يزيد من القوة التفسيرية لنموذج الانحدار وبالتالي ملاءمة القيمة لأنه من الممكن أن يقابل الانخفاض في ملاءمة قيمة الأرباح زيادة في ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية الأخرى مما يحفز على دراسة مجموعة أكبر من المعلومات المحاسبية. لذلك تم الاعتماد على التدفقات النقدية التشغيلية كمتغير مستقل ثالث في الدراسة الحالية، وبالتالي فإن نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية يفحص قدرة التدفقات النقدية التشغيلية على التنبؤ من خلال الأرباح الحالية بالأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية. وذلك بالرجوع إلى نموذج أولسون والتعويض عن متغير ربحية السهم (EPS) باستخدام حصة السهم الواحد من التدفقات النقدية التشغيلية وحصة كل سهم من الأرباح المستحقة (CFOPS + ACCPS) وبالتالي تنتج المعادلة التالية (Acaranupon،2017؛ Ragab and EL– Chaarani،2018؛ Mirza *et al*، Almagtome and Abbas؛2019، 2020):

$$\mathbf{Pit = \beta0 + \beta1EPSit + \beta2\ BVPSit + Eit}$$

$$\boldsymbol{Pit = \beta0 + \beta1CFOit + \beta2\ ACC\ it + \beta3BVPSit + Eit}$$

$$\boldsymbol{Pit = \beta0 + \beta1EPSit + \beta2\ BVEPSit + \beta3CFOPSit + Eit}$$

P= سعر السهم

EPS= ربحية السهم الواحد.

BVS= القيمة الدفترية للسهم الواحد.

CFO= التدفق النقدي التشغيلي للسهم الواحد.

ACC= الأرباح المستحقة للسهم الواحد = ربحية السهم الواحد – التدفق النقدي التشغيلي للسهم الواحد.

E= الخطأ العشوائي.

β0،β1 ، β2،β3 معاملات التقدير.

النتائج والمناقشة :

فيما يتعلق باختيار المجتمع الإحصائي ومحدداته، فمن خلال سوق دمشق للأوراق المالية تبين وجود (14) مصرفاً مدرجاً في السوق بينها (3) مصارف إسلامية تم استبعادها من المجتمع الإحصائي للدراسة الحالية لأن أغلبها قد تم إدراجه في السوق في عام (2014) وفترة الدراسة الحالية تمتد من عام2011 لغاية 2020. وبناءً على ما سبق، تم اختبار النموذج على (11) مصرفاً مدرج في سوق دمشق للأوراق المالية.

نموذج أولسون المعدل: الأرباح– القيمة الدفترية لحقوق الملكية– التدفقات النقدية التشغيلية **EPS–BE–CFO Model** (بدوي، 2019؛ Shamki and Abdul Rahman،2011؛ Acaranupong،2017 ؛ Mirza *et al*،2019).

$$\mathbf{Pit = \beta0 + \beta1EPSit + \beta2\ BVEPSit + \beta3\ CFOPSit + Eit}$$

النموذج بعد إضافة المتغيرات الضابطة (Acaranupong،2017؛ Mirza *et al*،2019).

$$\mathbf{Pit= \beta0+\beta1EPSit+\beta2BVEPSit+\beta3CFOPSit+\beta4SIZEit+\beta5LEVit+\beta6Growthit+Eit}$$

يوضح **الجدول (1)** كلاً من المتوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع:

الجدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية:

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة
سعر السهم	110	48.3426	18.155	102.30168	651.45	104.44-
ربحية السهم	110	79.19969	64.413	219.580905	1063.560	420.398-
القيمة الدفترية	110	281.27996	237.836	209.269912	1102.892	3.920
التدفقات النقدية التشغيلية	110	343.05742	261.451	264.36731	1151.963	71.893

نلاحظ أن المتوسط الحسابي لجميع المتغيرات أكبر من الوسيط وهذا يشير على أن التوزيع بالنسبة لمتغيرات النموذج ملتو "نحو اليمين موجب". للتحقق من عدم وجود ارتباط ذاتي Auto–Correlation بين المتغيرات المستقلة حيث تبين أن معامل الارتباط r<90 (الطويل وشاهين،2014) كما هو **موضح بالجدول (2):**

يوضح الجدول (2) مصفوفة الارتباط لنموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية.

Correlations		Eps	BVE	CFO
Eps	r	1	0.411	0.526
	sig		0.000	0.000
	N	110	110	110
BVE	r	0.411	1	0.370
	sig	0.000		0.000
	N	110	110	110
CFO	r	0.526	0.370	1
	sig	0.000	0.000	
	N	110	110	110

الجدول (3)تم إجراء اختبار التباين المسموح (Tolerance): حيث يجب ألا يقل عن 0.1، وكان معامل تضخم التباين (VIF) أقل من 10 (بدوي،2019).

