رؤية تحليلية لنماذج قياس وتقييم ملاءمة القيمة في إطار الجهود البحثية الرائدة مع دليل تجريبي موسع من الحالة المصرية: دراسة نماذجية

إعداد

د. طارق إبراهيم صالح سعادة

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة المنوفية

tarek_saadah@yahoo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الخامس - العدد الثاني – الجزء الثاني - يوليو ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

سعادة، طارق إبراهيم صالح (٢٠٢٤). رؤية تحليلية لنماذج قياس وتقييم ملاءمة القيمة في إطار الجهود البحثية الرائدة مع دليل تجريبي موسع من الحالة المصرية: دراسة نماذجية، **المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية**، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٥(٢) ج٢، ١٧٣-٢٨٤.

رابط المجلة: https://cfdj.journals.ekb.eg/

رؤية تحليلية لنماذج قياس وتقييم ملاءمة القيمة في إطار الجهود البحثية الرائدة مع دليل تجريبي موسع من الحالة المصرية: دراسة نماذجية

د. طارق إبراهيم صالح سعادة

مستخلص البحث

يتناول هذا البحث دراسة وتحليل الجهود البحثية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة وذلك من خلال منهجية تحليلية متكاملة تستند على المنهجيتين الاستنباطية والاستدلالية. إذ تم الاستناد على المنهج الاستنباطي في صياغة الإطار التنظيري النماذجي لهذا البحث وصولاً إلى صياغة فروضه. في حين تم الاستناد على المنهج الاستدلالي – الاستنتاجي في اختبار تلك الفروض، وذلك بالتطبيق على مائتين وواحد شركة مصرية، وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٢م، وبالاستناد على ألف ومائة وتسعة عشر مشاهدة تحليلية.

يشتمل هذا البحث على خمسة أقسام رئيسية. يتناول القسم الأول منها الإطار المنهجي للبحث وخلفيته العلمية، ويتناول القسم الثاني الإطار المفاهيمي لملاءمة القيمة في الفكر المحاسبي، بينما تناول القسم الثالث منهجية الدخل المتبقي لـ James A. Ohlson (1995) كأساس فكري لدراسات ملاءمة القيمة الرائدة. في حين اشتمل القسم الرابع على عرض وتحليل نماذج قياس وتقييم ملاءمة القيمة في إطار الجهود البحثية الأمريكية الرائدة وذلك في إطار العرض النماذجي التفصيلي لما ورد بتلك الدراسات، واشتمل القسم الخامس والأخير من هذا البحث على الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية.

يستند الدليل التجريبي لهذا البحث على النموذج الوارد بدراسة Barth et al. (1999) ويعد من النماذج الأمريكية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة، والذي يتناسب مع واقع الحال في بيئة الأعمال المصرية، ومع تطوير النموذج من خلال اشتقاق متغير تنبؤات المحللين الماليين وتضمينه في النموذج. إذ لم يتناول النموذج الأصلي تلك التنبؤات. ويستند النموذج في جميع إجراءاته التحليلية على التحليل القطاعي الأحادي One Section Analysis – قطاع تلو الآخر - وليس التحليل تداخلي القطاعات Cross Section Analysis.

تحددت النتيجة الرئيسية لهذا البحث في توافر ملاءمة القيمة في الحالة المصرية. إذ بلغ مقدار متوسط القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في النموذج الأول المستند على المتغيرات التفسيرية التالية: القيمة الدفترية، والأرباح غير العادية، والاستحقاقات، وتنبؤات المحللين الماليين ٥٧,٩٪، بينما بلغ ذات المقدار في النموذج الثاني والمستند على: القيمة الدفترية، والأرباح غير العادية، والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، وتنبؤات المحللين الماليين ٥٨,١٣٪، وبما يقدم الدليل على الأفضلية النسبية الطفيفة للتدفقات النقدية مقارنة بالاستحقاقات.

أوصى الباحث بالمزيد من الجهود البحثية التجريبية في الحالة المصرية وذلك لقياس وتقييم ملاءمة القيمة، وذلك في إطار التطبيق المكتمل لمنهجية الدخل المتبقي لـ Ohlson، والالتزام بالتقييم التجريبي لما ورد في تلك المنهجية من معلمات معيارية لتحديد مستوى صلاحية الرؤى المعيارية الواردة بتلك المنهجية.

الكلمات الدالة: ملاءمة القيمة، القدرة التفسيرية، الديناميكية المعلوماتية.

١/١: القسم الأول: الإطار المنهجي للبحث وخلفيته العلمية:

تعد دراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم من المجالات البحثية التراثية في الأدب المحاسبي، والتي بدأت منذ مطلع الثلاثينيات ثم تطورت بصورة ملحوظة خلال فترة الستينيات، وذلك بفعل تأثير التقدم الملحوظ في آليات التحليل الإحصائية خلال هذا العقد. ولم تتوقف دراسة تلك العلاقة حتى وقتنا الحالي (e.g., Ashley, 1962; Miller and Modigiliani, 1966; Benston, 1967; Ball and Brown, 1968, Beaver, 1968)، فهي ليست بالقديم المهجور وليست بالجديد المستحدث، وإنما تظل دوماً محلاً للجدل والتباحث. تلك العلاقة التي تم الاعتياد على إطلاق مصطلح ملاءمة القيمة عليها Value Relevance والمحددة بقدرة المعلومات المحاسبية على توفير الدعم الكافي لمتلقي التقارير المالية لتقدير وتقييم القيمة السوقية للشركات (Amir et al., 1993)، وبالتالي دعم هؤلاء المستثمرون سواء الحاليين أو المرتقبين في صناعة قراراتهم الاستثمارية. سواء باستمرار حيازتهم للسهم أو التخلي عنه، وتوجيه استثماراتهم نحو مصادر استثمارية بديلة.

إن الهدف الأساسي لدراسات ملاءمة القيمة هو التحري عن قدرة المعلومات المحاسبية على إمداد المستثمرين الحاليين، والمرتقبين، برؤية تنبؤية حول التدفقات المستقبلية المرتبطة بالأسهم، وقد اعتمد ذلك التوجه البحثي على سعر السهم وعائده كمتغيرين تابعين، وعدد من المتغيرات المحاسبية كمتغيرات مستقلة تفسيرية، سواء متغيرات قائمة المركز المالي أو متغيرات قائمة الدخل والمعروف بالمدخل الاستحقاقي Accrual Approach، أو متغيرات قائمة التدفقات النقدية والمعروف بـ Cash Approach، وتعد المعلومات المحاسبية ملاءمة اذا توافرت علاقة ذات دلالة معنوية بين مؤشراتها وسعر السهم وعائده (e.g., Kothari, 2001; Beaver, 2002). وهو ما تم الاعتياد البحثي على تسميته القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية Explanatory Power، والتي يتم التعبير عنها إحصائياً بمعامل التحديد R^2.

لم تتوقف دراسات ملاءمة القيمة عند حدود المعلومات المحاسبية فقط. إذ أنه وبمرور الوقت وتطور الحركة البحثية ظهرت الحاجة إلى ضرورة الاعتماد على مزيج معلوماتي يجمع بين المعلومات المحاسبية والمعلومات السوقية وفي بعض الأحيان مؤشرات الاقتصاد الكلي. وعليه قد نجد دراسات قد توقفت عند حدود المعلومات المحاسبية فقط (e.g., Collins et al , 1997; Francis and Shipper, 1999; Landsman and Maydew, 2002; Hand and Landsman, 2005)، ودراسات جمعت بين مزيج يضم المعلومات المحاسبية والمعلومات السوقية (e.g., Dontoh et al., 2005; Beaver et al., 2008; Holler, 2008; Maditinos et al, 2009)، ودراسات وسعت نطاق البحث ليضم المزيج من المعلومات المحاسبية والسوقية ومؤشرات إقتصادية (e.g., Anandarajan and Hasan, 2003).

ويضاف لذلك أيضاً دراسات تناولت تأثير المزج بين المعلومات المحاسبية التقليدية " مؤشرات الربحية والقيمة الدفترية " وبعض المتغيرات ذات الطبيعة المتفردة والتي يعد بعضها من مشتملات القوائم المالية ، وذلك من خلال تضمين تلك المتغيرات في نموذج التقييم كمتغيرات تفسيرية، كالمزج بين المعلومات المحاسبية التقليدية ورأس المال الفكري (e.g., Nuryman, 2015; Sisodia et al, 2021)، أو المزج بين تلك المعلومات وهيكل رأس المال (e.g., Njagi et al., 2017; Sampurna and Romawati, 2019; Sudiyanto et al., 2021; Almomani et al., 2022) أو المزج بينها والقيمة الاقتصادية المضافة (Teker and Alp, 2018) أو المزج بين تلك المعلومات ومستوى الالتزام بمعايير السلامة البيئية (Satrio and Kunto, 2020) وكذلك من خلال تضمين متغير رأس المال غير الملموس " المعرفة – المنتجات المتفردة " (Belo et al., 2019) أو من خلال تضمين متغير مستوى الالتزام بتطبيق آليات الحوكمة (Subanidja et al., 2016) وكذلك من خلال تضمين بعض السمات المالية المستحدثة كالنقدية المُحتفظ بها (Anton and Nucu, 2019) ، ويضاف لذلك تضمين تأثير الأزمات الكونية الصحية " الجائحات " ومثال ذلك تأثير فيروس كورونا المستجد على قيمة الشركات (Salah and Pumphrey, 2022).

وقد ظلت مؤشرات القيمة الدفترية والربحية متغيرات تقليدية في مجال دراسات ملاءمة القيمة (Beaver, 2002)، ومع ظهور ملحوظ لمؤشرات التدفقات النقدية وبخاصة التدفقات من أنشطة التشغيل (e.g., Sloan, 1996; Barth, 1999; Barth et al., 2004; Kumar and Krishnan, 2008)، ثم بدأت المتغيرات السوقية في الظهور شيئاً فشيئاً، والتي يأتي في مقدمتها: حجم التداول، ومعدل سيولة السهم، وكذلك المتغيرات التي تجمع بين المعلومات المحاسبية والسوقية والعاكسة لسمات السهم، والتي يأتي في مقدمتها: معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية، ومضاعف ربحية السهم (e.g., Lopez, 2002; Maditinos et al, 2009; Anandarajan and Hasan, 2003)، ومع تطور النماذج التحليلية بدأت في الظهور وعلى استحياء المتغيرات المعبرة عن الاقتصاد الكلي ومنها: معدل التضخم، وسعر الفائدة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وقد ظهرت تلك المتغيرات في بعض من الدراسات التي تناولت تقييم ملاءمة القيمة في المؤسسات المالية، وبخاصة البنوك (e.g., olalere et al., 2021).

لم تكن دراسات ملاءمة القيمة احتكاراً لنوع معين من الأسواق المالية، فقد ظهرت وبكثافة في مختلف الأسواق المالية المتقدم منها Advanced Market، والناشيء " الواعد" Emerging، وحتى الضعيف (Kothari, 2001; Beaver, 2002). فالجهود البحثية قد وجدت في هذا المجال البحثي ضالتها الأساسية، وهو تقديم الدعم الكافي للعديد من الأطراف ذات الصلة ومنهم المستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين، ومخططي ومصدري المعايير المحاسبية، وكذلك الجهات التنظيمية القائمة على إدارة الأوراق المالية.

ومع تلك الكثافة البحثية في مجال دراسات ملاءمة القيمة ظهرت ثلاث دراسات فقط بوصفها دراسات مرجعية استندت على الحصر والتحليل ويتوافر بها قدر كبير من الموثوقية بفضل الدوريات العلمية المنشورة بها من ناحية، وتاريخ مؤلفيها من ناحية أخرى، وتتحدد تلك الدراسات في دراسة Lev and Ohlson (1982)، ودراسة Kothari (2001)، ودراسة Beaver (2002). إذ تتصدر تلك الدراسات الثلاثة المشهد البحثي بوصفها الأكثر ريادة في مجال الدراسات المرجعية ذات الصلة بملاءمة القيمة، وتلك الدراسات الرائدة الثلاثة توقفت في حدود عرضها وتحليلها على التصنيف والربط والاستنتاج، ولكنها لم تتطرق إلى العرض التفصيلي للنماذج التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة. إذ تعد تلك المحاولات التجريبية الرصينة بمثابة آلية التوجيه والإرشاد الرئيسية في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة. وبخاصة الجهود التجريبية التي تناولت التقييم التجريبي لمنهجية Ohlson (1995) المعيارية Normative في الواقع التجريبي (e.g., Dechow et al., 1999; Hand and Landsman, 1999; Myers, 1999). إذ لم تتناول دراسة واحدة وفي حدود علم الباحث والمادة العلمية التي توافرت له العرض والتحليل التفصيلي لتلك الجهود التجريبية الرائدة ذات الصلة بقياس وتقييم ملاءمة القيمة.

<u>وبناءً على ما سبق</u> ؛ تتحدد مشكلة هذا البحث في توفير الإجابة عن التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يمكن تناول الجهود التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية بالعرض التحليلي النماذجي التفصيلي، وبما يمكن من توفير رؤية تفصيلية ممنهجة للإجراءات التحليلية الواجب اتباعها عند تبني وتجريب ما ورد بتلك الجهود البحثية، وتوظيفها في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة تطبيقاً على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبناءً على هذا التحديد للمشكلة البحثية يمكن تحديد <u>مبررات تناولها في</u>: عدم توافر دراسات تناولت تلك الجهود التجريبية بالعرض التفصيلي النماذجي المُجمع في دراسة واحدة - وذلك في حدود علم الباحث - وبعد عملية مسح تنظيري موسع لكافة أبعاد المشكلة البحثية، وكذلك بعضاً من أوجه القصور التي نالت من الجهود البحثية العربية عموماً والمصرية على وجه الخصوص والتي تنسب أدلتها التطبيقية دوماً إلى منهجية Ohlson (1995; 1999) في الوقت الذي لم تلتزم فيه تلك الدراسات بالإجراءات الممنهجة التحليلية التي وردت في تلك المنهجية الرائدة، ومع غياب الالتزام بكافة القيود الملزمة التي نصت عليها تلك المنهجية. ولا يعد هذا الاستشهاد التطبيقي غير الدقيق قاصراً على الجهود البحثية العربية بل يمتد ليصبح أقرب لظاهرة بحثية عالمية (e.g., Alfaraih and Lanezi, 2001; Khanagha, 2001; Anandarajan and Hasan, 2003; Elshamy and Kayed,

2005; Ben Ayed and Abaoub, 2006; Ragab and Omran, 2006; Hassan et al., .2009; Omran, 2009)

وعليه ؛ يتحدد الهدف الرئيسي لهذا البحث في توفير رؤية نماذجية متكاملة من واقع الجهود التجريبية الرائدة، وذلك لقياس وتقييم الملاءمة التقييمية للمعلومات المحاسبية، وبما يوفر للجهود البحثية التي تأتي تالياً أساس منهجي منضبط لقياس تلك القيمة، ويضاف لذلك الحد من أوجه الغموض الكثيرة التي تحيط بمنهجية Ohlson في تقدير القيمة، وبما يكفل التطبيق التجريبي المنضبط لتلك المنهجية. إذ أن الجهود التجريبية الرائدة ذاتها اختلفت فيما بينها حول تطبيق تلك المنهجية، ويترتب على تحقيق تلك الأهداف بيان أهمية هذا البحث والمتمثلة في توفير هيكلة إجرائية منضبطة لقياس وتقييم ملاءمة القيمة.

ولتوفير الإجابة عن التساؤل الرئيسي لهذا البحث تم تبني منهجية تحليلية تستند على الأسلوب الاستنباطي Deductive والأسلوب الاستدلالي الاستنتاجي Inductive. إذ يتم توظيف الأسلوب الاستنباطي لعرض وتحليل جهود السابقين الرائدة في إطار عرض قياسي نماذجي تفصيلي، وبما يمكن من توفير رؤية متكاملة عن المحتوى العلمي لتلك الدراسات، وبما يوفر الأساس العلمي لصياغة الفرض الرئيسي لهذا البحث. في حين يتم توظيف الأسلوب الاستدلالي الاستنتاجي لاختبار هذا الفرض، وذلك بالتطبيق على ٢٠١ شركة مصرية تنتمي لثمانية عشر قطاعاً هي المكونة للهيكل التنظيمي للبورصة المصرية، وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٢م، وبالاستناد على ١١١٩ مشاهدة تحليلية. وفي إطار المنهجية التجريبية لـ Barth et al. (1999) ومع تطوير تلك المنهجية من خلال إضافة متغير تنبؤات المحللين الماليين. إذ لا تشتمل تلك المنهجية على هذا المتغير.

وقد انتهى الشق التطبيقي التجريبي لهذا البحث إلى توافر ملاءمة القيمة في الحالة المصرية، وذلك في كل من نموذجي التحليل، إذ بلغ مقدار متوسط القدرة التفسيرية للنموذج الأول المستند على المتغيرات التفسيرية التالية: القيمة الدفترية، والأرباح غير العادية، والاستحقاقات، وتنبؤات المحللين الماليين ٥٧,٩٪، بينما بلغ مقدار متوسط القدرة التفسيرية للنموذج الثاني والمتضمن ذات المتغيرات الواردة بالنموذج الأول ومع استبدال متغير الاستحقاقات بمتغير التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل ٥٨,١٣٪، وبما يوفر الدليل على الأفضلية النسبية الطفيفة للتدفقات النقدية مقارنة بالاستحقاقات، وقد جاء النموذج الأكثر تفسيراً النموذج الخاص بقطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية بقدرة تفسيرية ٩٣,٦٪ في النموذج الأول، و ٩٣,٥٪ في النموذج الثاني، بينما جاء النموذج الأقل تفسيراً النموذج الخاص بقطاع العقارات وذلك بواقع ٠,٠١٪ في النموذجين، ومع ظهور متميز للنموذج الخاص بقطاع البنوك، إذا بلغ في النموذج الأول ٧٨,٨٪، بينما بلغ في النموذج الثاني ٨١,٣٪. ووفر البحث الدليل على أن معلمة Ohlson المعيارية للتقييم α_2 لا تنطبق على الحالة المصرية، وذلك في إطار التقييم التجريبي لتلك المعلمة.

ويشتمل الجزء المتبقي من هذا البحث على التأصيل التنظيري والتجريبي للمشكلة البحثية، وذلك من خلال الأقسام التالية:

٢/١: القسم الثاني: الإطار المفاهيمي لملاءمة القيمة وأبعادها الرئيسية.

٣/١: القسم الثالث: منهجية الدخل المتبقي لـ Ohlson كأساس منهجي للجهود البحثية الرائدة.

٤/١: القسم الرابع: عرض وتحليل الجهود التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة وفق منهجية نماذجية.

٥/١: القسم الخامس: الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية.

وتفصيلات تلك الأقسام على النحو التالي.

٢/١: القسم الثاني: الإطار المفاهيمي لملاءمة القيمة وأبعادها الرئيسية:

يعد مصطلح ملاءمة القيمة Value Relevance من المفاهيم البحثية المعتادة في الأدب المحاسبي ذات الصلة بنظرية القيمة والتقدير Valuation Theory، وتعد دراسة Amir et al. (1993)[1] أول من أطلقت هذا المصطلح للدلالة على دور المعلومات المحاسبية في صناعة قرارات متلقي التقارير المالية، وبخاصة في مجال التقييم وتفسير التغيرات الحادثة في أسعار الأسهم، وبالتالي التغيرات في القيمة السوقية للشركات، وما يتصل بتلك القيمة من عوائد الأسهم سواء العوائد العادية أو غير العادية، وقد تواترت الجهود البحثية تالياً على الاعتماد على هذا المصطلح للتعبير عن القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في تفسير تغيرات أسعار الأسهم (e.g., Beaver, 1998; Barth et al., 1999; Brown and Lys, 1999; Kothari, 2001).وعليه فإن ملاءمة القيمة تعني دور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة السوقية للشركات وذلك من خلال منهجية تحليلية تمكن من تحقيق الترابط الديناميكي بين تلك المعلومات وأسعار الأسهم. ويتصل هذا المفهوم بالعديد من الأبعاد ذات الصلة، والتي لا يسع هذا البحث لتناولها على وجه الحصر، ولكنه سيقتصر في العرض والتحليل على ثلاثة فقط من تلك الأبعاد الرئيسة، والتي يرى الباحث أنها تعد الأكثر تأثيراً على ملاءمة القيمة، وتتحدد تلك الأبعاد الثلاث في: التزامنية المعلوماتية، وكفاءة سوق الأوراق المالية، والمعايير المحاسبية، وتفصيلات تلك الأبعاد على النحو التالي.

١/٢/١: البُعد الأول: التزامنية :

يقصد بالتزامنية Timeliness مستوى الاتساق الزمني بين تدفقات المعلومات وأسعار الأسهم، فالمصادر المعلوماتية ذات الصلة بالتأثير في أسعار الأسهم بينها تفاوت زمني ملحوظ. إذ أن البيانات السوقية كأسعار الأسهم ذاتها وحجم التداول ومعدل سيولة السهم تعد من المصادر المعلوماتية التزامنية بطبيعتها. بل أنها المصادر المعلوماتية كاملة التزامن، ويأتي بعدها مصادر معلوماتية أقل تزامناً، ولكنها أسرع وتيرة مقارنة بالمعلومات المحاسبية والتي يأتي في مقدمتها: تنبؤات المحللين الماليين الصادرة من مكاتب ذات موثوقية، وكذلك النشرات الدورية المتخصصة، والإصدارات المهنية ذات الطابع الرسمي والصادرة عن هيئات البورصات المالية ، وكذلك عملية التبادل المعلوماتي بين المتعاملين بالبورصة، والتسريبات المعلوماتية وبغض النظر عن مستوى مصداقيتها، وكافة تلك المصادر أسرع وتيرة وتكراراً من المعلومات المحاسبية، وبالشكل الذي يثير قضية التزامنية Timeliness (e.g., Kothari, 2001, Barth et al., 1998;1999;2005). فسعر السهم يومي ونتاج تفاعل العديد من العوامل المتشابكة والتي تُصيغ في النهاية حجم العرض والطلب وما يتصل بهما من حجم التداول وصولاً إلى تسعير السهم.

تفتقد المعلومات المحاسبية لعنصر التزامنية لأنها وبطبيعتها فترية. فقد تكون ربع سنوية أو نصف سنوية وفي جميع أحوالها تكون سنوية، وعلى النقيض من ذلك تتوافر تلك التزامنية في المصادر

---

[1] **استقرت غالبية الدراسات ذات الموثوقية أن الدراسة المشتركة لكل من Amir, Harris and Venuti (1993) هي الدراسة الأولى التي استخدمت هذا المصطلح للتعبير عن العلاقة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم ، وقد ذُكر ذلك نصاً بدراسة Beaver (1998, P. 116). وقد اختلفت تراجم هذا المصطلح إلى اللغة العربية فمنهم من أطلق عليه: الملاءمة القيمية ، ومنهم من أطلق عليه الملاءمة التقييمية ، ومنهم من ترجمه وفق مضمونه وأطلق عليه: الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية ، وفي هذا البحث المصطلح المستخدم هو: ملاءمة القيمة.**

المعلوماتية الأخرى بخلاف تلك المعلومات، وبالقدر الذي يفقد المعلومات المحاسبية الكثير من المزايا التنافسية في مواجهة تلك المصادر. إذ توصلت دراسة سعادة (٢٠٢١) على سبيل المثال لا الحصر في معرض مقارنتها بين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية والقدرة التفسيرية للبيانات السوقية إلى أنه في الوقت الذي لم تتجاوز فيه القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية حاجز الـ ٤٣٪ في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، والتابعة لقطاع التشييد والبناء فإن القدرة التفسيرية لأسعار الأسهم اليومية قد بلغت ٩٧٪، وبالشكل الذي يبين حجم تأثير إشكالية التزامنية على تقدير القيمة السوقية للشركات. وقد أيدت العديد من الدراسات الأخرى تلك الرؤية والمتعلقة بأن تزايد عنصر التزامنية في المعلومات يكون مصحوباً بتزايد القدرة التفسيرية لتلك المعلومات، وقد اشتملت الدراسة المرجعية لكل من Majid and Mir (2018) على حصر أقرب للشامل للجهود البحثية التي تناولت تأثير المصادر المعلوماتية التزامنية على أسعار الأسهم، ومع التركيز على الجهود البحثية التي وظفت سلوك الأسهم في الماضي للتنبؤ بذات السلوك في المستقبل.

وعلى ذلك وبسبب تلك الإشكالية قام Ohlson (1995) في منهجيته الرائدة حول القيمة بإفراد الكثير من الحديث حول تلك الإشكالية، وكيفية التغلب عليها ليس بواسطة التقارير المالية إذ لا يمكن جعلها تزامنية، ولكن من خلال المنهجية التحليلية التي يتم الاستناد عليها لتحقيق هذا الربط بين المعلومات المحاسبية اللاتزامنية وأسعار الأسهم التزامنية. إذ قام Ohlson بطرح مصطلح كان جديداً بالكلية في الفكر المحاسبي ولكنه لم يكن بالجديد المستحدث في مجال تحليل السلاسل الزمنية Time Series Analysis وهو مصطلح الديناميكية المعلوماتية Information Dynamics، ويتحدد مضمون هذا المصطلح بكون استقرار المعلومات المحاسبية عبر الزمن قد يعني أن توظيف تلك المعلومات لتقدير القيمة السوقية لأسعار الأسهم في أي توقيت يكون ملائم ويمكن الاستناد عليه في التنبؤ، وبالشكل الذي يحد من إشكالية غياب تزامنية المعلومات المحاسبية، وعليه ؛ إذا ما كانت المعلومات المحاسبية قادرة على التنبؤ بذاتها عبر الزمن فإنها صالحة للاستناد عليها في التنبؤ بأسعار الأسهم، وعلى ذلك ليس بالأمر المستغرب انتقال القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية من الحيز الضيق قبل Ohlson إلى مقادير كان من الصعب الوصول إليها قبله. إذ انتقلت من حيز ٥-١٧٪ في أحسن التقديرات إلى نطاق ٨٠-٩٠٪، وذلك يرجع في جزء أصيل منه إلى الحد من إشكالية التزامنية (Kothari, 2001; Beaver, 2002).

كما أضاف Ohlson لعنصر الديناميكية المعلوماتية كآلية لحل إشكالية التزامن عنصراً آخر، والمتمثل فيما يعرف بالمعلومات الأخرى، وهي تلك المعلومات التي يتوقع الباحث أنها قد تكون مدعمة للمعلومات المحاسبية في مجال تقدير القيمة السوقية للشركات، وقد استقرت الجهود التجريبية تالياً على أن " تنبؤات المحللين الماليين " من أفضل المتغيرات المُعبرة عن المعلومات الأخرى (Dechow et al., 1999)، والتنبؤات بطبيعتها أكثر تزامنية مقارنة بالمعلومات المحاسبية، وعلى ذلك فقد استند Ohlson على آليتين لحل إشكالية التزامنية. إذ تمثلت الآلية الأولى في الديناميكية المعلوماتية. في حين تمثلت الآلية الثانية في المتغيرات الإضافية المندرجة تحت توصيف " المعلومات الأخرى ".

٢/٢/١: البُعد الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية:

كانت كفاءة سوق الأوراق المالية محلاً للكتابات الأكاديمية وذلك منذ مطلع الثلاثينيات (e.g., Cowles, 1933; Kendall, 1933) إذ أقرت تلك الجهود البحثية المبكرة بأن سلوك سعر السهم عشوائي بالسوق الأمريكي، وبالشكل الذي لا يمكن من الاستناد على سلوك سعر السهم في الماضي للتنبؤ بذات السلوك في المستقبل، وقد ظلت تلك الجهود البحثية هي الأساس التنظيري لكفاءة سوق الأوراق المالية وذلك حتى مطلع الستينيات ، وقد ظهر عقد الستينيات بوصفه أكثر الفترات الزمنية

التي شهدت صياغة علمية متكاملة للافتراضات التي يقوم عليها السوق الكفء، وكانت كتابات Fama (1965; 1969; 1970) هي الأكثر ثراءً في تلك الحقبة التاريخية وتعد من المرجعيات الرائدة في هذا المجال.

وقد حددت عدة من الكتابات الرائدة في مجال التمويل السمات الأساسية الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية الكفء (e.g., Cowles, 1933; Kendall, 1933; Alexender, 1961; Fama, 1965)، وقد جاء في مقدمة تلك السمات: أن سعر السهم يعكس كافة المعلومات المتاحة، وأن كافة المعلومات ذات الصلة متاحة لجميع الأطراف وفي ذات التوقيت وبنفس الكثافة والنوعية، وأن المعلومات يمكن الحصول عليها في جميع الأوقات إما بدون تكلفة أو بتحمل تكلفة إضافية لا تؤثر على شريحة عريضة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وأن سعر السهم يتأثر تلقائياً بأية معلومات إضافية جديدة، وكذلك فإن سلوك سعر السهم في الماضي لا يمكن الاستناد عليه للتنبؤ بذات السلوك في المستقبل، وذلك لأن سلوك سعر السهم عشوائي، وذلك للتغير المستمر والدائم في العوامل المسئولة عن تقدير هذا السعر، ويضاف لذلك أيضاً أن جميع المتعاملين في السوق يمتلكون ذات الفرصة في الحصول على عوائد إضافية. إذ يتسم السوق بالعدالة والشفافية. ولا يمكن لفئة معينة من تحقيق عائد يفوق العائد التوازني للسوق.

وبطبيعة الحال من الصعوبة بمكان توافر تلك الافتراضات مجتمعة في أكثر الأسواق المالية تقدماً، ولكنها تتوافر بمستويات متنوعة وبحسب العديد من المحددات، والتي يأتي في مقدمتها: النظام الاقتصادي المتبع في الدولة وبما يشتمله هذا النظام من استراتيجيات وسياسات وآليات، ومستوى التقدم الاقتصادي، ومراحل تطوره، والمستوى التنظيمي لسوق المال عموماً والبورصة على وجه التحديد، وكذلك مستوى الاستقرار السياسي ومساحة الحريات المتوافرة، والتصنيف الدولي للشفافية ومستويات الفساد (Fama, 1997)، ولكن يمكن تصنيف الأسواق المالية من منظور تلك الافتراضات إلى ثلاثة مستويات من الأسواق المالية (Fama, 1965)، وموجزها على النحو التالي:

- الأسواق المالية ذات الكفاءة القوية Strong EMH: هي تلك الأسواق التي يعكس فيها سعر السهم كافة المعلومات سواء تلك المعلومات العامة المعروفة لشريحة عريضة من المتعاملين في البورصة أو المعلومات الخاصة المتاحة للأطراف الداخلية بالشركة، وبعضاً من الأطراف الخارجية ذات الصلة، ومثال ذلك: تطوير منتج قائم أو استحداث منتج جديد أو قرارات إعادة هيكلة سواء مالية أو تشغيلية أو تآلفات استراتيجية....إلخ، وهي أسواق يتوافر بها غالبية الافتراضات السابق عرضها، والتي يؤدي توافر غالبيتها إلى أن سعر السهم وفي أي نقطة زمنية يعكس كافة المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين ببورصة الأوراق المالية، وبالشكل الذي يجعل سلوك سعر السهم عشوائي ولا يمكن التنبؤ به من خلال نموذج محدد، وبالتالي يصعب المضاربة في هذا النوع من الأسواق ؛ وذلك لسببين: العدالة المعلوماتية، والسلوك العشوائي لسعر السهم، وبالشكل الذي يؤدي في النهاية إلى تسعير السهم بصورة عادلة أو أقرب إلى العدالة، ومن المُفترض في هذا المستوى من الكفاءة عدم قدرة أي من المتعاملين في البورصة على تحقيق عائد يفوق العائد التوازني المعتاد. ويتوافر هذا النوع من الأسواق في الكثير من الدول ومنها على سبيل المثال لا الحصر الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمملكة المتحدة واليابان.
- الأسواق المالية البينية " شبه القوية " Semi Strong EMH: هي تلك الأسواق التي يعكس فيها سعر السهم كافة المعلومات عامة التداول وسواء كانت تاريخية أو جارية أو حتى لحظية، ولكنه لا يعكس المعلومات المتاحة للأطراف الداخلية إلا إذا تحول توصيفها إلى عامة التداول، وهي أسواق يتوافر بها بعضاً من فرضيات السوق الكفء. إذ لا يقتصر الاستحواذ

المعلوماتي على فئة محددة بعينها، ولكن يمتد ذلك الاستحواذ المعلوماتي للعديد من الأطراف، وبالشكل الذي يؤدي إلى تحويل المضاربة إلى صراع بين طرفين أو أكثر، وبالقدر الذي يؤدي في النهاية إلى تسعير السهم بصورة لا يمكن توصيفها بالعادلة، ولكنها في ذات الوقت لا يمكن توصيفها بالجائرة " تسعير السهم بصورة تفوق أو تقل عن قيمته العادلة بصورة ذات وزن نسبي "، وفي هذا المستوى من الكفاءة قد يحقق بعض المتعاملين في البورصة عوائد تفوق العائد التوازني والناتج من استغلال بعضاً من المعلومات الداخلية قبل أن تتحول إلى معلومات عامة التداول. وهذا المستوى من الكفاءة يتوافر في البورصات المالية الصاعدة - الناشئة " الواعدة " Emerging Market، وخير مثال لهذا النوع من الأسواق دول جنوب شرق أسيا كالسوق الماليزي والإندونيسي والتايلاندي، ومن القارة اللاتينية البرازيل، ومن المنطقة العربية الإمارات العربية المتحدة ومن أوروبا بولندا.

- الأسواق المالية ذات الكفاءة الضعيفة Weak EMH: هي تلك الأسواق التي يعكس فيها سعر السهم كافة المعلومات التاريخية بصورة تامة. والمقصود بتلك المعلومات التاريخية أسعار الأسهم الماضية وكذلك حجم التداول إلى غير ذلك من البيانات السوقية. إذ يفترض هذا الشكل أنه لا يوجد معلومات إضافية جديدة قد تؤثر على سعر السهم، وبالقدر الذي يمكن معه الاستناد على سلوك السهم في الماضي للتنبؤ بسلوكه في المستقبل. إذ لا يسلك سعر السهم مسلك عشوائي. وهي أسواق لا يتوافر بها غالبية الافتراضات السابق عرضها، وبخاصة فرضية العدالة المعلوماتية، وبالشكل الذي يمنح الفرصة لشريحة محددة من المتعاملين في البورصة للاستحواذ على معلومات مستقبلية محددة، وبالشكل الذي يجعل المضاربة من السمات الأساسية لهذا النوع من الأسواق المالية. ويتوافر هذا المستوى من الكفاءة في غالبية دول العالم الثالث والتي بها بورصات مالية ما زالت في طور النشأة ولم تصل بعد إلى مرحلة النضج.

وبغض النظر عن الأحاديث الأكاديمية المطولة في تلك الجزئية، يتم اختبار تصنيف السوق إلى أي من التصنيفات الثلاثة بصورة نماذجية Modeling من خلال تتبع أسعار الأسهم في عينة موسعة من الشركات المقيدة بالبورصة، وذلك عن فترات زمنية طويلة ولكل شركة على حدة منها، فإذا كانت الغلبة للشركات التي يسلك فيها سعر السهم مسلك عشوائي تم تصنيف البورصة بالقوية، أما إذا كانت الغلبة للشركات التي يتبع فيها سعر السهم سلوك محدد ويمكن نمذجته كان السوق ضعيف، وفي الحالة التي لا تكون فيها الغلبة للسلوك العشوائي أو السلوك المحدد يتم تصنيف السوق في تلك الحالة بأنه سوق بيني " شبه قوي " (Kendall, 1933; Fama, 1965; 1997; Malkiel, 2003)، وفيما يتعلق بالحالة المصرية قدمت العديد من الجهود البحثية الدليل على توصيفه بأنه " سوق غير كفء " إذ لا تسلك فيه أسعار الأسهم المسلك العشوائي. (لبدة، ١٩٩٦م ؛ عبد اللطيف، ٢٠٠١م)

لا تعد ملاءمة القيمة بمعزل عن مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية ومستوى تنظيم هذا السوق. إذ تتأثر تلك الملاءمة على نحو ملحوظ بمستوى كفاءة سوق الأوراق المالية (e.g., Sloan, 1996; Barth et al, 1998; Kothari, 2001;Schieble, 2006, Ragab and Omran, 2006; Lev et al., 2008)، حيث تتزايد تلك الملاءمة في الأسواق المالية الأقل كفاءة، بينما تنخفض في الأسواق المالية الأعلى كفاءة (Kothari, 2001; Beaver, 2002).

وقد تناولت الجهود البحثية تلك القضية الجدلية متباينة النتائج بقدر يمكن توصيفه بالمحدود من الإهتمام، وقد بدأ الإهتمام بتلك القضية البحثية في عقد السبعينيات وذلك من خلال العديد من الجهود البحثية. إذ توصلت دراسة Beaver and Duckes (1973) إلى تواجد توافق بين مستوى كفاءة

سوق الأوراق المالية والقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية. إذ أنه كلما زادت تلك الكفاءة كلما دعمت القدرة التفسيرية لتلك المعلومات، وقد استندت الدراسة في تفسيرها لذلك على أن الأسواق المالية ذات الكفاءة يكون رد فعلها سريع ومرن لكافة المعلومات الإضافية الجديدة ذات التداول العام، وعليه فمن المتوقع دوماً في الأسواق المالية ذات الكفاءة أن نشر التقارير المالية التي تحمل رسائل ضمنية جيدة Good Signals يستتبعه حركة تصاعدية لأسعار الأسهم.

بينما قدم Foster et al (1984) تفسيراً لاحتمالية توافر الكفاءة في سوق المالية ومع ذلك يظهر تأثير المعلومات المحاسبية ضعيفاً أو منعدماً، وقد استند في تبرير ذلك على أن سعر السهم في هذا النوع من الأسواق يكون متشبعاً بكافة المعلومات المتاحة خلال الفترة المالية، ولذلك فإن نشر التقارير المالية لن يضيف رؤية جديدة للمتعاملين في البورصة، وبالقدر الذي يفقد تلك المعلومات ملاءمتها وذلك لافتقادها لعنصر التزامنية المعلوماتية.

وفي ذات الإطار قدمت دراستا Bernard and Thomas (1989;1990) تفسيراً آخر لتلك الظاهرة في الأسواق المالية المتقدمة، ويتحدد في عدم التشغيل الملائم لتلك المعلومات من جانب متلقي التقارير المالية. إما لعدم الثقة فيها أو ريادة المصادر المعلوماتية الأخرى مقارنة بها وبخاصة تنبؤات المحللين الماليين ونشرات البورصة المتخصصة، وبالتالي تحييد دور المعلومات المحاسبية في كافة النماذج القرارية التي يستند عليها المستثمرون.

وأضافت دراسة Abrbanell and Bernard (1992) تفسيراً آخر لضعف القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بالأسواق المالية ذات الكفاءة، ويتمثل ذلك في التنبؤات غير الدقيقة التي يصدرها المحللون الماليون للأسواق المالية، وبالشكل الذي قد يصيب متلقي التقارير المالية بالتشويش، وبالشكل الذي ينعكس في التغيرات العنقودية العشوائية، التي تصيب سعر السهم خلال أسبوع نشر التقارير المالية، ويضاف لذلك أخطاء التنبؤ، والتي يصعب التخلص منها بصورة كلية عند بناء نماذج التنبؤ من جانب المحللين الماليين، ويضاف لذلك أيضاً النوايا والتوجهات التحيزية من جانب هؤلاء المحللين، واللذين قد يتبنوا توجهات تخدم النوايا الإنتهازية للاعبين الأساسيين في البورصات المالية أو لخدمة بعض التوجهات السياسية ذات الطابع الحزبي بخاصة على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية.

ولم تخرج دراسة Amir and Ganzach (1998) عن الإطار العام السابق تحديده من مبررات لتفسير ضعف القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في الأسواق المالية ذات الكفاءة، حيث فسرت قصور القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في الأسواق المتقدمة بوجود عناصر التحيز المتضمنة في النماذج التنبؤية التي يبنيها المحللين الماليين، وذلك من خلال بناء نماذج إيجابية عند الإفصاح عن مؤشرات ربحية جيدة، وبناء نماذج سلبية عند الإفصاح عن مؤشرات ربحية تخالف التوقعات، دون البحث عن المتغيرات الهيكلية المتداخلة، والتي تؤثر في سعر السهم بخلاف مؤشرات الربحية.

ولم تخرج الجهود البحثية التالية لتلك الجهود السابق عرضها عن الإطار العام لتلك التفسيرات والتي يمكن إيجازها في: التأثير التزامني لمصادر المعلومات الأخرى بخلاف المعلومات المحاسبية، والرؤية التحيزية من قبل المحللين الماليين، وضعف النماذج التحليلية والنماذج القرارية المُعتمد عليها في التحليل، وقد ظهرت تلك الرؤية في العديد من الدراسات الأكثر حداثة ومنها على سبيل المثال لا الحصر (Kumari and Mishra, 2017; Badu and Appiah, 2018; Chehade and Prochazka, 2023).

واتصالاً بمستوى كفاءة الأسواق المالية، يقف مستوى تنظيم هذا السوق كأحد المحددات الرئيسية لملاءمة المعلومات المحاسبية. وقد قاما Hevas and Karampinis (2009) بتقسيم أسواق المال إلى نوعين من الأسواق وذلك بحسب منهجية تنظيمها، إذ قُسمت الدول من حيث تنظيم أسواق المال الى نوعين، يطلق على النوع الأول Code-Law Countries وهي الدول الموجهة بالقوانين واللوائح التنظيمية وتهيمن عليه المؤسسات المالية، والنوع الثاني من الدول يطلق عليه Common Law Countries وهي الدول الموجهة بالمعايير المهنية وتهيمن عليه البورصات المالية.

ويتضمن النوع الأول الدول التي لا يتوافر لديها أسواق مالية متطورة، أو ما يطلق عليها الأسواق الواعدة Emerging Market، وتعد البنوك هي المصدر الرئيسي للتمويل بتلك الدول، وينظم العمل المحاسبي بتلك الدول معايير محلية Domestic Standards، قد لا تتوافق مع المعايير الدولية، ويتم إنتاج تلك المعايير في صورة قوانين ولوائح منظمة، وليست معايير مهنية، ولذا فإن الإفصاح عن التقارير المالية ليس له دور ملحوظ، كما أن مساحة الاختيار Discretion بين البدائل المحاسبية تكون كبيرة، وبالشكل الذي يسمح بتدعيم ممارسات ادارة الربح، وتتسم الأنظمة المحاسبية في تلك الدول بتوافقها مع التشريعات الضريبية، وبالشكل الذي يعني أن المعايير المحاسبية المحلية بتلك الدول تهتم في الأساس بخدمة البنوك والجهات الحكومية، بخاصة الضريبية منها، ثم يأتي الإهتمام بالمستثمرين كمرحلة تالية، وليست أولوية أولى، ويقود دفة التطوير بتلك الدول الجهات الحكومية، وليست الجهات المهنية المتخصصة.

ويتضمن النوع الثاني من الدول تلك التي يتوافر بها أسواق مالية متطورة Advanced Market، حيث تعتمد الشركات على سوق الأوراق المالية في الحصول على احتياجاتها التمويلية، سواء كان ذلك في صورة أسهم، أو في صورة سندات في الدول الأكثر تقدماً، ولذا فان الأسواق المالية تضع المستثمرين في المرتبة الاولى من حيث الإهتمام، وبالتالي تحرص الأنظمة المحاسبية على تقديم تقارير مالية ذات جودة، وتتمتع بالشفافية، وعليه فإن تطوير العمل المحاسبي في هذا النوع من الدول يقع على عاتق الجهات المهنية المتخصصة، وليس الجهات الحكومية، وعليه ينظم العمل المحاسبي بتلك الدول معايير مهنية احترافية، تتوافق مع المعايير الدولية، أو ترجمة لها.

وقد تناول العديد من الجهود البحثية المقارنة بين القدرة التفسيرية على أساس المقارنة بين مجموعة من الدول ذات المستويات المتنوعة من كفاءة الأسواق المالية. حيث تناولت دراسة Alford et al. (1993) مقارنة القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بين سبعة عشر دولة، قسمت الى مجموعتين، تضم الأولى دول تتبع النموذج الأول الأقل تطوراً، وتضم الثانية دول تتبع النموذج الثاني الأكثر تطوراً، مع الاعتماد على الولايات المتحدة الامريكية كمؤشر مرجعي، وتوصلت الدراسة الى زيادة القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في دول النموذج الثاني، النموذج الأنجلو ساكسوني، عن دول النموذج الأول، وتعد النتيجة منطقية نظراً لتوافر عناصر الجودة بالتقارير المالية المنتجة في ظل النموذج الثاني، والموجه في الأساس لخدمة المستثمرين وليس الجهات الحكومية. نظراً لاعتماد تلك التقارير على منظومة مهنية متكاملة سواء في مرحلة إعداد المعايير أو تنفيذها.

وفي إطار ذات المنهجية توصلت دراسة Ali and Hwang (2000) إلى ذات النتيجة السابق التوصل إليها من خلال Alford، وذلك من خلال مقارنة القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بين ستة عشر دولة، قسمت الى مجموعتين، تضم الأولى دول النموذج الأول، وتضم الثانية دول النموذج الثاني، حيث تزيد القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في دول النموذج الثاني، عن الدول التي تتبع النموذج الأول.

وقد توصل تيار موسع من الدراسات إلى أفضلية القدرة التفسيرية في الأسواق المالية الموجهة بالمستثمرين مقارنة بالأسواق المالية الموجهة بالمؤسسات المالية (e.g., Hung, 2001; Arce and Mora, 2002; Ball et al., 2003; Daske et al., 2008; Roberts and Wang,2000) وقد استندت تلك الدراسات في تفسير تلك النتيجة على العديد من المبررات والتي يأتي في مقدمتها: سعي المعايير المحاسبية المحلية في تلك الدول وكذلك الإصدارات التنظيمية إلى دعم الشفافية المعلوماتية وتقديم أكبر قدر من الحماية للمستثمرين في تلك الدول.

٣/٢/١: البُعد الثالث: المعايير المحاسبية :

لا يعد مفهوم ملاءمة القيمة بمعزل عن المعايير المحاسبية ومستوى تطورها. إذ أثبت المشهد البحثي أن الانتقال إلى عصر المعايير المحاسبية المؤسسة وفق القيمة العادلة قد دعم على نحو ملحوظ قدرة المعلومات المحاسبية على تفسير التغيرات في أسعار الأسهم، وكذلك فإن الانتقال من الجيل الأول للمعايير والمتمثل في معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standards إلى الجيل الثاني من المعايير والمتمثل في المعايير الدولية للإبلاغ المالي International Financial Reporting Standards[١] (e.g., Alnodel, 2018; Bhatia and Mulenga, 2019; Alomair et al, 2022; Chehade and Prochazka, 2022)، قد منح الكثير من الدعم لملاءمة القيمة. إذ سمح بالمزيد من الشفافية والمزيد من الإفصاحات وبالقدر الذي وفر قدر مناسب من المعلوماتية يسمح بتقدير مستقبل الشركات بقدر معقول من الموضوعية والموثوقية.

وقد كانت قضية المقارنة بين الأشكال المتعددة للمعايير المحاسبية وعلاقتها بملاءمة القيمة محلاً للجدل المحاسبي. سواء في مجال المقارنة بين المعايير المحلية والمعايير الدولية من ناحية أو المقارنة بين المعايير الدولية والمعايير الأمريكية من ناحية أخرى، إذ توصل العديد من الجهود البحثية إلى أفضلية المعايير الدولية مقارنة بالمعايير المحلية (e.g., Harris et al., 1994; Baratov et al., 2005; Horton and Serafiem, 2006; Hung and Subramanyam, 2007; Antunes .et al., 2009)

وعلى النقيض من ذلك توصل العديد من الدراسات الأخرى إلى أفضلية المعايير المحاسبية المحلية مقارنة بالمعايير الدولية (e.g., Niskanen et al, 2000; Schiebel, 2006; Ahmed and Goodwinn, 2006; Abdul-Aziz et al, 2009)، بينما كان الجدل العلمي أشد إحتداماً في مجال مفاضلة ملاءمة القيمة بين المعايير ذات الطابع الدولي مع بعضها البعض. إذ توصل Harris and Muller (1999) إلى أفضلية المعايير الدولية في مجال التنبؤ بسعر السهم مقارنة بالمعايير الأمريكية، بينما تمتعت المعايير الأمريكية بالأفضلية في مجال التنبؤ بعائد السهم.

