الفصل التمهيدي

الإطار العام للبحث

1- مقدمة:

في النصف الثاني من القرن العشرين، قدمت دراسة كل من Ball & Brown (1968) وBeaver (1968) دليلاً على أهمية المعلومات المحاسبية كمدخلات هامة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري من قبل مستثمري الأوراق المالية، واعتبرت هاتين الدراستين نقطة بداية ما يعرف بالبحث المحاسبي التطبيقي في مجال أسواق رأس المال Accounting Research in Capital Market.

هذا وقد نال أساس الاستحقاق أهمية بالغة في مجال البحث المحاسبي، وذلك لدوره المهم والرئيسي في مضمون المعلومات المحاسبية ومحتواها، ولكن لم يقتصر التركيز على المعلومات المبنية على أساس الاستحقاق فقط، بل تزايد الاهتمام أيضاً بالمعلومات المبنية على الأساس النقدي، وبشكل خاص بعد أن أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية IASC عام 1992 المعيار رقم (7) الذي أكد على ضرورة الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية المعدة وفقاً للأساس النقدي.

من جهة أخرى، اهتمت المنظمات المهنية _مجلس معايير المحاسبة المالية الامريكية FASB ومجلس معايير المحاسبة الدولية IASB_ بخاصية ملاءمة المعلومات المحاسبية، حيث أكدت هذه المنظمات في إطارها المفاهيمي للتقارير المالية على ضرورة اتصاف المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية بالملاءمة لتعطي مقاييس ذات منفعة وجدوى في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مما شجع الكثير من الباحثين في دراسة ملاءمة المقاييس المحاسبية المختلفة في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها ضمن ما يسمى بدراسات القيمة الملائمة.

وهكذا أصبح مدخل القيمة الملائمة أحد الاتجاهات البحثية الهامة في الفكر المحاسبي المعاصر، حيث يختبر مدى ملاءمة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية في اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية، سواءً أكانت هذه المعلومات مبنية على أساس الاستحقاق أم على الأساس النقدي.

ونظراً لأهمية هذا النوع من الدراسات، اتجه البحث الحالي ليقدم مساهمة في إطار مدخل القيمة الملائمة من خلال تقييم مدى ملاءمة مجموعة من المقاييس _مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية_ في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها للمؤسسات المالية المدرجة في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية.

2-مصطلحات البحث:

مقاييس الاستحقاق Accrual Measures: وهي عبارة عن مقاييس تم بناؤها باستخدام معلومات مبنية على أساس الاستحقاق، وذلك بالاعتماد إما على قائمة المركز المالي أو على قائمة الدخل مع إمكانية الاستعانة بقائمة التدفقات النقدية بما يخدم الهدف من بناء هذه المقاييس.

مقاييس التدفقات النقدية Cash Flow Measures: وهي عبارة عن مقاييس تم بناؤها باستخدام معلومات مبنية على الأساس النقدي، وذلك بالاعتماد على قائمة التدفقات النقدية مع إمكانية الاستعانة بقائمة الدخل بما يخدم الهدف من بناء هذه المقاييس.

الخصائص النوعية للمعلومات Qualitative Characteristics of Information: هي الخصائص الواجب توافرها في المعلومات المحاسبية لكي تكون مفيدة، وهي الملاءمة والتمثيل الصادق.

مدخل القيمة الملائمة Value Relevance Approach: هو أحد المداخل البحثية الهامة في مجال الأسواق المالية. يتضمن الأبحاث الهادفة إلى تحديد ملاءمة المعلومات المحاسبية الممثلة بمقاييس (مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية)، من خلال دراسة أثرها في مؤشرات أساسية في السوق المالي.

3-مشكلة البحث:

منذ بداية التسعينات من القرن العشرين، نال موضوع القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية اهتمام كبير من قبل الباحثين، باعتبارها أحد الخصائص المهمة لجودة المعلومات المحاسبية من جانب، ونتيجة

لزيادة حاجة المستثمرين في الأسواق المالية إلى أرقام محاسبية ملائمة تمكنهم استخدامها من الوصول إلى مقاييس مفيدة وربطها بمؤشرات أساسية في السوق المالي (كتحركات أسعار الأسهم وعوائدها؛ أحجام التداول وغيرها) لاتخاذ القرار الاستثماري الأفضل من جانب آخر.

كما نال التمييز بين المعلومات المحاسبية المبنية على أساس الاستحقاق والمعلومات المحاسبية المبنية على الأساس النقدي اهتمام كبير في مجال البحث المحاسبي [Bowen et al (1986)؛ Wilson (1986) وDechow (1994)]. حيث حاولت العديد من الدراسات تحديد مدى ملاءمة معلومات كلا الأساسين في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها في الأسواق المالية. لكن جاءت نتائج هذه الدراسات متباينة.

توصلت بعض الدراسات إلى أن مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها [خليل (2001) وDimitropoulos et al (2010)]. في حين وجدت دراسات أخرى أن مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق [Bo (2009) Melendrez et al & (2008)]. بينما توصلت دراسات أخرى إلى أن مقاييس الاستحقاق لا تقل أهمية عن مقاييس التدفقات النقدية وأنهما ملائمتان في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها [Omokhudu & Ibadin (2015)]. بالمقابل، وجدت دراسات أخرى عدم ملاءمة كلا النوعين من المقاييس [Panahian & Zolfaghari (2010)].

في ضوء ما سبق، نلاحظ اختلاف واضح في النتائج التي توصل إليها الباحثون، حيث أنه مازال هناك جدل حول أكثر المقاييس ملاءمة، وبالتالي جاء البحث الحالي ليقدم مساهمة في حل الجدل القائم، وذلك بإعادة اختبار وتطوير بعض متغيرات الدراسات السابقة مع إضافة متغيرات جديدة، من خلال الإجابة عن التساؤلات الآتية:

1. هل تعتبر مقاييس الاستحقاق ملائمة في تفسير أسعار وعوائد أسهم شركات قطاعي المصارف والتأمين في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية؟

2. هل تعتبر مقاييس التدفقات النقدية ملائمة في تفسير أسعار وعوائد أسهم شركات قطاعي المصارف والتأمين في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية؟
3. أيهما أكثر ملاءمة في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها، مقاييس الاستحقاق أم مقاييس التدفقات النقدية؟
4. هل تختلف ملاءمة أي نوع من المقاييس باختلاف السوق المالي (بورصة عمان، سوق دمشق للأوراق المالية)؟
5. هل تختلف ملاءمة أي نوع من المقاييس باختلاف القطاع (مصارف، شركات تأمين)؟

4-فرضيات البحث:

تتمثل فرضيات البحث فيما يأتي:

1) يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية للأسهم.
2) يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية للأسهم.
3) يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.
4) يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

5-أهمية البحث وأهدافه:

من الجانب النظري، تظهر أهمية البحث كونه امتداد لدراسات القيمة الملائمة والتي تعتبر أحد الاتجاهات البحثية الهامة في البحث المحاسبي التطبيقي في مجال الأسواق المالية، وبشكل خاص، بعد أن لاقت هذه الدراسات في بداية التسعينيات من القرن العشرين أهمية كبيرة من قبل الباحثين نظراً لتعاظم دور اقتصاد السوق عالمياً، ولزيادة طلب المستثمرين لمعلومات محاسبية ملائمة عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية.