المتغيرات	VIF	Tolerance
EPS	1.495	0.669
BVP	1.253	0.798
CFO	1.439	0.695

وبالاعتماد على اختبار mahalanobis لتحقق من وجود قيم متطرفة (شاذة) واستبعادها إن وجدت حيث أظهرت نتائج الاختبار وجود عشرة قيم متطرفة (قيمة واحدة تعود لعام2011 وقيمة واحدة لعام 2019 وثمانية قيم تعود للعام 2020) تم العمل على استبعادها من المجتمع الاحصائي للدراسة. ومن أجل التحقق من استقلال البواقي قامت الباحثة بإجراء اختبار Durbin–Waston بالنسبة لنموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية، وتم ملاحظة أن قيمة الاختبار 1.804 وبما أن القيمة تقترب من القيمة (2) فإن هذا يعني استقلال البواقي.

في الجدول (4).تم اختبار نموذج الانحدار الخطي المتعدد (نموذج الأرباح – القيمة الدفترية لحقوق الملكية – التدفقات النقدية التشغيلية)

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	r	R^2	قيمة F	دلالة F	معامل الميل بيتا	القيمة الاختبارية T	دلالة T
سعر السهم	**EPS**	0.545	0.297	13.509	0.000	0.474−	1.981−	0.050
	BVP					0.663	5.778	0.000
	CFO					0.175	1.582	0.117

تبلغ قيمة معامل الارتباط الخطي 0.54 وهذا يدل على أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع طردية متوسطة من ناحية الشدة.

كما أظهرت النتائج أن نموذج الانحدار معنوي حيث بلغت قيمة F (13.509) بدلالة (0.000) أصغر من مستوى المعنوية (0.05)، وكانت نسبة التباين المفسر (29.7%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2).

تبلغ القيمة الاختبارية للمتغير المستقل الأول (−1.981)، وهو سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 5% مما يعني أنه مؤثر في المتغير التابع (سعر السهم).

والقيمة الاختبارية للمتغير المستقل الثاني (5.778)، وهو ايجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5% مما يعني أن المتغير المستقل الثاني (القيمة الدفترية) مؤثر في المتغير التابع (سعر السهم).

والقيمة الاختبارية للمتغير المستقل الثالث (1.582)، وهو إيجابي وغير معنوي عند مستوى دلالة 5% مما يعني أنه غير مؤثر في المتغير التابع (سعر السهم).

ومن أجل معرفة العلاقة بين المتغيرات المستقلة (ربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتدفقات التشغيلية معاً) والمتغير التابع (سعر السهم)، وذلك بعد استبعاد تأثير بعض المتغيرات الضابطة (حجم الشركة– الرافعة المالية– نسبة النمو للسهم الواحد)،

الجدول (5)تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	r	R^2	قيمة F	دلالة F	معامل الميل بيتا	القيمة الاختبارية T	دلالة T
سعر السهم	EPS	0.792	0.627	26.049	0.000	0.802-	4.329-	0.000
	BVP					0.581	6.579	0.000
	CFO					0.236	2.876	0.005

تبلغ قيمة معامل الارتباط الخطي 0.79 وهذا يدل على أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع طردية قوية من ناحية الشدة.

كما أظهرت النتائج أن نموذج الانحدار معنوي حيث بلغت قيمة F (26.049) بدلالة (0.000) أصغر من مستوى المعنوية (0.05)، وتفسر النتائج أن هناك تحسن واضح في القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار، وذلك بعد استبعاد تأثير المتغيرات الضابطة (حجم الشركة- الرافعة المالية- نسبة النمو للسهم الواحد)، حيث زادت القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار من 29.7% إلى 62.7%، وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2).

تبلغ القيمة الاختبارية للمتغير الأول (-4.329). وهو سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 5% مما يعني أن المتغير المستقل (ربحية السهم) مؤثر في المتغير التابع (سعر السهم).

تبلغ القيمة الاختبارية للمتغير المستقل الثاني (6.579). وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5% مما يعني أن المتغير المستقل الثاني (القيمة الدفترية) مؤثر في المتغير التابع (سعر السهم).

تبلغ القيمة الاختبارية للمتغير المستقل الثالث (2.876). وهو إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5% مما يعني أن المتغير المستقل الثالث (تدفقات النقدية التشغيلية) مؤثر في المتغير التابع (سعر السهم).

الاستنتاجات و التوصيات:

يتبين مما سبق أن نموذج أولسون المعدل بالتدفقات النقدية التشغيلية (ربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتدفقات النقدية التشغيلية) ملائم لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وهذه النتيجة تتفق مع دراسات (بدوي، 2019؛ Acaranupong،2017 ؛ Burke and Wieland،2017؛ Mirza *et al*،2019). وأن ملاءمة القيمة تتأثر بمتغيرات الضابطة(حجم الشركة والرافعة المالية ونسبة النمو للسهم الواحد)، وتكون ملاءمة قيمة ربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتدفقات النقدية التشغيلية معاً أعلى بعد استبعاد تأثير المتغيرات الضابطة وبالتالي فإن هناك تحسناً ملحوظ في قدرة النموذج.