وفي سياق مختلف قاما Ely and Waymir (1999) بالمفاضلة بين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية قبل إنشاء مجلس معايير المحاسبة المالية FASB وبعد تأسيسه، وتوصلت الدراسة إلى أفضلية القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بعد إنشاء مجلس المعايير.

وفي دراستهما الموسعة للمفاضلة بين أسواق المال في الدول الأوروبية الموجهة بالتشريعات الضريبية وتستند في تمويل شركاتها على القروض، ومجموعة من الشركات الأمريكية الموجهة

---

[١] **تعد الترجمة الأكثر شيوعاً لهذا المصطلح " المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية " والباحث ليس لديه أية قناعة علمية بتلك الترجمة. إذ أن المصطلح يشتمل على أربع كلمات وليس من المنطق ترجمته ليشتمل على خمس كلمات باللغة العربية . ويعتمد الباحث في ترجمته على: المعايير الدولية للإبلاغ المالي .**

بقوانين وتنظيمات حماية المستثمرين، وتستند في تمويلها بصورة أساسية على أسواق المال توصلا Ali and Hwang (2000) إلى أفضلية القدرة التفسيرية في الشركات الأمريكية الموجهة بالمستثمرين مقارنة بالشركات الأوروبية الموجهة بالمؤسسات المالية.

بينما تناولت دراسة Curto and Lourco (2008) مقارنة القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية قبل وبعد تطبيق المعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، وتوصلت الدراسة إلى أفضلية القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بعد تطبيق تلك المعايير، وفي إطار ذات المنهجية توصلت دراسة Costa and Dias (2008) إلى أفضلية تلك القدرة خلال الفترات التي أعقبت تطبيق المعايير الدولية للإبلاغ المالي، وتم تفسير ذلك بمستوى الحماية المتوافر للمستثمرين في ظل تلك المعايير، في حين تناولت دراسة Landsman et al. (2008) مقارنة القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بين خمس من الدول التي تطبيق المعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS وإحدى عشر دولة من الدول التي لا تطبق تلك المعايير، وقد توصلت الدراسة إلى أفضلية تلك القدرة في شركات الدول التي تطبق المعايير الدولية للإبلاغ المالي.

واتصالاً بالمعايير المحاسبية ؛ أدى المزيد من التوجه نحو المحاسبة عن القيمة العادلة بدور فعال في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة، إذ قدم العديد من الجهود البحثية الدليل على أن هذا التوجه قد ساهم في دعم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية، إذ توصل Barth (1994; et al., 1996) إلى تزايد القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في البنوك الأمريكية نتيجة التحاسب عن الاستثمارات المالية وفق منهجية القيمة العادلة.

وعلى النقيض من ذلك ؛ ذهب Sloan (1999) إلى أنه على الرغم من أن منهجية المحاسبة عن القيمة العادلة قد دعمت القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية إلا أنها قد أثرت سلباً على خاصية الموثوقية والاعتمادية ؛ وذلك لكون هذا التوجه يؤثر سلباً على القابلية للتحقق ويدعم الرؤية المحاسبية المتحيزة في الكثير من حالات التقدير المهني، كما أضاف Carrol et al. (2003) إلى أن المحاسبة عن القيمة العادلة قد دعمت القدرة التفسيرية في المؤسسات المالية بينما لم تحقق نفس مستوى الدعم في المؤسسات غير المالية، وفي ذات الإطار توصل Hassan et al. (2006) عند قيامه بالمفاضلة بين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بين منهجيتي التكلفة التاريخية والقيمة العادلة بالتطبيق على الاستثمارات الجاذبة في استراليا إلى أفضلية المحاسبة عن القيمة العادلة مقارنة بالتكلفة التاريخية.

وذات النتيجة توصلت إليها دراسة Danbolt and Rees (2008) ولكن بالتطبيق على الشركات البريطانية، ومع ملاحظة أن تلك الأفضلية لا تظهر بوضوح بالاعتماد على مؤشرات المركز المالي بينما تظهر بصورة أكثر وضوحاً عند الاعتماد على مؤشرات الربحية. وقد تم تفسير ذلك بأن الآثار المترتبة على تطبيق منهجية المحاسبة عن القيمة العادلة على قائمة الدخل تفوق تلك الآثار على المركز المالي، وعلى الرغم من هذا التوجه الملحوظ نحو الدور الإيجابي الذي تقوم به المحاسبة عن القيمة العادلة في مجال ملاءمة القيمة، توصلت بعض الدراسات إلى عدم تميز المحاسبة عن القيمة العادلة مقارنة بالتكلفة التاريخية في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة. إذ ترى تلك الدراسات أن المحاسبة عن القيمة العادلة أدت إلى افتقاد المعلومات المحاسبية للاتساق والقابلية للمقارنة، وبالقدر الذي لم يكن مفيداً في إطار تتبع القدرة التفسيرية لتلك المعلومات عبر الزمن (e.g., Nelson, 1996; Simko, 1999).

٣/١: القسم الثالث: منهجية الدخل المتبقي لـ Ohlson كأساس منهجي للجهود البحثية الرائدة:

تعد منهجية Ohlson لتقدير القيمة في إطار الدخل المتبقي Residual Income والمنشورة في العام ١٩٩٥م هي المنهجية الأكثر استناداً عليها بدءً من النصف الثاني من التسعينيات وحتى تاريخه. وقد أقر تيار موسع من الكتابات الرائدة بتلك المشاهدة البحثية (e.g., Kothari. 2001; Beaver, 2002)، بل أقر Beaver بتاريخه الطويل الرائد في مجال البحوث المحاسبية أن جهود Ohlson في مجال تقدير القيمة هي الجهود الأكثر ريادة ومساهمة بحثية في النصف الثاني من القرن العشرين، وإن المتتبع للمشهد البحثي في مجال تقدير القيمة ليكتشف أنه قلما أن يخلو نموذج في مجال تقدير القيمة من الاستناد على منهجية Ohlson، أو على الأقل إدعاء ذلك !!!.

لم تكن منهجية الدخل المتبقي لـ Ohlson (1995) ، وليدة اللحظة بل كانت وليدة جهوده السابقة في هذا المجال (Garman and Ohlson, 1980; Ohlson, 1990)، ولم تكن مستقلة كذلك عن الجهود المشتركة التالية مع Feltham (1995; 1996). والجهد المشترك مع Zhang (1998)، ثم مجهوده الفردي Ohlson (1999). إذ أنه ليس من الممكن الفصل بين جهود Ohlson السابقة على العام ١٩٩٥م والتالية لهذا العام. إذ أنها منهجية فكرية متكاملة تشتمل على جهود متتابعة بعضها معياري وبعضها تجريبي. وقد لاحظ الباحث أن تيار موسع من البحوث في مجال القيمة يستشهد بعمله الفردي المنشور في العام ١٩٩٥م وذلك على نحو توثيقي قد يبتعد كثيراً عن متطلبات التوثيق الموضوعي.

وعلى نحو عام تعتمد تلك المنهجية على أن قيمة الشركة الحقيقية " الجوهرية " Intrinsic Value تستند في الأساس على محركين، يتحدد المحرك الأول منهما في القيمة الدفترية، ويتحدد المحرك الثاني في القيمة الحالية لتدفقات الدخل المتبقي المتوقع الحصول عليها في المستقبل، وذلك بالاستناد على منهجية الدخل النظيف Clean Surplus، ويتم حساب الدخل المتبقي بمقدار الفرق بين أرباح الشركة والقيمة الدفترية المخصومة في إطار معدل خصم ملائم " الأرباح غير العادية ". وتأخذ تلك القيمة الصورة القياسية التالية:

$$V_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E\left[\frac{X_{t+\tau} - r * BV_{t+\tau-1}}{(1+r)^{\tau}}\right]$$

حيث:

V_t: قيمة الشركة في نهاية الفترة المالية t

BV_t: القيمة الدفترية للشركة في نهاية الفترة المالية t

X_t: أرباح الشركة عن الفترة المالية t

r: معدل خصم القيمة الدفترية للشركة.

ويشكل الفرق بين الأرباح والقيمة الدفترية المخصومة تقدير تدفقات الدخل المتبقي RI ، ويطلق تيار موسع من الجهود البحثية على الدخل المتبقي الأرباح غير العادية Abnormal Earnings، ويتم ترجمة تلك الصياغة المعيارية إلى الصورة الإحصائية التالية:

$$V_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_t + \beta_1 RI_t + \beta_2 RI_{t+1} + \cdots + \beta_n RI_n + \varepsilon_{t.n}$$

ويستند هذا التقدير المعياري على ما يعرف بالدخل النظيف Clean Surplus والذي يتأسس على أن القيمة الدفترية في نهاية الفترة المالية سوف تساوي القيمة الدفترية في بداية الفترة مضافاً عليها أرباح الفترة ومخصوماً منها توزيعات الفترة، ويرجع السر في تسمية ذلك الربط بالفائض النظيف أي الفائض الخالي من كافة صور التقديرات المهنية التي قد تكون مصحوبة بأخطاء قياس عالية. وعند الحصول على قيمة التوزيعات من تلك المعادلة فإنها سوف تساوي: القيمة الدفترية في بداية الفترة مضافاً عليها الأرباح ومطروحاً منها القيمة الدفترية في نهاية الفترة وبالشكل الذي يعني إمكانية تطوير نموذج التوزيعات ليتحول إلى نموذج للدخل المتبقي، ويتم توضيح ذلك على النحو التالي:

$$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t$$

وعليه يمكن الحصول على التوزيعات من خلال المعادلة التالية:

$$d_t = BV_{t-1} + X_t - BV_t$$

ويأخذ نموذج تقدير القيمة المؤسسة على التوزيعات الصورة القياسية التالية:

$$V_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} E\ [\frac{d_{t+\tau}}{(1+r)^{\tau}}]$$

وبالتعويض عن التوزيعات من خلال معادلة الدخل النظيف يتم الحصول على ما ورد بالصورة القياسية الأساسية، وبالشكل الذي يعني أن فرضية الدخل النظيف قد سمح بالانتقال من نموذج التوزيعات لتقدير القيمة إلى نموذج الدخل المتبقي لتقدير تلك القيمة. وتعد تلك النقلة النوعية من عصر التوزيعات إلى عصر الدخل المتبقي مفيدة للغاية نظراً لانتظام الدخل المتبقي مقارنة بالتوزيعات. وبخاصة في الأسواق المالية الناشئة.

ويعد مصطلح الدخل النظيف Clean Surplus من المصطلحات غير المعتادة في الكتابات العربية، ولكن من المعتاد استخدامه في الأدبيات ذات الصلة بمنهجيات تقدير القيمة، وبخاصة الجهود الأكاديمية والبحثية التي تتناول البيئة الأمريكية، ويعكس مقدار صافي الدخل غير المتضمن كافة البنود التي يحيط بقياسها قدر كبير من التقدير المهني المحاسبي، والذي ينعكس في أخطاء قياس ذات احتمالات تحقق عالية، وبالشكل الذي يجعل تأثيرات صافي الدخل تالياً على حقوق الملكية محاطاً بقدر كبير من التشكك، ويؤدي إلى إنحرافات جوهرية بين القيمة الدفترية للشركة وقيمتها السوقية (e.g., Ohlson, 1995; Ohlson and Feltham, 1995; Dechow et al., 1999; Kothari, 2001; Beaver, 2002)، وعليه يتحدد المتطلب الأساسي لمحاسبة الدخل النظيف Clean Surplus Accounting ألا يتسرب هذا النوع من التيارات المحاسبية ذات التقديرات المهنية التي يغلب عليها التحيز ليؤثر على حقوق الملكية من خلال الاعتراف بها في قائمة الدخل.

ويصبح البديل المناسب في تلك الحالة الاعتراف بهذا النوع من البنود المحاسبية في بنود: الدخل الشامل الأخرى وفق U.S GAAP، وقائمة الدخل الشامل وفق معايير المحاسبة الدولية IAS. إذ تقوم المعايير الدولية بإعداد قائمة مستقلة لبنود الدخل الشامل. بينما تقوم قائمة المفاهيم الأمريكية بإعداد قائمة واحدة للدخل الشامل، وتشتمل تلك القائمة على البنود المعتاد تضمينها في قائمة الدخل وكذلك البنود محل أخطاء القياس العالية، والأخيرة يتم عرضها تحت مسمى: بنود أخرى للدخل الشامل، وتلك البنود الأخرى هي التي تندرج تحت توصيف الفائض غير النظيف Dirty Surplus

وبتلك الكيفية يتم تحقيق المزيد من التقارب بين المنظور المحاسبي للقيمة والمنظور الاقتصادي الواقعي لتلك القيمة. أي أنه توجه محاسبي مُرضي لمعدي التقارير المالية، ومرضي كذلك لمتلقي تلك التقارير، وبخاصة أصحاب المصالح وذوي التخصص المهني من المحللين الماليين. وتعد البنود التالية من أكثر البنود المحاسبية المتضمنة احتمالات خطأ في القياس عالية، والتي يمثل تضمينها في قائمة الدخل إجتياحاً " هدراً " Violation لاشتراطات الفائض النظيف وذلك من المنظور المحاسبي الأمريكي (Feltham and Ohlson, 1995; Mahmood, 2019; Kaire and Nduruchi, 2020):

- **الأرباح والخسائر غير المحققة من الأوراق المالية المستحوذ عليها بغرض البيع:**

Unrealized Gains and Losses on Securities Held For Sale

نصت قائمة المفاهيم الأمريكية رقم ١١٥ والصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB على ضرورة إعادة تقييم الأوراق المالية المحتفظ بها بغرض المتاجرة في نهاية الفترة المالية، ومع عدم الاعتراف بنتيجة هذا التقييم سواء ربح أو خسارة وعليه عدم تضمينه كبند من بنود الدخل الشامل المعتاد، ومع ضرورة تمثيل تلك النتيجة كبند من بنود الدخل الشامل الأخرى، والتي تشتمل على البنود التي لم تتوافر اشتراطات الاعتراف بها خلال الفترة المحاسبية، ومن المنتظر تحقق اشتراطات هذا الاعتراف في الغالب الأعم في الأجل القصير " خلال الفترة المالية التالية وفق الاحتمال الأكثر ترجيحاً. وذلك حتى يتسنى لمتلقي التقارير المالية وبخاصة من ذوي المصلحة تقييم الشركة في إطار مدخلات معلوماتية شاملة وبعيداً عن إشكاليات التقدير المحاسبي.

- **الأرباح والخسائر غير المحققة ذات الصلة بالحصص المسيطر عليها في الشركات التابعة والتي لا يتبع القياس فيها عملة الشركة الأم:**

Unrealized gains or losses from Foreign Currency Translation " Forex Gains and Losses"

عندما تستحوذ الشركة الأم على حصة تخول لها السيطرة على شركة تابعة ومع اختلاف عملة التقرير المالي، تقوم الشركة الأم بتقييم وترجمة تلك الحصة إلى عملة تقريرها المالي لأغراض إعداد التقارير المالية الموحدة Consolidated Financial Reports، وقد يترتب على عملية الترجمة وإعادة التقييم ربح أو خسارة، ولا يتم الاعتراف بتلك النتيجة في بنود الدخل الشامل المعتاد، ولكن يتم تضمينها ضمن بنود الدخل الشامل الأخرى. ويستند مبرر ذلك إلى أن عملية إعادة تقييم تلك الحصص يتطلب مهارات وخبرة متقدمة من المحاسبين، وبالقدر الذي يحيط هذا النوع من المعاملات بقدر كبير من أخطاء القياس، وعلى ذلك ووفق التعليمات الإرشادية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية على الشركات أن تتدرج هذا النوع من المعاملات المالية في قائمة الدخل الشامل ولكن تحت توصيف بنود أخرى.

- **الأرباح والخسائر غير المحققة ذات الصلة بالأصول والالتزامات المشتقة:**

Unrealized Gains and Losses on Derivative Assets and Liabilities:

نصت قائمة المفاهيم الأمريكية ١٣٣ على ضرورة إعادة تقييم المشتقات المالية ذات الصلة بالتحوط ضد مخاطر المعاملات المستقبلية، وقد يترتب على عملية إعادة التقييم ربح أو خسارة، والتي لا يتم الاعتراف بها كبند معتاد في قائمة الدخل الشامل، ويتم تضمينها كبند من البنود الأخرى للدخل الشامل، ويرجع ذلك إلى أن متلقي التقارير المالية والأطراف من ذوي المصلحة قد ينظرون لهذا النوع من التقييمات بقدر ملحوظ من التشكك. نظراً لأخطاء التقدير والقياس المحيطة بتلك المشتقات المالية.

- **الأرباح والخسائر غير المحققة ذات الصلة بالمعاشات وخطط التقاعد:**

Unrealized Gains and Losses from Pension and Retirement Programs

نصت قائمة المفاهيم الأمريكية رقم ١٥٨ على أن الأرباح والخسائر المتولدة عن إعادة التقييم الدوري لبرامج التقاعد لا يتم الاعتراف بها في قائمة الدخل ؛ وذلك لتواجد إشكاليات فنية معقدة تحيط بهذا النوع من البرامج، وبالشكل الذي يؤدي إلى احتماليات عالية لأخطاء القياس، وعليه فإن الأرباح والخسائر المرتبطة بتلك البرامج يتم تضمينها كبند من بنود الدخل الشامل الأخرى.

- **الأرباح والخسائر غير المحققة ذات الصلة بإصدارات المديونية المستحوذ عليها:**

Unrealized Gains or Losses from Debt Securities

نصت قائمة المفاهيم الأمريكية رقم ١١٥ على أن الأرباح أو الخسائر المتولدة من إعادة تقييم أوراق المديونية المالية " السندات " والتي تنتوى الشركة الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لا يتم الاعتراف بها ضمن البنود المعتادة لقائمة الدخل الشامل ولكن يتم إدراجها ضمن البنود الأخرى لهذا الدخل، وذلك لأن هذا النوع من الاستثمارات المالية يكون ذات آجال طويلة، وعرضة للتقلبات الجوهرية في قيمته. وبالشكل الذي يستوجب ضرورة استبعاده من بنود الدخل الشامل المعتادة.

والفائض النظيف وفق التحديد السابق لا يعني خلو المعلومات المحاسبية من الممارسات المحاسبية غير النزيهة أو التحيزية أو الإنتهازية (Dechow et al, 1999)، ويعد ذلك من الانتقادات الرئيسية لمنهجية الدخل النظيف. ومع ذلك تظل منهجية رائدة ذات مكانة متميزة في مجال تقدير القيمة.

ورجوعاً إلى نموذج الانحدار الأول. فإن إشكالية كيفية التعبير عن القيمة الحالية لتدفقات الدخل المستقبلية تظهر بوضوح عند تطبيق النموذج. وقد اختلفت الجهود التجريبية في هذا الشأن، فبينما سار البعض منها في إتجاه التنبؤ بتلك التدفقات من خلال سلوكها في الماضي، وذلك بالاستناد على تحليل سلاسل زمنية يطلق عليه متوسط نقاط التحقق عبر السلسلة الزمنية Averaging Across Realization ومن تلك الدراسات على سبيل المثال (e.g., Bernard, 1994; Penman and Sougiannis, 1997)، بينما سار الإتجاه الثاني في عدم الاعتماد على توليد تدفقات الدخل المتبقي المستقبلية، والاكتفاء بدراسة وتحليل العلاقة بين تدفقات الدخل المتبقي التاريخية والقيمة السوقية، وقد سار في هذا الإتجاه التيار الغالب من البحوث التجريبية الرائدة (e.g., Dechow et al., 1999; Barth et al; 1999; Hand and Landsman, 1999)، ويحيط بالآلية الأولى الكثير من أخطاء التنبؤ والإشكاليات الإجرائية المعقدة ؛ وعليه لم تلقى القبول من قبل جموع الباحثين، بينما وجدت الآلية الثانية القبول الكاف وذلك لغياب التعقيدات الإجرائية وانخفاض عناصر التحيز وبالتالي انخفاض أخطاء التنبؤ. إذ تستند مباشرة على توظيف سلوك الدخل المتبقي في الماضي في تقدير القيمة السوقية.

ومع ذلك فإن الاستناد على تلك الآلية يجب أن يكون محاطاً بمجموعة من القيود الإجرائية، والتي من الواجب الالتزام بها، وفي حالة عدم تواجد هذا الالتزام فإن نموذج التقدير المتوصل إليه سيعاني من غياب المنطق العلمي، والذي يسبق الكفاءة والمتانة الإحصائية، وقد تناول Ohlson تلك القيود تحت ما يسمى بالديناميكية المعلوماتية Information Dynamics وتشتمل تلك المنهجية على القيود الثلاثة التالية، والتي اعتادت البحوث التجريبية في مجال التقدير والتقييم على تسميتها بـ: النمذجة الخطية للمعلومات Linear Information Model (LIM) وتفصيلاتها على النحو التالي:

القيد الأول: يتحدد القيد الأول في منهجية Ohlson والواردة في دراسته المنشورة كعمل فردي في العام ١٩٩٥م، في اختبار قدرة تدفقات الدخل المتبقي " الأرباح غير العادية " في الماضي على التنبؤ بذات التدفقات في المستقبل، ومع تواجد متغير المعلومات الأخرى وهي كافة المعلومات بخلاف القيمة الدفترية والدخل المتبقي، ويأخذ هذا القيد الصور القياسية التالية:

First Form: $RI_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 RI_t + \varepsilon_{t.1}$

Second Form: $RI_{t+1} = \alpha_1 + \beta_2 RI_t + \beta_3 V_t + \varepsilon_{t.2}$

Third Form: $V_{t+1} = \alpha_2 + \beta_4 V_t + \varepsilon_{t.3}$

حيث:

RI_t: الدخل المتبقي عن الفترة المالية t " اختلفت الجهود البحثية في مسماها تالياً فمنها من حافظ على مسمى الدخل المتبقي ومنها من تبنى المصطلح البديل وهو: الأرباح غير العادية.

V_t: المعلومات الأخرى في نهاية الفترة المالية t.

إذ تختبر الصورة القياسية الأولى قدرة السلوك التاريخي للدخل المتبقي في إحدى الفترات على التنبؤ بذات السلوك خلال الفترة التالية، بينما تختبر الصورة القياسية الثانية قدرة الدخل المتبقي والمعلومات الأخرى في إحدى الفترات على التنبؤ بالدخل المتبقي خلال الفترة التالية. في حين تختبر الصورة القياسية الثالثة قدرة المعلومات الأخرى في إحدى الفترات على التنبؤ بذات المعلومات في الفترة المالية التالية.

ولم يحدد Ohlson على وجه التحديد الآلية الإحصائية المتبعة في هذا القيد، ولكن نموذجه المعياري يقوم في الأساس وبصفة عامة على تحليل السلاسل الزمنية، ويضاف لذلك أيضاً أنه لم يحدد هل من المفضل التحليل تداخلي القطاعات Cross Section Analysis أو التحليل على مستوى كل قطاع على حدة One Section Analysis، ولكن ما شدد عليه هو اختبار مستوى خطية العلاقة ومع الاستناد على نموذج زمني لاختبار تلك العلاقة.

وتعد تلك القضية هي الإشكالية الأكثر تعقيداً في منهجية Ohlson، وذلك لأن تحليل السلاسل الزمنية له العديد من المتطلبات الإجرائية المعقدة، ومنها طول السلسلة الزمنية للتحليل، وعدد وحدات المعاينة، وحجم المشاهدات التحليلية الضخم، بالإضافة بطبيعة الحال لخصائص السلسلة الزمنية ذاتها. وذلك من حيث توافر شرط السكون Staionarity، وما يتصل بهذا الشرط من تحويلات، وجميعها اشتراطات قد لا تتوافر في غالبية الأسواق بخلاف الولايات المتحدة الأمريكية، وبالقدر الذي جعل تيار ليس بالقليل من البحوث التجريبية تتوجه نحو النمذجة الخطية غير الزمنية، بل أن بعض الجهود التجريبية الرائدة بالسوق الأمريكي مثل Barth et al. 1999 قد استند على نمذجة خطية غير زمنية في بعض الإجراءات التحليلية، ونمذجة زمنية في خطوات أخرى.

فيما يتعلق بالمعلومات الأخرى. لم يحدد Ohlson المقصود بتلك المعلومات على وجه التحديد، ولكنه وبصفة عامة حددها بكونها معلومات ستكون ذات تأثير جوهري على الدخل المتبقي، وأن هذا التأثير سيتم ترجمته إلى معلومات محاسبية ليس في الفترة الحالية، ولكن في الفترة أو الفترات المستقبلية، وهو ما دعى الجهود التجريبية نحو اختبار العديد من صور المتغيرات للتعبير عن تلك المعلومات. فبينما عبر عنها Myers (1999) بأوامر التشغيل المتعاقد عليها وما زالت في طور

الانتظار، قام البعض بالتعبير عنها بتنبؤات المحللين الماليين (Dechow et al., 1999, McCrae and Nilsson, 2001; Gregory et al., 2005; Giner and Iniguez, 2006; Choi et al., 2006)، بينما قام البعض الآخر بالتخلي عنها بصورة تامة (Barth et al., 1999; Hand and Lansdsman, 1999; Canel and Morel; 2001; Ota, 2002). إذ شهد ذلك المتغير جدلاً واسعاً واجتهادات واسعة النطاق.

ومع هذا الجدل تقف دراستين على وجه التحديد قاما بالتشديد على ضرورة تواجد هذا المتغير في النموذج وهما دراستي Myers (1999) and Dechow et al (1999) ويعدان تاريخياً أول دراستين قاما بالتقييم التجريبي لمنهجية Ohlson في التقدير والتقييم، ومبررهما في ذلك أن غياب المعلومات الأخرى من النموذج سيعني ضمنياً أن تلك المعلومات ستتحول إلى متغيرات عشوائية التأثير، وأن تلك المتغيرات ستكون متضمنة داخل الخطأ العشوائي للنموذج، وبالقدر الذي سيؤدي إلى ارتباط بواقي النموذج بصورة تتابعية، وبالقدر الذي سيؤثر على كفاءة النموذج تالياً في عملية التقدير. من الجائز أن تكون رؤيتهما منطقية، ولكن أثبت الواقع التجريبي تالياً أنه يمكن التخلي تماماً عن هذا المتغير، وتتوافر قدرة تفسيرية جيدة لنموذج التقدير، ويتوافر به شرط استقلال البواقي.

من الواجب أن تتوافر الاشتراطات الإحصائية العامة في الصور القياسية الثلاثة الواردة في القيد الأول والتي يأتي في مقدمتها: معنوية نموذج الانحدار، واستقلالية بواقي ذلك النموذج، واشترط Ohlson بالإضافة لذلك أن يكون ثابت نماذج الانحدار الثلاث غير مساوي للصفر. وذلك لأنه من المفترض دوماً توافر حد أدنى من الدخل المتبقي طالما أن الشركة مستمرة في النشاط، ومبرر Ohlson في ذلك أنه من المنطقي تواجد تفاوت بين معدل الخصم المعتمد عليه في خصم القيمة الدفترية ومعدل العائد على الأصول وأن هذا التفاوت في النهاية سيؤدي إلى تواجد ثابت غير مساوي للصفر. ويضاف لذلك أن يكون معامل الدخل المتبقي موجباً β_1، وتتراوح قيمته فيما يزيد عن الصفر ولا يتجاوز الواحد الصحيح. إذ أن ظهور المعامل بقيمة تختلف عن ذلك فيعني تواجد تحيز في إعداد التقارير المالية، سواء تحيز في إتجاه تقليصي للربح إذا ما كان المعامل سالباً، أو تحيز في اتجاه تضخيمي إذا زاد تقدير المعامل عن الواحد الصحيح.

ويتم توظيف الديناميكية المعلوماتية الواردة في هذا القيد في تقدير القيمة السوقية للشركة من خلال الصورة القياسية التالية:

$$MV_t = \omega_0 + \omega_1 RI_t + \omega_2 V_t + \varepsilon_t$$

حيث:

MV_t: القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية t.

RI_t: الدخل المتبقي للشركة عن الفترة المالية t.

V_t: المعلومات الأخرى للشركة في نهاية الفترة المالية t.

ε_t: الخطأ المعياري لنموذج التقدير.

ω_1: معامل متغير الدخل المتبقي، ويتراوح تقديره المعياري بين الصفر والواحد الصحيح.

ω_2: معامل متغير المعلومات الأخرى، ويتراوح تقديره المعياري بين الصفر والواحد الصحيح.

ولأغراض التقييم التجريبي لرؤية Ohlson المعيارية تتم المقارنة بين قيمتي ω_1 و ω_2 الواردتين في نموذج التقدير، مع قيمتهما المحسوبة معيارياً من خلال المعادلتين التاليتين:

$$Comuted_{-\omega 1} = \frac{\beta_1}{1 + r - \beta_1}$$

$$Computed_\omega_2 = \frac{1 + r}{[1 + r - \beta_1][1 + r - \beta_4]}$$

حيث:

r: معدل الخصم.

β_1 : معامل الدخل المتبقي في الشكل الأول لقيد الديناميكية المعلوماتية.

β_4 : معامل المعلومات الأخرى في الشكل الثالث لقيد الديناميكية المعلوماتية.

والمقصود بالتقييم التجريبي تقدير إلى أي مدى تتسق معلمات Ohlson المعيارية مع المعلمات الناتجة من نموذج التقدير. إذ أنه من المفترض اقترابهما من بعضهما البعض، وذلك لاختبار رؤية Ohlson المعيارية، وذلك لأن تلك الرؤية قد تنطبق على سوق معين ولا تنطبق على سوق آخر. وذلك لأنها رؤية معيارية تستند في الأساس على مشاهدات تجريبية تاريخية بالسوق الأمريكي فيما يسبق العام ١٩٩٥م، وعليه ليس بالشرط أن تنطبق على غيره من الأسواق.

القيد الثاني: يختبر القيد الثاني من قيود منهجية Ohlson التأثير التتابعي الزمني لكل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية والمعلومات الأخرى، وقد ورد هذا القيد في العمل المشترك لكل من Feltham and Ohlson (1995)، وذلك في إطار الصور القياسية الثلاثة التالية:

First Form: $RI_{t+1} = \alpha_3 + \beta_5 RI_t + \beta_6 BV_t + \beta_7 V_t + \varepsilon_{t.4}$

Second Form: $BV_{t+1} = \alpha_4 + \beta_8 BV_t + \beta_9 V_{2.t} + \varepsilon_{t.5}$

Third Form: $V_{t+1} = \alpha_5 + \beta_{10} V_t + \varepsilon_{t.6}$

حيث:

BV_t : القيمة الدفترية للشركة في نهاية الفترة المالية t.

يختبر القيد الثاني من قيود منهجية Ohlson بصورة أساسية دور كل من التحيز المحاسبي ومستوى التحفظ المحاسبي على علاقة التأثير الزمني لكل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية والمعلومات الأخرى عن الفترة السابقة على الدخل المتبقي في الفترة الحالية. إذ يعكس المقدار β_5 مقدار التحيز المحاسبي - وذلك كما سبق ذكره في القيد الأول - إذ يستدل على تواجد هذا التحيز إذا ما كان مقدار المعامل يفوق الواحد الصحيح، والقيمة المعيارية له تزيد عن الصفر وتقل عن الواحد الصحيح، بينما يعكس المقدار β_6 مستوى التحفظ المحاسبي. إذ يعكس مقداره الذي يزيد عن الواحد الصحيح تواجد سياسات محاسبية متحفظة، ومقداره المعياري يتراوح بين الصفر والواحد الصحيح.

يُنسب هذا القيد المعلوماتي إلى جهود Feltham and Ohlson (1995) والخاصة بالربط بين منهجية تقدير القيمة السوقية والتحفظ المحاسبي. بينما مقدار المعامل β_8 من المفترض دوماً أن يكون موجباً ويزيد عن الواحد الصحيح. ومرجعية ذلك أن الاتجاه التصاعدي للقيمة الدفترية خلال الفترات

السابقة من شأنه أن يكون مصحوباً بزيادة القيمة الدفترية خلال الفترة الحالية طالما كانت الشركة مستمرة، ولم تمر بحدث أدى لتغييرات جوهرية في تلك القيمة (Myers, 1999). وفيما يتعلق بمتغير المعلومات الأخرى V_t، لم يتطرق Ohlson لطبيعة سلوكه الإحصائي، وذلك لأن سلوكه سيتغير بحسب نوعيته، ولكن من المتوقع إذا ما تم الاستناد على تنبؤات المحللين الماليين فإنه سوف يتبع ذات سلوك القيمة الدفترية (Dechow et al., 1999).

إن تواجد سياسات محاسبية متحفظة يكون في الغالب مصحوباً بالتقييم التضخيمي لسعر السهم من جانب حملة الأسهم، وذلك كرد فعلي منطقي من جانب المستثمرين لذلك النهج المحاسبي التحفظي، وهذا ما يفسر أن تقدير قيمة السهم معيارياً من جانب منهجية Ohlson قد يقل بصورة جوهرية عن قيمته السوقية ؛ وذلك في حالة تواجد سياسات محاسبية متحفظة، أما في ظل تبني سياسات محاسبية أكثر جرأة فإن قيمة السهم المعيارية تقترب بصورة ملحوظة من قيمته السوقية (Dechow et al., 1999)، ولعل هذا ما يفسر فشل منهجية Ohlson في جزئية المقارنة بين معلمات تسعيره المعيارية والسعر السوقي للسهم بخاصة على مستوى البيئة الأمريكية، وهي بيئة محاسبية تميل للسياسات المحاسبية المتحفظة مقارنة بالسياسات المحاسبية المتحررة (e.g., Barth et al., 1999; Dechow et al., 1999; Myers, 1999).

ويتم تقدير القيمة السوقية للشركة وفق هذا القيد من خلال الصورة القياسية التالية:

$$MV_t = \omega_3 + \omega_4 RI_t + \omega_5 BV_t + \omega_6 V_t + \varepsilon_t$$

ولأغراض التقييم التجريبي لمعاملات Ohlson المعيارية وفق هذا القيد تتم المقارنة بين قيم ω_4 و ω_5 و ω_6 الواردة في نموذج التقدير وقيمتهم المعيارية المحسوبة وفق المعادلات التالية:

$$Computed_\omega_4 = \frac{\beta_5}{[1 + r - \beta_5]}$$

$$Computed_\omega_5 = \frac{[1 + r]\beta_6}{[1 + r - \beta_5][1 + r - \beta_8]}$$

$$Computed_\omega_6 = \frac{1 + r}{[1 + r - \beta_5][1 + r - \beta_{10}]}$$

حيث:

β_5: معامل الدخل المتبقي في الشكل الأول من قيد الديناميكية المعلوماتية.

β_6: معامل القيمة الدفترية الوارد في الشكل الأول من قيد الديناميكية المعلوماتية.

β_8: معامل القيمة الدفترية الوارد في الشكل الثاني من قيد الديناميكية المعلوماتية.

β_{10}: معامل المعلومات الأخرى الوارد في الشكل الثالث من قيد الديناميكية المعلوماتية.

القيد الثالث: يختبر القيد الثالث التأثير الزمني لكل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية وصافي مساهمات رأس المال وذلك عن الفترة السابقة على الدخل المتبقي عن الفترة الحالية، ويشتمل هذا القيد على الصور القياسية الثلاثة التالية:

First Form: $RI_{t+1} = \alpha_6 + \beta_{11} RI_t + \beta_{12} BV_t + \beta_{13} CAP_t + \varepsilon_{t.7}$

Second Form: $BV_{t+1} = \alpha_7 + \beta_{14} BV_t + \beta_{15} CAP_t + \varepsilon_{t.8}$

Third Form: $CAP_{t+1} = \alpha_8 + \beta_{16} CAP_t + \varepsilon_{t.9}$

حيث:

CAP_t: صافي مساهمات رأس المال خلال الفترة.

قام كل من Feltham and Ohlson (1996) باقتراح هذا القيد، وذلك للمزيد من التقييم لدور التحفظ المحاسبي. وذلك من خلال تتبع التأثير الزمني لمتغير صافي مساهمات رأس المال إلى جانب متغيري الدخل المتبقي والقيمة الدفترية، وذلك في إطار رؤية معيارية تتحدد في التأثير الموجب لكل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية، ويكون المعاملان β_{11} و β_{12} بما يجاوز الصفر ولا يتخطيا الواحد الصحيح – كما سبق ذكره عند تناول القيد الثاني – بينما يكون تأثير صافي مساهمات رأس المال β_{13} سالباً أي بمعامل يقل عن الصفر، وقيمته الموجبة تقدم دليل إضافي على تبني سياسات محاسبية متحفظة.

وعلى ذلك فالقيد الثالث يقدم دليل ينفي أو يؤكد ما تم تقديره حول التحفظ المحاسبي في القيد الثاني، ومبرر ذلك أن المزيد من استثمارات الشركة في الأصول الملموسة محل الإهلاك تعكس وعلى نحو كبير طبيعة البدائل المحاسبية المتبعة وتأثير أساس التكلفة التاريخية في القياس المحاسبي.

ويتم تقدير القيمة في إطار هذا القيد وفق الصورة القياسية التالية:

$$MV_t = \omega_7 + \omega_8 RI_t + \omega_9 BV_t + \omega_{10} CAP_t + \varepsilon_t$$

ويتم تقدير القيم المعيارية لـ Ohlson من خلال مقارنة القيم المعيارية للمعاملات ω_8 و ω_9 و ω_{10} بقيمتها المحسوبة وفق المعادلات التالية:

$$\omega_8 = \frac{\beta_{11}}{[1 + r - \beta_{11}]}$$

$$\omega_9 = \frac{[1 + r]\beta_{14}}{[1 + r - \beta_{11}][1 + r - \beta_{14}]}$$

$$\omega_{10} = \frac{1 + r}{[1 + r - \beta_{11}][1 + r - \beta_{16}]}$$

حيث:

β_{11} .: معامل الدخل المتبقي الوارد بالشكل الأول من الديناميكية المعلوماتية

β_{14} : معامل القيمة الدفترية الوارد بالشكل الثاني من الديناميكية المعلوماتية.

β_{16}: معامل صافي مساهمات رأس المال الوارد بالشكل الثالث من الديناميكية المعلوماتية.

وتجدر الإشارة إلى أن Ohlson قد اقترح منهجية تقدير استندت على المقارنة بين دور المحاسبة الاستحقاقية والتدفقات النقدية في تقدير القيمة السوقية، وذلك في جهده البحثي المنفرد المنشور في العام ١٩٩٩م، وفي ظل تواجد المحركين الأساسيين للقيمة والمحددين في الدخل المتبقي والقيمة الدفترية ومع غياب المعلومات الأخرى، وهي منهجية لم تنال الانتشار الكافي تجريبياً، مع أنها المنهجية الأكثر توافقاً مع الأسواق المالية التي لا تتوافر بها تنبؤات المحللين الماليين بصورة منتظمة، وقد قامت دراسة Barth et al (1999)، بتطبيق تلك المنهجية على السوق الأمريكي، وسيتم عرضها تفصيلاً في القسم التالي.

ومن خلال العرض السابق يمكن استخلاص الخصائص التالية لمنهجية Ohlson في التقدير والتقييم:

أ. تستند تلك المنهجية على مفهوم المحاسبة وفق الدخل النظيف Clean Surplus Accounting والتي تستند بصورة أساسية على الدخل الخالي من كافة صور التقدير المحاسبي المصحوبة باحتمالات تحيز عالية قد تؤدي إلى أخطاء قياس جوهرية.

ب. ترتكز تلك المنهجية على ثلاث محركات للقيمة السوقية للشركة، وتتحدد تلك المحركات الثلاثة في: الدخل المتبقي والقيمة الدفترية والمعلومات الأخرى ذات الصلة بالدخل المتبقي، ومع قدر من الغموض الملحوظ في تفسير المقصود بالمعلومات الأخرى. وإن كانت الجهود التجريبية التالية قد فسرت تلك المعلومات بتنبؤات المحللين الماليين.

ج. تعتمد تلك المنهجية على آلية الديناميكية المعلوماتية، والتي تقوم على التتبع الزمني لتأثير المحركات الثلاثة عن الفترة السابقة، وذلك على الدخل المتبقي للفترة الحالية عبر الزمن، ويتم اختبار تلك الديناميكية من خلال ثلاثة قيود، يركز القيد الأول منها على تقييم مستوى التحيز المحاسبي، بينما يركز القيد الثاني والثالث منها على تقييم التحفظ المحاسبي.

د. تتحدد المقومات الرئيسية لتلك المنهجية في العديد من العناصر والتي يأتي في مقدمتها توافر أسواق مالية ذات كفاءة ملحوظة، ومع توافر سلسلة زمنية طويلة للبيانات، وتكون تلك السلسلة مصحوبة بعدد مشاهدات تحليلية ضخمة.

ه. تستند الإجراءات التحليلية لتلك المنهجية بصورة أساسية على النماذج الإحصائية الخطية، وبخاصة الزمنية منها، ومع إمكانية التخلى عن الآليات الزمنية إذ قد يتعذر ذلك في الكثير من الأسواق المالية بخلاف الولايات المتحدة الأمريكية، ولكن مع ضرورة الالتزام بالاشتراطات النماذجية العامة، والتي يأتي في مقدمتها معنوية النموذج واستقلال بواقي ذلك النموذج.

٤/١: القسم الرابع: عرض وتحليل الجهود التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة وفق منهجية نماذجية:

يتناول هذا القسم من البحث بالعرض النماذجي Modeling Style والتحليل للجهود البحثية التجريبية الرائدة والتي تناولت قياس وتقييم ملاءمة القيمة وذلك في إطار منهجية Ohlson المعيارية لقياس وتقدير وتقييم تلك القيمة، وقد استند اختيار تلك الجهود تحديداً على القيود التالية:

أ. الاستناد على منهجية Ohlson بصورة أساسية في القياس والتقدير والتقييم، وذلك في إطار تجريبي متعدد الأبعاد، وليس مجرد إطار تطبيقي يستند على بُعد محدد من أبعاد التحليل. ومع اتساق ما ورد بالدراسة مع صحيح ما ورد بمنهجية Ohlson.

ب. الاعتماد على سلسلة زمنية طويلة وعدد من المشاهدات التحليلية الضخمة، والتي قد تتجاوز في بعض الحالة مائة ألف مشاهدة تحليلية، ولن يتوافر هذا القيد وبطبيعة الحال سوى في السوق الأمريكي.

ج. حجم تكرار الاستشهاد بما ورد في تلك الدراسات من تنظير أو رؤية تجريبية في الدراسات التالية عليها، بالإضافة إلى ريادة الباحث، وتصنيف المجلة العلمية المنشور بها البحث. إذ يشترط أن تكون المجلة العلمية من مجلات التصنيف الأول عالمياً. وقد احتكم الباحث في

ذلك وبصورة رئيسة على قراءاته الموسعة في نظرية التقييم Valuation Theory على وجه العموم.

د. اشتمال تلك الدراسات على منهجية تجريبية متفردة، بحيث لا يكون هناك صورة من صور التكرار المنهجي بينها، وبحيث يتمكن الباحث من خلال عرضها نماذجياً من توفير رؤية متكاملة عن التطبيق التجريبي لمنهجية Ohlson المعيارية.

ومن خلال تطبيق تلك القيود سيشتمل العرض التحليلي التالي على العرض النماذجي التحليلي للدراسات التالية:

- **الدراسة الأولى:**

تناولت دراسة Collins et al. (1997) قياس وتقييم ملاءمة القيمة وتتبع التغيرات بها خلال الفترات الزمنية الطويلة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية المقيدة ببورصة نيويورك للأوراق المالية، خلال الفترة ١٩٥٣-١٩٩٣م، وقد تم الاستناد على عدد كبير من المشاهدات التحليلية والتي بلغت ١١٥١٥٤ مشاهدة تحليلية " عدد الصفوف في مصفوفة التحليل الإحصائي " وذلك من خلال النماذج القياسية التالية:

الصورة القياسية للنموذج الأول:

$$P_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i.t} + \alpha_2 BV_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

الصورة القياسية للنموذج الثاني:

$$P_{i.t} = \beta_0 + \beta_{1.t} E_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

الصورة القياسية للنموذج الثالث:

$$P_{i.t} = \gamma_0 + \gamma_{1.t} BV_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

حيث:

$P_{i.t}$: سعر السهم في نهاية الثلاثة شهور التالية للفترة المالية t، وذلك للشركة i.

$E_{i.t}$: ربحية السهم وذلك عن الفترة المالية t، وللشركة i.

$BV_{i.t}$: القيمة الدفترية للسهم عن الفترة المالية t وللشركة i.

$\alpha_{0,1}..\beta_{0,1}..\gamma_{0,1}$: معاملات نموذج الانحدار، المعلمة " صفر " للمقدار الثابت والمعلمة " واحد " لمعامل المتغير المستقل.

$\varepsilon_{i.t}$: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار " بواقي نموذج الانحدار ".

ويؤدي تطبيق النماذج الثلاثة إلى تقدير ثلاث قدرات تفسيرية، القدرة التفسيرية الأولى ويتم ترميزها بالرمز R_T^2 وتمثل القدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم والقيمة الدفترية له معاً، والقدرة التفسيرية لربحية السهم منفرداً وتم ترميزها بالرمز R_2^2، والقدرة التفسيرية لقيمة السهم الدفترية منفردة ويتم ترميزها بالرمز R_3^2، ثم يتم اشتقاق القدرة التفسيرية التفاضلية " التزايدية " لربحية السهم Incremental Explanation Power وذلك من خلال الفرق بين القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً، والقدرة التفسيرية لقيمة السهم الدفترية منفردة، وتأخذ تلك القدرة الترميز R_E^2،

وكذلك يتم اشتقاق القدرة التفسيرية التفاضلية للقيمة الدفترية وذلك من خلال الفرق بين القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً، والقدرة التفسيرية لربحية السهم منفرداً، ويتم التعبير عن هذا التقدير بالترميز R^2_{BV}، وقد تم تقسيم الفترة الكلية للتحليل إلى الفترات الأربعة التالية : ١٩٥٣-١٩٦٢م، ١٩٦٣-١٩٧٢م، ١٩٧٣-١٩٨٢م، ١٩٨٣-١٩٩٣م، وقد أدى تطبيق تلك النماذج إلى النتائج التالية:

أ. بلغت القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً : ٥٠,٢٪، ٥١,١٪، ٦٠,٤٪، ٧٥,٤٪، ٥٣,٦٪، وذلك للفترات التحليلية الأربعة على التوالي، وكذلك التحليل المَجمع لكامل السلسلة الزمنية " القيمة الخامسة ". ويلاحظ التوجه التصاعدي للقدرة التفسيرية خلال تعاقب الفترات الزمنية للتحليل.

ب. بلغت القدرة التفسيرية لربحية السهم منفرداً: ٤٩,٩٪، ٤٩,٨٪، ٥٥,٥٪، ٥٦,٧٪، ٤٥,٥٪، وذلك للفترات التحليلية الأربعة على التوالي، وكذلك التحليل المَجمع لكامل السلسلة الزمنية، ويلاحظ استقرار القدرة التفسيرية لتلك الربحية، فهي لا تتجه للتصاعد بصورة ملموسة، ولكنها على الأقل لا تنخفض.

ج. بلغت القدرة التفسيرية للقيمة الدفترية منفردة: ٢٠,٣٪، ٣٠٪، ٤٩,٢٪، ٦٨,٤٪، ٤٦,٦٪، وذلك للفترات التحليلية الأربعة، وكذلك التحليل المَجمع لكامل السلسلة الزمنية ويلاحظ الاتجاه التصاعدي للقدرة التفسيرية خلال الزمن.

د. بلغت القدرة التفسيرية التفاضلية لربحية السهم: ٢٩,٩٪، ٢١,٢٪، ١١,٢٪، ٧٪، ٧٪، وذلك للفترات التحليلية الأربعة على التوالي، وكذلك التحليل المجمع لكامل السلسلة الزمنية، وهي دالة على تواجد تناقص في تلك القدرة خلال تعاقب الفترات الزمنية.

ه. بلغت القدرة التفسيرية التفاضلية لقيمة السهم الدفترية: ٠,٤٪، ١,٤٪، ٤,٩٪، ١٨,٦٪، ٨,١٪،، وذلك للفترات التحليلية الأربعة على التوالي، وكذلك التحليل المجمع لكامل السلسلة الزمنية، وهي دالة على تواجد تزايد في تلك القدرة خلال تعاقب الفترات الزمنية.