أما من الجانب التطبيقي، فتظهر أهمية هذا البحث في تطبيقه على بورصة عمان كونها سوق نشطة. كما تظهر أهميته في تطبيقه على سوق دمشق للأوراق المالية كونه سوق حديث النشأة وقلة عدد أبحاث

القيمة الملائمة التي طبقت عليه. وتزداد أهميته من خلال محاولة الاستفادة من النتائج التي سيتم التوصل إليها في وضع توصيات لتطوير وتنشيط سوق دمشق للأوراق المالية.

يهدف البحث بشكل أساسي إلى تحديد مدى ملائمة كل من مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها. ويتفرع عن الهدف الأساسي مايلي:

1. دراسة أثر مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في أسعار وعوائد أسهم المؤسسات المالية في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية.
2. بيان فيما إذا كان أثر المقاييس في أسعار الأسهم وعوائدها يختلف باختلاف السوق المالي (بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية).
3. بيان فيما إذا كان أثر المقاييس في أسعار الأسهم وعوائدها يختلف باختلاف نوع المؤسسة المالية (مصارف وشركات التأمين).

7- إجراءات البحث:

7-1- متغيرات البحث:

شملت متغيرات البحث متغيرين تابعين هما سعر السهم ومعدل العائد على السهم، في حين تم تصنيف المتغيرات المستقلة في مجموعتين. شملت المجموعة الأولى متغيرات ممثلة لمقاييس الاستحقاق، وهي: حصة السهم من صافي رأس المال العامل؛ القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم الأساسية؛ ربحية السهم التشغيلية؛ حصة السهم من المستحقات المتداولة وحصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية. بينما شملت المجموعة الثانية متغيرات ممثلة لمقاييس التدفقات النقدية، وهي: حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية؛ حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه ونسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى ربحية السهم التشغيلية. سيتم شرح هذه المتغيرات في المبحث الأول من الفصل الثاني.

7-2- منهجية البحث:

للتوصل إلى نتائج منطقية تدعم فرضيات هذه الدراسة، تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي. وفقاً لهذا المنهج سيتناول البحث عرض لأهمية مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية وفقاً لمدخل القيمة الملائمة. أما بالنسبة للجانب العملي، ستطبق الدراسة على البيانات الفعلية لقطاعي المصارف والتأمين في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية لاختبار فرضيات البحث ومناقشة نتائجه.

7-3- مجتمع وعينة البحث:

شمل مجتمع البحث شركات القطاع المالي المدرجة في سوقين ماليين: بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية. يعود سبب اختيار سوق دمشق للأوراق المالية إلى حداثة هذا السوق وقلة عدد أبحاث القيمة الملائمة المطبقة على هذا السوق. في حين يعود سبب اختيار بورصة عمان كونه سوق نشط من حيث تداول الأسهم ولتأسسه عام 1999، أي قبل (11) سنة من بدء التداول في سوق دمشق للأوراق المالية. بينما شملت عينة البحث شركات قطاعي المصارف والتأمين التي حققت شروط سيتم ذكرها في المبحث الأول من الفصل الثاني، حيث تم اختيار شركات هذين القطاعين كون أسهمها أكثر تداولاً ونشاطاً من أسهم شركات القطاعات الأخرى في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية.

7-4- مصادر البيانات وفترة الدراسة:

تم جمع البيانات من قائمة المركز المالي؛ قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية المفصح عنها في التقارير المالية النصف سنوية (من النصف الأول من عام 2006 لغاية النصف الأول من عام 2016) للشركات المدرجة في بورصة عمان والتقارير المالية الربع سنوية (من الربع الأول من عام 2011 لغاية الربع الأول من عام 2016) للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بالإضافة إلى جمع البيانات من نشرات التداول المنشورة على موقع بورصة عمان وموقع سوق دمشق للأوراق المالية.

7-5- أسلوب تحليل البيانات:

بهدف اختبار الفرضيات تم تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد (Rolling Regression). كما تم تطبيق أسلوب التحليل العاملي (Factor Analysis)، للتأكد من نتائج أسلوب الانحدار المتجدد وتحديد المتغيرات الأكثر ملاءمة في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها. سيتم شرح هذه الأساليب بالتفصيل في المبحث الأول من الفصل الثاني.

الفصل الأول

مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية

Theoritical and Empirical Review

مقدمة:

هدف هذا الفصل إلى عرض طبيعة وأهمية المعلومات المحاسبية المبنية على كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي وما ينتج عنهما من مقاييس مفيدة لمتخذي القرارات، وأهمية تكاملهما مع بعضهما البعض.

ونظراً لاهتمام المستثمرين بتحديد العلاقة ما بين المعلومات المحاسبية وقرارات تداول الأسهم في الأسواق المالية، تطلب الأمر أن تتصف هذه المعلومات بالملاءمة عند اتخاذ القرار الاستثماري. في هذا الفصل تمت مناقشة أهمية خاصية الملاءمة وطبيعة ملاءمة كل من مقاييس أساس الاستحقاق ومقاييس الأساس النقدي في اتخاذ القرار الاستثماري الأفضل وذلك وفقاً لمدخل القيمة الملائمة.

كما تضمن هذا الفصل مراجعة لأهم الأدبيات التطبيقية التي تناولت موضوع ملاءمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي سواءً في تقييم أداء الشركة، تقييم الأسهم، تفسير عوائد الأسهم أم في التنبؤ بالتدفقات النقدية.

المبحث الأول

ملاءمة مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية

وفقاً لمدخل القيمة الملائمة

1-أهمية مقاييس الاستحقاق مقابل مقاييس التدفقات النقدية:

يتضمن نشاط المنشآت العديد من الصفقات التي ينتج عنها تدفقات نقدية. وتقوم المنشآت بالتسجيل والإفصاح عن جميع الصفقات والأحداث الاقتصادية التي لها أثر مالي باستخدام إما أساس الاستحقاق Accrual Accounting أو الأساس النقدي Cash Basis، لينتج عن ذلك ما يسمى بالمعلومات المحاسبية. بالتالي، تتوقف طبيعة وخصائص المعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها على أساس القياس المحاسبي المستخدم -أساس الاستحقاق أو الأساس النقدي- فلكل منهما مقوماته وطبيعته التي تحدد خصائص وطبيعة المعلومات الناتجة عن تطبيقه.

وبما أن المعلومات المحاسبية تتميز بأنها معلومات كمية مقاسة نقداً فيمكن استخدام الأساس النقدي في تسجيلها. ولكن التدفقات النقدية لأي صفقة قد لا تحدث دفعة واحدة، وإنما يمكن أن تتم على دفعات خلال فترة تسليم المنتج أو تقديم الخدمة[1]. ومن هنا اعتبر أساس الاستحقاق الأفضل في تسجيل الصفقات التجارية للمنشآت من الأساس النقدي.

والأمر الذي يعزز أفضلية استخدام أساس الاستحقاق على الأساس النقدي، هو أن المعلومات المحاسبية في معظمها معلومات تاريخية، وذلك نتيجة لطبيعة المبادئ المحاسبية، كمبدأ الاعتراف بالإيراد

[1] Walton, Peter & Aerts, Walter, 2007, Global Financial Accounting and Reporting: Principles and Analysis, Thomson, China, Pp96.