التوصيات:

1- قياس ملاءمة المعلومات المحاسبية باستخدام معلومات أخرى بخلاف ربحية السهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتدفقات النقدية التشغيلية ودراسة مدى التحسن الحاصل في قدرة النموذج، مثل مصروفات البحوث والتطوير والقدرة الإدارية والأصول غير الملموسة.

2- ضرورة اعادة اختبار النموذج وقياس ملاءمة المعلومات المحاسبية في فترات لاحقة وإجراء المقارنات بين فترتي قبل الأزمة السورية وبعد الأزمة.

3- ضرورة إجراء المقارنات بين سوق دمشق للأوراق المالية والأسواق العربية الأخرى من حيث ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية.

References:

1- Acaranupong, K. (2017). Comparative value relevance of earnings, book values and cash flows: Empirical evidence from listed companies on SET100 in Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(38), 95-114.

2- Almagtome, A., & Abbas, Z. (2020). Value relevance of financial performance measures: An empirical study. *International Journal of Psychological Rehabilitation*, 24(7), 6777-6791.

3- Alsfan, M. (2016). Measuring of Value Relevance of Accounting Information In Iraq Stock Exchange. *Al-Qadisiyah Journal of Administrative and Economic Sciences*, 18(4), 206-222.

4- Altawel, L. & Shaheen, S. (2014). Testing the Relevance-Value of Accounting Earnings and Book Share-Value on Damascus Stock Exchange. *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series*, 36(1), 323-340.

5- Amir, E., Harris, T. S., & Venuti, E. K. (1993). A comparison of the value-relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.

6- Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2019). The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?. *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 12(1), 1-21.

7- Badawi, H. (2019).Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Comparative Study on Egyptian and Saudi Listed Companies. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 3(1), 345-402.

8- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2000). The Relevance of Value Relevance Research. *the 2000 Journal of Accounting & Economics conference* .

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

10- Beisland, L. A. (2008). Essays on the value relevance of accounting information.

11- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2 (1), 7–27.

12- Burke, Q. L., & Wieland, M. M. (2017). Value relevance of banks' cash flows from operations. *Advances in accounting*, 39, 60-78.

13- Camodeca, R., Almici, A., & Brivio, A. R. (2014). The value relevance of accounting information in the Italian and UK stock markets. *Problems and Perspectives in Management*, (12, Iss. 4 (contin. 2)), 512-519.

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

15- Kaire, k. o. & Nduruchi,G.(2020). clean surplus accounting theory in practice. *International Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom* , 2348 ,0386 Vol. VIII, Issue 7, July.

16- Khanagha, J. B. (2011). Value relevance of accounting information in the United Arab Emirates. *International Journal of Economics and Financial* Issues, 1(2), 33-45.

17- Khanna, M. (2014). Value relevance of accounting information: An empirical study of selected Indian firms. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 4(10), 1-6.

18- Kwon, G. J. (2018). The value relevance of accounting information: Focusing on US and China. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(6), 1-11.

19- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2018). Value relevance of earnings and book value of equity: Evidence from Malaysia. Global Business Management Review, 10(2), 19-40.

20- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1651623.

21- Nshwan, I. & Altawel, I.(2016). The Impact of Global Financial Crisis on the Future of Accounting Information Reliability to rationalize decisions making -Experts Point of View. *IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0*, 24(4), 99-121.

22- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation, contemporary accounting research.

23- Omokhudu, O. O., & Ibadin, P. O. (2015). The value relevance of accounting information: Evidence from Nigeria. *Accounting and Finance Research*, 4(3), 20-30.

24- Ota, K. (2001). The impact of valuation models on value-relevance studies in accounting: A review of theory and evidence. Available at SSRN 280873.

25- Perveen, S. (2019). The Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Analysis of Banking Sector of Pakistan. *Journal of Marketing and Information Systems*, 2(1), 10-17.

26- Ragab, N. S., & El-Chaarani, H. (2018). The Value-Relevance of Operating Cash Flow: Comparative Study of Banks' Listed on the Egyptian and Beirut Stock Exchanges. *El-CHAARANI H. and Shaker*, (2018).

27- Shamki, D., & Rahman, A. A. (2011). Net income, book value and cash. flows: The value relevance in Jordanian economic sectors. *International Journal of Business and Social Research*, 1(1), 123-135.

28- Wineon, A. (2018). **The Relevance of operating profits and book value to share prices (An applied study in the sample of the banks listed in the Iraq Stock Exchange**. Research submitted for master's degree, Accounting Department. Al-Qadisiyah University.