وتجدر الإشارة إلى أن التحليل يتم على أساس سنوي داخل الفترة الزمنية الواحدة، ثم يتم الحصول على متوسط العشر سنوات المكونين لكل فترة، وبطبيعة الحال من الصعوبة بمكان تطبيق تلك المنهجية التحليلية خارج السوق الأمريكي، وذلك لأنها تتطلب عدد وحدات معاينة كبير داخل الفترة المالية الواحدة. كما تجدر الإشارة إلى أن التحليل استند على النمذجة الخطية التقليدية والمحددة في طريقة المربعات الصغرى الأكثر ترجيحاً "Ordinary Least Square " OLS، وفي ظل التحليل متعدد القطاعات Cross-Sectional Analysis. إذ يتضمن التحليل للفترة المالية الواحدة شركات تنتمي لقطاعات صناعية متنوعة.

ولتقدير الإتجاه العام للقدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية يتم تقدير ثلاث نماذج زمنية لأثر الزمن على القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً، والقدرة التفسيرية التفاضلية لربحية السهم، والقدرة التفسيرية التفاضلية لقيمة السهم الدفترية وذلك من خلال الصورة القياسية التالية:

$$R^2_{T..E..BV} = \emptyset_0 + \emptyset_1 Time_t + \varepsilon_t$$

حيث:

$R^2_{T..E..BV}$: القدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية معاً، والقدرة التفسيرية التفاضلية للأرباح. والقدرة التفسيرية التفاضلية لقيمة السهم الدفترية

$Time_t$: المتغير الزمني المستقل.

$\emptyset_{0,1}$: معاملي نموذج الانحدار للمقدار الثابت والمتغير المستقل.

ε_t: الخطأ المعياري لدالة الانحدار.

وبتلك الصورة فإن النتيجة العامة لتلك الدراسة هو تناقص القدرة التفسيرية التفاضلية لربحية السهم عبر الزمن " قيمة ت المحسوبة في الدالة الزمنية ـ١٠,٠٧١ " ، وتزايد القدرة التفسيرية التفاضلية لقيمته الدفترية " قيمة ت المحسوبة في الدالة الزمنية ٥,٠٩٧ "، وكذلك تزايد القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً " قيمة ت المحسوبة في الدالة الزمنية ١,٨٩٦ "، بينما لم تختبر زمنياً القدرة التفسيرية لربحية السهم منفردة أو القيمة الدفترية للسهم منفردة. إذ تم التركيز على القدرة التفسيرية التفاضلية. وكافة القيم ذات دلالة معنوية، ووفق رؤية مؤلفي الدراسة فإن تلك النتيجة تختلف بصورة جوهرية عن نتائج الدراسات السابقة والتي تناولت ذات المنهجية التطبيقية. وتم إرجاع تلك النتيجة وبصورة رئيسية إلى العومل التالية: إتجاه أحجام الشركات نحو الزيادة، والتوجه نحو المزيد من الاعتراف بالأصول غير الملموسة، بالإضافة إلى تواجد الشركات ذات الربحية السالبة بالوحدات محل التحليل. إذ أن تلك الخسارة قد تؤدي إلى المزيد من التشويش على العلاقة بين ربحية السهم وسلوك أسعاره، وكذلك فإن الرافعة المالية وسمات الهيكل التمويلي من العوامل الكامنة والتي قد تؤثر على تلك العلاقة.

وتجدر الإشارة إلى أن تفكيك Decomposing القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً من خلال تقدير مكوني تلك القدرة لم تكن جديدة بالكلية، فهي تنسب إلى ما قبل جهود Ohlson في مجال تقدير القيمة، فقد ظهر هذا الإجراء في العديد من الجهود البحثية السابقة على جهود Ohlson وقبل حتى الجهود المشتركة لـ Ohlson and Feltham. فقد ظهر هذا الإجراء تنظيرياً في المؤلف الرائد لـ Theil (1971)، كما ظهر تجريبياً في دراسة Easton (1985)، والتي تعد من العلامات البارزة في تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم خلال عقد الثمانينيات.

- **الدراسة الثانية:**

تناولت دراسة Barth et al. (1999) تقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في إطار مقارن بين المؤشرات الاستحقاقية Accrual Indicators والمؤشرات النقدية Cash Indicators، وذلك بالتطبيق على ١٥٤٠٥ مشاهدة تحليلية، تم تجميعها من أربعة عشر قطاعاً صناعياً وخدمياً من ضمنها القطاعات المالية " بنوك وشركات تأمين وشركات وساطة مالية "، وقد استندت الدراسة بمنهجية Ohlson (1999) وهي منهجية تعد إمتداداً للمنهجية المنشورة في العام ١٩٩٥م، والمتضمنة بعضاً من الشروح التفسيرية والإضافات العلمية ذات الصلة بمؤشرات التدفقات النقدية من عمليات التشغيل، ولكنها لم تكن بالعمل الجديد الخالص.

تحددت متغيرات الدراسة الأساسية في:

$MVE_{i.t}$: القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية t.

$BV_{i.t}$: القيمة الدفترية للشركة i، في نهاية الفترة المالية t.

$MB_{i.t}$: معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة i، وذلك في نهاية الفترة المالية t.

$NI^{a}_{i.t}$: الأرباح غير العادية للشركة i، وذلك عن الفترة المالية t، وتقابل مصطلح الدخل المتبقي، ويتم حسابها بمقدار الفرق بين الأرباح قبل البنود غير العادية عن الفترة والقيمة الدفترية المخصومة في بداية الفترة، والتي تمثل الحد الأدنى من العائد المقبول من جموع المستثمرين.

$ACC_{i.t}$: المؤشر الاستحقاقي وذلك للشركة i، وعن الفترة الزمنية t، ويتم حسابه بمقدار الفرق بين الأرباح قبل البنود غير العادية والعمليات غير المستمرة وصافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل.

$CFO_{i.t}$: صافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل.

وقد استندت الدراسة على معدل خصم قدره ١٢٪ وهو معدل الخصم الأكثر شيوعاً في غالبية الدراسات التي اتخذت من السوق الأمريكي مجالاً للتجريب، كما أن كافة متغيرات الدراسة بالمليون دولار بلا تنسيب " قيم مطلقة ".

ويتناول العرض التالي تفصيلاً للنماذج الواردة بتلك الدراسة:

اشتمل النموذج الأول من الدراسة على المتغيرات الأكثر تأثيراً على الأرباح غير العادية، وذلك وفق الصورة القياسية التالية:

$$NI^{a}_{it} = \omega_{10} + \omega_{11} NI^{a}_{it-1} + \omega_{12} ACC_{it-1} + \omega_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it}$$

حيث:

NI^{a}_{it}: الأرباح غير العادية وذلك للشركة i عن الفترة المالية t.

NI^{a}_{it-1}: الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة.

ACC_{it-1}: المعامل الاستحقاقي في نهاية الفترة السابقة.

BV_{it-1}: القيمة الدفترية في نهاية الفترة السابقة.

$\omega_{10..13}$: معاملات نموذج الانحدار.

ε_{1it}: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار.

وقد تم تطبيق النموذج قطاعياً، وأعقب ذلك الحصول على متوسط المعاملات، وذلك من خلال النمذجة الإحصائية Seemingly Unrelated Regression[1]، وقد تم الاستناد عليه للحصول على نموذج انحدار لكل قطاع صناعي من القطاعات الصناعية الأربعة عشر على حدة. ويلخص الجدول رقم (أ) المعلمات الإحصائية للنماذج الأربعة عشر المتوصل إليه في ظل الصورة القياسية السابق بيانها. بينما يلخص الجدول رقم (ب) ذات النموذج ولكن في ظل تواجد التدفقات النقدية من عمليات التشغيل بديلاً للمؤشر الاستحقاقي.

من خلال محتويات الجدول رقم (أ) يمكن اشتقاق النتائج التالية:

أ. يوجد أثر طردي للأرباح غير العادية عن الفترة السابقة وذلك في كافة القطاعات. في حين يوجد أثر عكسي لكل من المؤشر الاستحقاقي والقيمة الدفترية في كافة القطاعات.
ب. بلغت القدرة التفسيرية في المتوسط ٤٢٪، وكانت أعلاه بقطاع الأدوية وأدناه بقطاع الحاسب الآلي، ومع تواجد تباين واضح بين القطاعات من حيث مقدار تلك القدرة.

[1] **هو نوع من أنواع تحليل الإنحدار الخطي ، ولا نعلم ترجمته حرفياً في اللغة العربية ولكنه يؤدي إلى إنتاج نماذج انحدار تترابط مع بعضها البعض من خلال أخطاء التنبؤ ، وعليه قد تبدو من الوهلة الأولى غير مترابطة ، ولكنها في حقيقة الأمر مترابطة من خلال البواقي ، وهذا النوع من البرمجة متوافر في الحزمة الإحصائية Stata .**

بينما يمكن اشتقاق النتائج التالية بالاعتماد على محتويات الجدول رقم (ب):

أ. يوجد أثر طردي لكل من الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل في كافة القطاعات. في حين يوجد أثر عكسي للقيمة الدفترية. وبذلك فإن تأثير المؤشر الاستحقاقي يختلف عن تأثير التدفقات النقدية من عمليات التشغيل. فبينما يؤثر الأول بصورة عكسية فإن الثاني يؤثر بطريقة طردية. وتفسير ذلك إلى أن زيادة مساحة الدور الذي تقوم به المحاسبة الاستحقاقية قد يخفض من الأرباح خلال الفترة الحالية بينما يؤدي إلى زيادة الأرباح خلال الفترة أو الفترات التالية.

ب. بلغت القدرة التفسيرية في المتوسط ٤٢٪ وهي لم تختلف عن النموذج الأول. وكان أعلاها في صناعة الأدوية وأدناه في صناعة الحاسب الآلي. وهي ذات النتيجة السابق التوصل إليها في النموذج الأول.

جدول رقم (أ)

المعلمات الإحصائية الرئيسية لنمذجة Barth et al (1999) ذات الصلة بالمتغيرات التفسيرية المؤثرة على الأرباح غير العادية في ظل تواجد " المؤشر الاستحقاقي "

القطاع	ω_{11}	ω_{12}	ω_{13}	القدرة التفسيرية
التعدين والبناء	٠,٤٠	٠,٠٦-	٠,٤٧-	٤٠٪
الأغذية	٠,٨٦	٠,٤٥-	٠,٠٣-	٧٦٪
الغزل والنسيج والطباعة والنشر	٠,٢٧	٠,١١-	٠,٠٥-	٢٨٪
الصناعات الكيماوية	٠,٦٣	٠,٢٢-	٠,٠٦-	٢٩٪
الأدوية	٠,٩٤	٠,٧٥-	٠,٠٢-	٨٩٪
الصناعات الاستخلاصية	٠,٥٩	٠,٢٦-	٠,٠٦-	٣٣٪
السلع المعمرة	٠,٥٥	٠,٢٤-	٠,٠٥-	٤١٪
الحاسب	٠,٣٨	٠,١٠-	٠,٠٧-	١٤٪
النقل	٠,٨٨	٠,١٧-	٠,٠٣-	٦٥٪
الخدمات والمنافع العامة	٠,٣٦	٠,٠٤-	٠,٠١-	١٥٪
تجارة التجزئة	٠,٦٧	٠,١١-	٠,٠١-	٤٣٪
المؤسسات المالية	٠,٦٩	٠,٠٢-	٠,٠١-	٣٦٪
التأمين والعقارات	٠,٨٣	٠,٢٩-	٠,٠١-	٤٣٪
الخدمات	٠,٦٩	٠,١٠-	٠,٠٣-	٤١٪
المتوسط	٠,٦٢	٠,٢٥-	٠,٠٧-	٤٢٪

Source: **Barth et al. (1999). P. 213.**

جدول رقم (ب)

المعلمات الإحصائية الرئيسية لنمذجة Barth et al (1999) ذات الصلة بالمتغيرات التفسيرية المؤثرة على الأرباح غير العادية في ظل تواجد " التدفقات النقدية بديلاً للمؤشر الاستحقاقي "

القطاع	ω_{11}	ω_{12}	ω_{13}	القدرة التفسيرية
التعدين والبناء	٠,٤٣	٠,١٠	٠,٠٦-	٤٢٪
الأغذية	٠,١٦	٠,٥٢	٠٩.-	٧٦٪
الغزل والنسيج والطباعة والنشر	٠,٢٣	٠,١٠	٠,٠٦-	٢٩٪
الصناعات الكيماوية	٠,١٨	٠,٢٧	٠,١٠-	٢٦٪
الأدوية	٠,٢٦	٠,٦٦	٠,٠٧-	٩٠٪
الصناعات الاستخلاصية	٠,١٩	٠,٢٦	٠,٠٩-	٣٢٪
السلع المعمرة	٠,٢٦	٠,٢٥	٠,٠٧-	٤٠٪
الحاسب	٠,٢١	٠,٠٨	٠,٠٧-	١٣٪
النقل	٠,٧٦	٠,١٦	٠,٠٥-	٦٦٪
الخدمات والمنافع العامة	٠,٢٥	٠,٠٣	٠,٠١-	١٤٪
تجارة التجزئة	٠,٥٧	٠,١٢	٠,٠٢-	٤٣٪
المؤسسات المالية	٠,٦٥	٠,٠٢	٠,٠١-	٣٦٪
التأمين والعقارات	٠,٤٧	٠,٣١	٠,٠٥-	٣١٪
الخدمات	٠,٥٣	٠,١٠	٠,٠٤-	٤١٪
المتوسط	٠,٣٧	٠,٢١	٠,٠٦-	٤٢٪

Source: Barth et al. (1999). P. 213.

اشتمل النموذج الثاني الوارد بالدراسة على نموذج الديناميكية المعلوماتية لكل من الاستحقاقات والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل، وذلك وفق الصورتين القياسيتين التاليتين:

$$ACC_{it} = \omega_{20} + \omega_{22} ACC_{it-1} + \omega_{23} BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

$$CFO_{it} = \omega_{20} + +\omega_{22} CFO_{it-1} + \omega_{23} BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

وقد تم الاستناد في ذلك الإجراء التحليلي على نموذج زمني يستند على فترة تأخير واحدة، ويلخص الجدولين (ج) و (د) المخرجات الرئيسية لهذا الإجراء التحليلي، ومن خلال محتويات الجدولين يمكن استخلاص النتائج التالية:

أ. فيما يتعلق بالديناميكية المعلوماتية للمؤشر الاستحقاقي فإن أثر المؤشر الاستحقاقي عن الفترة السابقة موجباً في جميع القطاعات، بينما كان أثر القيمة الدفترية سالباً في كافة القطاعات وبلا استثناء، ويرى Barth et al أن تلك النتيجة تعد منطقية. ومبرره في ذلك أن زيادة

الربح الاستحقاقي بمعدلات معينة يكون مصحوباً بزيادة الربح النقدي ولكن بمعدلات زيادة أقل، وبالشكل الذي يؤدي في النهاية إلى هذا الأثر العكسي.

ب. فيما يتعلق بالديناميكية المعلوماتية للتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل فإن أثر التدفقات النقدية من الفترة السابقة موجباً في كافة القطاعات وكذلك أثر القيمة الدفترية، ويرى مؤلفو الدراسة منطقية تلك النتيجة.

ت. كافة معاملات الانحدار أقل من الواحد الصحيح، بإستثناء قطاعي الأغذية والنقل في حالة الديناميكية المعلوماتية للتدفقات النقدية من عمليات التشغيل، ولم يكن هذا التجاوز جوهري ولم يؤثر على المتوسط العام لكافة القطاعات، وعليه فكافة النتائج المتوصل إليها تتسق مع معلمات Ohlson المعيارية.

جدول رقم (ج)

المعلمات الإحصائية الرئيسية للديناميكية المعلوماتية للمؤشر الاستحقاقي

$$ACC_{it} = \omega_{20} + \omega_{22}ACC_{it-1} + \omega_{23}BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

القطاع	ω_{22}	ω_{23}	القدرة التفسيرية
التعدين والبناء	٠,٤٧	٠,٠٤-	٠,٤٠
الأغذية	٠,٥٨	٠,٠٦-	٠,٧٤
الغزل والنسيج والطباعة والنشر	٠,٤٢	٠,٠٩-	٠,٦٨
الصناعات الكيماوية	٠,٢٣	٠,١١-	٠,٨٤
الأدوية	٠,٢٨	٠,٠٤-	٠,٥١
الصناعات الاستخلاصية	٠,٥٠	٠,١١-	٠,٨٩
السلع المعمرة	٠,٤٢	٠,٠٨-	٠,٥٧
الحاسب	٠,٤٥	٠,٠٦-	٠,٥٢
النقل	٠,٩٢	٠,٠٣-	٠,٩٠
الخدمات والمنافع العامة	٠,١٩	٠,١٤-	٠,٨٢
تجارة التجزئة	٠,٤٦	٠,٠٤-	٠,٤٠
المؤسسات المالية	٠,٤٨	٠,٠٩-	٠,٥٣
التأمين والعقارات	٠,٥٣	٠,٠٣-	٠,٣٩
الخدمات	٠,٧٩	٠,٠٦-	٠,٦٣
المتوسط	٠,٤٨	٠,٠٧-	٠,٦٣

Source: Barth et al. 1999. P. 215

جدول رقم (د)

المعلمات الإحصائية الرئيسية للديناميكية المعلوماتية للتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل

$$CFO_{it} = \omega_{20} + \omega_{22} CFO_{it-1} + \omega_{23} BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

القطاع	ω_{22}	ω_{23}	القدرة التفسيرية
التعدين والبناء	٠,٣٨	٠,٠٧	٠,٣٩
الأغذية	١,٠٣	٠,٠٢	٠,٩٧
الغزل والنسيج والطباعة والنشر	٠,٤١	٠,١٦	٠,٧٦
الصناعات الكيماوية	٠,٦٩	٠,٠٦	٠,٨٩
الأدوية	٠,٩٩	٠,٠٤	٠,٩٦
الصناعات الاستخلاصية	٠,٧٩	٠,٠٧	٠,٩٥
السلع المعمرة	٠,٧٥	٠,٠٧	٠,٨٢
الحاسب	٠,٦٤	٠,٠٣	٠,٥٩
النقل	١,٠٢	٠,٠٢	٠,٩٤
الخدمات والمنافع العامة	٠,٣١	٠,٢٠	٠,٩٣
تجارة التجزئة	٠,٥٨	٠,١٠	٠,٧٧
المؤسسات المالية	٠,٥٢	٠,١٥	٠,٧٢
التأمين والعقارات	٠,٨٨	٠,٠٥	٠,٨٩
الخدمات	٠,٨٩	٠,٠٦	٠,٧٩
المتوسط	٠,٧١	٠,٠٨	٠,٨١

Source: Barth et al. 1999. P. 215

اشتمل النموذج الثالث على تقدير القيمة السوقية ذاتها، وذلك بعد الانتهاء من فحص واختبار قيود الديناميكية المعلوماتية السابق تناولها في النموذج الثاني، ويشتمل هذا النموذج على الصورتين القياسيتين التاليتين:

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 ACC_{it} + u_{it}$$

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + u_{it}$$

وقد تمثلت النتائج الرئيسية لتطبيق كلاً من النموذجين في:

أ. فيما يتعلق بنموذج التقييم الأول المتضمن المؤشر الاستحقاقي فإن أثر القيمة الدفترية والأرباح غير العادية كان موجباً في جميع القطاعات، بينما كان أثر المؤشر الاستحقاقي سالباً في جميع القطاعات، فيما عدا قطاعي الصناعات الدوائية والمؤسسات المالية فقد كان أثره فيهما موجباً. وقد بلغ مقدار متوسط القدرة التفسيرية للنموذج ٨٢٪. ومع توافر شرط

المعنوية في كافة النماذج المتوصل إليها. ومع ملاحظة عدم اتساق النتائج المتوصل إليها مع رؤية Ohlson المعيارية. فبينما يرى Ohlson أن إشارة ω_{12} يجب أن تتسق مع إشارة α_2 توصلت الدراسة إلى أن الواقع التجريبي يرفض تلك الفرضية في حالة الاستحقاقات. إذ ظهرت إشاراتهما عكسية لبعضها البعض في كافة القطاعات محل التحليل.

ب. فيما يتعلق بنموذج التقييم الثاني المتضمن التدفقات النقدية من عمليات التشغيل فقد كان أثر المتغيرات التفسيرية الثلاثة موجباً، فيما عدا قطاعي الصناعات الدوائية والمؤسسات المالية. إذ ظهر تأثير التدفقات النقدية سالباً. وقد بلغ مقدار متوسط القدرة التفسيرية للنموذج ٨٢٪. ومع توافر شرط المعنوية في كافة النماذج المتوصل إليها. ومع ملاحظة اتساق النتائج المتوصل إليها مع رؤية Ohlson المعيارية. إذ يرى Ohlson أن إشارة ω_{12} يجب أن تتسق مع إشارة α_2 وقد أثبتت النتائج التجريبية سلامة تلك الرؤية المعيارية في حالة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل.

ج. يسير أثر الاستحقاقات بصورة عكسية دوماً لأثر التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، ومع قدرة تفسيرية في نموذجي التقييم تقريباً واحدة وجيدة من المنظور الإحصائي، ولكن يتوافر في نموذج التقييم المستند على القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل الاتساق العلمي مع رؤية Ohlson المعيارية.

اشتملت الخطوة التحليلية الأخيرة على التقييم التجريبي لمعامل التقييم المعياري لـ Ohlson إذ تتم المقارنة بين معامل التقييم α_2 الناتج من نموذج التقييم، ومقدار ذات المعامل المحسوب من خلال المعادلة التالية:

$$\alpha_2 = [(1+r)\omega_{12}]/[(\,(1+r) - \omega_{11})) * ((1+r) - \omega_{22}))]$$

وتتم المقارنة مرتين. مرة على أساس نموذج التقييم المشتمل على المؤشر الاستحقاقي، ومرة على أساس النموذج المشتمل على التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، وقد تمثلت النتيجة وعلى نحو عام إلى أنه على الرغم من تواجد ارتباط بين معاملات α_2 المحسوبة وفق نموذج التقييم بين مختلف القطاعات وذلك في إطار نموذجي التقييم، سواء على أساس قيمة المعامل المقيدة وغير المقيدة، فإن هذا الارتباط لم يستدل عليه في حالة المقارنة بين القيمة المقدرة والقيمة المحسوبة وفق معادلة Ohlson، وبالشكل الذي يقدم الدليل التجريبي على أن تلك المعادلة لا تُغني عن نموذج التقييم، وتؤدي إلى نتائج لا تتسق مع مخرجات نموذج التقييم ؛ وعليه فتلك المعادلة المعيارية لا يمكن تطبيقها على الحالة الأمريكية.

- **الدراسة الثالثة:**

تعد دراسة Dechow et al (1999) من أفضل الدراسات التجريبية التي تناولت منهجية Ohlson (1995) إذ أقر Ohlson ذاته بتلك الحقيقة في دراسته المنشورة في العام ٢٠٠٥، إذ أقر بأن تلك الدراسة تشتمل على التمثيل التجريبي الأكثر اكتمالاً في تطبيق منهجيته في التقييم، ولم تتوقف الإشادة بتلك الدراسة عند حدود مؤسس المنهجية ولكنها أمتدت لكثيرين إذ أقر Lo and Lys (2000) بأن هناك دراستين تعدان التطبيق التجريبي المثالي لأفكار Ohlson وهما دراستي Dechow et al (1999) ودراسة Myers في ذات العام. إذ تعد الدراساتان وبلا منازع من أفضل الدراسات التجريبية ذات الصلة بتقدير القيمة السوقية من خلال منهجية Ohlson في التقييم، ويشتمل التناول التالي على عرض تحليلي تفصيلي لتلك الدراسة الرائدة، وسيقوم الباحث بتناول الإطار العام لتلك المنهجية التجريبية مع عدم إغفال رؤية الدراسات التجريبية الأخرى في النقاط محل الجدل.

تناولت الدراسة التقييم التجريبي لمنهجية الدخل المتبقي في التقييم والربط بين الأرقام المحاسبية والقيمة السوقية للشركات، وذلك استناداً على منهجية Ohlson في التقييم، وذلك بالاعتماد على ٥٠١٣٣ مشاهدة تحليلية تتعلق بالشركات المقيدة في البورصات الأمريكية الثلاثة وذلك خلال الفترة ١٩٧٦-١٩٩٥م، وقد تم توفير بيانات الدراسة من خلال ثلاثة مصادر رئيسية، وقد تحددت تلك المصادر في: قاعدة البيانات المالية الشهيرة Compustat، وتم توفير أسعار الأسهم اليومية من خلال قاعدة بيانات CRSP1، وتم الحصول على تنبؤات المحللين الماليين من خلال I/B/E/S Files2، وبالشكل الذي يعني توافر كافة البيانات وبطريقة ميسرة متاحة للجميع وقد لا تتوافر في غالبية الأسواق المالية في العالم.

كافة بيانات الدراسة منسوبة إلى السهم (سعر السهم، ربحية السهم، عائد السهم، القيمة الدفترية للسهم) وبالشكل الذي يعني اعتماد الدراسة على قيم منسوبة إلى عدد الأسهم، ويعد ذلك هام لتحقيق التوازن بين المتغير التابع والمتغير/المتغيرات المستقلة، وذلك لتحقيق الاتساق في طبيعة البيانات، وقد اعتمد حساب كافة المؤشرات على الأرباح قبل البنود غير العادية Earnings Before Extraordinary Items، وذلك للعديد من الأسباب ومنها، عدم انتظام البنود غير العادية، وعدم القدرة على التنبؤ بسلوكها في المستقبل. وعليه ليس بالغريب أنه ومن الجائز أن نطلق على تلك الأرباح Core Earnings أي الأرباح الأساسية لأنها بمثابة المحرك الرئيسي للأرباح على نحو العموم، وهي تختلف بطبيعة الحال بحسب المعايير المحاسبية المنظمة.

تعد الأرباح غير العادية من المحركات المحورية لنموذج Ohlson، ويتعلق تقدير تلك الأرباح بمعدل الخصم، والذي يعد المحرك الرئيسي لمنهجيات التقييم على وجه العموم، وبخاصة خصم التوزيعات والدخل المتبقي والتدفقات النقدية الحرة، ويمثل الحد الأدنى من العائد المقبول من جموع المستثمرين، وقد اعتمدت الدراسة في تقدير هذا المعدل على متوسط العوائد لإصدارات الملكية المضمونة من الخزانة الأمريكية خلال فترة الدراسة ١٩٧٦-١٩٩٥م، حيث بلغ أدناها ٩٪ وأعلاها ١٥٪، وتم الحصول على متوسط القيمتين ليصبح المعدل المعتمد عليه ١٢٪، ومبرر ذلك إحداث التوازن بين كافة الوحدات محل التحليل، لأنها تنتمي لقطاعات متفاوتة الخصائص، وهي قضية محل جدل في نموذج Ohlson، حيث أن الصورة المعيارية للنموذج تخاطب وحدة واحدة فقط، ولا تخاطب مجموعة من الوحدات، ولذا يلزم إحداث التوازن بين تلك الوحدات من خلال توحيد معدل الخصم. وتجدر الإشارة إلى أن العديد من الدراسات التالية ذات الصلة قد استندت على ذات الفكرة، بل وبعضها أخذ المعدل ١٢٪ على أنه من المسلمات في دراسات القيمة المؤسسة محاسبياً بالسوق الأمريكي. ولعل مرجعية ذلك أن معدلات التضخم تكاد تكون مستقرة بالولايات المتحدة الأمريكية، وبالقدر الذي يساهم في استقرار معدلات الفائدة، وهو أمر قد يتوافر في بعض الاقتصاديات المحدودة بالعالم، وعليه نجد أن هذا المعدل هو الأكثر انتشاراً في دراسات السوق المؤسسة محاسبياً والتي اتخذت من الولايات المتحدة مجالاً للتطبيق.

[1] CRSP: Center for Research in Stock Prices.

وقد قامت الدراسة بتقدير الأرباح غير العادية من خلال طريقتين. تتحدد الطريقة الأولى منهما في قيام الدراسة ببناء سلسلة زمنية معيارية من واقع الأرباح الفعلية ولكن لفترة سابقة لفترة التحليل، وقامت بتوليد قيم معيارية تغطي فترة التحليل، وتفصيلات ذلك على النحو التالي:

- الخطوة الأولى: تتبع قيم الأرباح الفعلية قبل البنود غير العادية لنفس وحدات التحليل خلال الفترة من ١٩٥٠ حتى عام ١٩٧٥م، أي الخمسة وعشرين سنة السابقة لفترة التحليل، وانتهت تلك الخطوة بالتوصل لمعادلة زمنية قادرة على توليد القيم لفترات تالية.
- الخطوة الثانية: توليد القيم التنبؤية للأرباح قبل البنود غير العادية وذلك عن الفترة محل التحليل ١٩٧٦-١٩٩٥، من خلال المعادلة المتوصل إليها في الخطوة الأولى، وبالتالي أصبح لدينا خلال فترة التحليل، القيم الفعلية والقيم التنبؤية.
- الخطوة الثالثة: الحصول على الفرق بين القيم الفعلية والقيم التنبؤية، ويمثل هذا الفرق مقدار الأرباح غير العادية خلال فترة التحليل.

بينما تحددت الطريقة الثانية في حساب الأرباح غير العادية من خلال الفرق بين الأرباح الفعلية، والأرباح المتوقعة من قبل جموع المستثمرين، والتي يتم الحصول عليها من خلال ضرب القيمة الدفترية في بداية السنة المالية في المعدل ١٢٪ "سبقت الإشارة إليه"، وقد تمت مقارنة الأرباح غير العادية بين الطريقتين، وتم تفضيل الطريقة التي تكون مصحوبة بإنحراف معياري أقل للقيم، وقد استقرت الدراسة على الطريقة الثانية، والتي تأخذ الصياغة الرياضية التالية:

$$X_{i.t} = Ax_{i.t} - B_{i.t-1} * 12\%$$

حيث $Ax_{i.t}$ الربح المُفصح عنه عن السنة المالية، و $B_{i.t-1}$ القيمة الدفترية في بداية السنة المالية. ويرى الباحث أن الاستناد على معدل خصم واحد لكافة المشاهدات التحليلية على الرغم من منطقيته إحصائياً إلا أنه قد لا يتسق مع منطق الواقع التطبيقي. إذ يختلف معدل الخصم من شركة إلى شركة، وتختلف الشركات في سماتها المالية كذلك، وبخاصة معدل النمو والتراكم الرأسمالي، كما أن البدائل قد تكون متوافرة ومثال ذلك معدل التكلفة المرجحة لرأس المال على مستوى كل شركة على حدة. وهو معدل الخصم المتعارف عليه في منهجيات التقييم.

تشتمل منهجية Ohlson على قيدين رئيسيين يتعلقان بـ "الديناميكية المعلوماتية Information Dynamic". إذ يختبر القيد الأول مستوى استقرار الأرباح غير العادية، في حين يختبر القيد الثاني مستوى استقرار المعلومات الأخرى، كقيود حاكمة يجب الوفاء بها قبل استكمال بقية خطوات التحليل وتقدير القيمة، وتسعى تلك الخطوة وبصورة أساسية لأمرين، الأمر الأول تقييم صلاحية الأرباح غير العادية في التنبؤ، والأمر الثاني تحديد الوزن النسبي للأرباح غير العادية في التقييم مقارنة بالمعلومات الأخرى. وتجدر الإشارة إلى أن استقرار السلسلة الزمنية في الأساس لمتغيرات النموذج من الاشتراطات واجبة التوافر وبخاصة في تحليلات السلاسل الزمنية على وجه العموم، ولم تكن بالفكرة المبتكرة من جانب Ohlson ولكنها اشتراطات إحصائية شدد النموذج على ضرورة توافرها.

يتم الحصول على معامل القيد الأول ω_1 والخاص باستقرار السلسلة الزمنية للأرباح غير العادية من خلال دالة الانحدار الزمنية لهذا المتغير، وتجدر الإشارة إلى أن الدراسة لم تحدد أي أسلوب سلاسل زمنية تم الاعتماد عليه في التحليل، ولكن يوصي الباحث بأسلوب الانحدار التلقائي المتكامل ذو المتوسطات المتحركة ARIMA: Auto Regression Integrated Movement Average، ويعد مناسباً للعديد من صور السلاسل الزمنية سواء العشوائية أو المنتظمة. وقد توصلت الدراسة إلى دالة الانحدار الزمنية التالية:

$$X_{t+1} = -0.02 + 0.62\, X_t$$

حيث يتم التعبير عن ثابت دالة الانحدار بالمعامل ω_0 وقيمته -٠,٠٢، ويتم التعبير عن معامل المتغير المستقل بدالة الانحدار بالمعامل ω_1 وقيمته ٠,٦٢، ووصلت القدرة التفسيرية للنموذج R^2 إلى ٣٤٪، كما أن النموذج السابق ووفق رؤية الباحث قد حقق اشتراطات منهجية Ohlson ليس بالصورة المثالية ولكن كان أقرب لذلك، حيث تراوحت قيمة ω_1 بين الصفر والواحد الصحيح وتلك صورة مثالية لها، واشترط Ohlson خلو دالة الانحدار من الثابت، ولكن ظهرت قيمة لثابت دالة الانحدار، لم تكن صفرية كما اشترط Ohlson، ولكنها تقترب من الصفر.

وتجدر الإشارة إلى قيام الدراسة بإختبار الديناميكية المعلوماتية للأرباح غير العادية من خلال One Lag، و Four lag، ولكن ماذا يعني ذلك، تعني الأولى الاعتماد على السنة السابقة في تقدير السنة الحالية، بينما تعني الثانية الاعتماد على أربع سنوات سابقة في تقدير السنة الحالية، وبطبيعة الحال كلما زادت السنوات السابقة زادت دقة التقدير، ولنا أن نعلم أن القيمة الافتراضية لعدد السنوات السابقة التي يمكن الاعتماد عليها في التقدير في أسلوب ARIMA يصل إلى أربع وعشرين عام (فترة) بحسب إدخال البيانات سنوية أو ربع سنوية.، ويمكن التعبير عن أربع سنوات سابقة في التحليل وفق الصياغة التالية:

$$X_{i.t+1} = \omega_0 + \omega_1 X_{i.t} + \omega_2 X_{i.t-1} + \omega_3 X_{i.t-2} + \omega_4 X_{i.t-3} + \varepsilon_{i.t+1}$$

وكانت قيم المعامل ω بدءً من الثابت -٠,٠١، ٠,٥٩، ٠,٠٧، ٠,٠١، ٠,٠١، على التوالي، مع تحسن في القدرة التفسيرية لدالة الانحدار لتبلغ ٣٥٪، وهو تحسن متوقع. وتحليل السلاسل الزمنية على وجه العموم يحتاج إلى قدر من التجريب وصولاً للنموذج المستهدف.

لم تتوقف الدراسة عند حدود اختبار السلوك التاريخي للأرباح غير العادية فقط، ولكنها تناولت بعد ذلك اختبار سلوك كلاً من الأرباح غير العادية والقيمة الدفترية معاً، وعلى نفس المنوال السابق شرحه، ولكن بالاعتماد على فترة تأخير واحدة فقط One Lag، ويأخذ ذلك الصورة القياسية التالية :

$$X_{i.t+1} = \omega_0 + \omega_1 X_{i.t} + \omega_2 B_{i.t-1} + \varepsilon_{i.t+1}$$

وكانت قيم المعامل ω بدءً من ثابت دالة الانحدار ٠,٠٢، ٠,٤٧، -٠,٠٩، على التوالي، وبقدرة تفسيرية تبلغ ٤٠٪، وبالشكل الذي يعني أن القدرة التفسيرية للأرباح غير العادية والقيمة الدفترية معاً، أفضل من القدرة التفسيرية للأرباح غير العادية منفردة " ٣٥٪ "، ويعد ذلك متوقعاً، مع ملاحظة قد تكون جوهرية للغاية، وتتمثل في كون معامل القيمة الدفترية في دالة الانحدار "بالسالب"، -٠,٠٩، وبالشكل الذي يعني تبني سياسات محاسبية تتمتع بالجرأة " أقل تحفظاً"، وتعد قيمة هذا المعامل خطيرة للغاية، حيث كلما أقتربت من +١، كلما دل ذلك على تبني سياسات محاسبية أكثر تحفظاً.، وذلك وفق رؤية Ohlson and Feltham (2001).

لم تتناول منهجية Ohlson في صورتها المعيارية التحري عن العوامل المسئولة عن عدم استقرار الأرباح غير العادية، وتركت ذلك للجهود البحثية، وبالشكل الذي يعني وجود مساحة حرية ملحوظة في اختيار تلك العوامل، وهي عملية معقدة إجرائياً، ليس على المستوى الإحصائي، ولكن على مستوى كيفية اختيار تلك العوامل قبل تحليلها، وتناولت الدراسة محل العرض والتحليل العوامل المحددة لمستوى استقرار الأرباح غير العادية، بالتركيز على خمسة عوامل، وقد تحددت تلك العوامل في: القيمة المطلقة للأرباح غير العادية للسنة المالية مقسومة على القيمة الدفترية في بداية السنة المالية q_1، والقيمة المطلقة لإجمالي البنود غير العادية للسنة المالية مقسومة على القيمة الدفترية في بداية

السنة المالية q_2، والقيمة المطلقة لمستحقات رأس المال العامل مقسومة على إجمالي الأصول في بداية السنة المالية q_3، والتوزيعات المدفوعة خلال العام مقسومة على مجموع الأرباح غير العادية والبنود غير المستمرة للعام div_t، وأخيراً معامل الانحدار التلقائي الأول ind_t، ويأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$X_{i.t} = \omega_0 + \omega_1 X_{i.t-1} + \omega_2 (X_{i.t-1} * q_{1.i.t-1}) + \omega_3 (X_{i.t-1} * q_{2.i.t-1}) + \omega_4 (X_{i.t-1} * q_{3.i.t-1}) + \omega_5 (X_{i.t-1} * div_{i.t-1}) + \omega_6 (X_{i.t-1} * ind_{i.t-1}) + \varepsilon_t$$

وتوصلت الدراسة إلى أن معاملات الانحدار التالية بدءً من المعامل ω_0، -٠,٠٢، ٠,٦١، -٠.٣٧، -١,٢١، -٠,١٧، -٠,١١، ٠,٦١، بقدرة تفسيرية لنموذج الانحدار تبلغ ٤٠٪، مع عدم إفصاح الدراسة عن مستوى المعنوية الحقيقية للنموذج، ولكن الدراسة أكدت على معنوية النموذج، واستنتجت أن التغير في الأرباح غير العادية يتم بأسلوب منتظم غير عشوائي، عند ترجيح تلك الأرباح بمجموعة من المتغيرات التي تمثل إما محركات لتلك الربحية أو مترتبة عليها.

تمثل الديناميكية المعلوماتية للـ "المعلومات الأخرى" القيد الثاني في منهجية Ohlson، والتي لم يحدد في صورتها المعيارية ما المقصود بتلك المعلومات، وقامت تلك الدراسة بالتعبير عن المعلومات الأخرى بالتبؤات المالية الأكثر ترجيحاً من خلال جموع المحللين الماليين، وبصورة كمية تم الحصول على قيمتها من خلال الفرق بين تنبؤات المحللين الماليين الأكثر إجماعاً والأرباح غير العادية للفترة مرجحة بـمعامل دالة الانحدار الزمنية للأرباح غير العادية خلال السنوات الخمس والعشرين السابقة لفترة التحليل "١٩٥٠-١٩٧٥" ، وعلى ذلك تم حساب متغير المعلومات الأخرى وفق الصورة القياسية التالية:

$$v_t = f_t^a - \omega^u X_t$$

حيث v_t المعلومات الأخرى، و f_t^a الأرباح غير العادية الأكثر ترجيحاً من قبل جموع المحللين الماليين، والمقدار ω^u معامل دالة الانحدار الزمنية للأرباح غير العادية خلال الفترة السابقة للتحليل ١٩٥٠-١٩٧٥، ويتم الحصول على هذا المقدار من خلال الفرق بين تنبؤات الأرباح الأكثر ترجيحاً من قبل المحللين الماليين والعائد على حق الملكية ويتم حساب ذلك من خلال الصياغة الرياضية التالية:

$$f_t^a = f_t - R * B_{t-1}$$

حيث f_t تنبؤات الأرباح الأكثر ترجيحاً من قبل المحللين الماليين، و R معدل الخصم المستخدم وقدره ١٢٪، و B_{t-1} القيمة الدفترية في بداية السنة المالية، وتم اختبار الديناميكية المعلوماتية من خلال الصورة القياسية التالية والمستندة على فترة تأخير واحدة One Lag:

$$v_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 v_t + \varepsilon_{2.t+1}$$

حيث بلغت قيمة γ_0 ٠,٠١، وبلغت قيمة γ_1 ٠,٣٢، وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٨٪ فقط، وبالشكل الذي يعني عدم قدرة المعلومات الأخرى على التنبؤ بنفسها خلال الزمن، وبما يعني سلوكها العشوائي غير الصالح لتقدير القيمة، ولا يمثل ذلك اختلافاً مع منهجية Ohlson، والتي نقلت عبء اختبار تأثير المعلومات الأخرى على عاتق البحوث التجريبية. بل أن Ohlson ترك أمر كيفية التعبير عنها بحسب أهداف الباحث ومستوى توافر البيانات، وكأنه يعلم أن تنبؤات المحللين الماليين غير متوافرة في غالبية الأسواق المالية. ولكنه أكد على ضرورة تضمينها داخل النموذج.

وهكذا فقد اعتمدت تلك الدراسة على تنبؤات المحللين الماليين الأكثر ترجيحاً في التعبير عن المعلومات الأخرى، ولكن هل المعلومات الأخرى قاصرة على تلك التنبؤات فقط؟، بالطبع لا، حيث أقرت الجهود البحثية بوجود العديد من صور المعلومات بخلاف القيمة الدفترية والأرباح غير العادية قادرة على إحداث تأثيرات جوهرية في سعر السهم.

ومن تلك المعلومات على سبيل المثال وليس الحصر الحصول على حقوق الانتفاع والتعديلات القانونية ذات الآثار الإيجابية على الربحية والعقود طويلة الأجل (Mayers,1999)، ولكن كافة المعلومات السابقة ليست معلومات منتظمة، ولكنها أحداث لا يمكن التعبير عنها بصورة كمية، وتجدر الإشارة إلى أن الكثير من الدراسات التجريبية قد اتبعت نفس منهجية Dechow بشأن قياس المعلومات الأخرى والتعبير عنها، ومن تلك الدراسات على سبيل المثال وليس الحصر (McCare and Nilson, 2001;Gregory et al.,2005;Ginger and Iniquez,2006; Choi et al.,2006)، وعلى النقيض من ذلك، هناك العديد من الدراسات الأخرى التي استبعدت المعلومات الأخرى بصورة كلية من التحليل ومنها (Barth et al., 1999;Canel and morel, 2001;Ota,2002;Loccaditor and Veltri, 2014)، وفي جميع الأحوال والشيء المؤكد أن كافة الدراسات التي أخذت بمتغير المعلومات الأخرى قد اعتمدت بصورة رئيسية على منهجية Dechow et al. (1999).

ويرى الباحث أنه لا يمكن الاستغناء عن متغير "المعلومات الأخرى" عند تطبيق النموذج، لما يتضمنه من تنبؤات مالية تمثل إنعكاساً موضوعياً لكافة المعلومات ذات التأثير الجوهري على سعر السهم، ويعتمد الباحث في ذلك على نتائج الدراسات التي أدخلت هذا المتغير في التحليل، وفي مقدمتها دراسة Dechow ذاتها، حيث ينتقل الوزن النسبي الكبير في التأثير على القيمة من متغير الأرباح غير العادية إلى متغير المعلومات الأخرى بمجرد دخوله في التحليل، وبالصورة التي يستحيل معها استبعاد هذا المتغير الجوهري من التحليل. كما أنه ومن وجهة نظر إحصائية فإن بواقي دالة الانحدار في أي نموذج لتقدير القيمة السوقية في حقيقة الأمر ما هو إلا معلومات أخرى لم يتم تضمينها داخل النموذج، وتمثل التأثير المتجمع للمتغيرات الكامنة.

أقترحت منهجية Ohlson القياس التالي لتقدير سعر السهم في حالة تواجد المكونات الثلاثة للنموذج، القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى، وذلك للتحري عن سلوك سعر السهم المقدر عبر الزمن، ومضاهاة هذا السعر بالسعر الفعلي في مراحل تالية، وذلك لتقييم إلى أي مدى كان السعر المقدر يتخذ نفس سلوك السعر الفعلي، وذلك من خلال الصورة القياسية التالية:

$$P_t = B_t + \frac{\omega}{1+R-\omega} X_t + \frac{1+R}{(1+R-\omega)(1+R-\gamma)} v_t$$

والقضية هنا في التعويض عن قيمة المعامل ω والمعامل γ، وهنا يتوقف الأمر على الباحث، حيث قد يختار الباحث التعويض بقيمة المعاملين وفق ما ورد في دوال الانحدار الزمنية الخاصة باختبار الديناميكية المعلوماتية، وبالتالي إذا اختار الباحث ذلك سيتم التعويض بالقيمتين ٠,٦٢ للمعامل ω، والقيمة ٠,٣٢ للمعامل γ، ولكن اختارت الدراسة محل التحليل والعرض مساراً مغايراً لذلك، حيث قارنت بين أربع سيناريوهات سعرية متعددة من خلال تنويع قيمة المعلمتين ω و γ وذلك لتحديد السيناريو السعري الأكثر قرباً من الأسعار الفعلية، وذلك من خلال اختيار السيناريو صاحب أخطاء التنبؤ الأقل، وبالفعل كانت فكرة مبتكرة للغاية وتحمل الكثير من الموضوعية، فعلى سبيل المثال

ولمزيد من التوضيح قام بالتعويض عن المعلمة ω وفق أربع سيناريوهات بالقيم صفر وواحد و٠,٦٢ وقيمتها في دالة الانحدار الزمنية للأرباح غير العادية خلال الفترة السابقة لفترة التحليل ١٩٥٠-١٩٧٥، وأقر بأن السيناريو الرابع هو أفضل السيناريوهات تمثيلاً لأسعار الأسهم.

ومع ذلك يرى الباحث ومن خلال اطلاعه على مخرجات السيناريوهات الأربع عدم وجود فرق جوهري بينها يؤثر على سلامة الاستدلال، فالفروق بين أخطاء التنبؤ كانت صغيرة للغاية، ومع ذلك فهو إجراء إبتكاري، ربما يكشف فقط عن عدم سلامة القيم المعيارية التي اقترحتها منهجية Ohlson، وكشف تحليل السيناريوهات المتبع من خلال الدراسة أن الأسعار الفعلية للأسهم مقيمة بأقل من قيمتها في النموذج، ويعد ذلك منطقياً، وفق رؤية الباحث، ولكن لماذا؟، أثبتت الدراسة أن المعايير الأمريكية خلال فترة التحليل وبالتالي الممارسات المحاسبية كانت أكثر جرأة وأقل تحفظاً، وكرد فعل منطقي لتلك الجرأة يقوم السوق بالتسعير المتحفظ لأحداث قدر من التوازن.

وقد تم تقدير تأثير كل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى في القيمة وذلك في إطار الصورة القياسية التالية:

$$P_{t+1} = \alpha + \beta_1 B_t + \beta_2 X_t + \beta_3 v_t + \varepsilon_t$$

حيث P_{t+1} سعر السهم في نهاية الشهر التالي لشهر نشر التقارير المالية، فعلى سبيل المثال إذا نشرت التقارير المالية في شهر مارس من العام ٢٠٠١، نأخذ سعر السهم في نهاية الأسبوع الأخير من شهر إبريل، B_t القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة المالية، X_t ربحية السهم غير العادية عن السنة المنتهية في نهاية الفترة المالية ، v_t ربحية السهم وفق تنبؤات المحللين الماليين في بداية الشهر التالي للشهر الذي نشرت فيه التقارير المالية، ويقصد بذلك وفق التواريخ التوضيحية توقعات المحللين الماليين في أول أبريل.