على أساس البيع ومبدأ التكلفة التاريخية في قياس الأصول وتقويمها والتقرير عنها، ومبدأ الثبات الذي يلزم الشركات بالثبات في تطبيق سياساتها المحاسبية على الرغم من تعدد الطرق المحاسبية.

ولكن يفرض استخدام أساس الاستحقاق على المعلومات المحاسبية أن تكون نتائج تقريبية مشروطة. إذ أنه نتيجة لفرض الاستمرارية في المحاسبة وما يتطلبه من ضرورة تقسيم حياة المنشأة إلى فترات محاسبية، أدى إلى ضرورة التقرير عن نتائج تقريبية مشروطة.

بالتالي، أصبحت صحة بعض النتائج تتوقف على صحة التقديرات في المستقبل التي أخذت بعين الاعتبار عند التقرير عن المعلومات المحاسبية، إذ أن النتائج الحقيقية للمنشأة لا يمكن معرفتها إلا بعد انتهاء حياتها الإنتاجية[1]. وهذا الأمر قد لا يقلل من أهمية الأساس النقدي في القياس، كونه يساعد في تحديد التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، ويستخدم في معرفة قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل. ولتوضيح أهمية كل من أساسي القياس المحاسبي فيما يلي شرح مبسط عن طبيعة كل منهما.

1-1- طبيعة أساس الاستحقاق:

يشكل أساس الاستحقاق Accrual Basis حجر الزاوية في الممارسة المحاسبية، و يرتبط بمبدأ الدورية والمقابلة[2]، الذي يتطلب قياس الصفقات التجارية وتسجيلها وقت حدوثها، بدلاً من الانتظار حتى قبض النقدية.

كما يُعتبر أساس الاستحقاق من الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها عملية إعداد القوائم المالية (قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، قائمة التغير في حقوق الملكية)، أي أنه يتم تسجيل وإثبات تأثير

[1] اسماعيل وآخرون، 2011، المحاسبة المتوسطة (2)، منشورات جامعة دمشق، دمشق، ص436.

[2] المرجع السابق، ص433.

المعاملات والأحداث المالية الأخرى عندما تحدث، في القوائم المالية للفترات المتصلة بها، سواءً حدثت تدفقات نقدية أم لم تحدث[1].

وفي الواقع العملي، يعد أساس الاستحقاق من القضايا الجوهرية في المحاسبة، وذلك لدوره المهم والرئيسي في تحديد مضمون المعلومات المحاسبية ومحتواها، فقياس قيم الأصول على أساس الفترة المحاسبية وتقدير اهتلاكها وتكوين المخصصات بأنواعها كلها أمثلة عن نتائج تطبيق أساس الاستحقاق[2].

يتسم أساس الاستحقاق بالعديد من المزايا[3]، كما تتميز المعلومات المحاسبية التي يقدمها هذا الأساس بالخصائص التالية:

1) من حيث الموضوعية: لا تحقق المعلومات المحاسبية شروط الموضوعية المطلقة، فالموضوعية في المحاسبة قضية نسبية، وذلك نتيجة لصعوبات عملية تواجه العمل المحاسبي، فالمحاسب يعتمد على تقديراته (الذاتية) للتقرير عن القيم في نهاية الفترة، كما يأخذ بالعمليات الاقتصادية المالية للمنشأة المؤيدة بالمستندات، فالموضوعية في المحاسبة إذاً هي موضوعية مستندية.

2) من حيث الشمول والوضوح: تتصف المعلومات المحاسبية بالشمول والوضوح وفقاً لمتطلبات المبادئ المحاسبية، إلا أن طبيعة هذه المبادئ لا تأخذ إلا بالعمليات المالية أو الأحداث الاقتصادية المالية للمنشأة التي يمكن قياسها نقدياً، وهذا يضع صعوبات أمام العمل المحاسبي عند الأخذ بمتطلبات الإفصاح عن بعض المعلومات التي نالت اهتماماً في الفترة الأخيرة، مثل التقرير عن المنافع والتكاليف الاجتماعية والبيئية للمنشأة، مما قد يؤثر في مدى شمولية المعلومات المحاسبية[4].

---

[1] حماد، طارق عبد العال، 2007، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان –نظرة حالية ومستقبلية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص4.

[2] اسماعيل وآخرون، 2011، مرجع سبق ذكره، ص433.

[3] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى:

[3-1] مطر، محمد، 2007، ص198-200.

[3-2] اسماعيل وآخرون، 2011، ص436.

[4] المرجع السابق، ص435.

إذاً، يمكن القول أن لتطبيق أساس الاستحقاق وما يرتبط به من قواعد ومبادئ محاسبية الدور الأساسي في تحديد خصائص معلومات المحاسبة المالية، ومن أمثلة ذلك:

1) بالنسبة لمعلومات قائمة المركز المالي:

أ- وفقاً لفرض استمرارية المنشأة والقياس الدوري، فإنه يجب على المحاسب تقدير عمر الأصول الثابتة، ثم توزيع قيمها على مدى فترات هذا العمر، وإجراء الاهتلاك الخاص بكل فترة ليتم التقرير عن القيم الصافية الخاصة بهذه الأصول لكل فترة بشكل مستقل عن الأخرى.

ب- يتم تشكيل المخصصات المتعلقة بالقيم المتوقعة للحسابات المدينة والدائنة في نهاية الفترة المحاسبية.

2) بالنسبة لمعلومات قائمة الدخل:

أ- يتم توزيع التكاليف والإيرادات الرأسمالية أو غير الجارية على فترات الاستفادة منها، ليتم في النهاية تحميل كل فترة بما يخصها وفقاً لقواعد محددة، لذلك يتم على أساسها تحديد طبيعة هذه التكاليف أو الإيرادات، مثل مدى ارتباطها بالفترة المحاسبية وتكراريتها.

ب- يتم تطبيق مبدأ المقابلة بين المصروفات والإيرادات التي تخص الفترة عن نتيجة الأعمال عن تلك الفترة المحاسبية الواحدة عملاً بالمبادئ والقواعد المحاسبية.

بالتالي فإن أساس الاستحقاق يفصح عن المعلومات المحاسبية التي تخص الفترة المحاسبية الواحدة عملاً بالمبادئ والقواعد المحاسبية.[1]

ولكن على الرغم من أهمية أساس الاستحقاق في العمل المحاسبي وفي تحديد خصائص المعلومات المحاسبية، إلا أنه تعرض لانتقادات ومشاكل متعددة بسبب تعدد الطرق والمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً GAAP، مما يوفر فرصة أمام الإدارة لاختيار ما يلائمها من السياسات والطرق المحاسبية، يمكنها تحقيق أغراضها الخاصة التي قد لا تتوافق مع أهداف المنشأة ومصلحة الملاك، ومن

[1] المرجع السابق، ص434.

ذلك تعدد طرائق تسعير المنصرف من المخزون، وطرق الاهتلاك، وهذا الأمر أثار الشك بالمعلومات المحاسبية القائمة على أساس الاستحقاق، ودعا البعض إلى القول بأن الأرقام المحاسبية مضللة، وعرضة للتلاعب من قبل الإدارة[1].

1-2- طبيعة الأساس النقدي:

يعتبر الأساس النقدي Cash Basis أقدم من أساس الاستحقاق من حيث الاستخدام، ولكن نتيجة لتغير نمط ملكية المشاريع الاقتصادية من الملكية الفردية إلى نمط الشركة المساهمة، وما رافق ذلك من تزايد الدور الذي تلعبه القوائم المحاسبية كمصدر للمعلومات، جعل من أساس الاستحقاق الأساس الشائع في التطبيق المحاسبي في المنشآت التجارية والصناعية عامةً؛ والمنشآت الاقتصادية خاصةً، وذلك سعياً منهم نحو تحسين أساليب قياس الربح والمركز المالي ومن ثم تحسين مصداقية البيانات المالية المنشورة[2]. أما الأساس النقدي فهو الأساس المحدود في الممارسة ويطبق في المنشآت الاقتصادية الخدمية مثل مكاتب المحاماة والهندسة وعيادات الأطباء[3].

وعلى الرغم من اتجاه المحاسبين لاستخدام أساس الاستحقاق في تسجيل المعلومات المالية في المنشآت الاقتصادية، إلا أن مجلس معايير المحاسبة الدولية IASC أكد على أهمية الأساس النقدي، حيث قام عام 1992 بإصدار المعيار رقم (7) الذي أكد على ضرورة الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية، وإعدادها باستخدام الأساس النقدي. بينما بقيت كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التغير في حقوق الملكية تُعد على أساس الاستحقاق.

---

[1] حماد، طارق عبد العال، 2007، مرجع سبق ذكره، ص435.

[2] مطر، محمد،2007، مبادئ المحاسبة المالية: الدورة المحاسبية ومشاكل الاعتراف والقياس والإفصاح، الطبعة الرابعة، دار الأوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ، ص198.

[3] علي، عبد الوهاب نصر، 2007، القياس والإفصاح المحاسبي وفقاً لمعايير المحاسبة العربية والدولية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص45.

ومن الجدير بالذكر أنه في هيكل المركز المالي، يتم التعامل مع التدفقات النقدية على أنها جزء من رأس المال العامل، ولكن في الحقيقة إن هذه التدفقات النقدية قد لا تكون ناجمة عن العمليات التشغيلية فقط والمرتبطة برأس المال العامل، وإنما قد تنتج عن عمليات شراء وبيع أصول طويلة الأجل، وعن عمليات الاقتراض لأغراض التمويل وعن عمليات تسديد ديون والتزامات المنشأة وغير ذلك.

إذاً، التدفقات النقدية التي تنتج عن أعمال المنشأة هي عبارة عن تدفقات نقدية مستمرة في عدد من دورات تحويل النقد قصيرة وطويلة الأجل. حيث تبدأ دورة التدفقات النقدية خلال السنة المالية في الشركة بتوليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية الأساسية، والتي سوف يتم استخدامها ليس فقط من أجل دفع أجور الموظفين ودفع المصاريف التشغيلية الأخرى، وإنما أيضاً من أجل شراء أصول منتجة جديدة وتسديد الديون، بالإضافة إلى أنه قد تحصل المنشأة على قرض جديد، وتقوم ببيع أصول قديمة وغير ذلك[1].

وهكذا يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوم واسع، وذلك لأنه لا يقتصر على التدفق النقدي الخارج من المنشأة كونه يمتلك تأثير مباشر على قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها وشراء الأصول التي تحتاج إليها، وإنما يمتد ليشمل أيضاً التدفق النقدي الداخل والخارج من الأصول المالية[2] كالأوراق المالية، القروض المصرفية، الحسابات القابلة للدفع[3].

وعلى الرغم من البساطة؛ الوضوح والموضوعية التي يتسم بها الأساس النقدي[4]، إلا أنه لا يخلو من بعض الانتقادات والعيوب التي تؤثر على طبيعة وخصائص المعلومات التي يقدمها، كعدم الشمولية نتيجة لاقتصاره على الأخذ بالمقبوضات والمدفوعات النقدية فقط[5]، وعدم التعبير الصحيح عن واقع أعمال

---

[1] Walton, Peter et al, 2007, **Cit. O**, Pp261.

[2] النعيمي، عدنان تايه وآخرون، 2009، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ص275.

[3] Ohlson; James A. & Aier; Jagadison K., 2009, On the Analysis of Firms' Cash Flows, Contemporary Accounting Research, Vol. 26 No. 4, Pp1094.

[4] مطر، محمد،2007، مرجع سبق ذكره، ص198.

[5] Petersen; Christian V. & Plenborg; Thomas, 2012, Financial Statement Analysis, Pearson, England, Pp54.

المنشأة[1]، نتيجة لوجود صفقات غير مكتملة خلال السنة المالية. بالإضافة إلى أن الأساس النقدي كأساس الاستحقاق عرضة للتلاعب من قبل المدراء، مثلاً يمكن أن يتم زيادة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية إذا قامت المنشأة ببيع حسابات مدينة أو قامت بتأجيل مشتريات بضائع[2].

ونتيجة لهذه المساوئ، ولتوصية مجلس معايير المحاسبة الدولية بإعداد قائمة تبين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة بذات الفترة، تم تطبيق مبدأ الأساس النقدي لإعداد قائمة التدفقات النقدية التي تحتوي على معلومات جديدة تفيد مستخدميها في قياس الأداء المالي، وذلك بالتزامن مع القوائم المالية الأخرى كقائمة المركز المالي وقائمة الدخل[3].

1-3- مقاييس الاستحقاق مقارنةً بمقاييس التدفقات النقدية:

يلعب نظام المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في تقديم مقاييس محاسبية ومالية تعطي مؤشرات هامة تساعد المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب. ولكن تأثير هذه المقاييس في القرار الاستثماري قد يختلف باختلاف اتجاه تأثير المقياس أو باختلاف نوعه. فعلى سبيل المثال، قامت دراسة Er & Vuran (2012) بتصنيف مجموعة من المقاييس التي تعطي مؤشرات اقتصادية ومالية من حيث اتجاه تأثيرها في عوائد الأسهم إلى مقاييس تؤثر سلباً في هذه العوائد، ومقاييس تؤثر إيجاباً فيها[4].

بالمقابل، ميزت العديد من الدراسات بين نوعين من المقاييس. مقاييس مبنية على أساس الاستحقاق ومشتقة من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي، ومقاييس مبينة على الأساس النقدي ومشتقة من قائمة التدفقات النقدية[5]. حيث اهتمت مجموعة من الدراسات باختبار نوع واحد من المقاييس، كدراسة

---

[1] اسماعيل وآخرون، 2011، مرجع سبق ذكره، ص437.

[2] Petersen & Plenborg, 2012, **ibid**, Pp54.

[3] Mottaghi, Aliasghar, 2011, Accrual Accounting, Cash Accounting and the Estimation of Future Cash Flows, Thesis of Doctora, University of Sussex, UK, Pp16.

[4] Er, Şebnem & Vuran, Bengü, 2012, Factors Affecting Stock Returns of Firms Quoted in ISE Market: A Dynamic Panel Data Approach, International Journal of Business and Social Research, Vol.2, No.1, P.109-122.

[5] Elliott, Barry & Elliott, Jamie, 2007, Financial Accounting and Reporting, 11th ed, Financial Time Prentice Hall, UK, Pp32.