قامت الدراسة بتقدير نموذجين انحدار، النموذج الأول في غياب المعلومات الأخرى، والنموذج الثاني في ظل تواجد تلك المعلومات، وكانت نتائج النموذج الأول على النحو التالي:

$$P_t = 9.72 + 0.40\, B_t + 3.88\, X_t$$

وقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٤٠٪، ومع توافر اشتراطات المعنوية، والتي لم يُفصح عنها صراحة داخل الدراسة من خلال قيمة المعنوية الحقيقية للنموذج، بينما تضمن نموذج الانحدار الثاني المعلومات الأخرى، وكانت على النحو التالي:

$$P_t = 4.25 + 0.24\, B_t + 0.05\, X_t + 5.79\, v_t$$

وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٦٩٪، مع توافر اشتراطات المعنوية، وبالشكل الذي يثبت وبما لا يدع مجالاً للشك تحسن القدرة التفسيرية للنموذج من خلال إدخال متغير المعلومات الأخرى، مع ملاحظة أن هناك ٣١٪ من تغير القيمة لا يمكن تفسيره من خلال المتغيرات محل التحليل، وهي نسبة لا يستهان بها في مجال تقدير القيمة. مع ظهور مشاهدة جديرة بالملاحظة، وهي انخفاض معامل الأرباح غير العادية عند دخول المعلومات الأخرى في النموذج، وتفسير ذلك قدرة تنبؤات المحللين الماليين على استيعاب المعلومات بوتيرة أسرع من الأرباح غير العادية، نظراً لتوافر عنصر التزامنية Timeliness في التنبؤات المالية والتي تفوق التقارير المالية. وبمقارنة المعاملات المتوصل إليها في نموذج الانحدار مع معادلات Ohlson المعيارية لحساب تلك المعاملات يمكن ملاحظة الفروق الكبيرة بينهما، وبالشكل الذي يلقي مزيد من الشكوك حول تلك المعادلات، ويمكن عرض تلك المعادلات على النحو التالي:

الصورة المعيارية لحساب المعامل β_1 :

$$\beta_1 = \frac{[(1+R)(1-\omega)(1-\gamma)]}{[(1+R-\omega)(1+R-\gamma)]} = 0.72$$

الصورة المعيارية لحساب المعامل β_2:

$$\beta_2 = \frac{[-(1+R)*\omega*\gamma]}{[(1+R-\omega)(1+R-\gamma)]} = -0.55$$

الصورة المعيارية لحساب المعامل β_3:

$$\beta_3 = \frac{[(1+R)]}{[(1+R-\omega)(1+R-\gamma)]} = 2.88$$

حيث R معدل الخصم وقدره ١٢٪، و ω معامل دالة الانحدار لديناميكية الأرباح غير العادية وقيمته ٠,٦٢، و γ معامل دالة الانحدار الديناميكية للمعلومات الأخرى وقيمته ٠,٣٢، وفسرت الدراسة هذا التفاوت الملحوظ في قيم المعاملات بين الدراسة من ناحية ومعادلات Ohlson المعيارية مرة أخرى، بأحد احتمالين، الاحتمال الأول خلل في الهيكل البنائي لمنهجية Ohlson، والاحتمال الثاني أن المستثمرين يغالون دائماً في مستوى استقرار الأرباح اعتماداً على المشاهدات قصيرة الأجل.

- **الدراسة الرابعة:**

في إطار ذات السياق المنهجي للدراسة السابقة سارت دراسة Mayers (1999)، والتي تناولت آلية التطبيق التجريبي لمنهجية Ohlson (1995)، ومع الاستناد بصورة رئيسية على تحليل السلاسل الزمنية، وذلك من خلال قياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية لتقدير القيمة السوقية للشركات المقيدة بالبورصات الثلاثة الأمريكية، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لكافة الشركات غير المالية المتاح لها بيانات على قاعدة البيانات الأمريكية Compustat، وتفي باشتراطات الاختيار التي حددها الباحث[١]، وذلك خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٦م، وقد بلغ عدد المشاهدات التحليلية ٤٤٩٨٠ مشاهدة.

القسم التجريبي من الدراسة يشتمل على قدر لا يستهان به من الغموض ويفترض في القارئ أنه لديه دراية جيدة بما ورد في منهجية Ohlson في التقييم، وعليه سيلتزم الباحث بعرض ما ورد من تجريب وفق ترتيب عرضه بالدراسة ومع التوضيح التفصيلي والرجوع في بعض الأحيان إلى نمذجة Ohlson ذاتها للربط والتوضيح.

اعتمدت الدراسة على المتغيرات التالية وقد التزم الباحث التزام تام بترميزها كما ورد في الدراسة وذلك لأن تفسير تأثيرها تالياً يرتبط بصورة تامة بهذا الترميز وبخاصة اختبار الديناميكية المعلوماتية والتي تمثل القيد الأساسي في منهجية Ohlson في التقييم:

[١] **من تلك المعايير: تم استبعاد كافة الشركات المتضمنة حقوق ملكية سالبة في إحدى سنوات الدراسة ، وكذلك استبعاد الشركات التي لا تتوافر لها بيانات مالية لمدة خمسة عشر عاماً على الأقل ، ومع استبعاد المؤسسات المالية بصورة تامة ومنها البنوك وشركات التأمين وشركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار.**

$ROE_{i.t}$: معدل العائد على حق الملكية، وقد تم حسابه من خلال قسمة صافي الدخل قبل البنود غير العادية عن الفترة على القيمة الدفترية لحقوق الملكية في بداية الفترة المالية. وذلك للشركة i، والفترة المالية t.

$BTM_{i.t}$: معدل القيمة الدفترية للشركة إلى قيمتها السوقية في نهاية الفترة المالية، ويستند عليه كمقياس للتحفظ المحاسبي. إذ كلما انخفضت قيمته كلما كان دالاً على تواجد السياسات المحاسبية المتحفظة.

$bv_{i.t}$: القيمة الدفترية للشركة في نهاية الفترة المالية بالمليون دولار.

$RI_{i.t}$: الدخل المتبقي وهو مقدار الفرق بين صافي الدخل قبل البنود غير العادية عن الفترة وحقوق الملكية بعد خصمها بمعدل خصم مناسب يعكس الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل جموع المستثمرين، وقد استندت الدراسة على ثلاثة مخططات لمعدل الخصم وقامت باختبارها وتحددت قيم تلك المعدلات في : ٧٪، ٩٪، ١١٪، ووفق ما ورد بالدراسة لم تتواجد فروق جوهرية بين المخططات الثلاثة، ولم يتحدد أي المعدلات من الثلاثة قد تم الاعتماد عليها، ومع ملاحظة أن معدل الخصم الغالب في الدراسات التي اتخذت من السوق الأمريكي مجالاً للتطبيق هو ١٢٪.

$capx_t$: صافي مساهمات رأس المال بالشركة وتعادل مقدار الفرق بين مبيعات الأسهم العادية والممتازة ومشترياتهما وذلك للشركة i، والفترة المالية t.

$P_{i.t}$: القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية.

V_1: الصورة الأولى: القيمة المتوقعة للشركة وفق الديناميكية المعلوماتية للدخل المتبقي وتمثل القيد الأول في منهجية Ohlson، ويتم تقدير تلك الصورة وفق الخطوات التالية:

أولاً: تقدير قدرة الدخل المتبقي في إحدى الفترات على التنبؤ بقيمته في الفترة المالية التالية، ويأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \varepsilon_{t+1}$$

ثانياً: تقدير الصورة الأولى من القيمة المتوقعة وفق المعادلة التالية:

$$V_1 = bv_t + \alpha_0 + \alpha_1 RI_t$$

ويتم الحصول على قيمة معاملات تلك المعادلة على النحو التالي ومع العلم أن كلاً من القيمة الدفترية والدخل المتبقي متوافران بالفعل ؛ وعليه لا يتبقى سوى حساب المعاملان α_0، و α_1 ويتم حسابهما على النحو التالي:

$$\alpha_0 = \left(\frac{1+r}{r}\right) * \left(\frac{\omega_{10}}{1-\omega_{11}}\right)$$

$$\alpha_1 = \omega_{11} / (1 + r - \omega_{11})$$

V_2: الصورة الثانية: القيمة المتوقعة للشركة وفق الديناميكية المعلوماتية للدخل المتبقي والقيمة الدفترية للشركة " معاً " وتمثل القيد الثاني في منهجية Ohlson للتقييم:

ويتم تقدير تلك القيمة وفق الخطوات التالية:

أولاً: تقدير قدرة الدخل المتبقي والقيمة الدفترية معاً في إحدى الفترات على التنبؤ بالدخل المتبقي في الفترة المالية التالية، ويتبع ذلك الصورة القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \omega_{12} bv_t + \varepsilon_{1t+1}$$

ثانياً: قدرة القيمة الدفترية للشركة في إحدى الفترات على التنبؤ بقيمتها خلال الفترة التالية:

$$bv_{t+1} = \omega_{22} bv_t + \varepsilon_{2t+1}$$

ثالثاً: تقدير الصورة الثانية من القيمة المتوقعة وفق المعادلة التالية:

$$V_2 = \alpha_0 + \alpha_1 RI_t + (1 + \alpha_2) bv_t$$

ويتم الحصول على قيمة معاملات تلك المعادلة على النحو التالي ومع العلم أن كلاً من القيمة الدفترية والدخل المتبقي متوافران بالفعل وعليه لا يتبقى سوى حساب α_0، و α_1، و α_2 ويتم حسابهم على النحو التالي:

$$\alpha_0 = \left(\frac{\omega_{10}}{((1+r) - \omega_{11})r}\right)$$

$$\alpha_1 = \omega_{11} / ((1+r) - \omega_{11}))$$

$$\alpha_2 = \frac{\omega_{12}(1+r)}{(1+r) - \omega_{11}) * ((1+r) - \omega_{22})}$$

V_3: الصورة الثالثة: القيمة المتوقعة للشركة وفق الديناميكية المعلوماتية لكل من: الدخل المتبقي، والقيمة الدفترية، وصافي مساهمات رأس المال، وتمثل القيد الثالث لمنهجية Ohlson في التقييم، وتحسب على النحو التالي:

أولاً: تقدير قدرة الدخل المتيقي والقيمة الدفترية وصافي مساهمات رأس المال في إحدى الفترات على التنبؤ بالدخل المتبقي في الفترة المالية التالية ويتبع ذلك الصورة القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \omega_{12} bv_t + \omega_{13} capx_t + \varepsilon_{1t+1}$$

ثانياً: قدرة القيمة الدفترية للشركة وصافي مساهمات رأس المال بها في إحدى الفترات على التنبؤ يقيمتها الدفترية في الفترة التالية:

$$bv_{t+1} = \omega_{22} bv_t + \omega_{23} capx_t + \varepsilon_{2t+1}$$

ثالثاً: قدرة صافي مساهمات رأس المال في فترة مالية محددة على التنبؤ بتلك المساهمات في الفترة المالية التالية:

$$capx_{t+1} = \omega_{33} capx_t + \varepsilon_{3t+1}$$

رابعاً : تقدير الصورة الثالثة من القيمة السوقية المتوقعة وفق المعادلة التالية:

$$V_3 = \alpha_0 + \alpha_1 RI_t + (1 + \alpha_2) bv_t + \alpha_3 capx_t$$

ويتم الحصول على قيمة معاملات تلك المعادلة على النحو التالي ومع العلم أن كلاً من القيمة الدفترية والدخل المتبقي متوافران بالفعل وعليه لا يتبقى سوى حساب α_0، و α_1، و α_2، و α_3 ويتم حسابهم على النحو التالي:

$$\alpha_0 = (\frac{\omega_{10}}{((1+r)-\omega_{11}))})$$

$$\alpha_1 = \omega_{11}/((1+r)-\omega_{11}))$$

$$\alpha_2 = \frac{\omega_{12}(1+r)}{(1+r)-\omega_{11}) * ((1+r)-\omega_{22})}$$

$$\alpha_3 = \frac{(1+r)((\omega_{12}\omega_{23} + (1+r)\omega_{13} - \omega_{13}\omega_{22})}{((1+r)-\omega_{11}) * ((1+r)-\omega_{22}) * ((1+r)-\omega_{33})}$$

$bklog_t$: يعد هذا المتغير من المتغيرات الإبتكارية التي اقترحتها الدراسة وهي اختصار لـ Backog وهو مصطلح يعكس تزايد الطلب على منتجات الشركة أو خدماتها وبشكل يفوق طاقتها الإنتاجية المتاحة في الوقت الحالي ويمكن ترجمته إلى " التعاقدات المستقبلية " أو " الأوامر قيد التنفيذ "، ومن المتوقع أن تؤثر على الدخل المتبقي للشركة، وبالتالي التأثير على قيمتها السوقية. إذ أنه نتيجة لضغوطات الطلب فمن المتوقع في الأجل القصير ألا يظهر تأثير جوهري لذلك التزايد في الطلب، ولكنه سيؤثر تالياً وبصورة متدرجة في الدخل المتبقي، وبالتالي سيؤثر على القيمة السوقية للشركة، واعتبرت الدراسة أن هذا المتغير يعد من المُعبرات الجيدة عن متغير " المعلومات الأخرى " إذ أنه متغير يتضمن في طياته كافة المتغيرات الأخرى العاكسة لتقييم الشركة من جانب عملاءها والمؤثرة بطبيعة الحال على رؤية المستثمرين الحاليين أو المرتقبين للشركة. ومع ملاحظة أن هذا المتغير مصدره القوائم المالية، وهو بطبيعة الحال ليس المعلومات الأخرى التي يقصدها Ohlson في منهجيته، فقد قصد المعلومات التي تقع خارج نطاق الإفصاحات المالية، ومنها تنبؤات المحللين الماليين، والبيانات السوقية، أي المعلومات التي يتوافر بها عنصر التزامنية مقارنة بالمعلومات المحاسبية، ويتم اختبار الديناميكية المعلوماتية لهذا المتغير من خلال الصور القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11}RI_t + \omega_{12}bv_t + \omega_{13}bklog_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$bv_{t+1} = \omega_{22}bv_t + \varepsilon_{2t+1}$$

$$bklog_{t+1} = \omega_{33}bklog_t + \varepsilon_{3t+1}$$

$r_e(j,m)$: معدل الخصم المستخدم في خصم القيمة الدفترية للشركة لأغراض الحصول على الدخل المتبقي، ويعد من المعلمات الرئيسية في كافة نماذج التقييم، وقد تم التعبير عنه بالتكلفة المرجحة لرأس المال وذلك على مستوى كل مشاهدة تحليلية على حدة، وبصورة تختلف جوهرياً عن دراسة Dechow et al. (1997)، إذ تم حساب هذا المعدل في إطار المعادلة التالية:

$$r_e(j,m) = r_f(m) + r_{prem}(j)$$

حيث:

$r_e(j,m)$: معدل خصم القيمة الدفترية للشركة، ويمثل التكلفة المرجحة لرأس المال، وذلك للشركة j، والشهر m. ويمثل الحد الأدنى من العائد المقبول من قبل المستثمرين في تلك الشركة.

$r_f(m)$: معدل الفائدة المحسوب على أساس سنوي لمتوسط سعر الفائدة الشهري لأسهم الخزانة المضمونة من خلال البنك المركزي الأمريكي. وتعد الأكثر أماناً Risk Free Rate أي معدل العائد المقابل لمخاطر صفرية.

$r_{prem}(j)$: علاوة المخاطر للشركة Risk Premium، ويمثل معدل العائد الإضافي والذي يمكن الحصول عليه بالإضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطر وذلك كنتيجة لتفضيل الاستثمار في الشركة مقارنة بالاستثمارات الآمنة الخالية من المخاطر كإصدارات الخزانة والودائع البنكية طويلة الأجل، وبغض النظر عن تعقيدات حسابه الإجرائية، فهو مؤشر سابق التجهيز بالولايات المتحدة الأمريكية.

وتجدر الإشارة إلى أن الدراسة قد استندت على المعادلة السابق توضيحها في حساب معدل الخصم، ومع الاستناد على معدلات أخرى لم ترد بمتن البحث وذلك لأغراض التجريب، ومنها المعدل ٧٪، ٩٪، ١١٪، ولم يتواجد بينها فروق جوهرية على مستوى السمات الإحصائية لتوزيع هذا المتغير[١].

ويتناول القسم التالي خطوات التحليل الإجرائية وفق ترتيب ورودها بالدراسة، ومع الالتزام التام بعرض تفصيلاتها.

تحددت الخطوة التحليلية الأولى من خطوات التحليل في اختبار استقرار السلسلة الزمنية لمتغير الدخل المتبقي، أي اختبار مستوى الديناميكية المعلوماتية Information Dynamics الواردة في منهجية Ohlson في التقييم، وذلك بالاعتماد على تحليل زمني لكامل المشاهدات التحليلية وفي إطار فترة تأخير واحدة One Lag، ويتبع ذلك الصورة القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \varepsilon_{t+1}$$

وتعكس الصورة القياسية السابقة قدرة الدخل المتبقي في إحدى الفترات المالية على التنبؤ بذات الدخل في الفترة المالية التالية، وقد كانت معاملات نموذج الانحدار على التوالي: ٠,١٤٠، ٠,٤٩٢، ولم تذكر الدراسة القدرة التفسيرية لهذا النموذج واكتفت بعرض معاملات نموذج الانحدار، وتتسق النتائج التجريبية المتوصل إليها مع منهجية Ohlson والتي تذهب إلى أن معامل المتغير المستقل في اختبار الديناميكية المعلوماتية للدخل المتبقي وهو في تلك الحالة ω_{11} تتراوح بين الصفر والواحد الصحيح فلا تكون سالبة ولا تزيد عن الواحد الصحيح. ويترتب على تلك الخطوة التحليلية تقدير القيمة المتوقعة للشركة V_1 كما سبق توضيحه عند تناول متغيرات الدراسة.

[١] **أشارت الدراسة في بعض هوامشها التحتية أن متوسط هذا المعدل في المشاهدات محل التحليل هو ١١.٧٨٪ ، وهو معدل يقترب للغاية من المعدل السابق الاعتماد عليه في دراسة Dechow et al (1997) . ومع منهجية توظيف مختلفة. إذ أن معدل الخصم في تلك الدراسة يتنوع من مشاهدة تحليلية لأخرى.**

يلي اختبار الديناميكية المعلوماتية وفي إطار الخطوة التحليلية الأولى تطبيق منهجية Ohlson في الدخول التدريجي للمتغيرات لبيان تأثير تلك المتغيرات على القيمة السوقية للشركة $Price_t$، وتحددت المتغيرات التفسيرية في: القيمة المتوقعة للشركة وفق الصورة الأولى V_1 ، والدخل المتبقي RI_t ، والقيمة الدفترية bv_t وذلك من خلال التتابع التالي:

- أثر القيمة المتوقعة للشركة على قيمتها السوقية: علاقة طردية ذو دلالة معنوية، وقد بلغ مقدار الثابت ١٧,١٠٩، ومعامل الانحدار ٠,٣٩٢، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٣٨,٤٪.
- أثر القيمة الدفترية للشركة منفردة على قيمة الشركة السوقية: علاقة طردية ذو دلالة معنوية، وقد بلغ مقدار الثابت ١٦,٤٩٥، ومعامل الانحدار ٠,٥، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٣٨٪.
- أثر الدخل المتبقي للشركة منفرداً على القيمة السوقية للشركة: علاقة طردية ذو دلالة معنوية، وقد بلغ مقدار الثابت ٢٩,٦٩٠، ومعامل الانحدار ١,٢٠٥، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٣,٤٪ وهي الأضعف.
- أثر الدخل المتبقي والقيمة الدفترية معاً على القيمة السوقية للشركة: علاقة طردية ذو دلالة معنوية لكل منهما داخل النموذج، وقد بلغ مقدار الثابت ١٨,١٧٢، ومعامل انحدار الدخل المتبقي ١,٣٥٨، ومعامل انحدار القيمة الدفترية ٠,٤٦٤، وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٣٩٪ وهي الأفضل بينم النماذج الأربعة.

ومن خلال استعراض تطور القدرة التفسيرية يمكن استنتاج أن القدرة التفسيرية للقيمة المتوقعة للشركة منفردة تكاد تساوي القدرة التفسيرية لكل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية معاً، وتفسير ذلك أن القيمة المتوقعة مشتقة من الديناميكية المعلوماتية لهما، وعليه لم يشتمل تتابع الدخول تواجد الثلاث متغيرات معاً، لأن ذلك سيحدث ازدواج خطي بالنموذج، ويضاف لذلك أنه إذا ما كانت القدرة التفسيرية الأعلى هي ٣٩٪ بما يعني أن هناك متغيرات أخرى غير متضمنة في النموذج تقوم بـ ٦١٪ من التأثير، وتلك المتغيرات الأخرى تعكس تواجد " معلومات أخرى " لم يتم تضمينها داخل النموذج. وقد تكون تلك المعلومات - وفي غالبيتها معلومات غير محاسبية - ومثال ذلك طرح منتجات جديدة أو الحصول على براءة اختراع أو حقوق امتياز أو حقوق رعاية. إذ أن تلك الأحداث قد لا تؤثر على الدخل المتبقي في حينه ولكن المؤكد أنها ستؤثر تالياً.

وتجدر الإشارة إلى أنه وبناءً على تقدير نموذج الانحدار فإنه يمكن اشتقاق القيمة المتوقعة للشركة وقد كانت وسيط معدل القيمة المتوقعة إلى القيمة السوقية ٠,٩٥٠، وبما يعني اقتراب المعدل من الواحد الصحيح، وبالشكل الذي يضفي الكثير من المصداقية على النموذج المتوصل إليه. إذ انتهى إلى تقدير القيمة السوقية للشركة بدرجة تقترب من واقع تلك القيمة.

تناولت الخطوة التحليلية الثانية تقدير واختبار الديناميكية المعلوماتية للدخل المتبقي بالاستناد على متغيرين تفسيرين: وهما الدخل المتبقي للفترة السابقة وكذلك القيمة الدفترية لها، وكذلك تقدير واختبار الديناميكية المعلوماتية للقيمة الدفترية للشركة بالاستناد على القيمة الدفترية في الفترة السابقة ويأخذ ذلك الصورتين القياسيتين التاليتين:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \omega_{12} bv_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$bv_{t+1} = \omega_{22} bv_t + \varepsilon_{2t+1}$$

فيما يتعلق بالديناميكية المعلوماتية للدخل المتبقي على أساس الدخل المتبقي والقيمة الدفترية معاً وعن الفترة السابقة كانت تقدير معاملات الانحدار الثلاثة على التوالي: ١,٥٣٠، ٠,١٧٤، ٠,٠٠٢ بدءً من ثابت نموذج الانحدار ثم الدخل المتبقي ثم القيمة الدفترية. وفيما يتعلق بالديناميكية المعلوماتية للقيمة الدفترية على أساس القيمة الدفترية للفترة السابقة بلغ مقدار معامل نموذج الانحدار للمتغير التفسيري الوحيد ١,١٧٣.

من خلال تقدير النموذجين السابقين تم اشتقاق القيمة المتوقعة للشركة V_2 – سبق بيان كيفية تقديرها - وتم تقدير معدل تلك القيمة إلى القيمة السوقية إذ بلغت ١,١٧٩، وبما يعني أن القيمة المتوقعة والمحسوبة من خلال النموذج تزيد عن القيمة السوقية الفعلية بواقع ١٧,٩٪ وبما يعني أن النموذج يُغالي في تقدير القيمة السوقية للشركات، وقد فسرت الدراسة ذلك بأن المعايير المحاسبية الأمريكية متحررة " أقل تحفظاً وأكثر جرأة " والدليل معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية الفعلية والذي وصل وسيطه إلى ٠,٨٧٨ ، وبما يعني تواجد سياسات محاسبية جريئة " غير متحفظة " وبالشكل الذي يجعل المستثمر يخفض من تقييمه لأسعار الأسهم كرد فعل منطقي لتلك الجرأة [١].

يلي تقدير واختبار الديناميكية المعلوماتية تقدير أثر ثلاث متغيرات على القيمة السوقية للشركة $Price_t$، وهم: القيمة المتوقعة وفق الصورة الثانية V_2، والدخل المتبقي عن الفترة RI_t، والقيمة الدفترية في نهاية الفترة bv_t وبذات المنهجية المتبعة في الخطوة التحليلية الأولى ولكن مع اختلاف كيفية تقدير القيمة المتوقعة، وكان الدخول التتابعي المتدرج للمتغيرات التفسيرية على النحو التالي:

- أثر القيمة المتوقعة منفردة على القيمة السوقية: تم تقدير التأثير بكونه طردياً معنوياً، وقد بلغ مقدار معامل الانحدار ٠,٥٣١، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٣٩,٢٪. ومقدار ثابت النموذج ١٤,٧٣٦.
- أثر القيمة الدفترية منفردة على القيمة السوقية: تم تقدير التأثير بكونه طردياً معنوياً، وبلغ مقدار ثابت النموذج ١٤,٦٦٨، بينما بلغ مقدار معامل الانحدار ٠,٥٥٠، وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٤٠,٥٪.
- أثر الدخل المتبقي منفرداً على القيمة السوقية: تم تقدير التأثير بكونه طردياً معنوياً، وبلغ مقدار ثابت النموذج ٢٥,٥٠٤، بينما بلغ مقدار معامل الانحدار ٠,٩٥١، وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٣,١٪ وهي الأضعف.
- أثر الدخل المتبقي والقيمة الدفترية معاً على القيمة السوقية: تم تقدير التأثير بكونه طردياً معنوياً للمتغيرين لكل من المتغيرين، وقد بلغ مقدار ثابت النموذج ١٤,٨٥٦، بينما بلغ مقدار معامل انحدار الدخل المتبقي ٠,٤٨١، ومعامل انحدار القيمة الدفترية ٠,٥٤٣، في حين بلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٤١٪، وتعد القدرة التفسيرية الأفضل بين المخططات الأربعة.

[١] **عند الاستناد على معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لتقدير مستوى التحفظ المحاسبي فإن انخفاض النسبة يعني تبني سياسات وممارسات محاسبية متحفظة ، والعكس صحيح ، ولا يوجد مقدار محدد للمعدل يمكن الاستناد عليه للفصل بين تواجد التحفظ وغيابه ، وقوائم المفاهيم الأمريكية دوماً تميل للتحرر.**

وتجدر الإشارة إلى أنه وحتى تلك الخطوة من الإجراءات التحليلية فإن القدرة التفسيرية المتوصل إليها من الخطوة الثانية تعد أفضل من الخطوة الأولى وبالشكل الذي يثبت أن المنهجية المتبعة في النمذجة تتطور نحو الأفضل.

تناولت الخطوة الثالثة من الإجراءات التحليلية تقدير واختبار الديناميكية المعلوماتية لكل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية وصافي مساهمات رأس المال، وذلك من خلال الصور القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \omega_{12} bv_t + \omega_{13} capx_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \omega_{12} bv_t + \omega_{13} capx_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$bv_{t+1} = \omega_{22} bv_t + \omega_{23} capx_t + \varepsilon_{2t+1}$$

$$capx_{t+1} = \omega_{33} capx_t + \varepsilon_{3t+1}$$

وقد كانت تقدير معاملات الانحدار على النحو التالي:

ω_{10}: ٢,٤٠٤

ω_{11}: ٠,٤٥١

ω_{12}: ٠,٠٤١

ω_{13}: ٠,٣٢٢

ω_{22}: ٠,٨٦٣

ω_{33}: ١,٥٤٨

وتم الاستناد على تلك المعاملات في تقدير القيمة المتوقعة للشركة وفق الصورة الثالثة V_3 – وفق معادلة القياس السابق عرضها – وفي إطار ذات المنهجية المتبعة في الخطوة الأولى والثانية تم تقدير معدل القيمة المتوقعة وفق الصورة الثالثة والقيمة السوقية الفعلية، وقد بلغ التقدير ٢,٦٦٩ وبالشكل الذي يعني أن التقدير مغالى فيه بصورة كبيرة مقارنة بالخطوة التحليلية الأولى والثانية، ومع معامل تحفظ محاسبي بلغ ٠,٨٧٦، بما يعني تبني سياسات وممارسات محاسبية متحررة " جريئة "، ورد فعل السوق لتلك الجرأة هو المزيد من التحفظ في تقدير قيمة السهم.

وفي إطار تلك الخطوة التحليلية تم تقدير أثر أربع متغيرات على القيمة السوقية للشركة وتحددت تلك المتغيرات في: القيمة المتوقعة V_3، والدخل المتبقي RI_t ، والقيمة الدفترية bv_t، وصافي مساهمات رأس المال $capx_t$، وتمثلت نتائج الدخول التتابعي للمتغيرات في التالي:

- أثر القيمة المتوقعة منفردة على القيمة السوقية: تأثير طردي معنوي، وبقدرة تفسيرية ٣٣,٥٪.
- أثر مساهمات رأس المال منفردة على القيمة السوقية: تأثير طردي معنوي، وبقدرة تفسيرية ١٤,٧٪.
- أثر القيمة الدفترية منفردة على القيمة السوقية: تأثير طردي معنوي، وبقدرة تفسيرية ٤٧,٧٪.
- أثر الدخل المتبقي منفرداً على القيمة السوقية: تأثير طردي معنوي، وبقدرة تفسيرية ١,٩٪.

- أثر الدخل المتبقي والقيمة الدفترية وصافي مساهمات رأس المال معاً على القيمة السوقية: تأثير طردي معنوي لكل منهم على حدة داخل النموذج، وبقدرة تفسيرية للنموذج بلغت ٥٣,٢٪ وهي أفضل من النموذجين الواردين بالخطوة الأولى والخطوة الثانية، وذلك بفضل دخول متغير صافي مساهمات رأس المال كمتغير إضافي.

وتناولت الخطوة التحليلية الرابعة تقدير واختبار الديناميكية المعلوماتية لثلاث متغيرات وتتمثل في الدخل المتبقي والقيمة الدفترية والتعاقدات المستقبلية " أوامر إنتاجية أو بيعية قيد التنفيذ " وذلك في إطار الصور القياسية التالية:

$$RI_{t+1} = \omega_{10} + \omega_{11} RI_t + \omega_{12} bv_t + \omega_{13} bklog_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$bv_{t+1} = \omega_{22} bv_t + \varepsilon_{2t+1}$$

$$bklog_{t+1} = \omega_{33} bklog_t + \varepsilon_{3t+1}$$

وتم تقدير المعاملات ذات الصلة بتقدير القيمة المتوقعة V_4 على النحو التالي:

ω_{10}: ٠,٦٦٤

ω_{11}: ٠,١١٢

ω_{12}: ٠,٠٠٥

ω_{13}: ٠,٠٢٨

ω_{22}: ١,١٨٤

ω_{33}: ١,٣٣٤

وقد بلغ معدل القيمة المتوقعة إلى القيمة السوقية ١,٤٧٢، وبما يعني أن النموذج ما زال كما في سابق الخطوات التحليلية يغالي في تقدير القيمة، وتلى ذلك كسابق الخطوات التحليلية تقدير أثر كل من الدخل المتبقي والقيمة الدفترية والتعاقدات المستقبلية على القيمة السوقية، وبغض النظر عن تفصيلات ذلك فقد بلغت القدرة التفسيرية للتأثير المجمع للمتغيرات الثلاثة معاً ٣٢,٦٪ وهي أضعف قدرة تفسيرية بين الخطوات التحليلية الأربعة، وبما يعني أن التعاقدات المنتظر تنفيذها مستقبلاً قد لا تؤثر على القيمة السوقية، ويرى الباحث أنه في تلك الجزئية تحديداً كان بالأولى تجريب عدد يفوق الفترة الواحدة كفترات تأخير Lag More Than One، ولا يعلم الباحث إن كان هذا الإجراء التجريبي قد تم حتى وإن لم يرد بالدراسة أم لا. ولكنه ضروري للغاية في حالة التعاقدات محل التنفيذ.

وتجدر الإشارة إلى أن الدراسة قد أعادت تقدير نموذجين من النماذج الأربع السابق عرضها وبذات المنهجية، ولكن مع حصر الإجراءات التحليلية على المشاهدات المتحفظة فقط، وهي المشاهدات التي تنخفض بها مقدار القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وحتى يتتبع تأثير التحفظ المحاسبي منفرداً، وقد كانت القدرة التفسيرية على النحو التالي:

النموذج الثاني : ٤٥,٨٪.

النموذج الثالث: ٥٦,٦٪.

ويلخص الجدول رقم (٥) ملخصاً للقدرة التفسيرية لكافة النماذج الواردة بالدراسة.

جدول رقم (٥)

موجز القدرة التفسيرية في منهجية Myers التجريبية

النموذج	المتغيرات التفسيرية	كامل المشاهدات التحليلية	المشاهدات التحليلية المتحفظة
الأول	الدخل المتبقي والقيمة الدفترية. في إطار الصورة الأولى من القيمة المتوقعة.	٣٩٪	لم تُختبر
الثاني	الدخل المتبقي والقيمة الدفترية. في إطار الصورة الثانية من القيمة المتوقعة.	٤١٪	٤٥,٨٪
الثالث	الدخل المتبقي والقيمة الدفترية وصافي مساهمات رأس المال. في إطار الصورة الثالثة من القيمة المتوقعة.	٥٣,٢٪	٥٦,٦٪
الرابع	الدخل المتبقي والقيمة الدفترية والتعاقدات المستقبلية. " الأوامر قيد التنفيذ ". في إطار الصورة الرابعة من القيمة المتوقعة.	٣٢,٦٪	لم تختبر

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في النتائج التجريبية الواردة بالدراسة.

وبتلك الكيفية فإن النموذج الثالث يعد أفضل النماذج من حيث القدرة التفسيرية وتعد جيدة في مجال دراسات السوق المؤسسة محاسبياً، ومع ملاحظة أن الشركات الأكثر ميلاً نحو التحفظ المحاسبي تتمتع فيها المعلومات المحاسبية بقدرة تفسيرية أعلى، وربما كان ذلك راجعاً إلى أن السوق يميل نحو تقييم أسعار الأسهم في تلك الشركات بصورة قد تكون مغالى فيها وذلك كرد فعل عكسي لمستوى التحفظ. كما أن منهجية Ohlson قد تبدو متحيزة لصالح هذا النوع من الممارسات المحاسبية.

وبتلك الصورة فإن Mayers في حقيقة الأمر لم يستند على متغير " المعلومات الأخرى " بل استند بصورة رئيسية على الدخل المتبقي والقيمة الدفترية في كافة المخططات التحليلية، ومع تحسن ملحوظ في حالة إضافة متغير صافي مساهمات رأس المال، ومع ذلك فقد أثبت أنه من الممكن تطبيق منهجية Ohlson والوصول لقدرات تفسيرية مقبولة في السوق الأمريكي شديد التعقيد حتى في غياب " المعلومات الأخرى "، وبالشكل الذي يجعل من منهجية Myers في التجريب هي الأكثر توافقاً مع

الأسواق التي تخلو من تنبؤات محللين ماليين منتظمة. وعليه ليس بالغريب هذا الموقع التجريبي المتميز لكل من دراستي Dechow et al. (1999) و Myers في ذات العام فالأولى قد تبنت ضرورة تضمين متغير المعلومات الأخرى في النموذج بينما تخلت عنه الثانية، وفي كافة الأحوال تعد منهجيتهما التجريبية هي الأكثر اكتمالاً وتوضيحاً لما يقصده Ohlson في منهجيته المتفردة حول الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية.

- **الدراسة الخامسة:**

وفي إطار منهجي يختلف بصورة جوهرية عن الدراسة السابقة تناولت دراسة Kim and Kross (2005) قياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية ممثلة في مؤشرات الربحية وذلك للتنبؤ بالتدفقات النقدية من عمليات التشغيل، وذلك بالتطبيق على مائة ألف ومائتان وستة وستين مشاهدة تحليلية مستخرجة من البيانات المالية المتاحة عن المؤسسات المالية العاملة بالسوق الأمريكي والتي يتوافر لها بيانات على قاعدة بيانات الـ Compustat، وذلك خلال الفترة ١٩٧٣-٢٠٠٠م، وسيتم الاكتفاء بالقسم الخاص بقياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية دون التطرق لبقية أقسام الدراسة الأخرى، وقد استندت الدراسة على الصور القياسية التالية لقياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية:

الصورة القياسية للنموذج الأول:

$$P_{i.t+3\ Monthes} = \alpha_0 + \alpha_{1.t}E_{i.t} + \alpha_{2.t}BV_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

الصورة القياسية للنموذج الثاني:

$$P_{i.t+3\ Monthes} = \beta_0 + \beta_{1.t}E_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

الصورة القياسية للنموذج الثالث:

$$P_{i.t+3\ Monthes} = x_0 + x_{1.t}BV_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

حيث:

$P_{i.t+3\ Monthes}$: سعر السهم في نهاية الثلاثة شهور التالية للفترة المالية t، والمؤسسة المالية i.

$E_{i.t}$: ربحية السهم عن الفترة المالية t، والمؤسسة المالية i.

$BV_{i.t}$: القيمة الدفترية للسهم وذلك عن الفترة المالية t، والمؤسسة المالية i.

$\alpha..\beta..x_{i.t}$: معاملات نموذج الانحدار.

$\varepsilon_{i.t}$: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار.

وبتلك الكيفية فإن الدراسة اعتمدت على ثلاث مخططات تحليلية، المخطط الأول يستند على ربحية السهم وقيمته الدفترية في تفسير تغيرات سعر السهم، والمخطط الثاني يستند على ربحية السهم فقط، والمخطط الثالث يستند على القيمة الدفترية للسهم، وتتبع القدرة التفسيرية للمخططات التحليلية الثلاثة، ومع تقسيم السلسلة الزمنية إلى ثلاث فترات، الفترة الأولى ١٩٧٣-١٩٨٢م، والفترة الثانية ١٩٨٣-١٩٩١م، والفترة الثالثة ١٩٩٢-٢٠٠٠م، ومع ملاحظة أن المخططات التحليلية الثلاثة يتم تطبيقها على مستوى كل فترة مالية على حدة، وبالشكل الذي يعني الحصول على ثمانية وعشرين قيمة لمعامل

التحديد المعبر عن القدرة التفسيرية " عدد الفترات المالية للتحليل ثمانية وعشرين فترة مالية "، وتعد تلك الخطوات المنهجية التزام تام بما ورد في دراسة Collins et al. (1997). إذ يتم التحليل على مستوى كل فترة مالية على حدة، ثم يتم الحصول على متوسط المعاملات، وذلك للحصول على المعاملات المُعبرة عن كل فئة من فئات السلسلة الزمنية للتحليل " ثلاث فترات زمنية فرعية "، وقد استند ذلك الإجراء التحليلي على نموذج انحدار خطي، وقد انتهت تلك الخطوة إلى قياس وتقييم القدرة التفسيرية لكل فترة فرعية من فترات التحليل الثلاثة وذلك على النحو التالي:

أ. بلغت القدرة التفسيرية للنموذج القياسي الأول والمعبر عن أثر كل من ربحية السهم وقيمته الدفترية معاً على سعر السهم: ٥٩,٥٪، ٧١,٢٪، ٥١,٢٪، وذلك لفترات التحليل الثلاثة على التوالي. وتوقف التحليل عند حدود الفترات الزمنية الجزئية دون أن يمتد للسلسلة الزمنية الكاملة.

ب. بلغت القدرة التفسيرية للنموذج القياسي الثاني والمعبر عن أثر ربحية السهم منفرداً على سعره: ٥٤,٩٪، ٥٤,٦٪، ٣٢,٩٪، وذلك لفترات التحليل الثلاثة على التوالي.

ج. بلغت القدرة التفسيرية للنموذج القياسي الثالث والمعبر عن أثر القيمة الدفترية للسهم منفرداً على سعره: ٤٧,٣٪، ٦٤,٥٪، ٤٥,٦٪، وذلك لفترات التحليل الثلاثة على التوالي.

ولما كنت تلك الصورة لا تمكن من تحديد الدور التفاعلي بين ربحية السهم وقيمته الدفترية يتم الحصول على القدرة التفسيرية التفاضلية لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية منفرداً وبناءً على التفاعل بينهما. إذ يتم تقدير القدرة التفسيرية التفاضلية للأرباح منفردة بالفرق بين القدرة التفسيرية للأرباح والقيمة الدفترية معاً والقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية منفردة، ويتم تقدير القدرة التفسيرية للقيمة الدفترية منفردة بالفرق بين القدرة التفسيرية للأرباح والقيمة الدفترية معاً والقدرة التفسيرية للأرباح، وبتلك الصورة كانت القدرة التفسيرية التفاضلية للأرباح: ١٢,٢٪، ٦,٦٪، ٥,٧٪، بينما كانت القدرة التفسيرية التفاضلية للقيمة الدفترية: ٤,٥٪، ١٦,٥٪، ١٨,٣٪.

وبتلك الصورة انتهت تلك النمذجة بالحصول على خمس قدرات تفسيرية لكل فترة زمنية تحليلية وتتحدد تلك القدرات في: القدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً، والقدرة التفسيرية لربحية السهم منفرداً، والقدرة التفسيرية لقيمة السهم الدفترية منفردة، والقدرة التفسيرية التفاضلية لربحية السهم، والقدرة التفسيرية التفاضلية لقيمته الدفترية، وكل قدرة تفسيرية من تلك القدرات يتوافر لها ثمانية وعشرين قيمة وذلك بحسب عدد الفترات المالية الكلية للتحليل، ويلي ذلك إجراء التحليل الزمني الإتجاهي لكل قدرة تفسيرية من تلك التقديرات الخمسة وذلك وفق النموذج القياسي التالي:

$$R_Square_{vt} = \delta_0 + \delta_{1.t} YEAR_t + \varepsilon_t$$

حيث:

R_Square_{vt}: القدرة التفسيرية محل التحليل وذلك للفترة المالية t.

$YEAR_t$: المتغير المستقل المُعبر عن السلسلة الزمنية، والمحددة بالفترة ١٩٧٣-٢٠٠٠م.

$\delta_{0..1}$: معاملي نموذج الانحدار.

ε_t: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار.

ويتم تقدير هذا النموذج خمس مرات.

وقد أدى تنفيذ تلك النمذجة إلى التوصل إلى المعاملات التالية لنماذج الانحدار الخمسة " المقدار $\delta_{1.t}$ " وذلك بالاستناد على قيمة " ت " المحسوبة، ولم يتحدد بالجداول الإحصائية معنوية ذلك المقدار ويتوقعها الباحث معنوية لطول السلسلة الزمنية محل التحليل:

أ. النموذج الأول المُعبر عن التحليل الإتجاهي للقدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية معاً: -١,٧٦. وبما يعني التناقص.

ب. النموذج الثاني المُعبر عن التحليل الإتجاهي للقدرة التفسيرية لربحية السهم منفردة: -٤,٣٩، وبما يعني التناقص.

ج. النموذج الثالث المُعبر عن التحليل الإتجاهي للقدرة التفسيرية لقيمة السهم الدفترية منفردة:-٠,٥٨.

د. النموذج الرابع المُعبر عن التحليل الإتجاهي للقدرة التفسيرية التفاضلية لربحية السهم: -٤,٩٨، وبما يعني التناقص.

ه. النموذج الخامس المُعبر عن التحليل الإتجاهي للقدرة التفسيرية التفاضلية لقيمة السهم الدفترية: ٥,١٠ وبما يعني التزايد.

وبتلك الكيفية فإن القدرة التفسيرية تتناقص لكافة المؤشرات فيما عدا القدرة التفسيرية التفاضلية للقيمة الدفترية للسهم.

وتجدر الإشارة إلى تواجد اختلاف جوهري بين نتائج تلك الدراسة ودراسة Collins et al (1997) وذلك فيما يتعلق بالإتجاه العام للقدرة التفسيرية لربحية السهم منفرداً. إذ ظهر تزايدياً في الدراسة المقارن بها، بينما ظهر تناقصياً في الدراسة محل العرض والتحليل، وربما كان ذلك راجعاً اختلاف الوحدات محل التحليل، فبينما كانت وحدات صناعية في دراسة Collins et al (1997) فإنها في تلك الدراسة مؤسسات مالية. وتعد الدراستين من العلامات البارزة في مجال الدراسات التجريبية في مجال تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم والتقييم.

- **الدراسة السادسة:**

تناولت دراسة Hand and Landsman (2005) قياس وتقييم القدرة التفسيرية لتوزيعات الأرباح وذلك بالتطبيق على الشركات المتوافر لها بيانات مالية منتظمة في قاعدة بيانات الـ Compustat وذلك خلال الفترة ١٩٨٤-١٩٩٥م، والمقيدة بالبورصات المالية الثلاثة الرئيسية بالولايات المتحدة: NYSE, AMEX, and NASDAQ، وقد بلغ عدد المشاهدات التحليلية ١٥٠٦٦ وذلك بمتوسط سنوي ١٢٥٦ مشاهدة تحليلية للفترة المالية الواحدة، ويعد عدد المشاهدات التحليلية صغير نسبياً مقارنة بالجهود البحثية السابقة بالسوق الأمريكي، ولكنه ما زال كبيراً مقارنة بالجهود البحثية في الأسواق المالية الأخرى بخلاف الولايات المتحدة الأمريكية، ومبرر ذلك أن الدراسة اعتمدت على الشركات الأكبر حجماً فقط. وقد بدأ القسم التجريبي من الدراسة بالصورة القياسية التالية والتي تختبر قدرة مجموعة من المتغيرات على تقدير القيمة السوقية للشركات وذلك في غياب متغير " المعلومات الأخرى " والذي يعد من المعلمات الأساسية لنموذج Ohlson (1995) :

$$MVE_{i.t} = c_{0t} + c_{1t}BVE_{i.t} + c_{2t}NIBX_{i.t} + c_{3t}DIV_{i.t} + c_{4t}NETCAP_{i.t} + e_{i.t}$$

حيث:

$MVE_{i.t}$: القيمة السوقية للشركة i، في نهاية الفترة المالية t، ويتم حسابها بضرب عدد الأسهم المصدرة في سعر إغلاق السهم نهاية الفترة المالية. " ومع ملاحظة أن الاتجاه الغالب في الجهود البحثية ذات الصلة تستند على القيمة السوقية في نهاية الشهور الثلاث التالية لنهاية الفترة المالية "

$BV_{i.t}$: إجمالي حقوق الملكية للشركة i، في نهاية الفترة المالية t، وهي حقوق الملكية المُفصح عنها بالقوائم المالية للشركة.

$NIBX_{i.t}$: صافي الدخل قبل البنود غير العادية للشركة i، عن الفترة المالية t. " وقد استندت الدراسة على هذا النوع من الدخل مبررة ذلك بإنخفاض الوزن النسبي لمحركات الربحية غير المستديمة في الشركات كبيرة الحجم وهي الشركات محل التحليل في تلك الدراسة، وعلى ذلك وفي بعض فقرات الدراسة يتم التعبير عن تلك الأرباح بمصطلح الربح الأساسي Core Earnings[١] "

$DIV_{i.t}$: توزيعات الأسهم العادية للشركة i والمُفصح عنها خلال الفترة المالية t. وتمثل إجمالي التوزيعات الموجهة في الأساس لحملة الأسهم العادية "

$NETCAP_{i.t}$: صافي مساهمات رأس المال للشركة i، وذلك عن الفترة المالية t، ويتم حسابه من خلال الفرق بين مشتريات الأسهم العادية والممتازة ومبيعاتهما.

$c_{0..4}$: معاملات نموذج الانحدار بدءً من المقدار الثابت مروراً بالمتغيرات المستقلة الأربعة.

$e_{i.t}$: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار.

كافة المتغيرات يتم التعبير عنها في صورتها المطلقة بالدولار الأمريكي، دون تنسيب " دون التعبير عنها في صورة مؤشرات مالية ".

تم تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects وهو نموذج ينتمي إلى تحليل البيانات الزمنية اللوحية Panel Data وذلك دون الدخول في عمليات مقارنة معتادة في تلك النمذجة الإحصائية بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effects ونموذج التحليل المُجمع Pooled Effects، وقد استند التحليل على هذا النموذج وذلك لتحييد دور السمات المالية المتفاوتة بين القطاعات الصناعية " تحييد عنصر التباين الناتج عن تفاوت السمات المالية بين القطاعات الصناعية "، وفي إطار الدخول المتدرج للمتغيرات وفق الخطوتين التاليتين:

- الخطوة الأول: الاكتفاء بالمتغير الأول والثاني فقط، أي القيمة الدفترية وصافي الدخل من البنود غير العادية، وقد بلغ مقدار معاملي المتغيرين تواليأ في النموذج: ٠,٦٩، ٨,٠٦، وبقدرة تفسيرية بلغت ٨٤٪، ومع ظهور وزن نسبي كبير للأرباح مقارنة بالقيمة الدفترية.
- الخطوة الثانية: تضمين المتغيرات الأربعة الواردة بالنموذج، وقد بلغ مقدار معاملات تلك المتغيرات تواليأ وفق ترتيبهم في الصورة القياسية: ٠,٦١، ٧,١١، ٣,٤٧، ٠,٩٠، وعليه فالوزن النسبي الأكبر للأرباح ويليها في ذلك التوزيعات، ولم تتغير القدرة التفسيرية للنموذج عن مقدارها في الخطوة الأولى. إذ توقفت عند حاجز ٨٤٪، وهي قدرة تفسيرية تعد كبيرة في مجال دراسات السوق المؤسسة محاسبياً.