كل من الزهراني والدبعي (2016)[1] والغصين والموصلي (2013)[2]. في حين اهتمت مجموعة أخرى بدراسة النوعين معاً والمقارنة بينهما كدراسة كل من Shubita (2013)[3] وEbaid (2011)[4].

ومن الجدير بالذكر بأن اختبار هذه المقاييس تم ضمن نماذج ربطت مقياس أو أكثر مع متغير أساسي بغية الوصول إلى المقياس الأفضل لاتخاذ القرار المناسب. مثلاً، استخدمت دراسة Shubita (2013) نموذج Barth et al (2001) للمفاضلة بين مقياس مبني على أساس الاستحقاق (الربح) ومقياس مبني على الأساس النقدي (التدفقات النقدية) لمعرفة أيهما أفضل في التنبؤ بالتدفقات النقدية، ووجدت أن كلا المقياسيين مناسبين للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. بينما توصلت دراسة Ebaid (2011) إلى أن الأرباح الممثلة لمقياس مبني على أساس الاستحقاق أفضل من التدفقات النقدية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. في حين اتجهت دراسة Ball et al (2016)[5] إلى اختبار أداء الشركات من خلال دراسة أثر مقاييس مبنية على كل من أساس الاستحقاق _التغير في بنود قائمة المركز المالي_ والأساس النقدي _التدفقات النقدية التشغيلية_ في عوائد الأسهم، وتوصلت إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية تتفوق على المقياس المبني على أساس الاستحقاق في التنبؤ بالعوائد. بينما أكدت كل من دراسة Shan et al (2013)[6] وPapanastasopoulos (2014)[7] على أهمية المقاييس المبنية

---

[1] الزهراني، أسماء أحمد والدبعي، مأمون محمد، 2016، مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12، العدد2، ص 271-288.

[2] الغصين، راغب والموصلي، منال، 2013، أهمية مقاييس التدفقات النقدية في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 35، العدد 2، ص 207-223.

[3] Shubita, Mohammad Fawzi, 2013, Accruals and Cash Flows- A case of Jordan, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business, Vol.5, NO.3, P428-441.

[4] Ebaid, Ibrahim El-Sayed, 2011, Accruals and the prediction of future cash flows Empirical evidence from an emerging market, Management Research Review, Vol. 34, No. 7, P838-853.

[5] Ball, Ray; Gerakos, Joseph; Linnainmaa, Juhani T.; Nikolaev, Valeri, 2016, Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns, Journal of Financial Economics, Vol. 121, No. 1, P28-45.

[6] Shan, Yaowen; Taylor, Stephen; Walter, Terry, 2013, Fundamentals or Managerial Discretion? The Relationship between Accrual Variability and Future Stock Return Volatility, ABACUS, Vol. 49, No. 4,p441-475.

[7] Papanastasopoulos, Georgios A, 2014, Accounting Accruals and Stock Returns: Evidence from European Equity Markets, European Accounting Review, Vol. 23, No.4, P729-768.

على أساس الاستحقاق واختبر علاقتها بالعوائد السوقية، وتوصلتا إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق وعوائد الأسهم.

على الرغم من الاختلاف بين النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات، إلا أن كلا النوعين من المقاييس لا يقل أهمية عن الآخر فيما تعطيه من مؤشرات تساعد المستثمرين في اتخاذ القرار المناسب.

1-3-1- مقاييس الاستحقاق:

تقدم قائمة المركز المالي معلومات مفيدة تساعد في احتساب العديد من المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق لاستخدامها في الحصول على مؤشرات هامة كالتنبؤ بعوائد الأسهم، تقييم أداء المنشأة أو غير ذلك.

وترتبط المقاييس التي تعتمد على معلومات قائمة المركز المالي بأصول ثابتة ومجمعات اهتلاك لهذه الأصول، وبأصول متداولة[1]. بشكل عام، تتطلب المنشأة أصول ثابتة تستفيد منها لمدة محددة، ولكن من المعروف أن القيمة السوقية للأصول المشتراة والتي يتم الاستحواذ عليها، تتدهور سنة تلو الأخرى. أي أن القيمة الدفترية للأصل لا تعكس تغيرات القيمة السوقية، سواءً أكانت إيجابية أم سلبية[2].

كما يستخدم المستثمرون قائمة الدخل المبنية على أساس الاستحقاق للحصول على مقاييس تمكنهم من التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية للمنشأة. ويعتبر صافي الربح من أهم المقاييس المشتقة من هذه القائمة، حيث يمكن استخدام السلسلة الزمنية من البيانات التاريخية لصافي الأرباح لدراسة تطوره أو لمقارنته مع مؤشر الصناعة، أو لدراسة مدى تأثيره في سعر السهم السوقي[3].

[1] Huang, Yuan & Zhang, Guochang, 2012, An Examination of the Incremental Usefulness of Balance-Sheet Information Beyond Earnings in Explaining Stock Returns, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol.27, No. 2, Pp268.

[2] Ryan, Stephen G., 1995, A Model of Accrual Measurement with Implications for the Evolution of the Book-to-Market Ratio, Journal of Accounting Research, Vol.33, No.1, Pp96.

[3] Guenther, Daviad A., 2005, Financial Reporting and Analysis, McGraw-Hill, New York, Pp45.

وعلى الرغم من استخدام صافي الربح كمقياس للأداء، إلا أنه غالباً لا يستخدم بمفرده، بل يتم نسبه إلى مقياس آخر لمصادر اقتصادية موظفة من قبل المنشأة، كإجمالي الأصول، أو حقوق الملكية للوصول إلى مقياس العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية[1].

ومن الجدير بالذكر أن كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل تعطي بيانات متكاملة حول تشغيل المنشأة[2]. بالتالي يمكن الحصول على الكثير من المقاييس المشتقة من هاتين القائمتين، نذكر منها:

أ) نسبة التداول:

تعطي نسبة التداول مؤشر عن قدرة المنشأة على تغطية التزاماتها، فكلما زادت الأصول المتداولة عن الالتزامات المتداولة، كلما كان ذلك دليلاً على قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل[3].

ب) معدل العائد على الأصول:

يقيس هذا المعدل نسبة الأداء الكلي للمنشأة ومدى فعاليتها في استخدام الموارد المتاحة لتوليد الربح. فكلما ارتفعت هذه النسبة، دلّ ذلك على زيادة في أرباح المنشأة. كما يستخدم هذا المقياس للمقارنة مع نتائج منشآت أخرى ومعدلات الصناعة أو مع نتائج نفس المنشأة في سنوات سابقة[4].

ت) معدل العائد على حقوق المساهمين:

تعتبر هذه النسبة مقياساً شاملاً للربحية، لأنها تقيس العائد المالي المتحقق على استثمارات المساهمين في المنشأة. لذا تعتبر مؤشراً على المدى الذي استطاعت فيه الإدارة استخدام هذه الاستثمارات بشكل

---

[1] Op.cit, Pp44.

[2] Huang, Yuan & Zhang, Guochang, 2012, **ibid**, Pp284.

[3] العداسي، أحمد محمد، 2011، التحليل المالي للقوائم المالية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص138.

[4] حماد، طارق عبد العال، 2007، مرجع سبق ذكره، ص452.

مربح، كما تعتبر مؤشراً على مدى قدرة المنشأة في جذب الاستثمارات إليها كون العائد على حقوق الملكية محدداً أساسياً لقرارات المستثمرين[1].

ث) معدل العائد على الاستثمار:

يبين هذا المقياس مدى قدرة المنشأة على تحقيق عائد على جميع مصادر الأموال المستثمرة سواء كان مصدرها حقوق الملكية أو من مصادر خارجية[2].

ج) معدل دوران المخزون:

يوضح هذا المقياس عدد مرات تصريف المخزون خلال السنة الواحدة، ويشير ارتفاع هذا المؤشر إلى مقدرة إدارة المنشأة على تصريف مخزونها وعدم احتفاظها بمخزون راكد لديها خلال السنة.[3]

لم يقتصر الباحثون في الحصول على مقاييس مبنية على أساس الاستحقاق من كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل، بل استخدموا قائمة التدفقات النقدية في الحصول على مقياس مبني على أساس الاستحقاق ومقارنته مع مقاييس آخرى من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل مبنية على ذات الأساس. فعلى سبيل المثال، قام الباحثان Shi & Zhang (2011) باختبار مقياس مبني على أساس الاستحقاق تم احتسابه بالاعتماد على قائمة التدفقات النقدية ومقارنته مع مقياس آخر مبني على أساس الاستحقاق، تم احتسابه بالاعتماد على التغير في بنود قائمة المركز المالي. ولكنهما وجدا أن تأثير المقياس المشتق من بنود قائمة المركز المالي في عوائد الأسهم أكبر من تأثير المقياس المشتق من قائمة التدفقات النقدية[4].

---

[1] عقل، محمد مفلح، 2009، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص330.

[2] العداسي، أحمد محمد، 2011، مرجع سبق ذكره، ص142.

[3] المرجع السابق، ص146.

[4] Shi, Linna & Zhang, Huai, 2011, On Alternative Measures of Accruals, Accounting Horizons, Vol. 25, No. 4, p.811–836.

1-3-2- مقاييس التدفقات النقدية:

يستخدم المحللون الماليون مقاييس التدفقات النقدية كمؤشر مفيد لقياس أداء المنشأة والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، كونها تستبعد التغيرات غير النقدية -كالاهتلاكات والمخصصات- التي قد تختلف طريقة احتسابها من منشأة لأخرى[1].

فعلى سبيل المثال، يستخدم العديد من المستثمرين مؤشر النشاط التشغيلي (صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب) لقياس أداء المنشأة والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، كونه يستبعد كل من الضرائب والفوائد، باعتبار أن هذه المصاريف لا تملك قيمة تنبؤية، وأن استخدامها لن يزيد من الدقة التنبؤية للتدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة، وهو بذلك أفضل من مقاييس الاستحقاق[2].

كما وتعتبر التدفقات النقدية التشغيلية نقطة البداية لتحليل التدفقات النقدية، ولكن لا يمكن استخدامها إلا مع مقاييس متناسقة معها لقياس الأداء الاقتصادي للمنشأة خلال الفترة المحاسبية. أو قد يتم تقسيمها بواسطة مقياس آخر، كالتوزيعات النقدية أو غيرها، للحصول على مؤشر يساعد المستثمر في اتخاذ القرار الأكثر ملاءمة.

وبالتالي، يمكن استخدام قائمة التدفقات النقدية في استخراج العديد من المقاييس المبنية على الأساس النقدي، نذكر منها:

أ) نسبة مصادر النقدية:

يوضح هذا المقياس نسبة اعتماد المنشأة على النقدية سواءً أكانت ناتجة عن أنشطة التشغيل أو الاقتراض أو بيع الأصول.... إلخ. وأي من هذه المصادر يمثل أهمية كبيرة[3].

---

[1] Walton, Peter et al, 2007, **ibid**, Pp260.

[2] Sutton, Tim, 2004, Corporate Financial Accounting and Reporting, 2thed, Prentice Hall, England, Pp575.

[3] العداسي، أحمد محمد، 2011، مرجع سبق ذكره، ص150.

ب) نسبة التوزيعات المدفوعة:

يعطي هذا المقياس مؤشراً على قدرة المنشأة على توزيع أرباح نقدية[1]. فكلما انخفضت هذه النسبة، دل ذلك على النقص في النقدية المتوفرة لأغراض أخرى غير توزيع الأرباح، كتدعيم أعمال المنشأة. فمثلاً النسبة التي تزيد عن 100% تعني أن المنشأة وزعت أرباح نتجت عن عملياتها التشغيلية العادية وقامت بأعمال داعمة أخرى، بينما النسبة التي تصل إلى 20% تعني أن 80% تمثل مقدار التخفيض في النقدية لتدعيم العمليات المستمرة لأعمال المنشأة.

ت) التدفق النقدي الحر Free Cash Flow:

يعطي هذا المقياس النقدية المتوفرة من التشغيل بعد تلبية احتياجات الاستثمارات طويلة الأجل والتي تكون قابلة للاستثمار في مواجهة فرص طارئة جيدة، وتظهر أهميتها في المنشآت التي تعتمد على التكنولوجيا العالية والطفرات التكنولوجية الهائلة[2].

ث) نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون:

يعطي هذا المقياس مؤشر على قدرة المنشأة على مواجهة مصروف الفائدة، وانخفاض هذه النسبة يعطي مؤشر سيء ينبئ بمشاكل قد تواجهها المنشأة في مجال السيولة اللازمة لدفع الفوائد المستحقة للديون[3].

ج) معدل العائد النقدي للسهم:

تظهر هذه النسبة حصة كل سهم من التوزيعات النقدية[1]. فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة، فإنها تعطي مؤشر جيد ودليل على زيادة ثروة المساهمين وتحقيق نجاح مالي للمنشأة. أما إذا كانت هذه النسبة

---

[1] مطر، محمد، 2010، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، ص160.

[2] العداسي، أحمد محمد، 2011، مرجع سبق ذكره، ص151.

[3] مطر، محمد، 2010، مرجع سبق ذكره، ص161.

منخفضة، يعتبر ذلك مؤشر سيء ودليل على وجود خلل مالي لدى المنشأة، الأمر الذي قد يجعل المستثمرون يتجهون للتخلص من الأسهم نتيجة لمخاوفهم من انخفاض هذه النسبة، بالتالي يؤدي ذلك إلى انحدار القيمة السوقية للمنشأة[2].

ولكن لا يمكن الحكم على جودة هذا المقياس إلا من خلال مقارنة هذه النسبة على عدة سنين للمنشأة، أو من خلال مقارنة هذه النسبة مع مثيلتها للمنشآت ذات الصناعة. حيث أن هذه النسبة تختلف من صناعة لأخرى[3].

1-4- علاقة مقاييس الاستحقاق بمقاييس التدفقات النقدية:

تقدم قائمة الدخل المبنية على أساس الاستحقاق مقاييس اقتصادية لأنشطة المنشأة، تساعد المستثمرين ومتخذي القرارات في التنبؤ بالتدفقات النقدية وقياس أداء المنشأة[4]. ولكن على الرغم من اعتبارها مقاييس مفيدة، إلا أن فائدتها قد تكون محدودة، وذلك نتيجة لوجود مقاييس أخرى تعطي أيضاً مؤشراً جيد عن أداء المنشأة، بالتالي يمكن اعتبار مقاييس الاستحقاق المشتقة من قائمة الدخل نقطة البداية لتحليل تفصيلي أكثر دقة[5].