[١] **لم تستقر الجهود البحثية العربية ذات الصلة على ترجمة محددة لمصطلح Core Earnings ولكن رجوعاً لمعنى core في المعاجم الإنجليزية نجد معناه الجوهر أو المضمون أو أصل الشيء ، وقد قام الباحث بترجمته بـ : الأساسي ، وهي ترجمة تعكس مضمونه إذ تتوافر بمحركاته قدر كبير من الاستدامة مقارنة بمحركات الربح الأخرى .**

وكذلك فقد تم تأكيد هذا الاستدلال من خلال الحصول على معامل إزاحة التوزيعات، والذي يحسب بمقدار الفرق بين معامل التوزيعات في نموذج الانحدار ومعامل القيمة الدفترية " ٢,٨٦ ". إذ أن قيمته الموجبة دالة على توافر قدرة التوزيعات في إحداث التأثير في القيمة السوقية للشركة. ولم يستدل الباحث على المغزى العلمي من حساب ذلك المقدار إذ أنه نوعاً من أنواع التزيد البحثي غير المبرر، وذلك لأن معامل التويعات في نموذج الانحدار كاف تماماً لتقدير الوزن التأثيري للتوزيعات في نموذج التسعير.

أقر مؤلفا الدراسة بأن نتائج تلك الخطوة التحليلية قد أظهرت أن تأثير التوزيعات منخفضاً مقارنة بعدد من الجهود البحثية السابقة، كما ظهر تأثير الأرباح قبل البنود غير العادية كبيراً مقارنة بالجهود البحثية السابقة. وقد تم تفسير ذلك وفق رؤية مؤلفي الدراسة إلى أن الاعتماد على الشركات كبيرة الحجم والتي تميل إلى إنتظام التوزيعات السنوية وتميل كذلك إلى محركات الأرباح الدائمة وبالقدر الذي يخفض من الوزن النسبي لمحركات الأرباح غير العادية.

وتجدر الإشارة إلى أن تطبيق هذا النموذج تم على أساس التحليل السنوي، وبما يعني تكوين اثنى عشر نموذج انحدار ثم الحصول على متوسطاتها، ولا تصلح تلك الآلية بطبيعة الحال سوى في حالة الاعتماد على مشاهدات تحليلية ضخمة داخل الفترة المالية الواحدة، ويعد ذلك من القيود الهامة والتي يمكن توفيرها داخل السوق الأمريكي ولا تتوافر لغيره من الأسواق المالية.

ويفترض النموذج السابق غياب تأثير المعلومات الأخرى، والتي قد تكون الأرباح غير العادية أو تكون تنبؤات المحللين الماليين أو أية معلومات أخرى قد يرى الباحث أنها قد تكون مؤثرة في تقدير القيمة السوقية للشركة، ولكن من المعتاد التجريبي أنه عند تطبيق نموذج Ohlson (1995) يتم التعبير عن المعلومات الأخرى بالاستناد على سلوك الأرباح غير العادية وتنبؤات المحللين الماليين. ويعد هذا النهج التجريبي هو الأكثر انتشاراً في التعبير عن المعلومات الأخرى، وبخاصة الدراسات التي اعتمدت على السوق الأمريكي. وهذا ما يفسر عدم قدرة غالبية الباحثين في مختلف البيئات بخلاف البيئة الأمريكية على تطبيق نموذج Ohlson بالشكل المكتمل ؛ وذلك لصعوبات فنية تتعلق بتوافر تنبؤات المحللين الماليين على نحو منتظم ولحيز زمني طويل.

ولأغراض تقدير " المعلومات الأخرى " ودورها في التنبؤ بالأرباح غير العادية تمت صياغة الصورة القياسية للنموذج التالي:

$$ANIBX_{t+1} = \omega_{0t} + \omega_{1t}ANIBX_{it} + \omega_{2t}ANIBX_{t-1} + \omega_{3t}v_{it} + \omega_{4t}DIV_{it} + \omega_{5t}NETCAP_{it} + \omega_{6t}BV_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$ANIBX_{t+1}$: الأرباح غير العادية Abnormal Earnings وفق أساس: صافي الدخل قبل البنود غير العادية Net Income Before Extraordinary Items، وذلك للشركة i وللفترة المالية t+1.

$ANIBX_{it}$: الأرباح غير العادية وفق أساس: صافي الدخل قبل البنود غير العادية، وذلك للشركة i، وللفترة المالية t.

$ANIBX_{t-1}$: الأرباح غير العادية وفق أساس: صافي الدخل قبل البنود غير العادية، وذلك للشركة i، وللفترة المالية t-1.

v_{it}: المعلومات الأخرى " بخلاف الواردة بالنموذج "، وذلك للشركة i، وللفترة المالية t. وهي من المعلمات الرئيسية في نموذج Ohlson.

DIV_{it}: التوزيعات المُفصح عنها خلال الفترة المالية t.

$NETCAP_{it}$: صافي مساهمات رأس المال عن الفترة المالية t.

BV_{t-1}: القيمة الدفترية للشركة وذلك في نهاية الفترة المالية t.

ε_{it}: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار.

$\omega_{0..1.....6}$: معاملات المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار وكذلك ثابت النموذج.

والنموذج بتلك الصورة القياسية يتبع منهجية تحليلية يطلق عليها One Year Ahead وهي منهجية تحليلية تستند على قدرة الفترتين السابقتين على فترة التحليل على التنبؤ بالفترة محل التحليل ولذلك فإن المتغير التابع فيها يأتي دوماً مصحوباً بالترميز t+1، وتكون الفترة السابقة مصحوبة بالترميز t، وتكون الفترة سابقة السابقة مصحوبة بالرمز t-1، وهناك بعضاً من متغيرات هذا النموذج تحتاج إلى المزيد من التفصيل حول كيفية حسابها وتحمل تعقيدات إجرائية ومنها:

أولاً: الأرباح غير العادية: وتحسب وفق المعادلة التالية:

$$ANIBX_t = NIBX_t - (r * BVE_{t-1})$$

حيث:

$NIBX_t$: صافي الدخل قبل البنود غير العادية للفترة المالية t.

r: الحد الأدنى لمعدل العائد والمتوقع قبوله من قبل جموع المستثمرين، وتم الاعتماد في النموذج على المعدل ١٢٪، ولم يتضح بالدراسة كيفية اختيار هذا المعدل وتعميمه على كافة المشاهدات التحليلية، ويتوقع الباحث أنه: معدل الفائدة الصادر من بنك الاحتياط الأمريكي على الودائع طويلة الأجل.

BVE_{t-1}: القيمة الدفترية للشركة وذلك في نهاية الفترة المالية t-1.

ثانياً: المعلومات الأخرى: وتحسب وفق المعادلة التالية:

$$v_t = FNIBX_{t+1} - (r * BVE_{t-1}) - (w_1 ANIBX_t)$$

حيث:

$FNIBX_{t+1}$: صافي الدخل قبل البنود غير العادية للشركة وفق تنبؤات المحللين الماليين وذلك عن الفترة المالية t+1.

$(w_1 ANIBX_t)$: مقدار حاصل ضرب المعامل w_1 في الأرباح غير العادية للفترة المالية t، ويتم حساب تلك القيمة بخطوة إجرائية معقدة نوعاً ما وسيأتي شرحها تفصيلاً في الجزء التالي والذي يتناول شرح مخرجات ذلك النموذج، والذي يتبع الدخول المتدرج للمتغيرات وتتبع التغيرات التي تلحق بالقدرة التفسيرية وذلك في تطبيق حرفي لنموذج Ohlson المعياري، وقد اشتملت عملية الدخول المتدرج على الخطوات التالية:

- الخطوة الأولى: اشتمال النموذج على المتغير التفسيري الأول والثاني فقط ويمثلان الأرباح غير العادية عن الفترتين الماليتين السابقتين على فترة التحليل، وقد أدت تلك الخطوة إلى معاملي انحدار ٠,٦٣، ٠,١٩ على التوالي، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٤٣٪. وبطبيعة الحال

فإن الوزن النسبي لتأثير الفترة السابقة " ٠,٦٣ " سيفوق تأثير الوزن النسبي لتأثير الفترة سابقة السابقة " ٠,١٩ ".

- الخطوة الثانية: اشتمال النموذج على كافة المتغيرات التفسيرية الواردة بالنموذج فيما عدا متغير المعلومات الأخرى، أي دخول خمس متغيرات وهي على التوالي: الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة، والأرباح غير العادية للفترة سابقة السابقة، والتوزيعات عن الفترة، ومساهمات رأس المال عن الفترة، والقيمة الدفترية للشركة عن الفترة سابقة السابقة، وقد كانت معاملات الانحدار على التوالي: ٠,٥٧، ٠,١٨، ٠,٢٢، ٠,٠٦، -٠,٠١، وقد كانت القدرة التفسيرية للنموذج الناتج عن تلك الخطوة ٤٨٪، وبالقدر الذي يوفر الدليل على تحسن القدرة التفسيرية للنموذج.
- الخطوة الثالثة: اشتقاق قيمة المقدار $w_1 ANIBX_t$ من الخطوة الثانية وهو المقدار اللازم لتقدير قيمة متغير " المعلومات الأخرى "، وبتلك الكيفية تم توفير كافة مكونات معادلة حساب مقدار هذا المتغير.
- الخطوة الرابعة: اشتمال النموذج على ثلاثة متغيرات فقط تتضمن: الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة، والأرباح غير العادية عن الفترة سابقة السابقة والمعلومات الأخرى السابق اشتقاقها من خلال الخطوة الثالثة، وقد كانت معاملات الانحدار على التوالي: ٠,٦٧، ٠,٠٧، ٠,٤٦، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٥٢٪ وبما يقدم الدليل على استمرار تحسن النموذج. إذ تحسن بمقدار ٤٪ عن الخطوة السابقة. ومع شغل الأرباح الترتيب الأول في التأثير ويليها المعلومات الأخرى.
- الخطوة الخامسة: دخول المتغيرات الستة محل التحليل وبما في ذلك متغير المعلومات الأخرى، وقد كانت معاملات الانحدار على التوالي: ٠,٦٧، ٠,١١، ٠,٤٥، ٠,٠٩، ٠,٠٣، -٠,٠١، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٥٥٪، وبالشكل الذي يقدم الدليل على تحسنه بمقدار ٣٪ مقارنة بالخطوة السابقة، وتمثل تلك الخطوة النموذج النهائي، ويلاحظ أن الوزن النسبي لمتغير " المعلومات الأخرى " " ٠,٤٥ " يشغل الترتيب الثاني في التأثير، وبالشكل الذي يثبت الدور الفاعل لتلك المعلومات في تقدير الأرباح غير العادية.

يتم تقدير القيمة السوقية للشركة من جديد ولكن مع إضافة متغيرين وهما: المعلومات الأخرى $v_{i.t}$ وتنبؤات المحللين الماليين وفق أساس صافي الدخل قبل البنود غير العادية $FNIBX_{i.t}$، وذلك وفق الصورة القياسية التالية، ويعد المتغيران الجديدان من المحركات الرئيسية لنموذج Ohlson (1995):

$$MVE_{i.t} = c_{0t} + c_{1t}BVE_{i.t} + c_{2t}NIBX_{i.t} + c_{3t}DIV_{i.t} + c_{4t}NETCAP_{i.t} + c_{5t}v_{i.t} + c_{6t}FNIBX_{i.t} + e_{i.t}$$

وفي إطار الدخول المتدرج التالي:

- الخطوة الأولى: الاعتماد على المتغيرات الخمسة الأولى من النموذج والمتضمنة: القيمة الدفترية وصافي الدخل من البنود غير العادية والتوزيعات وصافي مساهمات رأس المال والمعلومات الأخرى، وقد كانت معاملات تلك المتغيرات على التوالي: ٠,٦١، ٧,٩٤، ٠,٤٧، ٠,١٤، ٦,٣٧، وبقدرة تفسيرية للنموذج ٨٧٪، وهي تفوق النموذج الأول المماثل والذي يغيب عنه متغير " المعلومات الأخرى " والتي بلغت لهذا النموذج ٨٤٪، وبالشكل الذي يقدم الدليل على تحسن النموذج بمقدار ٣٪ وبفضل تواجد متغير المعلومات الأخرى.

ومع ملاحظة أن متغير " المعلومات الأخرى " يشغل الترتيب الثاني من حيث قوة التأثير في تقدير القيمة السوقية، ويسبقه متغير صافي الدخل من البنود غير العادية.

- الخطوة الثانية: استبعاد متغير " المعلومات الأخرى " واستبداله بمتغير تنبؤات المحللين الماليين وفق صافي الدخل للبنود غير العادية، أي أن المتغيرات التفسيرية ما زالت خمسة كما هي، وقد كانت معاملات المتغيرات التفسيرية تواليا: ٠,٣٧، ٢,٨٨، ١,٦٧، ٠,٦٦، ٦,٢٥، وبقدرة تفسيرية لم تتغير عن الخطوة الأولى بتقدير بلغ ٨٧٪، ومع ملاحظة صعود متغير " تنبؤات المحللين الماليين " ليشغل المرتبة الأولى في التأثير. في حين انتقل متغير صافي الدخل من البنود غير العادية إلى المرتبة الثانية.

وبتلك الصورة أثبتت الدراسة أنه وفي ضوء مشاهدات تحليلية تستند في الأساس على الشركات كبيرة الحجم فإن تأثير المعلومات الأخرى قد يضاهي تأثير تنبؤات المحللين الماليين لصافي الدخل من البنود غير العادية، كما أنه وفي ظل تواجد أي من المتغيرين فإن دور التوزيعات في تقدير القيمة السوقية ينخفض، ومع تلك الرصانة على المستوى التجريبي لم تظهر بالدراسة مبررات الاستناد على معدل الخصم ١٢٪ سواء على مستوى الشروح التجريبية أو مستوى ملحقات الجداول الإحصائية. ويضاف لذلك أن الدراسة قد استندت على تقدير القيمة السوقية في نهاية الفترة محل التحليل، وقد كان من الأولى الاستناد على تلك القمة في نهاية الثلاثة شهور التالية للفترة المالية، وذلك حتى يتسنى قياس وتقييم رد فعل المستثمرين كنتيجة لنشر التقارير المالية، وهو الأمر المعتاد في دراسات السوق المؤسسة محاسبياً وعلى الرغم من تشديد الدراسة ذاتها على ذلك في قسمها التنظيري إلا أنها لم تتبنى ذلك في شقها التجريبي. وهذا لا يقلل بطبيعة الحال من موقع الدراسة المتميز للغاية في دراسات السوق المؤسسة محاسبياً.

ومن خلال العرض النماذجي السابق للدراسات التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة يمكن استخلاص الدلالات التجريبية العامة التالية:

أ. تستند تلك الجهود التجريبية على محركين أساسيين للقيمة وهما: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية، وقد أثبتت تلك المحركات دوماً قدرتها التفسيرية الجيدة، وبخاصة في سوق معقد للغاية كالسوق الأمريكي. ومع الوصول إلى قدرات تفسيرية للمعلومات المحاسبية لم تكن معهودة قبل عصر منهجية Ohlson فقد دارت تلك القدرة في فلك يتراوح بين ٥٠٪ إلى ٨٧٪.

ب. أدى تضمين متغير المعلومات الأخرى في نماذج التقييم إلى تحسن ملحوظ في القدرة التفسيرية لتلك النماذج على نحو عموم، ومع توجه تجريبي إيجابي نحو الاستناد على متغير تنبؤات المحللين الماليين للتعبير عن تلك المعلومات. وذلك على اعتبار أن تنبؤات المحللين الماليين تتضمن في طياتها كافة المتغيرات الكامنة الأخرى.

ج. تستند كافة الجهود التجريبية على عدد مشاهدات تحليلية ضخم، وبما يستوفي متطلبات التحليل القائم في الأساس على تحليل السلاسل الزمنية، وربما لا يتوافر ذلك العدد الضخم من المشاهدات التحليلية سوى بالسوق الأمريكي. وذلك لتوافر قواعد بيانات تغطي البيانات المالية للشركات عن فترات طويلة للغاية قد تصل إلى أربعين عاماً، ويضاف لذلك خاصية أعمار الشركات الطويل نسبياً بالسوق الأمريكي.

د. لم تكن معاملات Ohlson المعيارية موفقة في الشق الغالب من الدراسات التجريبية الرائدة. إذ أنها تقوم بتسعير الأسهم معيارياً بصورة تقل عن الواقع التجريبي بصورة ملحوظة، ولا يعد ذلك قصوراً في المنهجية ذاتها، ولكنها تعود وفي شق منها إلى النهج التحفظي في

الممارسات المحاسبية الأمريكية، والذي يؤدي إلى تسعير سوق مغالى فيه Over Statement كرد فعل منطقي من المستثمرين لهذا النهج التحفظي.

٥. عند تبني وتطبيق منهجية Ohlson في الأسواق المالية بخلاف الولايات المتحدة الأمريكية قد لا يكون من المفيد الاستناد على التحليلات الزمنية والتي لن تتحقق اشتراطات توظيفها على نحو تام. وقد يكون من المفيد في تلك الحالة التحليلات الخطية غير الزمنية ومع الاستناد على التحليل أحادي القطاع وليس تداخلي القطاعات.

ولم تكن الجهود البحثية ذات الصلة بقياس وتقييم ملاءمة القيمة ببيئات الأعمال العربية على وجه العموم والمصرية على وجه الخصوص ببعيدة عن المشهد البحثي العالمي العام، وتوصلت في مجملها العام إلى توافر القدرة التفسيرية في المعلومات المحاسبية، وسواء الدراسات المنشورة باللغة الإنجليزية (e.g., Anandarajan and Hasan, 2003; Elshamy and Kayed, 2005; Ben ayed and Abaoub, 2006; Ragab and Omran; 2007;Omran, 2009; Hassan, 2009; Telmoudi et al, 2010; Alfarih and Lenezy,2011; Khanagha, 20011; Eldiftar and Elkalla, 2019; Diab et al., 2023) أو تلك المنشورة باللغة العربية ومنها على سبيل المثال لا الحصر (شاكر ١٩٩٧، ندا ١٩٩٧، الراشد ١٩٩٩، طاحون ٢٠٠٠، وطن ٢٠٠٦، حمزة ٢٠٠٧، سعادة ٢٠١٥، طلخان ٢٠١٧، رجب ٢٠١٨، علي ٢٠١٩، سعادة ٢٠٢١، صالح ٢٠٢٢)

والخط البحثي المشترك في تلك الجهود البحثية - ومع تقدير الباحث لما ورد بها من إسهامات بحثية - أنها لم تلتزم بالإطار المعياري المتكامل لمنهجية Ohlson، على الرغم من أن جميعها قام بالاستشهاد بتلك المنهجية. إذ يُلاحظ أن تلك الدراسات لم تتطرق سواء تنظيرياً أو تطبيقياً إلى قيود الديناميكية المعلوماتية الواردة بتلك المنهجية. ولم تتطرق كذلك سواء نصاً أو تلميحاً إلى اختبار المعلمات المعيارية لتلك المنهجية.

ويطلق الباحث على تلك الظاهرة: قياس ملاءمة القيمة المتحرر من القيود Free From Constraints، فهي دراسات متحررة من قيود الديناميكية المعلوماتية، ومتحررة كذلك من حيث اختيار المتغيرات المؤثرة على القيمة السوقية، ولا يقلل ذلك من مساهمات تلك الجهود البحثية وذلك لأن هذا الإطار التطبيقي المتحرر لا يتوقف على جهود الباحثين في بيئات الأعمال العربية فقط، ولكنه يمتد ليشتمل على تيار موسع من الدراسات في مختلف بيئات الأعمال وبخاصة الأسواق الناشئة والأسواق الواعدة.

وربما يرجع ذلك للفهم المغلوط لما طرحه Ohlson من مصطلحات غير محددة مثل مصطلح " المعلومات الأخرى " فقد وجد الباحثون في اقتراح هذا المصطلح مساحة اجتهاد واسعة لطرح متغيرات متعددة ومتنوعة للغاية، وتلك نظرة وتوجه لا يستقيم مع الرؤية العامة لتلك المنهجية الرائدة. إذ اقترح Ohlson دخول متغير إضافي على محركي القيمة الأساسيين وهما: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية. متغير واحد فقط وليس حزمة من المتغيرات. وأن من سمات هذا المتغير أنه قد لا يؤثر على القيمة السوقية في الفترة الحالية، ولكنه قد يؤثر في الغالب على تلك القيمة في الفترات التالية، واقترحت الجهود التجريبية الرائدة تالياً متغيرين جديرين بتلك الإضافة وهما: تنبؤات المحللين الماليين، والتعاقدات محل الانتظار، ويضاف لذلك أيضاً أن إضافة متغيرات متنوعة إلى المحركين الأصيلين للقيمة والمحددين في القيمة الدفترية والأرباح غير العادية لن يمكن من الانتقال من مرحلة التقدير إلى مرحلة التقييم وفق المعلمات المعيارية التي اقترحها Ohlson. فالتيار الموسع من الدراسات توقف عند حدود تقدير القيمة السوقية ولم ينطلق ليصل إلى حدود التقييم.

يستند الباحث في دراسته التجريبية على منهجية Ohlson (1999) وهي الإصدارة المنهجية غير المشتملة على متغير المعلومات الأخرى، وتستند على المقارنة بين القدرة التفسيرية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات من ناحية، والقدرة التفسيرية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل من ناحية أخرى، وذلك في إطار الإجراءات المنهجية التفصيلية الواردة بالدراسة التجريبية لـ Barth et al (1999)، واستناداً على تلك المنهجية التجريبية، وما انتهت إليه النتيجة العامة للدراسات السابقة التي اتخذت من البيئة المصرية مجالاً للتطبيق وتدعم توافر القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية، يمكن صياغة فرض البحث الرئيسي على النحو الاستدلالي التالي وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية:

" يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على توافر ملاءمة القيمة لتلك المعلومات "

وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية الثلاث التالية:

الفرض الأول: يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وتنبؤات المحللين الماليين على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على توافر ملاءمة القيمة لتلك المعلومات.

الفرض الثاني: يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على ملاءمة تلك المعلومات.

الفرض الثالث: تعد ملاءمة القيمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين أفضل من نظيرتها عند استبدال تلك التدفقات النقدية بالاستحقاقات مع ثبات تواجد المتغيرات الثلاثة الأخرى.

١/٥: القسم الخامس: الدليل التجريبي: قياس وتقييم ملاءمة القيمة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية:

يشتمل هذا القسم الرئيسي من البحث على قياس وتقييم ملاءمة القيمة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك من خلال تقدير دور مجموعة من المتغيرات التفسيرية في التنبؤ بالقيمة السوقية للشركات المقيدة، ويتضمن هذا القسم النقاط الرئيسية التالية:

١/٥/١: الأساس العلمي للنمذجة المقترحة والقياس الكمي للمتغيرات.

٢/٥/١: مجتمع وعينة الدراسة التجريبية.

٣/٥/١: السمات الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة.

٤/٥/١: الخطوات الإجرائية للنموذج المقترح.

٥/٥/١: اختبار وتحليل فرض البحث الرئيسي.

وتفصيلات تلك النقاط على النحو التالي تفصيله.

١/٥/١: الأساس العلمي للنمذجة المقترحة والقياس الكمي للمتغيرات:

يستند النموذج المُعتمد عليه في توفير الدليل التجريبي الخاص بقياس وتقييم ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على نموذج Barth et al (1999)، وهو نموذج يتناسب مع البيئة المعلوماتية المصرية والتي تخلو من توافر المعلومات الأخرى ذات الصلة بتنبؤات المحللين الماليين، ويستند هذا النموذج على ما سبق عرضه تفصيلاً في القسم الرابع من أقسام هذا البحث، والذي تناول عرض وتحليل الدراسات التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية، ويستند هذا النموذج في الأساس على الرؤية الواردة بدراسة Ohlson (1999)، ويشتمل الجزء التالي على عرض موجز للبناء الهيكلي لهذا النموذج، والذي يتضمن مجموعة الخطوات الإجرائية التالية:

- **الخطوة الأولى: تقدير أثر كل من الأرباح غير العادية والاستحقاقات والقيمة الدفترية وجميعهم عن الفترة السابقة على الأرباح غير العادية عن الفترة الحالية:**

يأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$NI_{it}^{a} = \omega_{10} + \omega_{11} NI_{it-1}^{a} + \omega_{12} ACC_{it-1} + \omega_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it}$$

حيث:

NI_{it}^{a}: الأرباح غير العادية، ويتم حسابها من خلال الفرق بين الأرباح قبل البنود غير العادية والدخل من الأنشطة غير المنتظمة والقيمة الدفترية بعد خصمها بمعدل خصم مناسب.

ACC_{it-1}: الاستحقاقات عن الفترة السابقة، ويتم حسابها من خلال الفرق بين الأرباح قبل البنود غير العادية والدخل من الأنشطة غير المنتظمة ورصيد التدفقات النقدية من عمليات التشغيل وذلك عن ذات الفترة.

BV_{it-1}: القيمة الدفترية عن الفترة السابقة، وتمثل مقدار الفرق بين إجمالي أصول الشركة والتزاماتها، وتمثل حقوق الملكية المُفصح عنها.

ε_{1it}: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار، ويمثل بواقي النموذج.

$\omega_{10..11..12..13}$: معاملات نموذج الانحدار بدءً من المقدار الثابت ومروراً بالمتغيرات التفسيرية.

$Variable_{i..t..t-1}$: تمثل المعلمة i الشركة محل التحليل، والمعلمة t الفترة الزمنية الحالية، والمعلمة t-1 الفترة الزمنية السابقة.

(كافة قيم المتغيرات بالمليون جنيه، وتم الحصول عليها مباشرة من القوائم المالية للشركات محل التحليل).

- **الخطوة الثانية: تقدير أثر كل من الأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل والقيمة الدفترية وجميعهم عن الفترة السابقة على الأرباح غير العادية عن الفترة الحالية:**

$$NI_{it}^{a} = \omega_{10} + \omega_{11} NI_{it-1}^{a} + \omega_{12} CFO_{it-1} + \omega_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it}$$

حيث:

CFO_{it-1}: رصيد التدفقات النقدية من عمليات التشغيل عن الفترة السابقة.

(كافة قيم متغيرات النموذج بالمليون جنيه)

وبتلك الكيفية فإن الهدف الرئيسي من خلال الخطوة الأولى والثانية هو مقارنة أثر الاستحقاقات والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل على الأرباح غير العادية، وذلك للتعرف على سلوك تلك الأرباح. إذ تمثل تلك الأرباح المحرك الرئيسي لنموذج تقدير القيمة السوقية.

- **الخطوة الثالثة: تقدير أثر كلاً من الاستحقاقات والقيمة الدفترية وكلاهما عن الفترة السابقة على استحقاقات الفترة الحالية:**

يأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$ACC_{it} = \omega_{20} + \omega_{22} ACC_{it-1} + \omega_{23} BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

- **الخطوة الرابعة: تقدير أثر كلاً من التدفقات النقدية من عمليات التشغيل والقيمة الدفترية وكلاهما عن الفترة السابقة على التدفقات النقدية من عمليات التشغيل عن الفترة الحالية:**

يأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$CFO_{it} = \omega_{20} + \omega_{22} CFO_{it-1} + \omega_{23} BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

وبتلك الكيفية فإن الهدف الرئيسي من الخطوة الثالثة والرابعة مقارنة قدرة المتغير في الفترة السابقة على تقدير قيمته في الفترة الحالية، وذلك بالاستناد على المحركات الأساسية المؤثرة على الأرباح غير العادية والمتمثلة في محركين رئيسيين: الاستحقاقات والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل.

- **الخطوة الخامسة: تقدير أثر كلاً من: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وجميعهم عن الفترة الحالية على القيمة السوقية للشركة عن ذات الفترة:**

يأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 ACC_{it} + v_{it}$$

حيث:

MVE_{it}: القيمة السوقية للشركة i وذلك في نهاية الفترة المالية t.

(القيمة بالمليون جنيه)

وتجدر الإشارة إلى أن نموذج Barth et al (1999) قد استند على القيمة السوقية في نهاية الفترة المالية، ولم يستند الباحث على هذا التاريخ، بل استند على القيمة السوقية في نهاية مارس أو الأول من إبريل من الفترة المالية التالية وذلك بحسب اليوم الأخير من مارس أو اليوم الأول من إبريل، والباحث بتلك الكيفية قد أخذ برؤية العديد من الدراسات التجريبية السابقة ومنها على سبيل المثال (e.g., Collins et al., 1997; Dechow et al., 1999; Mayers, 1999)، ومبرر ذلك هو التعرف على أثر نشر التقارير المالية. إذ تقوم غالبية الجهات التنظيمية للبورصات المالية بتحديد أجل زمني لنشر التقارير المالية يبدأ من نهاية الفترة المالية، وفي الغالب يكون هذا الأجل الزمني شهرين، حتى نهاية فبراير، وقد يمتد الأجل في بعض الأحيان إلى نهاية مارس. وتأخذ الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر بأجل زمني حده الأقصى ثلاثة شهور تبدأ من انتهاء الفترة المالية (الهيئة العامة للرقابة

المالية، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، ٢٠١٦م، المادة: ٤٦، ص: ٢١). وقد تم الحصول على القيمة السوقية في هذا التاريخ من خلال موقع مباشر للمعلومات، القسم الخاص بمصر.

https://www.mubasher.info/countries/eg

- **الخطوة السادسة: تقدير أثر كلاً من: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل وجميعهم عن الفترة الحالية على القيمة السوقية للشركة عن ذات الفترة:**

يأخذ ذلك الصورة القياسية التالية:

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + v_{it}$$

والغرض من الخطوة الخامسة والسادسة بخلاف الهدف الرئيسي المتمثل في قياس وتقييم ملاءمة المعلومات المحاسبية هو مقارنة القدرة التفسيرية بين الاستحقاقات والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل.

- **الخطوة السابعة: المقارنة بين معامل التقييم التنبؤي " المُقدر " ومعامل التقييم المحسوب في إطار التقييم التجريبي لمعاملات Ohlson المعيارية:**

تشتمل تلك الخطوة على الربط بين الخطوات التحليلية الأربعة الأولى وذلك من خلال الحصول على المعامل α_2 المحسوب من خلال المعادلة المعيارية لأولسون Ohlson (1999)، ومضاهاة قيمته، بمعامل التقييم α_2 المُقدر من خلال نموذجي الانحدار الواردين بالخطوة الخامسة والسادسة من التحليل، وتعد تلك الخطوة تقييمية لمعاملات Ohlson ذاتها ـ كنوع من أنواع الاختبار التجريبي لما ورد من رؤى معيارية في جهود Ohlson حول القيمة والتقدير. ويتم الحصول على مقدار α_2 المحسوب مرة للاستحقاقات ومرة أخرى للتدفقات النقدية من عمليات التشغيل، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$\alpha_2 = [(1+r)\omega_{12}]/[(\,(1+r) - \omega_{11})) * ((1+r) - \omega_{22}))]$$

حيث:

ω_{11}: معامل الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة، والمتحصل عليه في الخطوة الأولى والثانية للتحليل.

ω_{12}: معامل الاستحقاقات والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل وذلك عن الفترة السابقة، والمتحصل عليه بالنسبة للاستحقاقات في الخطوة الأولى من التحليل، وبالنسبة للتدفقات النقدية من عمليات التشغيل في الخطوة الثانية من التحليل.

ω_{22}: معامل الاستحقاقات والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل وذلك عن الفترة السابقة، والمتحصل عليه بالنسبة للاستحقاقات في الخطوة الثالثة من التحليل، وبالنسبة للتدفقات النقدية من عمليات التشغيل في الخطوة الرابعة من التحليل.

r: معدل الخصم المستند عليه في خصم القيمة الدفترية للشركة، وفيما يتعلق بدراسة Barth et al. (1999) فقد استندت على معدل موحد لكافة المشاهدات التحليلية وهو ١٢٪ وهو متوسط معدل الفائدة على سندات الخزانة الصادرة عن بنك الاحتياط الأمريكي، بينما قام الباحث بتبني رؤية Mayers (1999). إذ تم حساب معدل الخصم وفق الكيفية التالية:

$$r_e(j,y) = r_f(y) + r_{prem}(j)$$

حيث:

$r_e(j,y)$: معدل خصم القيمة الدفترية للشركة، ويمثل التكلفة المرجحة لرأس المال، وذلك للشركة j، والفترة المالية y. ويمثل الحد الأدنى من العائد المقبول من قبل جموع المستثمرين في تلك الشركة.

$r_f(y)$: معدل الفائدة السنوي الصادر عن البنك المركزي المصري وذلك فيما يخص ودائع الثلاث سنوات. وتعد الأكثر أماناً Risk Free Rate أي معدل العائد المقابل لمخاطر صفرية. وقد تم الحصول عليه من واقع نشرات البنك المركزي المصري.

$r_{prem}(j)$: علاوة المخاطر للشركة Risk Premium، ويمثل معدل العائد الإضافي والذي يمكن الحصول عليه بالإضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطر وذلك كنتيجة لتفضيل الاستثمار في الشركة مقارنة بالاستثمارات الآمنة الخالية من المخاطر كإصدارات الخزانة والودائع البنكية طويلة الأجل، وبغض النظر عن تعقيدات حسابه الإجرائية. وقد تم التعويض عنه بمعامل المخاطر المنتظمة للشركة " بيتا " وهو معامل سابق التجهيز ومتوافر على الموقع التالي[١]:

https://sa.investing.com/equities/com-intl-bk-ratios

- **الخطوة الثامنة: تطوير النموذج من خلال تنبؤات المحللين الماليين:**

لم يتضمن النموذج التجريبي لـ Barth et al. (1999) المعلومات الأخرى الواردة بالنمذجة المعيارية لـ Ohlson (1995). إذ تنتهي تلك النمذجة التجريبية بإنتهاء الخطوة السابعة. وقد استقرت الجهود التجريبية الرائدة (e.g. Dechow et al., 1999; Macrae and Nilsson, 2001; Gregorey et al., 2005; Coi et al.,2006) على أن المقصود الأصيل بتلك المعلومات الأخرى هو " تنبؤات المحللين الماليين " وهي متواجدة ومنتظمة في الولايات المتحدة الأمريكية. ولكنها على النقيض من ذلك غير متواجدة بصورة منتظمة ببيئة الأعمال المصرية. ولذلك سيقوم الباحث في تلك الخطوة بإشتقاق متغير تنبؤات المحللين الماليين من خلال البيانات التاريخية المتاحة ثم يلي ذلك تضمينها داخل النموذج المتوصل إليه في الخطوة السابعة. ومع العلم أن تلك المنهجية في اشتقاق تنبؤات المحللين الماليين لا تستند على جهود السابقين في مجال ملاءمة القيمة، ولكنها إضافة ابتكارية من الباحث، ربما كانت خطأ، وربما ثبت تالياً سلامتها من خلال جهود اللاحقين. وهي منهجية لها أصول فكرية في الكتابات ذات الصلة بتقدير تنبؤات المحللين الماليين (e.g., Samonas, 2015; PES: Financial analysis, Modeling, and Forecasting Techniques, 2016; Steve, 2017; Timmermann, 2018)

تستند عملية الاشتقاق على القيمة التنبؤية المُقدرة الناتجة عن تقدير الصورة القياسية التالية:

$$Log_MV_{i.t} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{i.t} + \beta_2 ROE_{i.t} + \beta_3 ROI_{i.t} + \beta_4 PM_{i.t} + \beta_5 OM_{i.t} + \beta_6 FL_{i.t} + \beta_7 F_Size_{i.t} + \beta_8 PE_{i.t} + \beta_9 PR_{i.t} + \beta_{10} MV_CFO_{i.t} + \beta_{11} PB_{i.t} + \beta_{12} ES_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

[١] **يتواجد معامل المخاطر المنتظمة " بيتا " ضمن حزمة المؤشرات المتقدمة التي يقدمها الموقع في القسم الخاص بالشركات المصرية ، والدخول لتلك المؤشرات مجانياً لمرات الدخول الأربعة الأولى ، ولا يتم الدخول تالياً إلا باشتراك سابق السداد . والموقع عموماً من قواعد البيانات المالية العالمية ذات الموثوقية .**

حيث:

$Log_MV_{i.t}$: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للشركة i في نهاية الثلاثة شهور التالية للفترة المالية t، وقد تم الحصول على اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية حتى يتحقق الاتساق بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع. إذ أن غالبية قيم المتغيرات التفسيرية في تلك الدالة قيم نسبية وليست مطلقة.

$ROA_{i.t}$: معدل صافي الدخل قبل البنود غير العادية والأنشطة غير المستمرة إلى متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة.

$ROE_{i.t}$: معدل صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب إلى إجمالي حقوق الملكية في نهاية الفترة.

$ROI_{i.t}$: معدل صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب إلى رصيد رأس المال في نهاية الفترة.

$PM_{i.t}$: معدل هامش الربح ويحسب بقسمة مجمل الربح إلى إجمالي الإيرادات.

$OM_{i.t}$: معدل هامش التشغيل ويحسب لقسمة الدخل التشغيلي على إيرادات المبيعات.

$FL_{i.t}$: معدل الرفع المالية ويحسب بقسمة الالتزامات إلى إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية.

$F_Size_{i.t}$: حجم الشركة ويحسب من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

$PE_{i.t}$: مضاعف سعر السهم إلى ربحيته.

$PR_{i.t}$: مضاعف سعر السهم إلى نصيب السهم من الإيرادات.

$MV_CFO_{i.t}$: مضاعف سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من عمليات التشغيل.

$PB_{i.t}$: مضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم.

$ES_{i.t}$: مضاعف نصيب السهم من الأرباح.

$\varepsilon_{i.t}$: الخطأ المعياري لنموذج الانحدار

α_0: المقدار الثابت في نموذج الانحدار.

$\beta_{1\ldots12}$: معاملات المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار.

وقد تم الاستناد على تلك الحزمة العريضة من المتغيرات في تلك الخطوة كإستباق لأفكار المحللين الماليين، فمؤشرات الربحية والمضاعفات تعد من المكونات الرئيسية لتلك التنبؤات، وبخاصة مؤشرات الربحية. إذ أنها رُكن أصيل من أركان تقييم الآداء، ومضاعفات القيمة وبخاصة ربحية السهم تكاد لا تخلو منها القواعد العالمية للبيانات المالية ومنها على سبيل المثال لا الحصر: Compu state، Data Streem، Investing، Trading View، وجميعها تولي تلك المؤشرات المالية أهمية خاصة. وقد تم اعتبار القيمة السوقية ذاتها متغير تابع وذلك لأن تقديرات المحللين الماليين تستند في الأساس على التنبؤ بسلوك تلك القيمة، وهي القيمة التي تعكس كافة التفاعلات بين عدد كبير من المتغيرات، وقد كان من الممكن الاستناد في تلك الخطوة على محركات الربحية، وفي تلك الحالة ستكون الأرباح متغير تابع ومحركاتها متغيرات تفسيرية، وقد فضل الباحث الاشتقاق المؤسس على القيمة السوقية.

والقيمة التنبؤية المُقدرة الناتجة عن نموذج الانحدار الموضح يتم التعامل معها على أنها تنبؤات المحللين الماليين، ويتم ترميزها بالرمز $FFA_{i.t}$ وهناك العديد من القيود الواجب مراعاتها في هذا النموذج تحديداً، وتتحدد تلك القيود في: معنوية النموذج، استقلال بواقي نموذج الانحدار، وخلو النموذج من ظاهرة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، ولذلك سيتم الاستناد في تقدير النموذج على Step Wise Regression وهي نمذجة إحصائية خطية قوية تراعي كافة القيود السابق تحديدها. ولكنها في سبيل ذلك قد تستبعد بعضاً من المتغيرات التفسيرية وصولاً لأفضل تمثيل للعلاقة.

يلي اشتقاق متغير تنبؤات المحللين الماليين إعادة الخطوة السابعة من جديد مع تضمين تلك التنبؤات ومقارنة مستوى التحسن في النموذج بالاستناد على القدرة التفسيرية قبل وبعد التضمين، وتأخذ تلك الخطوة الصورة القياسية التالية:

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 ACC_{it} + \alpha_3 FFA_{i.t} + v_{it}$$

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 FFA_{i.t} + v_{it}$$

٢/٥/١: مجتمع وعينة الدراسة:

يتحدد مجتمع الدراسة في كافة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، والبالغ متوسط عددها في السنوات الثلاثة الأخيرة مائتان وأثنى عشر شركة مقسمة على ثمانية عشر قطاعاً، وقد سعى الباحث إلى التطبيق عليها بالكامل وذلك وفق القيود التالية:

أ. الشركات التي يتوافر لها بيانات مالية منتظمة وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٢م، أي سبع فترات مالية، وبحد أدنى توافر البيانات المالية عن أربع سنوات مالية متتالية داخل تلك السلسلة الزمنية، وقد استند الباحث في اختيار تلك الفترة على معيار الاستقرار السياسي المصحوب باستقرار اقتصادي وتنظيمي على مستوى البورصة المصرية. وهي الفترة التي تلت ثورتين شعبيتين.

ب. الاحتفاظ بالمشاهدات التحليلية التي تكون بها القيمة الدفترية لحقوق الملكية موجبة، وكذلك المشاهدات التحليلية التي تكون فيها القيمة الدفترية المخصومة موجبة كذلك، وذلك لأنه في بعض المشاهدات التحليلية قد تكون القيمة الدفترية للشركة موجبة ولكن معدل الخصم يكون سالباً بفعل تأثير معامل المخاطر المنتظمة " بيتا " والذي قد يكون في بعض المشاهدات التحليلية " -١ ". وبالشكل الذي يؤدي إلى قيمة دفترية مخصومة سالبة للشركة.

ج. استبعاد الشركات التي تنشر تقاريرها المالية بالدولار الأمريكي، وذلك لأن كافة قيم المتغيرات يتم التعبير عنها في صورة قيم مطلقة بالجنيه المصري وبدون عملية تنسيب. وبالشكل الذي يجعل من الضروري استبعاد تلك الشركات.

د. لم يستبعد الباحث كافة أشكال المؤسسات المالية، وذلك تبنياً لرؤية النموذج الأصيل Barth et al. (1999) والذي لم يستبعد المؤسسات المالية. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يعتمد التحليل على تطبيق الخطوات التحليلية على القطاعات منفردة – كل قطاع على حدة – وعلى ذلك فالتداخل بين تلك القطاعات لا يقوم بأي دور في النتائج.

وفي إطار تلك القواعد يشتمل الجدول رقم (١) على عينة الدراسة بعد تطبيق قيود الاختيار.

جدول رقم (١)
عينة الدراسة

ترميز القطاع	أسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات التحليلية	الوزن النسبي للمشاهدات التحليلية (%)
١	بنوك	١٢	٨٠	٧,١
٢	موارد أساسية	١٤	٨٩	٨
٣	رعاية صحية وأدوية	١٩	١٠٣	٩,٢
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٥	٢٩	٢,٦
٥	عقارات	٣٢	١٦٨	١٥
٦	سياحة وترفيه	١٢	٥٨	٥,٢
٧	مرافق	١	٧	٠,٦
٨	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات	٧	٤١	٣,٧
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٢٣	١٣٥	١٢,١
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٣	١٧	١,٥
١١	تجارة وموزعون	٥	٢٤	٢,١
١٢	خدمات النقل والشحن	٤	١٧	١,٥
١٣	خدمات تعليمية	٤	١٨	١,٦
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٢٦	١٤٢	١٢,٧
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	١١	٦٣	٥,٦
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٨	٤١	٣,٧
١٧	مواد البناء	١١	٦٦	٥,٩
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٤	٢١	١,٩
	الإجمالي	٢٠١	١١١٩	١٠٠

المصدر: من إعداد الباحث.

٣/٥/١: السمات الإحصائية الوصفية لمتغيرات النموذج المقترح:

يشتمل هذا القسم من التحليل على السمات الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة التجريبية، ويتضمن الجدول رقم (٢) وتفسيره الملحق المعلمات الإحصائية الرئيسية لتوزيع تلك المتغيرات، وذلك على مستوى كل قطاع على حدة، وذلك في إطار رؤية Barth et al. (1999) من ضرورة التحليل على المستوى القطاعي وليس تحليل تداخلي القطاعات Cross Section يشتمل على جميع المشاهدات التحليلية في ذات الوقت. وعليه فإن كافة الإجراءات التحليلية تستند على تحليل كل قطاع على حدة. ولذلك تم الاكتفاء بالمعلمات الإحصائية الجوهرية فقط والمتمثلة في: المتوسط الحسابي بعد استبعاد القيم المتطرفة، ومعاملي الالتواء والتفرطح لتقدير تبعية توزيع المتغير للتوزيع الطبيعي، ومعامل جذر الوحدة لتقدير استقرار السلسلة الزمنية للمتغير، ومن خلال الجدول يتضح أن كافة

المتغيرات على المستوى القطاعي تتبع التوزيع الطبيعي أو تقترب منه بدرجات متفاوتة، كما أن كافة المتغيرات مستقرة زمنياً وذلك بالاستناد على اختبار Augmented Dickey – Fuller لتقدير استقرار السلسلة الزمنية للمتغير. إذ أن انخفاض المعنوية الحقيقة للاختبار عن مستوى المعنوية المُقدر بـ ٥٪ يعني استقرار السلسلة الزمنية، وعليه لم يقوم الباحث بإجراء أية عمليات تحويل لتحسين الاستقرار الزمني للمتغيرات وتحويلها إلى حالة السكون Stationary وذلك لأنها مستقرة بالفعل. وتقدم السمات الإحصائية الواردة بالجدول الدليل الإحصائي على إمكانية الاستناد على النمذجة الخطية في كافة إجراءات التحليل Ordinary Least Square بصورتيها غير الزمنية والزمنية.

وتجدر الإشارة إلى أن دراسة Barth et al. (1999) قد استندت على نموذج الانحدار المعروف بنموذج الانحدار الذي يبدو غير مترابط " Seemingly Unrelated Regression " SUR وذلك في الإجراءات التحليلية الأربعة الأولى، وهي نمذجة خطية غير زمنية تتبع طريقة المربعات الصغرى الأكثر ترجيحاً OLS، وتتغلب تلك النمذجة على احتمالية تواجد ارتباط بين بواقي نماذج الانحدار في النماذج التي قد تبدو غير مترابطة، وذلك لأن التحليل يتضمن تقدير نماذج انحدار في كل خطوة من خطوات التحليل تعادل عدد القطاعات محل التحليل، وهي آداة متوافرة في حزمة التحليل الإحصائي Stata، بينما استندت في الخطوة الخامسة والسادسة على نمذجة خطية زمنية. في حين استند هذا البحث على برمجة خطية غير زمنية في جميع خطواته التحليلية، وذلك للعديد من المبررات ومنها: انخفاض عدد المشاهدات التحليلية مقارنة بدراسة Barth et al. (1999) وبالشكل الذي لا يتوافق مع متطلبات تطبيق السلاسل الزمنية، والتي تتطلب سلسلة زمنية طويلة وعدد مشاهدات تحليلية ضخم، والمبرر الثاني يتمثل في تحقيق الاتساق بين كافة الخطوات الإجرائية للنموذج بحيث تستند كافة الإجراءات التحليلية على نمذجة إحصائية واحدة. ويضاف لذلك أن الباحث قد قام بالفعل بتجريب تحليل السلاسل الزمنية ARIMA ولكنه في الكثير من القطاعات كان يستبعد متغيرات تفسيرية وصولاً للنموذج الأقوى تفسيراً، والاستبعاد يتعارض مع متطلبات التحليل ذاتها.