بالمقابل، تقدم قائمة المركز المالي مقاييس هامة عن الهيكل التمويلي للمنشأة، تمكن المستثمرين من تقييم التغيرات في أصول المنشأة وبنيتها المالية، واختبار السيولة والقدرة على وفاء الديون[6].

---

[1] الديب، حسام عبد الجبار،2011، "دور التدفق النقدي الحر في تقييم الأسهم – دراسة ميدانية" ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، ص45.

[2] Menaje, Placido M., 2012, Impact of Selected Accounting and Economic Variables on Share Price of Publicly Listed Banks in the Philippines from 2002-2008, DLSU Business & Economics Review, Vol.22, No.1, Pp36.

[3] الديب، حسام عبد الجبار،2011، مرجع سبق ذكره، ص45.

[4] Sumiyana et al, 2010, Accounting Fundamentals and the Variation of Stock Price: Factoring in the Investment Scalability, Gadjah Mada International Journal of Business, Vol. 12, No. 2, Pp190.

[5] Cooper, Stephen, 2007, Performance Measurement for Equity Analysis and Valuation, Accounting in Europe, Vol.4, No.1, Pp5.

[6] Walton, Peter et al, 2007, **ibid**, Pp260.

في حين تقدم قائمة التدفقات النقدية للمستثمرين مقاييس مبنية على الأساس النقدي لتقييم الأسهم؛ قياس أداء المنشأة[1]؛ بيان قدرتها على توليد النقدية والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية[2].

ولكن على الرغم من اختلاف المقاييس التي تقدمها القوائم المالية، وذلك وفقاً لطبيعة الأساس المستخدم في القياس[3]، كون محاسبة أساس الاستحقاق لا تأخذ إلا بالإيرادات والنفقات التي تخص الفترة الحالية، في حين لا تأخذ محاسبة الأساس النقدي إلا بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال هذه الفترة سواء ارتبطت بها أم لا[4]، إلا أن كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية– تعتبر مهمة لكافة الأطراف المهتمة بتقييم المنشأة ومترابطة ومكملة لبعضها البعض[5].

والأمر الذي يؤكد على ترابط القوائم المالية مع بعضها البعض، بالتالي ترابط المقاييس المشتقة من هذه القوائم بنوعيها، هو أن المقاييس التي تعطيها هذه القوائم وما تقدمه من مؤشرات مالية والمستخدمة من قبل المهتمين لا تعتمد فقط على الربط بين بنود القائمة الواحدة، بل تراعي أيضاً المعلومات الواردة في القوائم المالية الأخرى[6]، حيث أنه لا يمكن لأي نوع من المقاييس بمفردها أن تلبي كافة احتياجات متخذي القرارات[7]. فعلى سبيل المثال، تقدم قائمة المركز المالي مقاييس مبنية على أساس الاستحقاق ومفيدة عن الهيكل التمويلي للمنشأة، يمكن استخدامها في تقييم مدى السيولة والمرونة التمويلية. ولكن المقاييس المأخوذة من هذه القائمة لا تعطي صورة كاملة عن هذه الأوضاع إلا إذا استخدمت جنباً إلى جنب مع مقاييس مبنية على الأساس النقدي والتي تقدمها قائمة التدفقات النقدية.

بالمقابل، تقدم قائمة التدفقات النقدية مقاييس مفيدة عن التدفقات النقدية التاريخية في السنة الحالية، ومع ذلك تبقى تلك المقاييس ذات فائدة محدودة في مجال التنبؤ كونها تعتمد على المعلومات

---

[1] Cooper, Stephen, 2007, **ibid**, Pp21.
[2] Walton, Peter et al, 2007, **ibid**, Pp260.
[3] Petersen & Plenborg, 2012, **ibid**, Pp49.
[4] Sumiyana et al, 2010, **ibid**, Pp190.
[5] Walton, Peter et al, 2007, **ibid**, Pp260.
[6] حنان، رضوان حلوة، 2006، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص250.
[7] Elliott & Elliott, 2007, **ibid**, Pp32.

التاريخية، فالتدفقات خلال الفترة الحالية تتأثر بنشاط الفترات السابقة وتؤثر في نشاط الفترات المقبلة. لذلك فإن إضافة المقاييس التي تقدمها قائمة الدخل في صورة تدفقات دخلية موجبة وتدفقات دخلية سالبة تزيد من إمكانية التنبؤ بشكل أفضل[1].

بالتالي، يمكن للمستثمر أن يحصل من قائمة الدخل على مقياس يعطي مؤشر عن قدرة المنشأة على توليد التدفقات النقدية مستقبلية، ومن قائمة المركز المالي على مقياس يعطي مؤشر يبين القدرة المستمرة للمنشأة على توليد التدفقات النقدية، ومن قائمة التدفقات النقدية مقياس يعطي مؤشر للمستثمر عن توافق رقم الدخل مع التغير في صافي النقد[2].

ولكن على الرغم من ترابط مقاييس أساس الاستحقاق مع مقاييس الأساس النقدي، إلا أنها قد تكون مقاييس متنافسة لإعطاء المؤشر الصحيح[3]. فقد يستخدم العديد من المستثمرين مقاييس الاستحقاق كمقاييس مفيدة وهامة. ولكن لن يتمكنوا هؤلاء المستثمرين من تلخيص أداء منشأة ضخمة بأنشطة متنوعة بنوع واحد من المقاييس. أيضاً، التقييم المعتمد على مقاييس مبنية على الأساس النقدي مفيد جداً، ولكن قد لا تناسب جميع القطاعات في السوق[4].

إذاً، قد يكون الدخل المبني على أساس الاستحقاق هو أكثر ملاءمة من التدفقات النقدية في قياس الوضع والأداء المالي وفي تقييم الأسهم. بالمقابل، قد تكون التدفقات النقدية أكثر موضوعية وواقعية من مقاييس الاستحقاق في تقييم الأسهم والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. وهكذا تلعب مقاييس التدفقات النقدية دور هام ومتكامل مع مقاييس الاستحقاق[5].

وعلى الرغم من ترابط المقاييس التي تقدمها القوائم المالية بنوعيها وتكاملهما مع بعضهما البعض، إلا أنه مازال هناك جدل حول أي المقاييس أكثر قدرة على التأثير في توقعات المستثمرين بشأن المكاسب

---

[1] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص250.

[2] Elliott & Elliott, 2007, **ibid**, Pp32.

[3] Dargenidou et al, 2011, Accruals, Disclosure and the Pricing of Future Earnings in the European Market, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 38, No. 5, Pp480.

[4] Cooper, Stephen, 2007, **ibid**, Pp23.

[5] Wild et al, 2007, Financial Statement Analysis, McGraw-Hill, New York, Pp83.