جدول رقم (٢)

السمات الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

ترميز القطاع	أسم القطاع	المتغير	المتوسط بعد استبعاد القيم المتطرفة	الالتواء	التفرطح	تقدير التبعية للتوزيع الطبيعي	المعنوية الحقيقية لاختبار استقرار المتغير زمنياً	تقدير استقرار السلسلة الزمنية
١	بنوك	القيمة السوقية	١٠٨٠١	٢,٨٥٥	٨,٢٨٢	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٦٨٥	٢,٥٠٥	٦,٨٧٢	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٨٨٢٤	٢,٢٠٤	٤,٣٠٦	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٣٦٠-	١,٧٦-	٥,٢٣	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٢٢٧٠	٢,٠٨٣	٤,٠١	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
٢	موارد أساسية	القيمة السوقية	٦١٩٤	٢,٨٤٥	١١,٣٨	يقترب	٠,٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٣٤	١,٣٧٤	٥,٦٠٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٣٢٣٩	١,٦٣١	٢,٥٨٣	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	١١٩-	٥,٠٩-	٣١,٠٧	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٥٨٩	٤,٣٠٦	٢٢,٠٤	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
٣	رعاية صحية وأدوية	القيمة السوقية	١٨٩٠	١,٧٤	١,٧٤٦	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٥٠	٦,٢١٩	٤٧,٩٨	يقترب	٠,٠٢٢	مستقرة
		القيمة الدفترية	٧٩٠	١,٢٢١	٠,٦٦	يتبع	٠,٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٤٥	٣,١٢٦	٢٢,٤٢	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	١٨٩	٤,٨٤٥	٣٣,٣٤	يتبع	٠,٠٣	مستقرة
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	القيمة السوقية	٤٨٧٩	٢,٩٥٦	١٠	يتبع	٠,٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٧٦	٢,٣٨٣	٥,٤٨٤	يتبع	٠,٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٤٨١٦	١,٠٩٢	١٦,١٨	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		الاستحقاقات	٨٣-	٠,٧٦٦	٥,١٧٢	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٣٤٧	٢,٠٤٦	٣,٤٩	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
٥	عقارات	القيمة السوقية	٢٧٢٦	٩,٣٨٥	٨٩,٥٨	يقترب	٠,٢٢٥	غير مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٨,٥٧-	٤,١٦-	١٩,٦٥	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		القيمة الدفترية	١١٧٨	٤,٠٦٩	١٦,١٨	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		الاستحقاقات	٧١	٠,٣-	١٣,٦٨	يقترب	٠,٠٢	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٨١,٧٥	٣,٦٢١	١٩,٨٧	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
٦	سياحة وترفيه	القيمة السوقية	٣٩٥	٢,٨٣٨	١٠	يتبع	٠,٠٢	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٢٣-	٠,٩٨٩	٨,٦٥٧	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٢٢٩٧	٢,٣٤٧	٣,٧٢٣	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٢٨١-	٤,٠٣-	١٨,١٧	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٥٦٧	٣,٧٨٣	١٥,١	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
٧	مرافق	القيمة السوقية	١٨٧١	١,٩٣٤	٤,٠٠٥	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٢٧٤-	٠,٨٢-	٠,٧٢-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٢١٠٦	٠,٤٦٨	٠,٨٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة

ترميز القطاع	أسم القطاع	المتغير	المتوسط بعد استبعاد القيم المتطرفة	الالتواء	التفرطح	تقدير التبعية للتوزيع الطبيعي	المعنوية الحقيقية لاختبار استقرار المتغير زمنياً	تقدير استقرار السلسلة الزمنية
		الاستحقاقات	٢٠٦	٠,٣٣-	٢,٥٧-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	١٥٣-	٠,٣٧-	٠,٥٣-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	القيمة السوقية	٦٣٢٩	١,٧٠٩	١,٧٨٩	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٢٠٢	٢,٣١١	٤,٧٥٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٥٩٧٥	١,٩٢٢	٢,١٤٥	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٣٣-	٢,١٨-	٨,٨٦٩	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٣٩٩,٨١	٢,٨٣٨	٧,٤٣٨	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	القيمة السوقية	٢١٦٤	٤,٢٧	٢٢,١	يقترب	٠,٠٠٣	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٤٥,٨	٤,٢٧	٢١,٠٥	يقترب	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٥٠١	٤,٢٧٢	١٨,٨٥	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		الاستحقاقات	١٨,٤٤-	٩,١٩-	٩٤,١٧	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	١٤٣,١١	٧,٠٢٢	٥٧,١٨	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
١٠	طاقة وخدمات مساندة	القيمة السوقية	٢٩٧٦	١,٥٩٨	١,٧٧٧	يقترب	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٥,٤٧-	١,٠٣-	٣,٧٩٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	١١٨١	١,٦٢٢	١,٣٣٧	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٢,٨٧-	٠,٨-	٢,٣٦٥	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٣٣,٤٩	٢,٤٦٩	٥,٤٨	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
١١	تجارة وموزعون	القيمة السوقية	١٣٥٩	١,٧٦٧	٢,١٢٩	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٠١-	٢,٠٨-	٤,١١٥	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٤٥٧	١,٦٢٢	١,٣٣٧	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٣٠٦	١,٩٢٨	٣,٦٧٧	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	١٣١,٢٤-	٢,٣٢-	٥,٦٨٢	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
١٢	خدمات النقل والشحن	القيمة السوقية	٣١٥٨	١,٧٨	٢,٣٩٧	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١,٩٣٢-	٠,٤٥٩	٠,٩٤١	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	١٢٧٥	١,١٥١	٠,٤٥-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٦٨-	٣,٥٧-	١٣,٩١	يقترب	٠,٠٢	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٩٧	٣,٣٩	١٢,٨٥	يقترب	٠,٠٢	مستقرة
١٣	خدمات تعليمية	القيمة السوقية	٩٠٤	١,٢٧٤	٠,٣٤٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٢٨,٧١-	٤,٣٢-	١٧,٩٢	يقترب	٠,٠٣	مستقرة
		القيمة الدفترية	٥٠٠	٠,٦٣٢	١,٥٣-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٥,٧٢-	١,٣٨-	١,٣٥٦	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٤٩	١,٥٧٩	٢,٠٩٨	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	القيمة السوقية	٢٠٦٤	٢,٥٩٢	٦,٣٧٨	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٢٤-	٤,٢-	٢٠,٠٩	يقترب	٠,٠٤	مستقرة

ترميز القطاع	أسم القطاع	المتغير	المتوسط بعد استبعاد القيم المتطرفة	الالتواء	التفرطح	تقدير التبعية للتوزيع الطبيعي	المعنوية الحقيقية لاختبار استقرار المتغير زمنياً	تقدير استقرار السلسلة الزمنية
		القيمة الدفترية	٢٠٧٩	٢,٢٦	٤,٤٧٦	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	١٣٩-	٤,٩٦-	٤٢,٨٤	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٢٥٠	٤,٩٨٣	٣٩,٤٧	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	القيمة السوقية	١٤٩٦	٢,٦٦٨	٥,٦	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٦٥,٤٢-	٢,٥٧-	٧,١٨	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٨٢٢	٣,٢٠٦	١٠	يتبع	٠,٠٣	مستقرة
		الاستحقاقات	٢٥-	٠,٤٣-	٥,٥٤٨	يتبع	٠,٠٠٤	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٢٤,٥٧	١,٤٧٣	٤,٠٢١	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
١٦	منسوجات وسلع معمرة	القيمة السوقية	٩٨٩	٣,٢٧	١٢,٣	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٣٩-	٠,٩٢-	١,٨٨٢	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	١٥٩٦	١,٨٣٤	١,٨٩٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	١٠٢,٢٩-	١,٩٥-	٤,١٥١	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٨٨,٨٥	١,٣٩٤	١,٥٦٤	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
١٧	مواد البناء	القيمة السوقية	٨٠٤	١,٤٩٣	٢,٨٨٧	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الأرباح غير العادية	١٢٠-	١,٢٤-	١,٣٦٦	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	١٠١٧	٠,٦٢٨	٠,٢٣-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	٨٥-	٢-	٥,٧٦٣	يتبع	٠,٠٤	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٩١,٤٢	١,١٥٩	١,١٤٢	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	القيمة السوقية	٣٣٨	٢,٥٠٥	٦,٨٧٢	يتبع	٠,٠٤	مستقرة
		الأرباح غير العادية	٧٧-	٠,١٤-	١,٦٧-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		القيمة الدفترية	٢٨٦	٠,٨٧٩	٠,٢٨-	يتبع	٠,٠٠١	مستقرة
		الاستحقاقات	١٥,٢٨-	٣,٩٥-	١٧,٣٤	يقترب	٠,٠٤	مستقرة
		التدفقات النقدية من عمليات التشغيل	٣٤,٣٤-	٣,٨٨٣	١٦,٤٥	يقترب	٠,٠٠١	مستقرة
التفسير	معامل الالتواء القياسي يساوي الصفر، بينما معامل التفرطح القياسي يساوي -١,٢، ويعد توزيع المتغير طبيعياً طالما وقع المعاملين في الفترة [١٠، -١٠]، وقد تم تقدير توزيع المتغير بكونه طبيعياً طالما كانت قيمة المعاملين تقع داخل تلك الفترة، بينما يتم تقدير توزيع المتغير بكونه يقترب إذا ما كانت قيمة الالتواء تقع داخل الفترة، وقيمة التفرطح تقع خارج الفترة، ومع تتبع التوزيع الاحتمالي للمتغير من خلال المدرج التكراري. إذ أن تلامس طرفي التوزيع للمحور السيني يعد دليلاً على تبعية أو اقتراب توزيع المتغير من التوزيع الطبيعي. وقد توافر شرط التلامس لكافة المتغيرات الواردة بالجدول وعلى مستوى جميع القطاعات. وفيما يتعلق باستقرار توزيع المتغير زمنياً تم الاستناد على اختبار Augmented Dickey-Fuller لتقدير جذر الوحدة. إذ أن انخفاض مستوى المعنوية الحقيقية للاختبار عن مستوى المعنوية الافتراضي يعني توافر استقرار السلسلة الزمنية للمتغير.							

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

٤/٥/١: الخطوات الإجرائية للنموذج المقترح:

تشتمل الخطوات الإجرائية للنمذجة على ثمان خطوات متتالية، الخطوات الأربع الأولى منها الغرض الرئيسي منها هو اشتقاق المعاملات ذات صلة بتقدير المعامل التقييمي المعياري لـ Ohlson، بينما الخطوتين الخامسة والسادسة لتقدير نموذج التقييم والتنبؤ بالقيمة السوقية. في حين تشتمل الخطوة السابعة على المقارنة بين معامل التقييم المعياري المستند على الخطوات الأربعة الأولى ومعامل التقييم التنبؤي الناتج من الخطوتين الخامسة والسادسة. وهي خطوة تهدف في الأساس إلى الاختبار التجريبي لرؤية Ohlson ذاتها. ومن الجائز التخلي عنها إذا كان المستهدف هو قياس وتقييم ملاءمة القيمة فقط دون أن يتجاوز ذلك إلى تقييم رؤية Ohlson المعيارية بشأن القيمة، وقد فضل الباحث الاحتفاظ بتلك الخطوة. حتى يتسنى توفير إطار متكامل للمقارنة بين الحالة المصرية والحالة الأمريكية والواردة بدراسة Barth et al. (1999). بينما تشتمل الخطوة الثامنة على تضمين متغير تنبؤات المحللين الماليين داخل النموذج المتوصل إليه في الخطوة السابعة، ولم ترد الخطوة الثامنة في نموذج الأصيل الذي يتم محاكاته وتفصيلات تلك الخطوات الثمانية على النحو التالي.

- **الخطوة الأولى: تقدير أثر الأرباح غير العادية والاستحقاقات والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الأرباح غير العادية عن الفترة الحالية:**

تشتمل تلك الخطوة من الإجراءات التحليلية على تقدير نموذج الانحدار لأثر ثلاث متغيرات على الأرباح غير العادية عن الفترة الحالية، وتتحدد تلك المتغيرات في: الأرباح غير العادية والاستحقاقات والقيمة الدفترية وجميعهم عن الفترة السابقة. ويستند التحليل على كل قطاع صناعي من القطاعات الثمانية عشر على حدة، وقد تم تقدير خمسة عشر نموذج انحدار معنوي يشتمل الجدول رقم (٣) على معلماتها الرئيسية، بينما كان نموذج الانحدار بقطاعات المرافق والطاقة والخدمات المساندة والخدمات التعليمية غير معنوي، ويرجع ذلك إلى انخفاض عدد المشاهدات التحليلية بتلك القطاعات، ويلاحظ أن غالبية النماذج خالية من ظاهرة الازدواج الخطي، وكذلك فإن بواقي دالة الانحدار يتوافر بها الاستقلال، وبما يقدم الدليل على صلاحية تلك النماذج للاستدلال الإحصائي. وقد كان النموذج الأعلى تفسيراً بقطاع اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات وذلك بقدرة تفسيرية ٨٨٪ " نموذج معنوي "، بينما كان النموذج الأقل تفسيراً بقطاع الخدمات التعليمية وذلك بقدرة تفسيرية ٣,٧٪ " نموذج غير معنوي "، والقطاع الأعلى تفسيراً يقل به دور المحاسبة الاستحقاقية، بينما القطاع الثاني فنموذجه غير معنوي لانخفاض عدد مشاهداته التحليلية. وقد كان متوسط القدرة التفسيرية لكافة القطاعات ٤٦,٨٤٪، وهي تقترب بصورة ملحوظة مع ما توصلت إليه دراسة Barth et al. (1999). إذ بلغ متوسط القدرة التفسيرية بها ٤٢٪.

على مستوى التحليل المُجمع لكافة المشاهدات التحليلية Cross Section تم تقدير نموذج معنوي. تنخفض معنويته الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥٪، ومع توافر اشتراطات السلامة الإحصائية. إذ لا يتواجد الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، كما تتوافر خاصية الاستقلالية بين بواقي نموذج الانحدار، وقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج ٢٧,٧٪.

فيما يتعلق بمعاملات الانحدار لأثر الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة تظهر المعاملات موجبة لكافة القطاعات فيما عدا: قطاعي البنوك، والمرافق، وعلى ذلك تتسق تلك النتيجة وبدرجة كبيرة مع النتائج المتوصل إليها في العديد من الجهود البحثية الرائدة (e.g., Barth et al., 1999; Collins et al., 1999; Hand and Landsman; 1999) والذي يظهر به هذا المعامل موجباً في كافة القطاعات الصناعية والخدمية الأمريكية، إذ أنه ووفق أفكار Ohlson (1995;1999) من المفترض أن تكون إشارة هذا المعامل موجبة سواء على مستوى التحليل القطاعي أو التحليل المُجمع. ومنطق ذلك أن الرؤية الإيجابية للأرباح غير العادية في إحدى الفترات يستتبعه زيادة تلك الأرباح خلال الفترة التالية.

بينما كان الحال مختلف بصورة ملحوظة على مستوى تأثير الاستحقاقات عن الفترة السابقة، فبينما ظهر ذلك المعامل سالباً في كافة القطاعات الأمريكية وفق دراسة Barth et al (1999)، ظهراً سالباً في الحالة المصرية في أثنى عشر قطاعاً، بينما ظهر موجباً في ست قطاعات. ومن المفترض ووفق المنطق العلمي أن يظهر هذا المعامل سالباً في كافة القطاعات. وذلك لأن زيادة الفجوة بين الربح الاستحقاقي والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل في إحدى الفترات من شأنه تخفيض الأرباح غير العادية في الفترة التالية، والعكس أيضاً صحيح إذ أن انخفاض تلك الفجوة من شأنه زيادة الأرباح غير العادية خلال الفترة التالية، وذلك وفق رؤية العديد من الكتابات الرائدة (Ohlson, 1995;1999; Barth et al., 1995; Sloan, 1996).

وعلى نفس المنوال ظهر الحال مختلفاً بصورة ملحوظة على مستوى إشارة معامل القيمة الدفترية فبينما ظهر هذا المعامل سالباً في كافة القطاعات المقيدة بالسوق الأمريكي وذلك وفق دراسة Barth et al. (1999). ظهر هذا المعامل موجباً في ست قطاعات من الثمانية عشر قطاعاً المقيدين بالبورصة المصرية. ومن المفترض أن يكون هذا التأثير سالباً وذلك لأن زيادة القيمة الدفترية من شأنها زيادة القيمة المطروحة من الربح الاستحقاقي لتقدير الأرباح غير العادية، وعليه فمن المفترض رياضياً تواجد الأثر العكسي دوماً. وهذا منطق رياضي لا يحتاج إلى تقدير بحثي.

جدول رقم (٣)

قياس وتقييم أثر الأرباح غير العادية والاستحقاقات والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الأرباح غير العادية " عن الفترة الحالية "

$$NI_{it}^{a} = \omega_{10} + \omega_{11} NI_{it-1}^{a} + \omega_{12} ACC_{it-1} + \omega_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة ω_{11}			الاستحقاقات عن الفترة السابقة ω_{12}			القيمة الدفترية في نهاية الفترة السابقة ω_{13}			معامل اختبار استقلالية بواقي النموذج	القدرة التفسيرية (%)
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١	بنوك	٠,١٩٢-	١,٧٧-	٣,٩٩٢	٠,٠٦٢-	٠,٦٣٢-	١,٥٧٨	٠,٠٧١	٤,٧٩٧	٤,٢٤٦	٢,٠٢٢	٤٨,٣
٢	موارد أساسية	٠,٢٥٦	٢,٢٢٥	١,١٩٨	٠,٠٨٢	١,١١٢	١,١٦٨	٠,٠٠٩-	٠,٢٦٩-	١,٠٥٦	١,٩١٧	٥,٦
٣	رعاية صحية وأدوية	٠,٢٥٦	١,٩٨٧	٢,٠٦٧	٠,٣٤٨	٣,٢١٢	١,٣٣٨	٠,٠٢١	٠,٦٨٥	٢,١٤٧	٢,٠٢٦	٢٠,٤
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٠,٧٥٧	٦,١٧٨	١,١٤٦	٠,٣٥٤-	١,٩٤٦-	١,١٢١	٠,١١٣-	٠,٩١٦-	١,٠٢٤	٢,١٣٥	٦٩,١
٥	عقارات	٠,٧٣١	٩,١٣٧	٣,٠٠٧	٠,١١٢-	٢,٢٧-	١,١٤٦	٠,٠٠٩-	١,٣٤٣-	٢,٩٦٧	١,٧٥٣	٦٤
٦	سياحة وترفيه	٠,١٦٩	٠,٩٣٧	٢,٧١٩	٠,٣٨-	٢,٤٨٥-	١٢,٠٣٩	٠,٠٥٦-	٢,١٥٢-	١٠,٥٤٨	١,٨٧	٣٥,٣
٧	مرافق	٠,٠٠٨-	٠,٠١٦-	٢,٠٤٥	٠,٠٠٧	٠,٠١	١,١٥٩	٠,٢١١-	١,٨٦٧-	١,٨٣٣	٣	٦٧,٨
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٠,٥٧	٤,٩٣٧	٣,٣١٤	٠,٠٢٥-	٠,٥٤١-	١,١٨	٠,١٣٦	٤,٤٦٥	٣,٢١	١,٥١٥	٨٨
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٠,٦٥١	٥,٧٤٩	٤,١٥٩	٠,٠٦٧	٣,٣٢	١,١٩٤	٠,٠٢٤	٠,٨٧٤	٤,٣٣٥	١,٧٨٢	٥١,٨
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٠,٨٤١	٢,٥٩٥	١,٠٦٩	٠,٠٩٩-	٠,٤٤٩-	١,٠٥٨	٠,٠٠٩-	٠,٣٤٣-	١,١٠٧	١,٥٠٩	٣٦
١١	تجارة وموزعون	٠,٢٨٢	٠,٧٨	٦,٦٣٦	٠,١٣٤	١,٣٣٦	٢,٣٩	٠,٠٥٦-	١,٥٩٧-	٢,٣٩	١,٣٤١	٥٩,٣
١٢	خدمات النقل والشحن	٠,٥٦٧	٢,٦٦٦	١,١٤٣	٠,٠١٥-	٢,١٨٤-	١,٠٥٣	٠,٠١١-	٠,٤١٣-	١,١٩٩	٢,٢٣٤	٤٨,٨
١٣	خدمات تعليمية	٢,٤٥٥	٠,٤٨٩	٣٦٤,٩٥	٠,٦٢٧-	٠,٢٤٥-	١,٢٢٤	٠,٣٧٧-	٠,٥٠٣-	٣٦٢,٨٥.	٢,٠٣٧	٣,٧
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٦٣٦	٨,٢٦٧	١,٤٦٤	٠,٠٢٢-	١,١٢٥-	١,٠٧٥	٠,٠٠٩-	٠,٧٨-	١,٥٣١	٢,٣٠٤	٤٤,١
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٠,٣٥٥	٢,٤٧١	١,٦٢٧	٠,٠٩٨	٠,٩٨٤	١,٠٢٣	٠,٠٩١-	٣,٩٩٥-	١,٦٢٢	١,٧٢٤	٤٨,٨
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٤٥٦	٢,٩٥٤	١,٩٤٧	٠,٢٠٦-	٢,٠٠٧-	١,١٧٥	٠,٠٥٦-	١,٤٨٢-	٢,٠١٢	١,٩٥١	٤٣,٨
١٧	مواد البناء	٠,٣٦٤	٢,٧٦٢	١,٩٦٧	٠,١٧٩-	١,٧٢٩-	١,١٥٩	٠,٠٩٢-	٣,٢١٣-	١,٩١٨	١,٨٧٥	٤٥,٤
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٨٦	٤,٧٩٨	١,٣٨٤	٠,٠٣١-	٠,٣٣٦-	١,٧٨٢	٠,٠٤	٠,٥٠٣	٢,٢٢٩	١,١٤٢	٦٣
متوسط جميع القطاعات		٠,٥٦	٣,١٧	٢٢,٥٥	٠,٠٨-	٠,٣٣-	١,٨٨	٠,٠٠	٠,٣٦-	٢,٦٧	١,٩٠	٤٦,٨٤
التحليل المُجمع		٠,٤٩٨	١٨,٨٥٥	١,٠٨٦	٠,٠٣٨	٢,٣٨٩	١,١٣٩	٠,٠١٣	٣,٩٠٨	١,١٧٨	٢,٠٥٥	٢٧,٧
تفسير	يتم الاستناد على معامل تضخم التباين Variance Inflation Rate (VIR) وذلك لتقدير الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، ويتم الإقرار بعدم تواجد هذا الازدواج إذا ما قل المعامل عن " عشرة " ووفق بعض الآراء الإحصائية إذا ما قل المعامل عن " خمسة " وغالبية معاملات التضخم تقل عن خمسة في غالبية النماذج، ويتم الاستناد على اختبار Durbin-Watson لتقدير مستوى استقلالية بواقي نموذج الانحدار، ويتم الإقرار باستقلال تلك البواقي إذا ما وقع المعامل في الفترة ١,٥-٢,٥. وقد وقعت غالبية معاملات الاختبار داخل تلك الفترة بالفعل. " التفسير الموضح لن يرد في بقية الجداول حرصاً على عدم تكراره "											

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

- **الخطوة الثانية: تقدير أثر الأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الأرباح غير العادية عن الفترة الحالية:**

تماثل تلك الخطوة من الإجراءات التحليلية ذات الخطوة السابقة، ولكن مع استبدال متغير الاستحقاقات ليحل محله متغير التدفقات النقدية من عمليات التشغيل، وقد اشتملت تلك الخطوة على تقدير ثمانية عشر نموذجاً للانحدار، ويشتمل الجدول رقم (٤) على المعلمات الرئيسية لتلك النماذج. أربعة عشر نموذجاً منها ذات دلالة معنوية، وأربع منها افتقدت لتلك المعنوية وذلك في حالة القطاعات الأربعة التالية: الموارد الأساسية، والمرافق، والطاقة والخدمات المساندة، والخدمات التعليمية، وتمثل النموذج الأعلى تفسيراً في النموذج الخاص بقطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا وذلك بقدرة تفسيرية ٨٨,١٪، بينما كان أقل النماذج تفسيراً هو النموذج الخاص بقطاع الخدمات التعليمية وبقدرة تفسيرية ٣,٦٪ فقط، وهي ذات النتيجة المتوصل إليها في الإجراء التحليلي السابق. وقد بلغ متوسط القدرة التفسيرية لكافة القطاعات ٤٦,٩٥٪، بينما بلغت القدرة التفسيرية على مستوى التحليل المُجمع Cross Section ٢٧,٦٪، وهي نتائج تقترب للغاية من النتائج السابق التوصل إليها في الإجراء التحليلي السابق.

كما سبق ذكره في الإجراء التحليلي السابق فإنه من المفترض أن يكون أثر الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة طردياً " موجباً " في كافة النماذج، ولكنه ظهر أثره عكسياً " سالباً " في كل من قطاع البنوك وقطاع السياحه والترفيه.

ظهر أثر التدفقات النقدية من عمليات التشغيل طردياً في اثنى عشر قطاعاً وهو الأثر المتوقع وذلك وفق رؤية Barth et al. (1999)، بينما ظهر أثره عكسياً في ست قطاعات وذلك خلافاً للمتوقع، وقد تحددت تلك القطاعات في: الموارد الأساسية، والرعاية الصحية، والمرافق، والأغذية والمشروبات والتبغ، والتجارة والموزعون، والمقاولات والإنشاءات الهندسية.

ظهر أثر القيمة الدفترية عكسياً في إحدى عشر قطاعاً وهو الأثر المتوقع وفق المنطق الرياضي. إذ أن زيادة القيمة الدفترية من المفترض أن يستتبعه نقص في الأرباح غير العادية، بينما كان ذلك الأثر طردياً في سبع قطاعات، وقد تحددت تلك القطاعات في: البنوك، والموارد الأساسية، والرعاية الصحية والأدوية، والاتصالات والإعلام والتكنولوجيا، والأغذية والمشروبات والتبغ، والخدمات التعليمية، والورق ومواد التعبئة والتغليف.

وتجدر الإشارة إلى أنه ووفق المنطق العلمي الذي تؤيده الجهود التجريبية الرائدة فإن أثر الاستحقاقات يجب أن يكون عكسياً بينما يكون أثر التدفقات النقدية من عمليات التشغيل يجب أن يكون طردياً، وفي الحالات التي يظهر فيها التأثير مخالفاً لذلك فإنه قد يعود في الأساس إلى تفاوت السمات المالية بين شركات القطاع الواحد، أو اشتمال القطاع على شركات لا يوجد بينها رابط تشغيلي في الأساس (e.g., Barth et al., 1999; Dechow et al.,1999)، ومثال لذلك عديد القطاعات المصرية وبخاصة قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ، وقطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية، وبالشكل الذي يطرح عديد التساؤلات حول معايير التصنيف القطاعي للبورصة المصرية. ويضاف لذلك أيضاً الاختلاف الجوهري بين القواعد الأمريكية والمعايير الدولية، وبالشكل الذي يجعل الاتساق التام بين نتائج الدراسات التي اتخذت من البيئة الأمريكية مجالاً للتطبيق ونتائج غيرها من الدراسات في بيئات الأعمال الأخرى من الأمور النادرة.

جدول رقم (٤)

قياس وتقييم أثر الأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الأرباح غير العادية " عن الفترة الحالية "

$$NI_{it}^{a} = \omega_{10} + \omega_{11} NI_{it-1}^{a} + \omega_{12} CFO_{it-1} + \omega_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	الأرباح غير العادية عن الفترة السابقة ω_{11}			التدفقات النقدية من عمليات التشغيل ω_{12}			القيمة الدفترية في نهاية الفترة السابقة ω_{13}			معامل الاستقلال بين بواقي نموذج الانحدار	القدرة التفسيرية (%)
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١	بنوك	٠,٢٣٢-	١,٣١٩-	٤,٦٥٣	٠,٠٦١	٠,٧٥٥	٩,٣٥٢	٠,٠٦٢	٢,٩٦٩	٨,٤٧٣	٢,٠٥٧	٤٨,٤
٢	موارد أساسية	٠,٣٢٣	٢,١١٨	٢,١٠٤	٠,٠٨-	١,٠٤-	٢,٣٧٨	٠,٠٠١	٠,٠٣٥	١,٢	١,٩١٩	٥,٥
٣	رعاية صحية وأدوية	٠,٥٠٤	٢,٦٨١	٤,٣٢٥	٠,٢٩-	٢,٩١٨-	٣,٧٢٣	٠,٠٧١	٢,٦٠٤	١,٦٦٨	٢,٠٢	١٩
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٠,٣٧٥	١,٤٦٧	٥,٠٣	٠,٣٧٤	٢,٠١٩	٥,١٥١	٠,١٦٢-	١,٣-	١,٠٥٧	٢,١٣١	٦٩,٤
٥	عقارات	٠,٦٥٨	٧,٩٠٤	٣,٢٢٨	٠,١٠٢	١,٨٨٤	٢,٥٢٩	٠,٠٢-	٢,١٢٧-	٥,٦	١,٧٢٩	٦٣,٦
٦	سياحة وترفيه	٠,١٧٢-	٠,٦٦٣-	٥,٨٨٥	٠,٤٥٢	٢,٩٤٥	٣٦,٧٨٧	٠,١٢٤-	٢,٧٧٧-	٣٢,٥٩٥	١,٩٦١	٣٧,٩
٧	مرافق	٠,١٨٢	٠,٢٠٦	٦,٢٩٩	٠,١٥-	٠,٢٥٧-	٣,٥٢١	٠,١٨٢-	١,١٥١-	٣,٦٦٩	٣,١٦٢	٦٨,٥
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٠,٥٢٥	٣,٨٨٦	٤,٥٧	٠,٠٣٧	٠,٧٦٨	٣,٩٩٧	٠,١٢٩	٤,٠١٢	٣,٥٩١	١,٥٢٣	٨٨,١
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٠,٧١٣	٦,١٥٦	٤,٣١١	٠,٠٦-	٣,٠٧٥-	١,٩١٢	٠,٠٣	١,٠٦١	٤,٥١٣	١,٧٦١	٥٣,٨
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٠,٧٤	٢,٠٨	١,٣١٨	٠,١٣٨	٠,٧١٥	٢,٨٤٦	٠,٠٢٦-	٠,٧٠٦-	٢,٣٧٣	١,٥٥٩	٣٧,٤
١١	تجارة وموزعون	٠,٣٧٨	١,٠٧٢	٥,٩٠٢	٠,١١-	١,٠٩٢-	١,٢٦٧	٠,٠٣٨-	١,٢٦٣-	٦,٣٩٢	١,٣١٥	٥٨,١
١٢	خدمات النقل والشحن	٠,٥٥١	٢,٥٩٧	١,١٤	٠,٠١٥	٢,١٩١	١,٠٧٧	٠,٠١٤-	٠,٤٩٢-	١,٢٢١	٢,٢٣٧	٤٨,٩
١٣	خدمات تعليمية	٢,٠٩٥	٠,٣٤٣	٥٣٩,٣٣	٠,٥٢١	٠,٢١٥	١,٨١	٠,٣٢٣	٠,٣٥٦	٥٣٤,٤٦٣	٢,٠٥٣	٣,٦
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٦١٨	٧,٨٦	١,٥٢٦	٠,٠٢	١,٠٥٣	١,١٧٧	٠,٠١١-	٠,٩٢-	١,٧٢	٢,٣٠٥	٤٤
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٠,٤٤٨	٢,٧٧	٢,٠٥٧	٠,١-	٠,٩٥١-	١,٣٣٣	٠,٠٧٧-	٣,٠٧٤-	١,٩٨٤	١,٧١٦	٤٨,٨
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٢٧٨	١,٥٨٥	٢,٤٥٥	٠,١٨٤	١,٧٦٧	١,٣٦١	٠,٠٧٨-	١,٨١٢-	٢,٥٥٧	١,٩٦	٤٢,٥
١٧	مواد البناء	٠,٢٠٩	١,٤٠٣	٢,٤٩٤	٠,١٥٧	١,٥٠٧	١,٣٩٥	٠,١١٢-	٣,٣٦٥-	٢,٥٥١	١,٨٧٤	٤٤,٨
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٨٤٧	٣,٧٣٤	٢,١٩٨	٠,٠٢	٠,٢١٢	٢,٣٠٣	٠,٠٤٤	٠,٥٠٩	٢,٦٥٥	١,١٨٩	٦٢,٨
متوسط جميع القطاعات		٠,٥٠	٢,٥٥	٣٣,٢٧	٠,٠٧	٠,٣٧	٤,٦٦	٠,٠١-	٠,٤١-	٣٤,٣٥	١,٩٢	٤٦,٩٥
التحليل المُجمع		٠,٥٢٣	١٦,٦٣٥	١,٥٣٨	٠,٠٣-	١,٨٧٥-	٢,٧٨٩	٠,٠١٦	٣,٧١٤	٢,٠٤٦	٢,٠٥٣	٢٧,٦

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

- **الخطوة الثالثة: تقدير أثر الاستحقاقات والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الاستحقاقات في الفترة الحالية:**

يشتمل هذا الإجراء التحليلي على تقدير نموذج انحدار لأثر كل من الاستحقاقات والقيمة الدفترية وذلك عن الفترة السابقة على الاستحقاقات عن الفترة الحالية، ويبين الجدول رقم (٥) المعلمات الإحصائية الرئيسية لثمانية عشر نموذجاً للانحدار تغطي القطاعات الثمانية عشر محل التحليل. وقد تم تقدير عشرة نماذج معنوية، بينما لم تتوافر المعنوية لثمانية نماذج، وذلك عن القطاعات التالية: الموارد الأساسية، والمرافق، والتجارة والموزعون، والخدمات والنقل والشحن، والخدمات التعليمية، والمقاولات والإنشاءات الهندسية، والمنسوجات والسلع المعمرة، والورق ومواد التعبئة. وهي القطاعات الأقل عدداً كمشاهدات تحليلية.

بلغ متوسط القدرة التفسيرية للنماذج الثمانية عشر ٢٢,٣٧٪، وهي قدرة تفسيرية صغيرة مقارنة بدراسة Barth et al. (1999)، والتي وصل بها متوسط القدرة التفسيرية إلى ٦٣٪. في حين بلغت تلك القدرة على مستوى التحليل المُجمع لكافة المشاهدات التحليلية معاً وبدون تصنيف قطاعي ٧٪ وهي قدرة تفسيرية محدودة للغاية. ومع ملاحظة أن هذا النموذج المُجمع معنوي وصالح للاستدلال الإحصائي.

ظهر أثر الاستحقاقات عن الفترة السابقة على الاستحقاقات عن الفترة الحالية طردياً في سبع نماذج، بينما ظهر تأثيره عكسياً في إحدى عشر نموذج، وبصورة لا تتسق مع النتائج التي توصل لها Barth et al. (1999). إذ كان التأثير طردياً في كافة القطاعات الأمريكية. بل أن تلك الدراسة تؤيد أن الاستحقاقات الموجبة في إحدى الفترات يليها استحقاقات موجبة في الفترة التالية، والعكس صحيح. إذ أن الاستحقاقات السالبة في فترة معينة يليها استحقاقات سالبة في الفترة التالية، ولكن كان واقع الحال في الحالة المصرية مغايراً لتلك الرؤية. ومع ملاحظة أن التأثير العكسي ظهر في القطاعات التي يقل بها دور المحاسبة الاستحقاقية، والتي تستند في توليد إيراداتها على المبيعات النقدية سواء لمنتجاتها أو خدماتها ومن ذلك قطاع البنوك وقطاع شركات الوساطة المالية وقطاع الإتصالات والإعلام والتكنولوجيا.

ظهر أثر القيمة الدفترية عن الفترة السابقة على الاستحقاقات عن الفترة الحالية عكسياً في أثنى عشر نموذجاً، بينما ظهر طردياً في ست قطاعات، وهي نتيجة تقترب إلى حد ما ورد بدراسة Barth et al (1999). إذ يرى Barth أن الأثر في تلك الحالة من المفترض أن يكون عكسياً في كافة القطاعات، وقد تحددت القطاعات الستة التي ظهر بها التأثير طردياً خلافاً للمفترض في: الرعاية الصحية والأدوية، خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، والمرافق، والتجار والموزعون، والخدمات التعليمية، والمقاولات والإنشاءات الهندسية، وهي القطاعات ذات الوزن النسبي الأقل في المشاهدات التحليلية.

جدول رقم (٥)

قياس وتقييم أثر الاستحقاقات والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الاستحقاقات " عن الفترة الحالية "

$$ACC_{it} = \omega_{20} + \omega_{22}ACC_{it-1} + \omega_{23}BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	الاستحقاقات عن الفترة السابقة ω_{22}			القيمة الدفترية عن الفترة السابقة ω_{23}			معامل استقلال بواقي نموذج الانحدار	القدرة التفسيرية (%)
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١	بنوك	٠,٠٣٨-	٠,٢٩٦-	١,٥٥٧	٠,٠٤٧-	٣,٨٥٦-	١,٥٥٧	١,٨٩٦	٢١,٦
٢	موارد أساسية	٠,١٨١-	١,٧١٩-	١,٠٢٣	٠,٠٦١-	١,١٨٤-	١,٠٢٣	١,٩٨٧	٤,٣
٣	رعاية صحية وأدوية	٠,٢٤٥-	٢,٥١-	١,٠٧٩	٠,٠٧١	٣,٢٥٤	١,٠٧٩	٢,١٤٦	١١,٩
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٠,٧٣٧	٣,٥٠٨	١,٠٠١	٠,٢٤٢	١,٦٢٦	١,٠٠١	١,٢٥٦	٣٥,٩
٥	عقارات	٠,٣٢٩	٤,٥٥	١,١٢٢	٠,٠١١-	٠,١٢٦-	١,١٢٢	١,٨٧٤	١٦,٣
٦	سياحة وترفيه	٠,١٤١	٠,٧٠٨	٤,٤٣٢	٠,١٠٦-	٢,٩٣-	٤,٤٣٢	١,٨٩٩	٥٠,٧
٧	مرافق	٠,٣٨٢-	١,٤٣٣-	١,٠١٤	٠,٠٩١	٢,٥٦١	١,٠١٤	٢,٣٦٧	٦٦,٣
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٠,٣٨٤-	٣,٠٧٩-	١,١٣٩	٠,٣٠١-	٦,٠٦-	١,١٣٩	١,٩٩٨	٤٩,٨
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٠,٠٦	٠,٦٧٤	١,١٩٣	٠,٢١٦-	٣,٣٦٦-	١,١٩٣	١,٩٧٦	١١
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٠,٦٣٩-	٢,٩٧٤-	١,٠٥٢	٠,٠١٩-	٠,٧٦٦-	١,٠٥٢	٢,١٠٢	٣٨,٨
١١	تجارة وموزعون	٠,٠٨١-	٠,٢٧١-	٢,١٨٨	٠,٠٧٨	١,٤٤٣	٢,١٨٨	١,٩٧٩	١٤,١
١٢	خدمات النقل والشحن	٠,٢٧٣-	١,٠٨٦-	١,٠٥	١,٣٨٣-	١,٤٥٨-	١,٠٥	٢,١٢٥	١٦,٤
١٣	خدمات تعليمية	٠,٠١٦	٠,١٧١	١,٠١٢	٠,٠٠١	٠,٦٠٥	١,٠١٢	٠,٣١١	٢,٧
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,١٤٤-	١,٦٢٩-	١,٠٧٤	٠,٠٩٦-	٢,٢٨٢-	١,٠٧٤	١,٩٤٤	٤,٤
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٠,٢٠٧	١,٦٥٦	١,٠٠٣	٠,٠٠٥	٠,٢٣٨	١,٠٠٣	٢,١١٧	٤,٥
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,١٢٣	٠,٧٤٥	١,١٦	٠,٠٨١-	١,٧٤٦-	١,١٦	١,٩٥١	١٢,٢
١٧	مواد البناء	٠,٢٨٤	٢,٣٥٥	١,١١٥	٠,٠٤٧-	١,٨٢٥-	١,١١٥	٢,٠٢٦	١٧,١
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٤٨٥-	١,٨٦٨-	١,٦١٨	٠,٤٦٦-	٢,٣٦٤-	١,٦١٨	٠,٩٠٣	٢٤,٦
متوسط جميع القطاعات		٠,٠٥-	٠,١٤-	١,٣٨	٠,١٣-	١,٠١-	١,٣٨	١,٨٣	٢٢,٣٧
التحليل المُجمع		٠,٠٠٧-	٠,٢٣٦-	١,١٢٥	٠,٠٥٥-	٨,٧٣٦-	١,١٢٥	١,٩٩٧	٧
تفسير	الصفوف المظللة تمثل النماذج غير المعنوية، والتي يزيد فيها مقدار المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥٪، وكافة النماذج بخلاف ذلك ذات دلالة معنوية. والآداة المستند عليها في التحليل هي Ordinary Least Square غير الزمنية.								

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

- **الخطوة الرابعة: قياس وتقييم أثر التدفقات النقدية من عمليات التشغيل والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على التدفقات النقدية من عمليات التشغيل في الفترة الحالية:**

يشتمل الجدول رقم (٦) على المعلمات الإحصائية الرئيسية ذات الصلة بتقدير أثر التدفقات النقدية من عمليات التشغيل والقيمة الدفترية عن الفترة السابقة على التدفقات النقدية من عمليات التشغيل في الفترة الحالية، وقد تم تقدير ثمانية عشر نموذج انحدار، سبع منها لا تتوافر بها المعنوية، وإحدى عشر نموذجاً تتوافر بهم تلك المعنوية، وقد بلغ متوسط القدرة التفسيرية لتلك النماذج ٢٩,٧٣٪، بينما بلغت القدرة التفسيرية وفق التحليل المَجمع لكافة المشاهدات التحليلية ٣٢,٣٪، وقد بلغ متوسط القدرة التفسيرية وفق دراسة Barth et al. (1999) ٨١٪، والفرق بطبيعة الحال كبير بين الحالة المصرية والحالة الأمريكية، ومع ملاحظة أن جميع النماذج المتوصل إليها في تلك الخطوة التحليلية معنوية في تلك الدراسة. ويجوز لضخامة المشاهدات التحليلية مقارنة بالحالة المصرية. وقد كان أعلى القطاعات تفسيراً قطاع الإتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات وبقدرة تفسيرية معنوية ٨٧,٤٪، بينما كان القطاع الأقل تفسيراً قطاع التجارة والموزعون بقدرة تفسيرية ٢,٨٪ غير معنوية.

فيما يتعلق بإشارة معامل التدفقات النقدية من عمليات التشغيل عن الفترة السابقة كانت موجبة في إحدى عشر نموذج، بينما كانت سالبة في سبعة نماذج منها، وكان من المفترض أن تكون جميعها موجبة. إذ توصلت العديد من الدراسات الرائدة إلى أن العلاقة بين التدفقات النقدية من عمليات التشغيل السابقة واللاحقة يربطهما تأثير طردي (e.g., Barth et al., 1999; Dechow et al., 1999; Myers, 1999)، والنتيجة في مجملها ليست بالسيئة مقارنة بفروق حجم المشاهدات التحليلية، والسلسلة الزمنية محل التحليل بين تلك الدراسة ودراسة Barth et al. (1999).وما يثبت سلامة هذا التفسير أن جميع القطاعات ذات الإشارة السالبة ذات وزن نسبي صغير في المشاهدات التحليلية، باستثناء قطاع شركات الوساطة المالية، وهو قطاع تتزايد به المعاملات النقدية مقارنة بالمعاملات الاستحقاقية.

بينما كان الأمر أفضل حالاً فيما يتعلق بأثر القيمة الدفترية عن الفترة السابقة، إذ كان المعامل موجباً في ثلاثة عشر نموذجاً بينما كان سالباً في خمس فقط، ومن المفترض أن تكون إشارة المعامل موجبة في كافة القطاعات وفق رؤية Barth et al. (1999). وتجدر الإشارة إلى أن القطاعات الخمسة ذات الإشارة السالبة هي القطاعات الأقل تمثيلاً في المشاهدات التحليلية، وتمثلت تلك القطاعات في: خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، المرافق، والتجارة والموزعون، والخدمات التعليمية، والمقاولات والإنشاءات الهندسية. ولعل ذلك يقدم المبرر العلمي لماذا تلك القطاعات تحديداً تظهر إشاراتها غير متسقة مع نتائج الدراسات السابقة.

جدول رقم (٦)

قياس وتقييم أثر الاستحقاقات والقيمة الدفترية " عن الفترة السابقة " على الاستحقاقات " عن الفترة الحالية "

$$CFO_{it} = \omega_{20} + \omega_{22}CFO_{it-1} + \omega_{23}BV_{it-1} + \varepsilon_{2it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	التدفقات النقدية من عمليات التشغيل في نهاية الفترة السابقة			القيمة الدفترية في نهاية الفترة السابقة			معامل استقلال بواقي نموذج الانحدار	القدرة التفسيرية (%)
		ω_{22}			ω_{23}				
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١	بنوك	٠,٤٤٥	٢,٠٨٨	٧,٩١٩	٠,٠٨٦	١,٤٩١	٧,٩١٩	١,٩٨٦	٥٦,١
٢	موارد أساسية	٠,٠٨٦-	٠,٧٥٨-	١,١٨٦	٠,١٦٢	٢,٠٢٨	١,١٨٦	٢,٠٢٦	٤,٦
٣	رعاية صحية وأدوية	٠,١٠٤-	٠,٩١٧-	١,٤٣٥	٠,١٥١	٣,٢٥٨	١,٤٣٥	١,٩٥٧	١٠,٥
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٠,٧٢	٤,٨٦١	١,٠٤٩	٠,٣١٨-	١,٤٤٦-	١,٠٤٩	١,٢٧	٤٧,٨
٥	عقارات	٠,٠٨٨	٠,٩١٥	٢,٣٠٧	٠,٠٦١	٥,٣٣٨	٢,٣٠٧	١,٩٣	٣٣,٩
٦	سياحة وترفيه	٠,٠٧٤	٠,٣٤٧	٦,٢٥٦	٠,٢١٨	٣,٢٨٧	٦,٢٥٦	١,٩٥٧	٥٩,٧
٧	مرافق	٠,١٥٩	٠,٩٦٣	١	٠,١٧٤-	٤,٠٣٣-	١	٢,٨٠٣	٨١,٣
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٠,١٠٨-	١,٠٢٣-	٢,٧٨٤	٠,٧٧٧	١٠,٥٢٤	٢,٧٨٤	١,٣٧٨	٨٧,٤
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٠,٠٣٦	٠,٣٥٦	١,٨٤٤	٠,٤٢	٤,٦٣٣	١,٨٤٤	١,٩٥٧	٢٥
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٠,٤٧٢-	١,٣٢٥-	٢,٢٩٥	٠,١٥٢	٢,٠٤٩	٢,٢٩٥	١,٨٣٧	٢٣,٥
١١	تجارة وموزعون	٠,١٦٧-	٠,٦٩٥-	١,٢٥١	٠,٠٢١-	٠,٦٢٧-	١,٢٥١	٢,٠٦٤	٢,٨
١٢	خدمات النقل والشحن	٠,٢٦٩-	١,٠٧-	١,٠٧٧	١,٦٣١	١,٧١٣	١,٠٧٧	٢,١٣٤	١٩,٣
١٣	خدمات تعليمية	٠,٢٤٣	١,٣٨٩	١,٠١١	٠,٠٠١-	٠,٣٦٧-	١,٠١١	٠,٣١٩	١٢,٨
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٠٦٥-	٠,٧٣٧-	١,١٢٩	٠,١٢٢	٢,٦٨٨	١,١٢٩	١,٩٦٩	٥
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٠,٢٧	٢,١١٦	١,٠٣٤	٠,٠٣٣-	١,٢٨٥-	١,٠٣٤	٢,١٣٥	٨,١
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٤٣	٣,٠٢٩	١,٠٦٦	٠,٠٥٢	١,٢٢١	١,٠٦٦	٢,١٥٧	٢٦
١٧	مواد البناء	٠,٥١٢	٤,٦٤٥	١,٠٥٩	٠,٠٠١	٠,٠٣٢	١,٠٥٩	٢,١١٢	٢٦,٧
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٠٤٣	٠,١٦٤	١,٣١٧	٠,١٦٢	٠,٧٢	١,٣١٧	١,٣٤	٤,٦
متوسط جميع القطاعات		٠,١٠	٠,٨٠	٢,٠٦	٠,١٩	١,٧٣	٢,٠٦	١,٨٥	٢٩,٧٣
التحليل المُجمع		٠,١٢٢	٣,٥٦٨	١,٩٤٤	٠,١٥٥	١٣,٨٧٤	١,٩٤٤	٢,٠٢٢	٣٢,٣

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج الدراسات السابقة.

- **الخطوة الخامسة: قياس وتقييم ملاءمة القيمة بالاستناد على تقدير القيمة السوقية بالاعتماد على المتغيرات التفسيرية: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات:**

تشتمل تلك الخطوة من الإجراءات التحليلية على تقدير أثر القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات معاً على القيمة السوقية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ويتضمن الجدول رقم (٧) المعلمات الرئيسية لثمانية عشر نموذجاً للانحدار لثمانية عشر قطاعاً.

بلغ متوسط القدرة التفسيرية لكافة النماذج ٥٤,٥٨٪، كما بلغت القدرة التفسيرية للنموذج المُجمع لكافة المشاهدات التحليلية ٦,١٪ فقط، وبالشكل الذي يقدم الدليل على أن قياس وتقييم الملاءمة من الواجب أن يستند على التحليل القطاعي وليس التحليل التداخلي Cross Section وبخاصة في الحالة المصرية والتي تتفاوت قطاعاتها في سماتها المالية والتشغيلية بصورة ملحوظة. وتجدر الإشارة إلى أن متوسط القدرة التفسيرية في دراسة Barth et al. (1999) قد بلغت ٨٢٪، وبما يعني أن المشهد في الحالة المصرية ليس ببعيد عن الحالة الأمريكية.

ظهرت القدرة التفسيرية بقطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية بوصفها الأعلى إذ بلغت ٩٣,٥٪. في حين كانت القدرة التفسيرية بقطاع العقارات هي الأدنى بواقع ٠,١٪ فقط، وهي قدرة تفسيرية تكاد تكون منعدمة، ومع ملاحظة معنوية النموذج الأول وعدم معنوية النموذج الثاني. وقطاع العقارات من أكبر القطاعات المصرية ولكنه يشتمل على شركات متنوعة بصورة ملحوظة في سماتها المالية، وبخاصة على مستوى القيمة الدفترية والأرباح. وربما كان ذلك المبرر الرئيسي لضعف القدرة التفسيرية بهذا القطاع.

ظهر معامل متغير القيمة الدفترية موجباً في كافة النماذج، ويتسق ذلك مع كافة الدراسات التي تناولت هذا التأثير (e.g., Barth et al., 1999; Mayers; Sloan et al, 1999)، وهي علاقة منطقية. إذ أن اتجاه القيمة الدفترية نحو الزيادة من شأنه دعم القيمة السوقية لأن زيادة القيمة الدفترية نتاج لاتجاه الأرباح نحو الزيادة. ومع ملاحظة أن قيمة المعامل في غالبية القطاعات يفوق الواحد الصحيح، وبما يعكس النهج التحفظي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ومع ملاحظة تواجد تنوع ملحوظ في مستويات هذا التحفظ.

ظهر معامل متغير الأرباح غير العادية موجباً في إحدى عشر قطاعاً، بينما ظهر سالباً في سبع قطاعات، ومن المفترض أن يكون التأثير موجباً كعلاقة علمية منطقية، كلما زادت الأرباح كلما اتجهت القيمة السوقية نحو الصعود، وظهرت تلك العلاقة غير المنطقية في القطاعات التالية: المرافق، الإتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات، والطاقة والخدمات المساندة، وخدمات النقل والشحن، والمقاولات والإنشاءات الهندسية، والمنسوجات والسلع المعمرة، وورق ومواد تعبئة وتغليف.

ظهر متغير الاستحقاقات سالباً في سبع قطاعات، بينما ظهر موجباً في إحدى عشر قطاعاً، ومن المفترض ووفق جهود السابقين فإن تأثير الاستحقاقات يجب أن يكون عكسياً Barth et al. (1999)، وذلك لأن المزيد من الفجوة بين الربح المحاسبي والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وفي الغالب يُخفي المزيد من التحفظ المحاسبي وبصورة تدعم الصورة الإيجابية للشركة وبالتالي دعم القيمة السوقية كرد فعل من جانب المستثمرين لهذا القدر من التحفظ. وعلى ذلك وفيما يتعلق بتأثير الاستحقاقات فإن الاختلاف جوهري بين الحالة المصرية والجهود التجريبية الرائدة.

جدول رقم (٧)

أثر القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات على القيمة السوقية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 ACC_{it} + v_{it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	القيمة الدفترية في نهاية الفترة i_1			الأرباح غير العادية عن الفترة α_1			الاستحقاقات في نهاية الفترة α_2			معامل الاستقلال بين بواقي النموذج	القدرة التفسيرية (%)
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١	بنوك	٠,٧٣٣	٣,٤٤٩	٤,١٥٩	٩,٨٣٥	٤,١٠٩	٤,٠٥٦	٣,٣٣٤-	٢,٤٧٤-	١,٥٤٥	١,٣٣	٧٨,٨
٢	موارد أساسية	١,٥٣٥	٨,٤٦٦	١,٠٢٦	٢,٦٣٨	٤,٢٧٢	١,١٨٣	٠,٥٢٣	١,٣١٣	١,١٥٦	١,٠٥٣	٥٥,١
٣	رعاية صحية وأدوية	٢,٥٠٣	١١,٦٢٥	١,٠٣٦	٠,٠٢٦	٠,١٢	١,٠٦١	٠,٠٤٤	٠,١٩٩	١,٠٢٥	٠,٥٣٧	٥٨,٦
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	١,٣٦٥	٤,٧٥٩	١,٠٩٨	٠,١٣	٠,٠٥١	١,١٠٣	٠,١٨٥	٠,٠٦٧	١,٠٠٦	١,٣٨٨	٤٩,٧
٥	عقارات	٠,٢٤	٠,٢٤٤	١,٠٣٥	٠,٣٠٦	٠,٠٢٧	١,١٤١	٢,١٨٥-	٠,١٩-	١,١١٢	٢,٠٢٩	٠,١
٦	سياحة وترفيه	٠,٠١٧	١,٤٧٦	١,٠٢٥	٠,١١١	٠,٥٤٩	١,١٤٨	٠,٠٢٣	٠,٥٤٩	١,١٧٣	٠,٩٩٧	٦,٤
٧	مرافق	١,١٩٦	٢,٥٦٨	٤,٨٨٥	١,٨٣-	٢,٢٠٣-	٣,٤٨٩	٠,٨٨٩	٠,٦٩١	١,٨٨٨	٠,٨٤٢	٧١,٣
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٠,٦١٢	٦,٣٤٤	١,٠٥٨	٠,١٣-	٠,٠٥٥-	١,٢٨٢	١,٣١٣	٠,٧٣٧	١,٢٨٢	١,٥٩٧	٥٣,٧
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٣,٢٣٣	١٣,٥٤١	١,٠٠٥	٠,٠٦	٠,٠٤٩	١,١٥٢	٠,٠٠٩-	٠,٠٢٢-	١,١٥	١,١٥٤	٥٨,٤
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٣,١٠٩	٥,٦٦١	١,٠٢٨	٠,٦٧-	٠,٠٤٧-	١,٠١١	٠,٢١٦	٠,٠١٦	١,٠٢٤	٢,١٣٤	٧١,٧
١١	تجارة وموزعون	٣,٠٥	٦,٢٥٣	١,١٠٩	٠,٠٥٤	٠,٠٣٩	١,٥٦٥	٠,٢٩٩-	٠,٤٦٦-	١,٦٥٤	١,٨٧٨	٦٩,٩

ترميز القطاع	أسم القطاع	القيمة الدفترية في نهاية الفترة i_1			الأرباح غير العادية عن الفترة α_1			الاستحقاقات في نهاية الفترة α_2			معامل الاستقلال بين بواقي النموذج	القدرة التفسيرية (%)
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١٢	خدمات النقل والشحن	٢,٧٩٩	٤,٧١	١,٠٥٣	١١,٢-	٠,٢١٢-	١,٠٢١	٠,٢٧	٠,١٥١	١,٠٣٣	٢,٤٨٥	٦٤,٩
١٣	خدمات تعليمية	٢,٣٤٧	٥,٧٨٨	٢,١٨٤	٠,٠٦٤	٠,٣٢١	١,٠٧٢	٨,٦٣٥	١,٢٥٦	٢,٢٤٥	١,٦٢٦	٧٩,٤
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٤٤٤	٦,٠٠٤	١,٠١٥	٠,٢٢٣	٠,٤٢٤	١,٠٣	٠,٢١٨	١,٤٠٤	١,٠٣٨	٠,٨٠٣	٢٣
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	١,٨٨	٢٨,٨٥٣	١,٠١٦	٠,٩٣-	٠,٦٢١-	١,٠٢٩	٠,٧٥٤-	٠,٤٧٦-	١,٠٢٩	٠,٩٥	٩٣,٥
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٦١	٨,٥٣٩	١,٦٧٥	٣,٦٨-	٢,٤٧٤-	١,٩٧	٠,٧٤١-	٠,٨٢١-	١,٢٥٢	٢,٤١٥	٨٣,٤
١٧	مواد البناء	٠,٣٤٦	٣,٠٥١	١,١٧٣	٠,٥٩٥	١,٠٧	١,٢٨٢	١,١٩٣-	٢,١٩٤-	١,١٥	١,٠٢٨	٢٠,٦
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٤٦٩	٢,٦٦١	١,١٦	٠,٥٨-	١,٠٥٧-	١,٠٦٢	٠,٢٥٥	٠,٩٦٨	١,١١١	١,١٨٣	٤٤
متوسط جميع القطاعات		١,٤٧	٦,٨٩	١,٥٤	٠,٢٨-	٠,٢٤	١,٤٨	٠,٢٣	٠,٠٤	١,٢٧	١,٤١	٥٤,٥٨
التحليل المُجمع		٠,٩٩٣	٦,٩٠٢	١,١٢	٢,٨٦٤	٢,٣٢٩	١,١٤٨	٠,١٧-	٠,٢٤٧-	١,٠٤	١,٩٤٥	٦,١
تفسير	الصفوف المظللة تمثل نماذج الانحدار غير المعنوية، وعددها ثلاثة نماذج، والتي وإن تم استبعادها سيكون متوسط القدرة التفسيرية للنماذج الخمسة عشر المتبقية ٦٠,٣١٪، وفي الحالتين سواء الإبقاء على تلك النماذج الثلاث أو استبعادها تعد القدرة التفسيرية مقبولة للغاية في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة، وقد بلغت القدرة التفسيرية المقابلة لذلك في دراسة Barth et al. (1999) ٨٢٪.											

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

- **الخطوة السادسة: قياس وتقييم ملاءمة القيمة بالاستناد على تقدير القيمة السوقية بالاعتماد على المتغيرات التفسيرية: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل:**

تشتمل تلك الخطوة من الإجراءات التحليلية على تقدير أثر القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل معاً على القيمة السوقية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ويتضمن الجدول رقم (٨) المعلمات الرئيسية لثمانية عشر نموذجاً للانحدار لثمانية عشر قطاعاً.

بلغ متوسط القدرة التفسيرية لكافة النماذج ٥٣,٩٤٪، كما بلغت القدرة التفسيرية للنموذج المُجمع لكافة المشاهدات التحليلية ٦,١٪ فقط، وتجدر الإشارة إلى أن متوسط القدرة التفسيرية في دراسة Barth et al. (1999) قد بلغت ٨٢٪، وهي تقريباً ذات النتائج السابق التوصل إليها في الخطوة الإجرائية الخامسة، والنتائج بتلك الصورة تتماثل مع دراسة Barth et al. (1999) وذلك في الجزئية الخاصة بتساوي متوسط القدرة التفسيرية في الخطوتين الخامسة والسادسة.

ظهرت القدرة التفسيرية بقطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية بوصفها الأعلى إذ بلغت ٩٣,٥٪. في حين كانت القدرة التفسيرية بقطاع العقارات هي الأدنى بواقع ٠,١٪ فقط، وهي قدرة تفسيرية تكاد تكون منعدمة، وهي ذات النتائج السابق التوصل إليها في الخطوة الإجرائية الخامسة.

ظهر معامل متغير القيمة الدفترية موجباً في كافة النماذج، في حين ظهر متغير الأرباح غير العادية موجباً في عشر قطاعات، ويفترض تأثيره الطردي في جميع القطاعات. في حين ظهر تأثير التدفقات النقدية من عمليات التشغيل موجباً في ثمان قطاعات فقط، والمفترض أن يكون تأثيره طردياً في كافة القطاعات. إذ أن اتجاه تلك التدفقات نحو الزيادة يسمح بتوليد المزيد من النقدية الحرة والتي تدعم التوزيعات إلى حملة الأسهم. والنتيجة المتوصل إليها في تلك الحالة لا تتسق مع الجهود البحثية الرائدة (e.g., Barth et al. 1999; Dechow et al., 1999) ومع ذلك يمكن تفسيرها في الحالة المصرية بأن التدفقات النقدية المتولدة من أنشطة التشغيل قد تكون مستقلة عن التوزيعات، وذلك لأن شريحة ليست بقليلة العدد من الشركات المقيدة في البورصة المصرية هي شركات يستحوذ على هيكل ملكيتها المال العام، وذلك لأنها في الأساس كانت شركات تابعة لقطاع الأعمال العام، كما أن الوزن النسبي للأسهم حرة التداول في تلك الشركات ضعيف مقارنة بالعدد الإجمالي للأسهم المصدرة، ومثالاً لذلك وعلى سبيل المثال وليس الحصر، المصرية للاتصالات، وتعد شركة الاتصالات الأكبر في مصر والشرق الأوسط لا تتجاوز أسهمها حرة التداول ٣٣٪ من رأس المال المصدر، وعلى نفس المنوال تسير كافة الشركات ذات الملكية العامة المُسيطرة. وعلى ذلك فتوزيعات الأرباح قد لا ترتبط بالأرباح أو التدفقات النقدية من عمليات التشغيل ولكنها ترتبط بأبعاد أخرى قد تكون أبعاد اجتماعية في الأساس، وذلك للحفاظ على مكتسبات العاملين بتلك الشركات.

جدول رقم (٨)

أثر القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل على القيمة السوقية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + v_{it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	القيمة الدفترية في نهاية الفترة			الأرباح غير العادية عن الفترة			التدفقات النقدية من عمليات التشغيل في نهاية الفترة			معامل الاستقلال بين بواقي النموذج	القدرة التفسيرية (%)
		i_1			α_1			α_2				
		مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين	مقدار المعامل	مقدار ت المحسوبة	معامل تضخم التباين		
١	بنوك	٠,٠٤	٠,١٤٥	٧,٩٤٥	٦,٥٣٥	٢,٦٧٣	٤,٧٩٥	٤,٤٥٧	٤,١٣٣	٨,٩٩٩	١,٥١	٨١,٣
٢	موارد أساسية	١,٥٤٩	٨,٥١٢	١,٠٢٣	٢,٩٢١	٣,٥٤٣	٢,٠٩	٠,٣٦٧-	٠,٩٨٦-	٢,٠٦٨	١,٠٣٧	٥٤,٧
٣	رعاية صحية وأدوية	٢,٥٠٤	١١,٦٦١	١,٠٣٦	٠,٢٥-	٠,٦١٢-	٣,٧٦	٠,١٧٧	٠,٧٧٥	٣,٧٢١	٠,٥٦٢	٥٨,٩
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	١,٣٦٢	٤,٧٢٥	١,١٠٩	٠,٤٧٧	٠,١٢	٢,٧٤٩	٠,٣٣٤-	٠,١١٦-	٢,٧٤٤	١,٣٨٧	٤٩,٨
٥	عقارات	٠,٢٣٧	٠,٢٤١	١,٠٣٥	٢,٣٩-	٠,١٩٢-	١,٣٦	٢,٩٥٦-	٠,٣٣٤-	١,٣٢١	٢,٠٣٦	٠,١
٦	سياحة وترفيه	٠,٠١٧	١,٤٧٢	١,٠٢٢	٠,١١٤	١,٠٩٨	١,١٣٤	٠,٠١٦-	٠,٦٤٦-	١,١٣٤	٠,٩٩٨	٦,٦
٧	مرافق	٠,٩٤٥	٢,١٦٧	٣,٩١١	٢,٠٣-	١,٧٧٢-	٦,٠٦٤	٠,٦٢٨	٠,٤١٨	٦,٣٩٨	١,٧٨١	٦٨,٦
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٠,٦٢٧	٦,٤٤٧	١,٠٩٦	٣,٦٣٢	٠,٧٨٦	٤,٦٥٩	١,٩٨١-	١,١١٨-	٤,٥١٣	١,٦٣٥	٤٥,٥
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٣,٢٣٣	١٣,٥٣٨	١,٠٠٥	٠,١٠٥	٠,٠٧١	١,٦٨٥	٠,٠١٤-	٠,٠٣٧-	١,٦٨٦	١,١٥٤	٥٨,٤
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٣,١٧١	٥,١٧	١,٢٨٨	١,٩٠-	٠,١٢٤-	١,١٦٨	١,٨٩	٠,٢١٥	١,٤٠٦	٢,١٢	٧١,٨
١١	تجارة وموزعون	٣,٠٥٣	٦,٣٧٣	١,٠٧٩	٠,١٦٥	٠,١٣٩	١,١٨٦	٠,٤٤	٠,٦٣	١,١٩٦	١,٨٨٥	٧٠,١
١٢	خدمات النقل والشحن	٢,٧٩٦	٤,٦٨٦	١,٠٦٢	١٠,٨-	٠,٢٠٣-	١,٠٢٤	٠,٢٨٣-	٠,١٥٩-	١,٠٤٨	٢,٤٨٥	٦٤,٩
١٣	خدمات تعليمية	٢,٢٣٣	٦,٤٦٢	١,٥٦٨	٠,٠٤٥	٠,٢٢٧	١,٠٥١	٢,٨٧٧-	١,٢٥٦-	١,٥٨	١,٥٤٤	٧٩,٤
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٤٤٥	٦,٠٢٤	١,٠١٣	٠,٣١٩	٠,٦١٤	١,٠٠٥	٠,٢١١-	١,٤٥٥-	١,٠٠٥	٠,٨٠٢	٢٣,١
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	١,٨٨١	٢٨,٩١٣	١,٠١٥	١,٢٨-	٠,٨٢١-	١,١٣١	٠,٨٠٣	٠,٥٤٨	١,١١٦	٠,٩٥٩	٩٣,٥
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٦١٦	٨,٦٦٢	١,٦٨٨	٤,٠٤-	٣,٠٣٩-	١,٦٠٢	٠,٨٩	١,١٢٥	١,٠٧١	٢,٤١١	٨٣,٦
١٧	مواد البناء	٠,٣٤٨	٢,٩٧٨	١,١٨٥	٠,٠٦٢	٠,١١	١,٢٢٨	٠,٦٣	١,٢٩٣	١,٠٥٧	١,٠٣٣	١٦,٧
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٤٧٤	٢,٦٩٩	١,١٤٦	٠,٣٨-	٠,٦٨٧-	١,١١٣	٠,٢٣-	٠,٩٤٣-	١,٢	١,١٨٦	٤٣,٩
متوسط جميع القطاعات		١,٤٢	٦,٧٢	١,٦٨	٠,٤٨-	٠,١١	٢,١٦	٠,٠٤	٠,١٢	٢,٤٠	١,٤٧	٥٣,٩٤
التحليل المُجمع		٠,٩٥٩	٦,٤٤٩	١,١٩٩	٢,٢٧٨	١,٦٢٨	١,٤٨٧	٠,٤٨٤	٠,٩١١	١,٥٦٤	١,٩٤٦	٦,١
تفسير	الصفوف المظللة تمثل نماذج الانحدار غير المعنوية، وعددها ثلاثة نماذج، والتي وإن تم استبعادها سيكون متوسط القدرة التفسيرية للنماذج الخمسة عشر المتبقية ٥٩,٧١٪، وفي الحالتين سواء الإبقاء على تلك النماذج الثلاث أو استبعادها تعد القدرة التفسيرية مقبولة للغاية في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة، وقد بلغت القدرة التفسيرية المقابلة لذلك في دراسة Barth et al. (1999) ٨٢٪. إذ أن متوسط القدرة التفسيرية في تلك الدراسة متساوي ويبلغ ٨٢٪، سواء في حالة تواجد الاستحقاقات أو تواجد التدفقات النقدية من عمليات التشغيل.											

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

- **الخطوة السابعة: التقييم التجريبي لمعامل Ohlson التقييمي:**

تشتمل تلك الخطوة التحليلية على المقارنة بين معامل التقييم المُقدر α_2 والمتحصل عليه من خلال نماذج الانحدار الواردة بالخطوتين الخامسة والسادسة، ومعامل التقييم المحسوب وفق معادلة Ohlson والتي تأخذ الصورة القياسية التالية :

$$\alpha_2 = [(1+r)\omega_{12}]/[(\,(1+r) - \omega_{11})) * ((1+r) - \omega_{22}))]$$

ووفق رؤية Ohlson فإنه من المفترض عدم وجود فروق معنوية بينهما، مع ذلك فقد أثبت عديد الجهود التجريبية الرائدة عدم اتساق معاملات Ohlson المعيارية مع الواقع التجريبي (e.g., Barth et al., 1999; Dechow et al., 1999) وذلك لتواجد متغيرات كامنة في الواقع التطبيقي من الصعب أن يأخذها النموذج المعياري في الحسبان. ويشتمل الجدول رقم (٩) على تلك المقارنة وذلك في ظل تواجد متغير الاستحقاقات، بينما يشتمل الجدول رقم (١٠) على ذات المقارنة ولكن في ظل تواجد متغير التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، والتي يتبين من خلالها وجود اختلاف ملحوظ بين المعاملات المقدرة والمعاملات المحسوبة. وعليه تسير تلك النتيجة مع الإطار العام لما انتهت إليه الجهود التجريبية الرائدة.

جدول رقم (٩)

التقييم التجريبي لمعامل التقييم المعياري لـ Ohlson في ظل تواجد ثلاث متغيرات تفسيرية: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات.

ترميز القطاع	أسم القطاع	معامل التقييم المقدر للاستحقاقات	r	1+r	ω_{11}	ω_{12}	ω_{22}	معامل التقييم المحسوب للاستحقاقات	الفرق بين المقدر والمحسوب منسوباً إلى المقدر
١	بنوك	٣,٣٣٤-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,١٩-	٠,٠٦٢-	٠,٠٤-	٠,٠٤٥-	٪٩٨,٦٤
٢	موارد أساسية	٠,٥٢٣	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٢٥٦	٠,٠٨٢	٠,١٨-	٠,٠٨١	٪٨٤,٥٨
٣	رعاية صحية وأدوية	٠,٠٤٤	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٢٥٦	٠,٣٤٨	٠,٢٥-	٠,٣٢٦	٪٦٤١,٦٠-
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٠,١٨٥	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٧٥٧	٠,٣٥٤-	٠,٧٣٧	٢,٦٩٥-	٪١٥٥٦,٩٥
٥	عقارات	٢,١٨٥-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٧٣١	٠,١١٢-	٠,٣٢٩	٠,٣٩٣-	٪٨٢,٠٢
٦	سياحة وترفيه	٠,٠٢٣	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,١٦٩	٠,٣٨-	٠,١٤١	٠,٤٥٠-	٪٢٠٥٧,٨٠
٧	مرافق	٠,٨٨٩	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٠١-	٠,٠٠٧	٠,٣٨-	٠,٠٠٥	٪٩٩,٤٨
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	١,٣١٣	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٥٧	٠,٠٢٥-	٠,٣٨-	٠,٠٣٣-	٪١٠٢,٥٣
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٠,٠٠٩-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٦٥١	٠,٠٦٧	٠,٠٦	٠,١٤٧	٪١٧٣١,٣٥
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٠,٢١٦	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٨٤١	٠,٠٩٩-	٠,٦٤-	٠,٢١٧-	٪٢٠٠,٤١
١١	تجارة وموزعون	٠,٢٩٩-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٢٨٢	٠,١٣٤	٠,٠٨-	٠,١٤٧	٪١٤٩,١٦
١٢	خدمات النقل والشحن	٠,٢٧	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٥٦٧	٠,٠١٥-	٠,٢٧-	٠,٠٢١-	٪١٠٧,٩١
١٣	خدمات تعليمية	٨,٦٣٥	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٢,٤٥٥	٠,٦٢٧-	٠,٠١٦	٠,٤٨١	٪٩٤,٤٣
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٢١٨	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٦٣٦	٠,٠٢٢-	٠,١٤-	٠,٠٣٩-	٪١١٨,٠٢
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٠,٧٥٤-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٣٥٥	٠,٠٩٨	٠,٢٠٧	٠,١٥٤	٪١٢٠,٤٤
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٧٤١-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٤٥٦	٠,٢٠٦-	٠,١٢٣	٠,٣٤١-	٪٥٣,٩٢
١٧	مواد البناء	١,١٩٣-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٣٦٤	٠,١٧٩-	٠,٢٨٤	٠,٣١١-	٪٧٣,٩٦
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٢٥٥	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٨٦	٠,٠٣١-	٠,٤٩-	٠,٠٨٠-	٪١٣١,٢٠
متوسط جميع القطاعات		٠,٢٢٥٣٣						٠,١٨٣-	٪١٨١,٠١

المصدر: من إعداد الباحث.

جدول رقم (١٠)

التقييم التجريبي لمعامل التقييم المعياري لـ Ohlson في ظل تواجد ثلاث متغيرات تفسيرية: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل

ترميز القطاع	أسم القطاع	المقدرة	r	1+r	ω_{11}	ω_{12}	ω_{22}	المحسوبة	الفرق بين المقدر والمحسوب منسوباً إلى المقدر
١	بنوك	٣,٣٣٤-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٢٣٢-	٠,٠٦١	٠,٤٤٥	٠,٠٧٤	٪١٠٢,٢١
٢	موارد أساسية	٠,٥٢٣	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٣٢٣	٠,٠٨-	٠,٠٨٦-	٠,٠٩٢-	٪١١٧,٥٦
٣	رعاية صحية وأدوية	٠,٠٤٤	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٥٠٤	٠,٢٩-	٠,١٠٤-	٠,٤٢٢-	٪١٠٥٩,٩٥
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٠,١٨٥	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٣٧٥	٠,٣٧٤	٠,٧٢	١,٣٥٤	٪٦٣١,٩٦-
٥	عقارات	٢,١٨٥-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٦٥٨	٠,١٠٢	٠,٠٨٨	٠,٢٣٣	٪١١٠,٦٦
٦	سياحة وترفيه	٠,٠٢٣	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,١٧٢-	٠,٤٥٢	٠,٠٧٤	٠,٣٧١	٪١٥١١,٣٣-
٧	مرافق	٠,٨٨٩	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,١٨٢	٠,١٥-	٠,١٥٩	٠,١٨٤-	٪١٢٠,٦٤
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	١,٣١٣	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٥٢٥	٠,٠٣٧	٠,١٠٨-	٠,٠٥٦	٪٩٥,٧٧
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٠,٠٠٩-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٧١٣	٠,٠٦-	٠,٠٣٦	٠,١٤٨-	٪١٥٣٩,٩٦-
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٠,٢١٦	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٧٤	٠,١٣٨	٠,٤٧٢-	٠,٢٤٨	٪١٤,٨٠-
١١	تجارة وموزعون	٠,٢٩٩-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٣٧٨	٠,١١-	٠,١٦٧-	٠,١٢٧-	٪٥٧,٥٢
١٢	خدمات النقل والشحن	٠,٢٧	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٥٥١	٠,٠١٥	٠,٢٦٩-	٠,٠٢١	٪٩٢,٢٨
١٣	خدمات تعليمية	٨,٦٣٥	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٢,٠٩٥	٠,٥٢١	٠,٢٤٣	٠,٦٨٩-	٪١٠٧,٩٨
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٠,٢١٨	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٦١٨	٠,٠٢	٠,٠٦٥-	٠,٠٣٧	٪٨٣,١٥
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٠,٧٥٤-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٤٤٨	٠,١-	٠,٢٧	٠,١٩٢-	٪٧٤,٥٧
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٠,٧٤١-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٢٧٨	٠,١٨٤	٠,٤٣	٠,٣٤٧	٪١٤٦,٨٢
١٧	مواد البناء	١,١٩٣-	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٢٠٩	٠,١٥٧	٠,٥١٢	٠,٣١٠	٪١٢٥,٩٩
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٠,٢٥٥	٠,١٣٢٨٦	١,١٣٣	٠,٨٤٧	٠,٠٢	٠,٠٤٣	٠,٠٧٣	٪٧١,٤٨
متوسط جميع القطاعات		٠,٢٢٥٣٣٣						٠,٠٧٠	٪٦٨,٧٢

المصدر: من إعداد الباحث.

- **الخطوة الثامنة: تطوير النموذج وتضمين متغير تنبؤات المحللين الماليين:**

لا يتواجد ذلك الإجراء التحليلي الإضافي في دراسة Barth et al. (1999) إذ لم تستند تلك الدراسة على المعلومات الأخرى المتمثلة في تنبؤات المحللين الماليين، وتتضمن تلك الخطوة كما سبق ذكره على إجرائين، الإجراء الأول: اشتقاق متغير تنبؤات المحللين الماليين، والإجراء الثاني: تضمين تلك التنبؤات في النموذج الناتج عن الخطوة السابعة، وتفصيلات الإجرائين على النحو التالي عرضه.

- **الإجراء التحليلي الأول: اشتقاق تنبؤات المحللين الماليين:**

يشتمل الجدول رقم (١١) على المعلمات الإحصائية الرئيسية لنموذج الانحدار المستند على دور أثنى عشر متغيراً في تقدير القيمة السوقية للشركات مُعبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لتلك القيمة، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الطبقي متعدد الخطوات Step Wise Regression وذلك بالتطبيق على كامل المشاهدات التحليلية Cross Section Analysis، وليس لكل قطاع على حدة، وذلك لأن تنبؤات المحللين الماليين وبطبيعتها تفاضل بين كافة الشركات مجتمعة وليس الشركات في قطاع محدد بذاته.

تم تقدير نموذج معنوي بلغت قدرته التفسيرية ٧١,٢٪، وتتوافر به كافة اشتراطات السلامة الإحصائية إذ ينعدم تواجد الازدواج الخطي. حيث يقل مقدار كافة معاملات تضخم التباين عن العشرة بل أنها تقل عن الخمسة، كما يتوافر شرط استقلال البواقي إذ بلغ مقدار معامل اختبار Durbin-Watson ١,٨٤٢، وهو مقدار يقع داخل المعتاد الإحصائي ١,٥-٢,٥، كما يشتمل النموذج على إشارات تأثير تتسق مع المنطق العلمي، وذلك للمتغيرات الأربعة الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية. إذ تم استبعاد ثمانية متغيرات بصورة آلية - وبدون تدخل من الباحث - وذلك وفق تحليل الانحدار متعدد الخطوات. حيث يتم تصفية المتغيرات وصولاً إلى أفضل تمثيل للعلاقة.

والقدرة التفسيرية المتوصل إليها في تلك الخطوة تفوق النموذج المُتبع ذاته. ويعد ذلك منطقياً للغاية وذلك لأن هذا النموذج المتوصل إليه في ذلك الإجراء التحليلي الاشتقاقي يستند على حزمة عريضة من المتغيرات " أثنى عشر متغيراً تفسيرياً "، بينما النموذج محل العرض والتحليل مُقيد بثلاث متغيرات تفسيرية فقط لأغراض المقارنة بين الحالة المصرية والحالة الأمريكية، وتلك المصادفة العلمية ربما كانت دليلاً تطبيقياً مدعماً لرؤية الباحث ذات الصلة بضرورة الاعتماد على حزمة عريضة من المتغيرات عند قياس وتقدير ملاءمة القيمة، وذلك للتنوع الكبير في المتغيرات المؤثرة في تلك القيمة.

جدول رقم (١١)

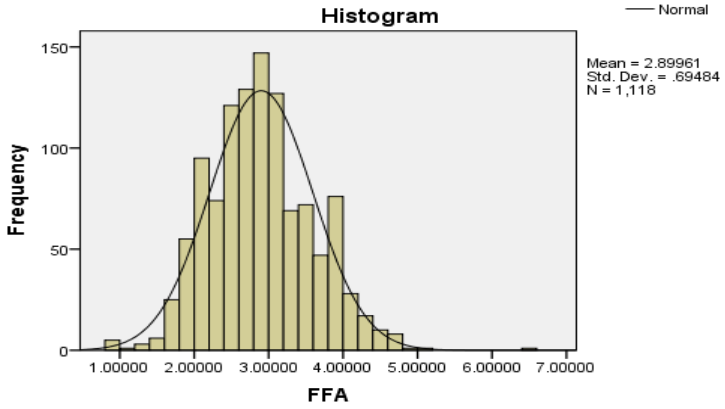
المعلمات الإحصائية الرئيسية لتقدير القيمة السوقية من خلال حزمة عريضة من المؤشرات المالية كخطوة تمهيدية لاشتقاق تنبؤات المحللين الماليين.

$$Log_MV_{i.t} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{i.t} + \beta_2 ROE_{i.t} + \beta_3 ROI_{i.t} + \beta_4 PM_{i.t} + \beta_5 OM_{i.t} + \beta_6 FL_{i.t} + \beta_7 F_Size_{i.t} + \beta_8 PE_{i.t} + \beta_9 PR_{i.t} + \beta_{10} MV_CFO_{i.t} + \beta_{11} PB_{i.t} + \beta_{12} ES_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

المتغير التفسيري	ترميز المتغير	معامل المتغير	مقدار ت المحسوبة	المعنوية الحقيقية	معامل الازدواج الخطي
ثابت الدالة		٠,٤٤١	٨,٧٥٨	٠,٠٠١	
حجم الشركة	$F_Size_{i.t}$	٠,٨٥٣	٤٧,١٧٦	٠,٠٠١	١,٤٨٠
مضاعف سعر السهم إلى قيمته الدفترية	$PB_{i.t}$	٠,٠٥١	١٣,٠٣٤	٠,٠٠١	١,٠١٨
الرافعة المالية	$FL_{i.t}$	٠,٧٣٢-	١١,٤٤٢-	٠,٠٠١	١,٤٨٨
مضاعف سعر السهم إلى نصيبه من تدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	$MV_CFO_{i.}$	٠,٠٠١	٣,٠٣٩	٠,٠٠٢	١,٠٢٢
القدرة التفسيرية للنموذج	٪٧١,٢				
المعنوية الحقيقية للنموذج	٠,٠٠١				
مقدار ف المحسوبة	٦٧٨,١١٦				
معامل استقلال بواقي النموذج	١,٨٤٢				
تفسير	كافة المتغيرات ذات تأثير معنوي، وذلك لانخفاض المعنوية الحقيقية لتأثيرها عن مستوى المعنوية المُقدر بـ ٥٪، كما لا يشتمل النموذج على ازدواج خطي إذ يقل معامل تضخم التباين لكافة المتغيرات عن العشرة، ويتوافر اشتراط استقلالية بواقي الانحدار حيث تقع قيمة معامل Durbin-Watson داخل فترتها المعيارية المحصورة بين ١,٥ و ٢,٥.				

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

وينتهي هذا الإجراء التحليلي بتقدير القيمة التنبؤية لتابع النموذج. إذ يتم تضمين تلك القيمة المُقدرة كمتغير إضافي في مصفوفة البيانات، وذلك وفق الترميز $FFA_{i.t}$، وذلك كمتغير مُعبر عن تنبؤات المحللين الماليين، وقد كان تقدير السمات الإحصائية لهذا المتغير الاشتقاقي على النحو التالي: المتوسط بعد استبعاد القيم المتطرفة: ٢,٨٨٨، والتباين: ٠,٤٨٣، والالتواء: ٠,٣٣١، والتفرطح: ٠,٣٢٥، والتبعية للتوزيع الطبيعي: يتبع التوزيع الطبيعي بصورة قياسية، ويوضح تلك التبعية المدرج التكراري لتوزيع قيم المتغير. ويتسق ذلك مع معاملي الالتواء والتفرطح. إذ تقل قيمتهما عن العشرة. ويقدم ذلك الدليل على صلاحية النموذج للدخول كمتغير تفسيري في نموذج خطي.



شكل رقم (٢): التوزيع الاحتمالي لتنبؤات المحللين الماليين

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي.

- **الإجراء التحليلي الثاني: تضمين متغير تنبؤات المحللين الماليين في النماذج ذات الصلة بالخطوة السابعة:**

يشتمل هذا الإجراء التحليلي على دخول متغير تنبؤات المحللين الماليين في النموذجين الناتجين من الخطوة السابعة، وذلك كمتغير إضافي ويتضمن الجدول رقم (١٢) مقارنة بين نموذج التقييم قبل وبعد الإضافة وذلك في ظل تواجد القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات ثم في النموذج القبلي ثم إضافة تنبؤات المحللين الماليين في النموذج البعدي. في حين يتضمن الجدول رقم (١٣) مقارنة بين نموذج التقييم قبل وبعد الإضافة وذلك في ظل تواجد القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل في النموذج القبلي ثم إضافة تنبؤات المحللين الماليين في النموذج البعدي.

يتضح من خلال الجدول رقم (١٢) والمشتمل على متغير الاستحقاقات تحسن القدرة التفسيرية للنموذج. إذ انتقلت من المقدار ٥٤,٥٨٪ إلى المقدار ٥٧,٩٠٪ أي بزيادة مقدارها ٣,٣٢٪، ومع تحسن ملحوظ للغاية في القدرة التفسيرية لنموذج قطاع السياحة والترفيه، حيث تحول إلى نموذج معنوي وانتقال القدرة التفسيرية به من مستوى ٦,٤٪ إلى مستوى ٤٠٪، وهو القطاع الذي شهد تغيير جوهري سواء على مستوى معنوية نموذجه التفسيري، أو القدرة التفسيرية للنموذج.

بينما كان التحسن في النموذج المشتمل على التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل أكثر وضوحاً. إذ انتقلت القدرة التفسيرية للنموذج من مستوى ٥٣,٩٤٪ إلى مستوى ٥٨,١٣٪ أي زيادة بمقدار ٤,٢٪، وقد سمح هذا التطوير في انتقال هذا النموذج ليفوق نموذج الاستحقاقات في القدرة التفسيرية.

وبتلك الكيفية فقد أدى دخول متغير تنبؤات المحللين الماليين إلى تحسن في نموذجي التقدير بل وفي انتقال بعض النماذج على المستوى القطاعي من اللامعنوية إلى المعنوية.

جدول رقم (١٢)

تأثير دخول متغير تنبؤات المحللين الماليين كمتغير تفسيري إضافة إلى القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 ACC_{it} + \alpha_3 FFA_{it} + v_{it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	سمات النموذج في غياب تنبؤات المحللين الماليين	سمات النموذج في ظل تواجد تنبؤات المحللين الماليين		
		القدرة التفسيرية (%)	القدرة التفسيرية (%)	المعنوية الحقيقية	معامل استقلال البواقي
١	بنوك	٧٨,٨	٧٨,٨	٠,٠٠١	١,٣٢٦
٢	موارد أساسية	٥٥,١	٥٧,٨	٠,٠٠١	١,٠٧٨
٣	رعاية صحية وأدوية	٥٨,٦	٦٢,١	٠,٠٠١	٠,٦٤٩
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤٩,٧	٥١	٠,٠٠١	١,٣٩
٥	عقارات	٠,١	٠,٠١	٠,٧٥٨	٢,٠٥٦
٦	سياحة وترفيه	٦,٤	٤٠	٠,٠٠١	١,٧٦٩
٧	مرافق	٧١,٣	٧١,٤	٠,٤٩١	٠,٨٣٧
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٥٣,٧	٦٠,٣	٠,٠٠١	١,٨٩٩
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٥٨,٤	٥٨,٦	٠,٠٠١	١,١٥٨
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٧١,٧	٧٢,٦	٠,٠٠٢	٢,٢٤٤
١١	تجارة وموزعون	٦٩,٩	٧٣,٨	٠,٠٠١	١,٦٥٨
١٢	خدمات النقل والشحن	٦٤,٩	٦٥,١	٠,٠٠٩	٢,٥١٩
١٣	خدمات تعليمية	٧٩,٤	٨٢,٦	٠,٠٠١	١,٤٧٦
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٢٣	٢٣,٨	٠,٠٠١	٠,٨٢٩
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٩٣,٥	٩٣,٦	٠,٠٠١	٠,٩٦٨
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٨٣,٤	٨٣,٥	٠,٠٠١	٢,٤٧٧
١٧	مواد البناء	٢٠,٦	٢٢,٨	٠,٠٠٣	١,٠١٨
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٤٤	٤٤,٤	٠,٠٤٢	١,١٤٧
متوسط جميع القطاعات		٥٤,٥٨	٥٧,٩٠		١,٤٧
التحليل المُجمع		٦,١	٦,١	٠,٠٠١	١,٩٤٦
تفسير		الخلايا المظللة تمثل النماذج غير المعنوية والتي في حالة استبعادها يصبح متوسط القدرة التفسيرية ٦٠,٦٧٥٪			

المصدر: من إعداد الباحث، بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

جدول رقم (١٣)

تأثير دخول متغير تنبؤات المحللين الماليين كمتغير تفسيري إضافة إلى القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل.

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI^a_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 FFA_{it} + v_{it}$$

ترميز القطاع	أسم القطاع	سمات النموذج في غياب تنبؤات المحللين الماليين	سمات النموذج في ظل تواجد تنبؤات المحللين الماليين		
		القدرة التفسيرية (%)	القدرة التفسيرية (%)	المعنوية الحقيقية	معامل استقلال البواقي
١	بنوك	٨١,٣	٨١,٣	٠,٠٠١	١,٥١٦
٢	موارد أساسية	٥٤,٧	٥٨	٠,٠٠١	١,١٠٤
٣	رعاية صحية وأدوية	٥٨,٩	٦٢	٠,٠٠١	٠,٦٤٧
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤٩,٨	٥١	٠,٠٠١	١,٣٨٩
٥	عقارات	٠,١	٠,٠١	٠,٧٥٧	٢,٠٥٥
٦	سياحة وترفيه	٦,٦	٤٠,٦	٠,٠٠١	١,٧٩٢
٧	مرافق	٦٨,٦	٧٣,٥	٠,٤٦	١,٥٧
٨	اتصالات وأعلام وتكنولوجيا معلومات	٤٥,٥	٦٠,٤	٠,٠٠١	١,٩
٩	أغذية ومشروبات وتبغ	٥٨,٤	٥٨,٦	٠,٠٠١	١,١٥٩
١٠	طاقة وخدمات مساندة	٧١,٨	٧٢,٧	٠,٠٠١	٢,٢٨١
١١	تجارة وموزعون	٧٠,١	٧٣,٢	٠,٠٠١	١,٧٢٤
١٢	خدمات النقل والشحن	٦٤,٩	٦٥,١	٠,٠٠١	٢,٥٢
١٣	خدمات تعليمية	٧٩,٤	٨٣,٣	٠,٠٠١	١,٤٥٢
١٤	خدمات مالية غير مصرفية	٢٣,١	٢٤,٢	٠,٠٠١	٠,٨٤٦
١٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٩٣,٥	٩٣,٥	٠,٠٠١	٠,٩٤
١٦	منسوجات وسلع معمرة	٨٣,٦	٨٤	٠,٠٠١	٢,٥٦٦
١٧	مواد البناء	١٦,٧	٢٠,٧	٠,٠٠١	٠,٩٩٨
١٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٤٣,٩	٤٤,٣	٠,٠٤٢	١,١٤٩
متوسط جميع القطاعات		٥٣,٩٤	٥٨,١٣		١,٥٣
التحليل المُجمع		٦,١	٦,٢	٠,٠٠١	١,٩٤٩
تفسير		الخلايا المظللة تمثل النماذج غير المعنوية والتي في حالة استبعادها يصبح متوسط القدرة التفسيرية ٦٠,٨١٪			

المصدر: من إعداد الباحث، بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

٥/٥/١: اختبار وتحليل فرض البحث الرئيسي:

ينص الفرض الرئيسي لهذا البحث على:

" يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على توافر ملاءمة القيمة لتلك المعلومات "

وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية الثلاث التالية:

الفرض الأول: يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وتنبؤات المحللين الماليين على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على توافر ملاءمة القيمة لتلك المعلومات.

الفرض الثاني: يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على ملاءمة تلك المعلومات.

الفرض الثالث: تعد ملاءمة القيمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين أفضل من نظيرتها عند استبدال تلك التدفقات النقدية بالاستحقاقات مع ثبات تواجد المتغيرات الثلاثة الأخرى.

ويلخص الجدول رقم (١٤) الأدلة الإحصائية ذات الصلة بقبول أو رفض تلك الفروض.

جدول رقم (١٤)

موجز الإطار التحليلي لفروض البحث

الفرض	الدليل الإحصائي	قبول / رفض	الاستنتاج العام
الفرض الأول: يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وتنبؤات المحللين الماليين على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على توافر ملاءمة القيمة لتلك المعلومات.	بلغ متوسط القدرة التفسيرية لكافة النماذج ذات الصلة بالقطاعات محل التحليل إلى ٥٧,٩٪، كما بلغت القدرة التفسيرية وفق التحليل المُجمع التداخلي ٦,١٪، ومع توافر ستة عشر نموذجاً معنوياً من بين ثمانية عشر نموذج. والنماذج غير المعنوية وردت بقطاعي العقارات والمرافق.	قبول	تتوافر ملاءمة القيمة لكل من القيمة الدفترية، والأرباح غير العادية، والاستحقاقات، وتنبؤات المحللين الماليين، ويتسق ذلك مع الدراسة محل المقارنة Barth et al. (1999) فيما يتعلق بكافة المتغيرات فيما عدا تنبؤات المحللين الماليين والتي لم تختبرها دراسة Barth et al. (1999)، ولكن يتسق تأثير تنبؤات المحللين الماليين الإيجابي مع العديد من الدراسات الأخرى التي تناولت تأثير هذا المتغير ومنها على سبيل المثال (e.g., Dechow et al., 1999; Mcrae and Nilsson, 20001;

الفرض	الدليل الإحصائي	قبول / رفض	الاستنتاج العام
			Gregory et al., 2005; Ginger and Iniquez, 2006). ومع تواجد اختلافات ملحوظة في إشارات تأثير الأرباح غير العادية والاستحقاقات. إذ تتنوع الإشارات في الحالة المصرية بين القطاعات، بينما لا يحدث هذا التنوع في الحالة الأمريكية. إذ أنها في الحالة الأمريكية موجبة دوماً في حالة الأرباح غير العادية وسالبة دوماً في حالة الاستحقاقات. وذلك وفق دراسة Barth et al. (1999).
الفرض الثاني: يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين على القيمة السوقية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وبما يوفر الدليل على ملاءمة تلك المعلومات.	بلغ متوسط القدرة التفسيرية لكافة القطاعات محل التحليل ٥٨,١٣٪، كما بلغت القدرة التفسيرية وفق التحليل المُجمع التداخلي ٦,٢٪، ومع توافر ستة عشر نموذجاً معنوياً من بين ثمانية عشر نموذج. والنماذج غير المعنوية هي ذات النماذج الواردة في الفرض الأول.	قبول	تتوافر ملاءمة القيمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين، ويتسق ذلك مع الدراسة محل المقارنة Barth et al. (1999) فيما يتعلق بالمتغيرات الثلاثة الأولى، ومع تواجد اختلافات ملحوظة في إشارات تأثير الأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل. إذ تتنوع الإشارات في الحالة المصرية بين القطاعات، بينما لا يحدث هذا التنوع في الحالة الأمريكية. إذ أنها في الحالة الأمريكية موجبة دوماً في حالة الأرباح غير العادية وكذلك في حالة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل. في حين تتسق نتائج الدراسة مع دراسة Dechow et al. (1999) فيما يتعلق بتأثير تنبؤات المحللين الماليين في تحسين القدرة التفسيرية لنماذج التقييم المؤسسة محاسبياً.
الفرض الثالث: تعد ملاءمة القيمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين	اشتقاقاً مما ورد من أدلة إحصائية خاصة بالفرض الأول والثاني يتضح التقارب الملحوظ بين القدرة التفسيرية المؤسسة على القيمة الدفترية	رفض	يكاد أن تكون فروق القدرة التفسيرية غير متواجدة فهي محدودة للغاية بين تواجد الاستحقاقات أو مع استبدالها بالتدفقات النقدية من عمليات التشغيل وذلك للتشابك الكبير بين

الفرض	الدليل الإحصائي	قبول / رفض	الاستنتاج العام
الماليين أفضل من نظيرتها عند استبدال تلك التدفقات النقدية بالاستحقاقات مع ثبات تواجد المتغيرات الثلاثة الأخرى.	والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين " ٥٨,١٣٪ " والقدرة التفسيرية المؤسسة على القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وتنبؤات المحللين الماليين "٥٧,٩٪ "، إذ لم يتجاوز الفرق " ٠,٢٣٪ "		المتغيرين، فالاستحقاقات هي الفرق بين الربح المحاسبي والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل، بينما يتم التعبير عن التدفقات النقدية بقيمتها المطلقة، وعليه فإن تأثيرهما متساوي في الحالة الأمريكية ويكاد يكون متساوي في الحالة المصرية، والمنطق الإحصائي يفرض هذا التساوي أو التقارب، وعلى وجه العموم تتسق تلك النتيجة مع ما انتهت إليه دراسة Barth et al. (1999).

المصدر: من إعداد الباحث.

ومن خلال العرض الاستدلالي السابق يمكن اشتقاق النتائج التطبيقية التالية:

أ. تتوافر ملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية سواء بالاستناد على القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وتنبؤات المحللين الماليين أو بالاستناد على ذات المتغيرات مع استبدال الاستحقاقات بالتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل.

ب. تعد ملاءمة القيمة في الحالة المصرية ليست ببعيدة عن الحالة الأمريكية. إذ يتبين من خلال المقارنة أن القدرة التفسيرية في الولايات المتحدة تقع في نطاق ٨٠-٨٧٪ بينما تقع تلك القدرة في مصر داخل نطاق ٥٨-٦٠٪. ومع ملاحظة أن علاقات التأثير في الحالة الأمريكية يتوافر بها الاتساق مع المنطق العلمي، بينما تخرج بعض علاقات التأثير في الحالة المصرية عن هذا القدر من الاتساق، ويعد هذا الاختلاف من الأمور المتوقعة لتفاوت مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بين السوق المصري والسوق الأمريكي، ويضاف لذلك كذلك التفاوت الكبير في المعايير المحاسبية المتبعة، والقواعد التنظيمية لأسواق المال، ومستوى صرامة تطبيق تلك القواعد.

ج. إن منهجية Ohlson في التقييم والمستندة على حزمة ضيقة من المتغيرات والتي تتحدد في: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى " تنبؤات المحللين الماليين " قد لا تتناسب بالقدر الكاف مع الحالة المصرية. إذ أن الاعتماد على تلك الحزمة الضيقة قد حقق قدرة تفسيرية في المتوسط ٥٨٪. في حين وصلت تلك القدرة التفسيرية في حالة الاعتماد على حزمة عريضة من المتغيرات والتحرر من قيود Ohlson إلى ٧١,٢٪، والمقصود بتلك الحزمة عدد من المتغيرات التفسيرية حده الأدنى عشر متغيرات بخلاف القيمة الدفترية والأرباح غير العادية وتنبؤات المحللين الماليين.

٦/١: خلاصة البحث ونتائجه وتوصياته وآفاقه المستقبلية

سعى هذا البحث إلى قياس وتقييم ملاءمة القيمة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٢م، وذلك من خلال الاعتماد على منهجية تحليلية متكاملة تستند على مزيج يجمع بين المنهجية الاستنباطية والمنهجية الاستدلالية. إذ تم الاستناد على المنهجية الأولى في عرض وتحليل الأدبيات ذات الصلة وصولاً إلى صياغات عامة يُستند عليها في صياغة فروض البحث. في حين تم الاستناد على المنهجية الثانية في اختبار فروض البحث واستنتاج مجموعة من النتائج التجريبية ذات الصلة، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لمائتين وواحد شركة مقيدة بالبورصة المصرية، شكلت ألف ومائة وتسعة عشر مشاهدة تحليلية تم تجميعها من القطاعات الثمانية عشر المكونة لهيكل التصنيف القطاعي للبورصة المصرية.

اشتمل هذا البحث على خمسة أقسام رئيسية. تضمن القسم الأول منها المقدمة والخلفية العلمية للمشكلة البحثية. بينما تناول القسم الثاني الإطار المفاهيمي لملاءمة القيمة وأبعادها الرئيسة، واشتمل القسم الثالث على عرض وتحليل منهجية Ohlson كأساس منهجي للدراسات التجريبية الرائدة في مجال ملاءمة القيمة. بينما اشتمل القسم الرابع على عرض وتحليل الجهود البحثية التجريبية الرائدة في مجال قياس وتقييم ملاءمة القيمة وبخاصة الدراسات التي اتخذت من السوق الأمريكي مجالاً للتجريب. في حين تناول القسم الخامس قياس وتقييم ملاءمة القيمة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

انتهى القسم الأول من البحث إلى توفير الإطار المنهجي العام للبحث والمتضمن بصورة رئيسية الخلفية العلمية للمشكلة البحثية، ومبررات تناولها، وما انتهت إليه المنهجية المتبعة من حلول للمشكلة محل التباحث والتحليل، وكذلك النتائج الرئيسية ذات الصلة.

بينما انتهى القسم الثاني من البحث إلى صياغة إطار مفاهيمي متكامل لملاءمة القيمة يستند على ثلاثة أبعاد رئيسة تشتمل على: التزامنية، والمعايير المحاسبية، وكفاءة سوق الأوراق المالية. ولا تعد تلك الأبعاد حصرية وشاملة، ولكن اقتصر الباحث على الأبعاد الأكثر أهمية وفق رؤيته البحثية.

في حين انتهى القسم الثالث من البحث إلى صياغة المحركات الرئيسية للقيمة وفق رؤية Ohlson المعيارية والمحددة في ثلاث محركات رئيسية، والمحددة في: القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى، ومع بيان وتحليل قيود الديناميكية المعلوماتية الواردة بتلك المنهجية، والواجب مراعاتها وذلك لضمان كفاءة نموذج تقدير القيمة السوقية من ناحية، وكأساس لتقييم المعلمات المعيارية لمنهجية Ohlson من ناحية أخرى.

بينما انتهى القسم الرابع من هذا البحث إلى عرض تحليلي نماذجي متكامل للجهود البحثية التجريبية الرائدة، والتي اتخذت من بيئة الأعمال الأمريكية مجالاً للتطبيق والتجريب وذلك بالاعتماد على ست دراسات هي الأكثر موثوقية في مجال دراسات ملاءمة القيمة، ومع بيان نماذجها القياسية، وعرض كافة خطواتها التحليلية بصورة تفصيلية، والتي استندت على نماذج متنوعة للقياس والتقييم ولكن يربط بينها في مُجملها العام ما ورد بجهود Ohlson من نمذجة معيارية. وبالشكل الذي وفر دليل تطبيقي متكامل لكيفية تطبيق منهجية الدخل النظيف على نحو متكامل وسليم.

انتهى القسم الخامس من البحث والمتضمن الدليل التجريبي من الحالة المصرية إلى توافر ملاءمة القيمة في الحالة المصرية، وذلك بالاستناد على المنهجية التجريبية الواردة في دراسة Barth et al (1999)، وهي المنهجية الأكثر توافقاً مع الحالة المصرية، ومع تطوير تلك المنهجية من خلال تضمين

متغير تنبؤات المحللين الماليين. وقد بلغ متوسط القدرة التفسيرية لنموذج يستند على القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والاستحقاقات وتنبؤات المحللين الماليين وذلك لتقدير القيمة السوقية للشركات المقيدة في البورصة المصرية ما مقداره ٥٧,٩٪، بينما بلغ متوسط القدرة التفسيرية لنموذج يستند على القيمة الدفترية والأرباح غير العادية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وتنبؤات المحللين الماليين ما مقداره ٥٨,١٣٪ ، وهي معدلات ليست بعيدة بالكلية عن متوسط القدرة التفسيرية في الحالة الأمريكية والتي تدور في فلك ٨٠٪.

يتحدد القيد الرئيسي لهذا البحث في استناده على نمذجة خطية غير زمنية، نظراً لطبيعة توزيع البيانات، والذي لم يُمكن من الاستناد على نمذجة خطية زمنية تضاهي النمذجة المتبعة في الحالة الأمريكية، ومع ذلك فقد التزم الباحث بقيود إحصائية صارمة للتأكد من سلامة النماذج الخطية غير الزمنية المتوصل إليها، ويضاف لذلك سعي الباحث لتحقيق الاتساق بين خطوات النمذجة. إذ استند Barth et al. (1999) على نوعين من النمذجة: خطية غير زمنية وخطية زمنية، ولم تؤدي النمذجة الخطية الزمنية إلى النتائج المتوقعة في الحالة المصرية. إذ أدى تجريبها – لم ترد في متن البحث – إلى استبعاد متغيرات أصيلة في النموذج، وذلك للوصول إلى أفضل تمثيل زمني.

تتحدد المساهمة الرئيسية لهذا البحث في العديد من النواحي ومنها: توفير نمذجة تجريبية تفصيلية للجهود البحثية الأمريكية الرائدة، وبالشكل الذي يمكن من توظيفها لاحقاً في الجهود البحثية العربية عموماً والمصرية على وجه الخصوص، وكذلك توفير التطبيق التجريبي المنضبط لتقدير القيمة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك بالاستناد على منهجية تجريبية رائدة وهي منهجية Barth et al. (1999)، وبالشكل الذي مكن من عقد المقارنة بين الحالة المصرية والحالة الأمريكية. ومع ملاحظة أن تلك المنهجية الرائدة تستند في الأساس على منهجية التقدير المعيارية للقيمة لـ Ohlson (1999). ويضاف لذلك أيضاً اشتمال الدليل التجريبي على عدد مشاهدات تحليلية ضخم مقارنة بحجم السوق المصري، وبما يضفي الكثير من المصداقية على النتائج المتوصل إليها في هذا البحث.

يوصي الباحث بالمزيد من العناية البحثية بظاهرة كيفية تطبيق النمذجة المعيارية لـ Ohlson بصورة مكتملة رصينة، وذلك من خلال تناول الدراسات التجريبية الرائدة التي نجحت في تفسير العديد من الغموض المحيط بتلك المنهجية المعيارية الرائدة. ولظروف عدد صفحات هذا البحث لم يحصرها الباحث بصورة تامة، ولكنه استند على أكثرها انتشاراً في الاستشهاد والتوثيق فقط. بالإضافة لأسماء مؤلفيها الرواد في هذا المجال.

يفتح البحث العديد من الآفاق المستقبلية ذات الصلة بملاءمة القيمة والتي يأتي في مقدمتها: دراسة وتحليل محددات ملاءمة القيمة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، والمحددات المقصودة تختلف بالكلية عن المتغيرات التفسيرية التي يتم الاعتماد عليها لتقدير القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية، ولكن المقصود بالمحددات محركات المتغيرات التفسيرية ذاتها، ومثال ذلك المبيعات وهيكل التكاليف وهيكل رأس المال وتكلفة هذا الهيكل، وكذلك مستوى تطبيق آليات الحوكمة، ومستوى كفاءة وفعالية النظم المعلوماتية المتبعة، بالإضافة إلى اشتقاق متغيرات قد تكون كامنة ولكنها ذات تأثير جوهري في القيمة السوقية للشركة مثل رأس المال الفكري والرضا الوظيفي ومستوى الصراعات التنظيمية. إذ أن Ohlson عندما تحدث عن " المعلومات الأخرى " قصد بها بمعناها الموسع كافة المعلومات الأخرى بخلاف القيمة الدفترية والدخل المتبقي والتي قد يعتقد الباحث أنها قد تكون مؤثرة على القيمة السوقية، ومع ذلك يبدو في الأفق قضية كيفية التعبير عن تلك المعلومات الأخرى كمتغير واحد اشتقاقي، وذلك لاختبار معلمات التقدير لـ Ohlson.

٧/١: توثيق البحث:

١/٧/١: مراجع منشورة باللغة العربية:

الراشد، وائل إبراهيم. (١٩٩٩). " أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت". المجلة العربية للمحاسبة، المجلد الثالث، العدد الأول، ص ص ٢٧-٦٥.

حمزة، محيى الدين. (٢٠٠٧). " دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تطبيقية". مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول، ص ص ١٤٥-١٧٤.

رجب، نشوى شاكر علي. (٢٠١٨). " دراسة واختبار العلاقة بين معلومات عناصر الدخل الشامل الآخر وأسعار أسهم الشركات المقيدة في البورصة المصرية ". مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد الثاني، العدد الأول، ص ص ٤١٥-٤٧٣.

سعادة، طارق إبراهيم صالح. (٢٠١٥). " منهجية قياس الخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية كمدخل لتحسين جودة الإفصاح المحاسبي بقطاع الإتصالات ". رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنوفية.

سعادة، طارق إبراهيم صالح. (٢٠٢١). " نحو رؤية تطبيقية أكثر واقعية لتقييم المركز التنافسي للمعلومات المحاسبية وفق مدخل القدرة التفسيرية: دراسة حالة مقارنة بين المعلومات المحاسبية والبيانات السعرية ". مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الخامس والعشرون، العدد الأول، ص ص ٤٠٩-٤٧٥.

شاكر، نبيل عبد السلام. (١٩٩٧). "دور الآداء الإقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري". المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ص ص ١٦١-٢١٨.

صالح، تامر محمود محمد. (٢٠٢٢). " أثر جودتي المراجعة والأرباح على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ". مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد السادس، العدد الأول، ص ص ٤٣٧-٤٩٦.

طاحون، محمد عبد الحميد. (٢٠٠٠). "دور الأرباح والقيمة الدفترية للسهم في تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية". البحوث المحاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة، العدد الثاني، ص ص ٩٧-١٣٤.

طلخان، السيدة مختار عبد الغني. (٢٠١٧). " أثر بعض الخصائص التشغيلية للشركة على ملاءمة المعلومات المحاسبية المقاسة وفقاً لمعايير التقرير المالي الدولية لأغراض قياس قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ". مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد الأول، العدد الأول، ص ص ٣٩٧-٤٤٦.

عبد اللطيف، هناء عبد العزيز. (٢٠٠١). " قياس نشاط وكفاءة آداء سوق الأوراق المالية في مصر دراسة مقارنة مع الأسواق الواعدة ". رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.

علي، نهى محمد ذكي محمد. (٢٠١٩). " المقدرة التقييمية الإضافية لمعلومات الأصول غير الملموسة المعترف بها بالقوائم المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ". مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص ٢٥٦-٣٠٥.

لبدة، السعيد محمد. (١٩٩٦). " اختبار ظاهرة الموسمية في سوق الأسهم المصري ". المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص ١-٢٧.

ندا، محمد صبري. (١٩٩٧). "أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ص ص ١-٥٤.

وطن، عبد الإله جميل. (٢٠٠٦). "محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية، وعمان المالي". القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، المحور الإداري، المجلد ٨، العدد الرابع، ص ص ٨٧-١٢٦.

٢/٧/١: مراجع منشورة باللغة الإنجليزية:

Abarbanell, J. S. & V. L. Bernard, V. (1992). " Tests of Analysts overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for anomalous Stock Price Behavior". The Journal of Finance, Vol.47, No.3, P.P. 1181-1207.

Abdoullahi, A., Y. R. Pitenooei. & M. S. Gerayli. (2022). " Auditor's Report, Auditor's Size and Value Relevance of Accounting Information ". Journal of Applied Accounting Research, Emelard Puplishing Limited, 0967- 5426, P.P. 1-20.

Abdul-Aziz, R., M. H. Kadri. & M. K. Ibrahi, (2009). " Value Relevance of Book Value and Earnings: Evidence from Two Different Financial Reporting Regimes". Journal of financial Reporting and Accounting, Vol.7, No.1, P.P. 1-16.

Abubakar, A., Y. Nasiru. M. S. Badara. & I. L. Chechet. (2021). " Moderating Role of Audit Quality on the Value Relevance of Accounting Information of Listed Firms in Nigeria ". Gusau Jornal of Accounting and Finance, Vol.2, Issue.3, P.P. 1-19.

Abuzayed, B., P. Molyneux. & N. Al-Fayoumi. (2009). " Market Value, Book Value, and Earnings: Is Bank Efficiency a Missing Link? ". Managerial Finance, Vol.35, P.P. 156-173.

Aerce, M. & A. Mora. (2002). " Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Difference on Stock Market Valuation of Earnings

and Book Value". The European Accounting Review, Vol.11,P.P. 573-599.

Ahmed, K. & J. Goodwinn. (2006). " Effects of International Financial Reporting Standards on the Accounts and Accounting Quality of Australian Firm ". Accepted Paper, Conference in an University of South Australia.

Alexender, S. S. (1961). " Price Movement in Speculative Markets: Trend Or Random Walk ". Industrial Managemnt Review, Vol.2, Issue.2, P.P. 7-26.

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

Alford, A., J. Jones. R. Liftwich. & M. Zmijeweski. (1993). " The Relative In formativeness of Accounting Disclosure in different Countries". Journal of Accounting Research, Vol.31, P.P.183-229.

Ali, A. & L. Hwang. (2000). " Country Specific Factors related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data ". Journal of Accounting Research, Vol.38, P.P.1-21.

Aljinovic, Z. (2010). " Cash Flow Ratios VS Accrual Ratios: Empirical Research on Incremental Information Content ". The Business Review, Cambridge, Vol.15, P.P. 206-213.

Almomani, T. M., M. I. S. Obeidat. M. A. Almomani. & N. M. Adnan. (2022). " Capital Structure and Firm Value Relationship: The Moderating Role of Profitability and Firm Size Evidence from Amman Stock Exchange ". WSEAS Transactions on Environment and Development. P.P. 1073-1084.

Alnodel, A. (2018). " The Imact of IFRS Adoption on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from the Insurance Sector ".International Journal of Business and Management , Vol.13, No.4, P.P. 138-148.

Alomair, A., A. Farley. & H. H. Yang. (2022). " The Impact of IFRS Adoption on the Value Relavance of Accounting Information in Saudia Arabia ". Accounting and Finance, Vol.62, Issue.2, P.P. 2839-2878.

Amir, E. & Y. Ganzach. (1998). " Overreaction/Underreaction Analysts' Forecasts ". Journal of Economic Behavior and Organization, Vol.37, Issue.3, P.P. 333-347.

Amir, E., T. S. Harris. & E. K. Venuti. (1993). " A Comparison of the Value Relevance of U.S Versus Non U.S GAAP Accounting Measures Using from 20-F Reconceliation", Journal of Accounting Research, Vol.31: Supplement: Studies on International Accounting P.P. 230-264.

Anandarajan, A. & I. Hasan. (2003). " Transparency and Value Relevance: The Experience From MENA Countries ". Working Paper Series, P.P. 1-26. https://www.researchgate.net/publication/265535910_TRANSPARENCY_AND_VALUE_RELEVANCE_THE_EXPERIENCE_OF_SOME_MENA_COUNTRIES/link/550af53d0cf290bdc1117500/download Access Date: June 15, 2022.

Anton, S. G. & A. E. F. Nucu. (2019). " Firm Value and Corporate Cash Holdings, Empirical Evidence from Polish Listed Firms ".Finance: E+M, Vol. xxii, No.3, P.P. 121-134.

Antunes, P. L., D. Cormier. & S. Demaria. (2009). " First Time Adoption of IFRS Managerial Incentive and Value Relevance: Some French Evidence ". Journal of International Accounting Research, Vol.8, No.2, P.P. 1-22.

Arnold , D. & J. Quelch. (1998). " New Strategies in Emerging Markets ". Sloan Management Review, Fall, Vol. 40. No.1, P.P. 1-15.

Badu, B. & K. O. Appiah. (2018). " Value Relevance of Accounting Information: An Emerging Country Perspective ". Journal of Accounting and Organizational Change, Vol.14, No.4, P.P. 473-491.

Ball, R., A. Robin. & J. Wu. (2003) " Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries".Journal of Accounting and Economics , Vol.36, P.P. 235-270.

Baratov, E., S. R. Goldberg. & M. Kim. (2005). " Comparative Value Relevance Among German, US, and IAS: A German Stock Market Perspective". Journal of Accounting Auditing and Finance, Vol.20, No.2,P.P.95-119.

Barth, M. E, W.H. Beaver. J. R. M. Hand. & W. R. Landsman. (1999). “Accruals, Cash flow, and equity values.”. Review of Accounting Studies, Vol.4, P.P. 205-229.

Barth, M. E. (1994). " Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and Market Valuation of Banks". Accounting Review, Vol.69, No.1, P.P.1-25.

Barth, M. E., W. H. Beaver. & W. R. Landsman. (1996). " Value Relevance of Banks Fair Value Disclosure under SFAS107". The Accounting Review, Vol.71, P.P.513-537.

Barth, M. E., W. H. Beaver. & W. R. Landsman. (1998). " Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as Function of Financial Health ". Journal of Accounting and Economics, Vol.25, Issue.1, P.P. 1-34.

Barton, J., T. B. Hansen. & G. Pownall. (2010). " Which Performance Measures Do Investors Around the World, Value the most-and Why? ", The Accounting Review, Vol.85, No.3, P.P. 753-789.

Beaver, W. H. (2002). " Perspectives on Recent Capital Market Research ". The Accounting Review, Vol.77, No.2, P.P. 453 - 474.

Beaver, W. H., M. F. McNicholas. & J. W. Rhie. (2005). " Have Financial Statements become less Informative? Evidence from the Ability of financial Ratios to predict Bankruptcy ". Review of Accounting Studies, Vol.10, P.P.93-122.

Beaver, W. H., M. F. McNicholas. & M. Correia. (2008). " Have Change in Financial Reporting Attributes Impaired In formativeness? Evidence from the Ability of Financial Ratios to predict Bankruptcy, Working Paper Series, Stanford University: The Rock Center for Corporate Governance, SSRN Electronic Journal, DOI: 10.2139/SSRN.1340752. P.P. 1-60. Access Date: Jan 15, 2022.

Belo, F., V. Gala. J. Salomao. & M. A. Vitorino. (2019). " Decomposing Firm Value ", Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Cambridge, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26112/w26112.pdf, Access date: May 13, 2023, P.P. 1-59

Ben Ayed, M. R.& Abaoub, E. (2006). " Value Relevance of Accounting Earnings and the Information Content of its Components: Empirical Evidence in Tunisian Stock Exchange, Working Paper Series, Elmanar University, Tunisia, P.P. 1-19. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=940791, Access Date:April 2, 2023.

Bernard, V. L. (1995). " The Ohlson-Feltham: Implication for Empiricists". Contemporary Accounting Research ", Vol.11, P.P.733 -747.

Bernard, V. L. (1994). " Accounting Based Valuation Methods, Determinants, of Market to Book Ratios and Implication for

Financial Statement Analysis " Working Paper Series, Michigan Business School, University of Michigan. P.P. 1-54. https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/35398/b2014415.0001.001.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Bernard, V. L. & J. K. Thomas. (1989). " Post Earnings Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?". Journal of Accounting Research, Vol.27, P.P. 1-48.

Bernard, V. L. & J. K. Thomas. (1990). " Evidence that Stock Prices do not fully reflect the Implication of current Earnings". Journal of Accounting and Economics, Vol.13, P.P. 305-340.

Bhatia, M. & M. Mulenga. (2019). " Value Relevance of Accounting Information: A Review of Empirical Evidence Across Continents ".Jindal Journal of Business Research, Vol.8, Issue.2, P.P. 179-193.

Brief, R. P. & P. Zarwin. (1999). " The Value Relevance of Dividends, Book Value, and Earnings ", Working Paper Series, NY University, P.P 1-31.https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173629 Access Date: march 12,2012, Access Date: March 22, 2023.

Brown, S. & T. Lys. (1999). " use of Squared in Accounting Research, Measuring Changing in Value Relevance over the Last Four Decades ". Journal of Accounting and Economics, Vol.28,P.P.83-115.

Callen, J. L.,& Morel, M., (2001). “Linear accounting valuation when abnormal earnings are AR2”. Review of Quantitative Finance and Accounting”, Vol.16, p.p. 191-204.

Carroll, T. J., T. J. Linsmeier. & K. R. Petroni. (2003). " The Reliability of Fair Value Versus Historical Cost Information: Evidence from closed-end Mutual Funds". Journal of Accounting Auditing and Finance, Winter, P.P. 1-24.

Cavusgil, T. (1997). " Measuring the Potential of Emerging Markets: An Indexing Approach ". Business Horizons, Vol. 40. No.1, P.P. 87-91.

Chamisa, E., M. Mangena. & G. Ye. (2010). " Relative Value Relevance of Accounting Measures Based on Chinese Accounting Standards and International Financial Reporting Standards ". Journal of Accounting in Emerging Economics, Vol.2, Issue.2, P.P. 162-187.

Chandrapala, P. (2013). " The Value Relevance of Earnings and Book Value: The Importance of Ownership Concentration and Firm Size ". Journal of Competitiveness, Vol.5, P.P. 98-107.

Chehade, S. & D. Prochazka. (2023). " Value Relevance of Accounting Information in an Emerging Markets: The Case of IFRS Adoption by Non-Financial Firms in Saudi Arabia ". Journal of Accounting in Emerging Economics, Emerald Publishing Limited 2042-1168, P.P. 1-27.

Choi, Y. S., O'Hanlon, J. F., & Pope, P. F. (2006). "Conservative Accounting and Linear Information Valuation Models.". Contemporary Accounting Research, Vol.23, No.1, P.P. 73-101.

Collins, D.W., E. L. Maydew. & I. S. Weiss. (1997). " Change in Value Relevance of Earnings and Book value over the Past Forty Years ". Journal of Accounting and Economics ,vol.24, Issue.1, P.P.39-67.

Cormier, D., S. Demaria, P. L. Antunes. & R. Teller. (2009). " First Time Adoption of IFRS, Managerial Incentives and value Relevance: Some French Evidence ". Journal of International Accounting Research, Vol.8, No.2, P.P. 1-22.

Costa, I. & J. Dias. (2008). " The Level of Shareholders Protection and The Value Relevance of Accounting Numbers: Evidence from the European Union Before and After IFRS ". Participated Paper, The 2008 American Accounting Association Annual Meeting, P.P. 1-17.

Cowles, A. (1933). " Can Stock Market Forecasters Forecast? ". Econometica, Vol.1, P.P. 309-324.

Curto, J. & R. Lourco. (2008). " The Level of Shareholders Protection and the Value Relevance of Accounting Numbers: Evidence from the European Union before and after IFRS". Working Paper, Participate at: American Accounting Association Annual Meeting, available at: www.SSRN.com, Access Date: March12, 2023.

Danbolt, J. & W. Rees. (2008). " An Experiment in Fair Value Accounting: UK Investment Vehicles". European Accounting Review. Vol.17, No.2, P.P. 271-303.

Daske, H., L. Hail. C. Lwuz. & R. Verdi. (2007). " Mandatory IFRS Reporting Around the World: Early Evidence on economic

Consequences ". Journal of Accounting Research, Vol.46, No.5, P.P. 1085-1142.

Dechow, P. M, A. P. Hutton. & R. G. Sloan (1999). "An Empirical Assessment of Residual Income Valuation Model".Journal of Accounting and Economics, Vol.26, Issues 1-3, P.P. 1-34.

Diab, A., S. I. Abdelazim. & A. B. M. Metwally. (2023). " The Impact of Institutional Ownership on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Egypt ". Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol.21, No.3, P.P. 509-525.

Dimitropoulos, P. & A. Dimitrios. (2009). " The Value Relevance of Financial Statements and Their Impact on Stock Price: Evidence from Greece ". Managerial Auditing Journal, Vol.24, P.P. 248-265.

Dontoh, A., S. Radhakrishnan. & J. Ronen. (2005). " The Decline in Value Relevance of Accounting Information and Non-Information-Based Trading: An Empirical Analysis ". Contemporary Accounting Research, Vol.21, Issue.4, P.P. 795-812.

Easton, P. (1985). " Accounting Earnings and Security Valuation: Empirical Evidence of the Fundamental Links ", Journal of Accounting Research ".Vol.23, Supplement, P.P. 54-77.

Eldiftar, D. & T. Ekalla. (2019). " The Value Relevance of Accounting Information in the MENA Region: A Comparison of GCC and Non GCC Country Firm". Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol.17, No.3, P.P. 519-536.

Elgazzar, s., P. Finn. & C. Tang. (2009). " The Value Relevance of Earnings and Non-Earnings Information in Regulated and Deregulated Markets: The Case of the Airline Industry ", International Advanced in Economic Research, Springer: International Atlantic Economic Society ,Vol.15, No.1, P.P. 88-101.

Elshamy, M. & M. Kayed. (2005). " The Value Relevance of Earnings and Book Value in Equity Valuation ". International Journal of Commerce and Management, Vol.15, P.P. 68-79.

Ely, K. & G. Waymire. (1999). " Accounting Standards Organizations and Earnings Relevance; longitudinal Evidence from NYSE Common Stock 1927-1993 ". Journal of Accounting Research, Vol.37, No.2, P.P. 293-317.

Fama, E. E. (1997). " Market Efficiency, Long Term Returns, and Behavioural Finance ". Journal of Financial Economics, Vol.49, Issue.3, P.P. 283-306.

Fama, E. F (1970). " Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work ". Journal of Finance, Vol.25, No.2, P.P. 383-417.

Fama, E. F. (1965). " The Behavior of Stock Market Prices ". Journal of Business, Vol.38, No.1, P.P. 34-105.

Fama, E., F., L. Fisher. M. C. Jensen. & R. Roll. (1969). " The Adjustment of Stock Prices to New Information ". International Economic Review, Vol.10,No.1, P.P. 1-21.

Feltham, G. A. & J. A. Ohlson. (1995). " Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities ". Contemporary Accounting Research, Vol.11, Issue.2, P.P. 689-731.

Feltham, G. A. & J. A. Ohlson. (1996). " Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement ". Journal of Accounting Research, Vol.34, No.2, P.P. 209-234.

Foster, G., C. Olsen. & T. Shevlin. (1984). " Earnings Release Anomalies and the Behavior of Security Returns ". The Accounting Review, Vol.59, No.4, P.P. 574-603.

Garman, M. B. & J. A. Ohlson. (1980). " Information and Sequential Valuation of Assets in Arbitrage Free Economics ". Journal of Accounting Research, Vol.18, No.2, P.P. 420-440.

Ghayoumi, A., F., M. D. Nayeri. M. Ansari. & T. Raeesi. (2011). " Value Relevance of Accounting Information Evidence From Iranian Emerging Stock Markets ". World Academy Science Engineering and Technology, Vol.54, P.P. 86-91.

Giner, B. & R. Iñiguez. (2006). “An empirical assessment of the Feltham-Ohlson models considering the sign of abnormal earnings.”. Accounting and Business Research, Vol.36, P.P. 169-190.

Gjerde, Q., K. Knivsfla. & F. Saettem. (2009). " The Value Relevance of Financial Reporting in Norway 1965-2004 ". Scandinavian Journal of Management, Vol.27, Issue.1, P.P. 113-128.

Gregory, A., Saleh, W., & Tucker, J. (2005). “ A UK Test of an Inflation Adjusted Ohlson Model.”. Journal of Business Finance & Accounting, Vol.32, p.p. 487-534.

Hand, J. R. M. & W. R. Landsman. (2005). " The Pricing of Dividends in Equity Valuation ". Journal of Business and Accounting, Vol.32, No.3, P.P. 435-469.

Harries, A. & K. Muller, K. (1999). " The Market Valuation of IAS Versus US GAAP Accounting Measures Using 20 Financial Reconciliation". Journal of Accounting and Economics, Vol.26,No.1, P.P.285-312.

Harris, T. S., M. Lang. & H. P. Moller. (1994). " The Value Relevance of German Accounting Measures: an Empirical Analysis ". Journal of Accounting Research, Vol.32, No.2, P.P.187-209.

Hassan, M., S., M. Percy. & J. D. Stewart. (2006). " The Value Relevance of Fair Value Disclosure in Australian Firms in the extractive Industries". Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Vol.2, P.P.41-61.

Hassan, O. A. G., P. Rommilly., G. Giorgioni. & D. Power. (2009). " The Value Relevance of Disclosure: Evidence from Emerging Capital Market of Egypt ". The International Journal of Accounting, Vol.44, Issue.1, P.P. 79-102.

Heibatollah, S. & H. Zhou. (2004)." A Comparison of Value Relevance of Accounting Information in Different Segments of the Chinese Stock Market ".The International Journal of Accounting, Vol.39, P.P. 403-427.

Hevas, D. & N. Karampinis. (2009). " The Effect of Mandatory Application of IFRS on the Value Relevance of Accounting Data: Evidence from Greece". European Research Studies, Vol.12, No.1, P.P. 1-27.

Holler, A. (2008). " Have Earnings lost Value Relevance? Revisiting latest Evidence on EVA ". The Business Review, Cambridge, Vol.10, P.P. 245-254.

Horton, J. & G. Seafeim. (2006). " Market Response to and the Value Relevance of Reconciliation Adjustments from UK GAAP: First Evidence from the UK". Working Paper, available at www.SSRN.com , access date: March 2022..

Hung, M. & K. Subramanyam. (2007). " Financial Statement Effects of Adoption International Accounting Standards: The Case of Germany". Review of Accounting Studies, Vol.12, P.P. 623-657.

Hung, M. (2001). " Accounting Standards and Value Relevance of financial Statement: An International Analysis". Journal of Accounting and Economics, Vol.30, P.P. 401-420.

Jordan, C. & M. Waldron. (2010). " The Comparative Predictive Abilities of Accrual, Earnings, and Cash Flows in Periods of Economic Turbulence: The Case of IT Bubble ". The Journal of Applied Business Research, Jan/Feb, P.P. 85-97.

Kaire, K. O. & G. Nduruchi. (2020). " Clean Surplus Accounting Theory in Practice ".International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol.13, Issue.7, P.P. 239-252.

Kao, T. & S. Wu. (2006). " The Effect of Political and Economical Institution on the Value Relevance of Accounting Information A Case of China ". Sixth Global Conference on Business and Economics, USA, P.P 1-17.

Karampinis, N. & D. Hevas. (2009). " The Effect of the Mandatory Application of IFRS on the Value Relevance of Accounting Data: Some Evidence From Greece ". European Research Studies, Vol.12, P.P. 73-100.

Kargin, S. (2013). " The Impact of IFRS on Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Turkish Firms ". International Journal of Economics and Finance, Vol.5, P.P. 71-80.

Kendall, M. G. (1933). " The Analysis of Economic Time Series Part 1: Prices ". Journal of Royal Statistical Society, Vol.96, P.P. 11-25.

Khanagha, J. B. (2011). " Value Relevance of Accounting Information in the United Arab Emirates ". International Journal of Economic and Financial Issues, Vol.1, P.P. 33-45.

Kim, M. & W. Kross. (2005). " The Ability of Earnings to predict Future Operating Cash Flows has been Increasing, not Decreasing ". Journal of Accounting Research,Vol.43, No.5, P.P.753-780.

Kim, O., S. C. Lim. & T. Park. (2007). " The Value Relevance of Earnings and Prediction of Non-Year Ahead Cash Flows ", P.P. 1-29. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1014185, Access Date: March 17, 2023.

Kothari, S.P. (2001). " Capital Market Research In Accounting ", Journal of Accounting and Economics, Vol.31, Issues 1-3, P.P. 105-231.

Kousinidis, D. V. (2010). " Value Relevance of Accounting Information in the pre and Post IFRS Accounting Periods ". European Research Studies, Vol.53, P.P. 143-152.

Kumar, K. R. & G. V. Krishnan. (2008). " The Value Relevance of Cash Flows, and Accruals: The Role of Investment Opportunities ". The Accounting Review, Vol.83, No.4, P.P. 997-1040.

Kumari, P. & C. S. Mishra. (2017). " A Literature Review of Ohlson 1995 ". Asian Journal of Finance and Accounting, Vol.9, No.2, P.P. 1-20

Lagore, W. & G. McCombs. (2009). " The Value Relevance of Industry and Firm Cash Flows and Accruals ", The Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol.14, P.P. 47-56.

Landsman, W. R., E. L. Maydew. & J. R. Thornock. (2012). " The Information Content of Annual Earnings Announcement and Mandatory Adoption of IFRS ". Journal of Accounting and Economics, Vol.53, Issues. 1-2, P.P. 34-54.

Landsman, W., R., et al., 2009, The Information Content of Annual Earnings Announcement and Mandatory Adoption of IFRS, Working Paper, University of North Carolina, Kenan-Elager Business School, available at www.SSRN.com, Access Date: March20, 2023.

Leccadito, A. & Veltri, S. (2014). "A regime switching Ohlson Model.". Quality and Quantity, Vol.49, P.P..2015-2035.

Lev, B. & J. A. Ohlson. (1982). " Market Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation and Extension ". Journal of Accounting Research, Vol.20, Supplement, P.P. 249-322.

Lev, B. & P. Zarowin. (1999). " The Boundaries of Financial Reporting and how to extend them ". Journal of Accounting Research, Vol.37, No.2, P.P.353-383.

Lev, B., S. G. Ryan. & M. Wu. (2008). " Rewriting Earning History ". Review of Accounting Studies, Vol.13, P.P. 419-451.

Liu, J., & C. Liu. (2007). " Value Relevance of Accounting Information in Different Stock Market Segments: The Case of Chinese A-, B-, and H Shares ". Journal of International Accounting Research, Vol.6, No.2, P.P. 55-81.

Lo, K. & T. Lys, (2000). " The Ohlson Model: Contribution to the valuation theory, Limitations, and Empirical Applications.". Journal of Accounting, Auditing, and Finance, Vol.15, P.P. 337-367.

Lopes, A. B. (2002). " The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: An Empirical Investigation ", Working Paper Series, University of Sao Paulo, P.P. 1-43,

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311459, Access Date: Dec 24, 2022.

Lourenco, I. & J. D. Curto. (2008). " The Level of Shareholder Protection and The Value Relevance of Accounting Numbers: Evidence from European Union before and after IFRS " Working Paper, The 2008 American Accounting Association Annual Meeting, P.P. 1-17.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1276024, Access Date: Dec 21, 2022.

Maditinos, D., Z. Sevic. & N. Theriou. (2009). " Modelling Traditional Accounting and Modern Value-Based Performance Measures to explain Stock Market Return in the Athens Stock Exchange ". Journal of Modelling in Management, Vol.4, P.P. 182-201.

Mahmood, J. (2020). " Earnings Quality and Clean Surplus Principles ". Master Thesis, University of Tasmania

Majid, R. & S. H. Mir. (2018). " Advances in Statistical Forecasting Methods: An OverView ". Ecconomic Affairs, Vol.63, P.P. 815-831.

Malkiel, B. G. (2003). " The Efficient Markey Hypothsesis and its Critics ". Journal of Economic Perspectives, Vol.17, No.1, P.P. 59-82.

McCrae, M. & Nilsson, H. (2001). "The explanatory and predictive power of different specifications of the Ohlson (1995) valuation models.". European Accounting Review, Vol.10, No.2,P.P. 315-341.

Miller, M. & F. Modigiliani. (1966). Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954-1957 ". American Economic Review, Vol.56 , P.P 333-391.

Myers, J. N., (1999). "Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics.". Accounting Review, Vol.74, Issue.1, P.P. 1-28.

Nayeri, M., D., A. F. Ghayoumi. & M. A. Bidari. (2012). " Factors Affecting Value Relevance of Accounting Information ". International Journal of Academic Research, Finance and Management Science, Vol.2, Issue.2, P.P. 76-84.

Nelson, K. (1996). " Fair Value Accounting For Commercial Banks: An empirical Analysis of SFAS 107". The Accounting Review, Vol.71, P.P. 161-182.

Niskanen, J., J. Kinnunen. & E. Kasanen. (2000). " The Value Relevance of IAS Reconciliation Empirical Evidence From Finland". Journal of Accounting and Public Policy, Vol.19, No.2,P.P.119-137.

Njagi, J. N., J. Aduda. S. E. kisaka. & C. Iraya. (2017). " Capital Structure, Firm Effeciency, and Firm Value: The Case of Listed Non-Financial Firms in Kynya ". European Journal of Business and Management , Vol.9, No.22, P.P. 71-81.

Nuryaman, M. (2015). " The Influence of Intellectual Capital on the firm's Value with the Financial Performance as Intervening Variable ". Procedia: Social and Pehavioral Science, Vol.211, P.P. 292-298.

Ohlson, J. A. & X. J. Zhang. (1998). " Accrual Accounting and Equity Valuation ". Journal of Accounting Research, Vol.36: Studies on Enhancing Financial Reporting Model, P.P. 85-115.

Ohlson, J. A. (1990). " A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings ". Contemporary Accounting Research, Vol.6, Issue.2, P.P. 648-676.

Ohlson, J. A. (1995). " Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation". Contemporary Accounting Research, Vol.11, P.P. 661-687.

Ohlson, J. A. (1999). " On Transitory Earnings ". Review of Accounting Studies, Vol.4, P.P. 145-162.

Ohlson, J. A. (2005). " On Accounting – Based Valuation Formulae". Review of Accounting Studies, Vol.10, P.P. 323-347.

Olalere, O. E., M. A. Islam. W. S. Yusoff. & F. E. Mumu. (2021). " Modeling the determinants of firm value of conventional banks: Empirical evidence from asean 5 countries ".Asia-Pacific Social Science Review, Vol.21, No.3, P.P. 122-136.

Omran, M. F. (2009). " Price Earnings Multiples as Forecasters of Short Term Stock Returns in Egypt ". Journal of Economics and Administrative Science, Vol.25, P.P. 46-66.

Ossip, J. (2011). " The Value Relevance of Mandatory IFRS Adoption in South Africa, Working Paper Series, University of Pretoria, P.P 1-35. https://repository.up.ac.za/handle/2263/29297, Access Date: Jan 17, 2023.

Ota, K., (2002). "A test of the Ohlson (1995) Model: Empirucal evidence from Japan.". The International Journal of Accounting, Vol.37, P.P. 157-182.

Penman, S. H. & T. Sougiannis. (1997). " The Dividend Displacement Property and Substitution of Anticipated Earnings for Dividends in Equity Valuationv".The Accounting Review, Vol.72, No.1, P.P. 1-21.

PES: Profissional Education Services. (2016). " Financial Analysis, Modeling, and Forecasting Techniques ", https://www.mypescpe.com/!PDFdocs/5710ATEXT.PDF

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

Roberts, C. & Y. Wang. (2009). " Accounting Harmonization and the Value Relevance of Dirty Surplus Accounting Flows ". Review of Accounting and Finance, Vol.8, P.P. 340-368.

Roberts, C. & Y. Wang. (2009) " Accounting Harmonization and the Value Relevance of Dirty Surplus Accounting Flows". Review of Accounting and Finance, Vol.8, No.4, P.P. 340-368.

Harris, T. S., M. Lang. & H. P. Moller. (1994). " The Value Relevance of German Accounting Measures: an Empirical Analysis". Journal of Accounting Research, Vol.32, P.P.187-209.

Salah, W. & L. Pumphery. (2022). " An Examination of the Effect of the Corona Virous Pandemic on Firm Value in Egypt: Apanel PMG/ARDL Approch ". Business Administration, Economics, and Political Science, Vol. 14, No.2, P.P. 287-307.

Samonas, M. (2015). " Financial: Forecasting, Analysis, and Modeling a Framework for Long Term Forecasting ", U.S.A: Wiley, First Edition, https://perpus.univpancasila.ac.id/repository/EBUPT200930.pdf.

Sampurna, D. S. & E. Romawati. (2019). " Determinants of Firm Value: Evidence in Indonesia Stock Exchange ". Advances in Economics, Business and Management Research, Vol.132, P.P. 12-15.

Satrio, D. & S. Kunto. (2020). " Relationship between Eco-Efficiency on Firm Value Moderated With Profitability and Leverage ". Ekbis: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis, P.P. 242-251.

Schiebel, A. (2006). " Value Relevance of German GAAP and IFRS Consolidation Financial Reporting: An Empirical Analysis on the Frankfort Stock Exchange ", presented at: 29th annual Congress of the European Accounting Association, March, 22-24 , 2006, P.P. 1-26. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=916103, Access Date: Dec 18, 2022.

Sharma, A. K., S. Kumar. & R. Singh. (2012). " Value Relevance of Financial Reporting and its Impact on Stock Prices: Evidence from India ". South Asian Journal of Management, Vol.19. Issue.2. P.P. 60-77.

Simko, P. (1999). " Financial Instrument Fair Values and Non-Financial Firms ". Journal of Accounting, Auditing and Finance, Summer, P.P.247-273.

Sisodia, G., N. Jadiyappa. & A. Joseph. (2021). " The Relationship Between Human Capital and Firm Value: Evidence from Indian Firms ". Cogent Economics and Finance, Vol.9, Issue.1, P.P. 1-15.

Sloan, R. G. (1996). " Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? ". The Accounting Review, Vol.71, No.3, P.P. 289-315.

Sloan, R. G. (1999). " Evaluation The Reliability of current Value Estimates". Journal of Accounting and Economics, Vol.26, No.1, P.P. 193-200.

Smith, M. & S. So. (2009). " Value Relevance of Presenting Changes In Fair Value of Investment Properties in the Income Statement: Evidence from Hong Kong ". Accounting and Business Research, Vol.39, P.P. 103-118.

Steffen, M. (2010). " Information Asymmetries and the Value Relevance of Cash Flow and Accounting Figures: Empirical Analysis and Implications for Managerial Accounting ", Problems and Perspectives in Management, Issue.2, P.P.1-24.

Steve, P. (2017). " A Quick Start Guide to Financial Forecasting ", U.S.A: Philip Cambell, First Edition. https://financialrhythm.com/wp-content/uploads/2017/06/9781932743074ePDF.pdf

Subanidja, S., A. Rajasa. E. Suharto. & J. D. Atmanto. (2016). " The Determinants of Firm Value: The Role of Earnings Management and Good Corporate Governance ". Corporate Ownership and Control, Vol.13, Issue.4, P.P. 609-615.

Sudianto, B., E. Puspitasari., I. Nurhayati. & T. Rijanti. (2021). " The Relationship between profitability and Firm Value: Evidence from Manufacturing Industry in Indonesia ". International Journal of Financial Research, Vol.12, No.3, P.P. 466-476.

Taker, D. & E. A. Alp. (2018). " Economic Value Added and Corporate Firm Value Impilications". Press Academia Prodeia, Vol.8, P.P. 76-79

Telmoudi, A., H. Noubbigh. & j. Ziadi. (2010). " Forecasting of Operating Cash Flow: Case of Tunisian Commercial Companies ". International Journal of Business and Management, Vol.5, P.P. 198-210.

An Analytical Vision for the Models of Value Relevance in Terms of the Pioneering Research Efforts with a Broad Empirical Evidence From Egypt Case: Modeling Study "

Dr. Tarek Ibrahim Saleh Saadah

Abstract

This research addresses studying and analyzing the pioneering research efforts for the value relevance of the accounting information, throughout integrated analytical methodology includes both deductive and inductive methods. The first method had used in formulating of theoretical-modeling structure and its hypotheses, whereas the second method had used to testing of these hypotheses, by applying on 201 companies listed in the Egyptian exchange during the period of 2016-2022. The number of analytical cases is 1119.

This research included five main sections, the first section included the methodological framework of the research and its scientific background, whereas the second section addressed the concept of value relevance and its dimensions, the third section included the methodology of residual income methodology for James A. Ohlson (1995) as an intellectual basis for the pioneering research efforts. The forth section included presenting and analyzing of pioneering empirical research in the American business environment with presenting models of these efforts in depth vision, at the end, the fifth section included providing the empirical evidence from Egyptian case.

The empirical evidence for this research is based on the model presented in the study by Barth et al. (1999), that is one of the Pioneering American studies in the field of measuring and evaluating value relevance, this model is more suitable to the Egyptian case, with developing the original model by adding forecasting of financial analysts, the original model did not include these forecasts. The model based on one sector analysis in all analytical procedures and did not follow cross section analysis.

The main findings of this research are determined in availability of the value relevance in the Egyptian case, the average of explanatory power for the first model which included four explanatory variables included: Book Value, abnormal earnings, accrual, and forecasting of financial analysts is 57.9%, whereas the average of explanatory power for the second model which included four explanatory variables included : book value, abnormal earnings, cash flow from operating, and forecasting of financial analysts is 58.13%, this finding provide the evidence for the priority of cash flow comparable with accrual, even if it is minor.

The researcher recommended that have more attention to the empirical research efforts in the Egyptian case to measuring and evaluating the value relevance, within the framework of the complete application of Olson's residual income methodology, and a commitment to the assessment of the standard parameters contained in that methodology to determine the level of validity of the normative visions contained in that methodology.

Key Words: Value Relevance, Explanatory Power, Information Dynamics.