المتوقعة مستقبلاً من استثماراتهم، بالتالي في القرارات المتخذة[1]. فلجنة معايير المحاسبة الدولية IASC دعمت هيئة معايير المحاسبة المالية في الولايات المتحدة FASB عام 1989 عندما بيّنت أن القوائم المالية المعدّة على أساس الاستحقاق تعطي المستخدمين معلومات ليس فقط عن صفقات سابقة تتضمن سداد واستلام نقدية فقط، وإنما أيضاً عن الالتزامات الواجب دفعها في المستقبل وعن المصادر النقدية التي سيتم استلامها في المستقبل، وبالتالي يقدم أساس الاستحقاق معلومات هامة عن الصفقات والأحداث الأخرى التي حدثت في الماضي ومقاييس مفيدة لاتخاذ القرار الملائم[2]. فمثلاً، تقدم الأرباح المبنية على أساس الاستحقاق مقياس أكثر دقة للقيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة أكثر من التدفقات النقدية التشغيلية[3].

كما أيّد بعض الباحثين وجهة نظر مجلس معايير المحاسبة المالية في الولايات المتحدة الامريكية FASB بأن معلومات أساس الاستحقاق تقدم مؤشرات ومقاييس عن وضع المنشأة الحالي وتبيّن قدرتها المستمرة على توليد تدفقات نقدية أفضل مما تقدمه معلومات الأساس النقدي. وبيّن أيضاً هؤلاء أن مقاييس التدفقات النقدية هي مقاييس بديلة عن مقاييس الاستحقاق. وأن مقاييس الاستحقاق تعطي وصفاً جيداً للعمليات التشغيلية للمنشأة المعنية أكثر من مقاييس التدفقات النقدية، ومن ثم فهي نقطة بداية جيدة للتنبؤ بالأداء المستقبلي[4].

بالمقابل، يرى بعض الباحثين أن مقاييس التدفقات النقدية أفضل من مقاييس الاستحقاق، كون معلومات أساس الاستحقاق عرضة للتلاعب بينما معلومات الأساس النقدي أكثر موضوعية من معلومات أساس الاستحقاق، ولا يمكن التلاعب بها[5].

---

[1] اسماعيل وآخرون، 2011، مرجع سبق ذكره، ص438.

[2] Elliott & Elliott, 2007, **ibid**, Pp24.

[3] Revsine et al, 2005, Financial Reporting and Analysis, 3thed, Pearson, USA, Pp41.

[4] Dargenidou et al, 2011, **ibid,** Pp480.

[5] Petersen & Plenborg, 2012, **ibid**, Pp47.

كما ويعتبر العديد من المستثمرين أن مقاييس التدفقات النقدية هي الأفضل من مقاييس الاستحقاق وأكثر موضوعية، كون معلومات أساس الاستحقاق تتضمن مرونة في تغيير السياسات المتبعة والتي عادةً تستخدم للتلاعب بالأرباح، وأن نفقات الاهتلاكات والإطفاءات وغيرها من النفقات غير النقدية لا تعبر بشكل أساسي عن الانخفاض الفعلي في القيمة، لأنها تعتبر نفقات تاريخية[1].

بناءً عليه، تقدم مقاييس التدفقات النقدية لهؤلاء المستثمرين ومتخذي القرارات مؤشراً مفيداً عن المرونة المالية للمنشأة وقدرتها على مواجهة التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل، وفي قدرتها على تمويل المشاريع الجديدة وتحديد مصادر التمويل –بالدين أم بالأسهم–، أفضل مما تقدمه مقاييس الاستحقاق. أيضاً، إن استخدام أرقام التدفقات النقدية كمدخلات لحساب النسب المالية لتقييم خطر السيولة على المدى القصير والطويل الأجل يعطي مؤشر أفضل من استخدام أرقام معلومات أساس الاستحقاق[2].

في الواقع العملي، يستخدم المستثمرون أرقام التدفقات النقدية كمقياس للأداء المالي. بالإضافة إلى أنهم يعتمدون على مقاييس التدفقات النقدية في تقييم الأسهم أكثر من اعتمادهم على الأرباح كمقياس مبني على أساس الاستحقاق، وذلك على الرغم من تأكيد عدد من الباحثين على أهمية مقياس الربحية المبني على أساس الاستحقاق Dechow (1994)[3] و Dhaliwal et al (1999)[4]، باعتباره من أفضل مقاييس الأداء المالي، كونه يعكس قيمة مضافة من خلال أنشطة الشركة التشغيلية أكثر من مقاييس الأساس النقدي[5].

وهكذا، لا يمكن اعتبار كل من مقاييس أساس الاستحقاق ومقاييس الأساس النقدي مقاييس كاملة كل منهما على حدا، حيث أنه لا يقل أهمية إحداهما عن الآخر عند المقارنة بين أنشطة المنشآت. لذلك لابد من استخدامهما جنباً إلى جنب لاتخاذ القرار المناسب للمستثمر.

---

[1] Liu et al, 2007, Is Cash Flow King in Valuations?, Financial Analysts Journal, Vol.63, No.2, Pp56.
[2] Petersen & Plenborg, 2012, **ibid**, Pp57.
[3] Dechow, Patricia M., 1994, Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals, Journal of Accounting and Economics, Vol.18, No.1, P 3–42.
[4] Dhaliwal, Dan; Subramanyam, K.R. & Trezevant, Robert, 1999, Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?, Journal of Accounting and Economics, Vol. 26, No. 3, P43-67.
[5] Sutton, Tim, 2004, **ibid**, Pp574.

2-طبيعة ملاءمة كل من مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية وفقاً لمدخل القيمة الملائمة:

تعتبر الملاءمة من خصائص جودة المعلومات المحاسبية الهامة. فمع ازدياد حاجة متخذي القرارات _بشكلٍ عام_ والمستثمرين _بشكلٍ خاص_ إلى الأرقام المحاسبية بهدف الحصول على مقاييس مفيدة وربطها بمؤشرات أساسية في السوق المالي -كتحركات أسعار الأسهم وعوائدها؛ أحجام التداول وغيرها- لتشكيل ما يسمى بنماذج تساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، أدى ذلك إلى ازدياد الطلب على معلومات محاسبية ملائمة بغرض اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.

بالتالي، حظيت العلاقة بين المعلومات المحاسبية الملائمة وقرارات التداول في الأسهم باهتمام كبير من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، حيث يقوم المستثمرون بدراسة مجموعة من المقاييس لاختيار المقياس الأكثر ملاءمة للتنبؤ بالعوائد التي يمكن تحقيقها من الاستثمار في أسهم شركة معينة.

2-1- خصائص جودة المعلومات المحاسبية:

نظراً لأهمية المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري، قام مجلس معايير المحاسبة المالية FASB عام 1976 بوضع مجموعة من الخصائص التي يجب توافرها في المعلومات الواردة في التقارير المالية، لكي تكون أكثر منفعة لمستخدميها. تمثلت هذه الخصائص بأن تكون معلومات التقارير المالية ملائمة؛ قابلة للقياس الكمي؛ موثوقة وقابلة للمقارنة[1]. ومع تحرر الأسواق المالية وحدوث تقلبات كبيرة فيها، أضاف المجلس FASB عام 1980 معايير جديدة إلى المعايير التي حددها عام 1976، والمتمثلة بأن تتصف المعلومات الواردة في التقارير المالية أيضاً بالحياد؛ الأهمية النسبية وأن تكون قابلة للفهم. كما أوضح المجلس أنذاك بأنه يجب أن تندرج تحت تلك المعايير عدة معايير فرعية، فمعيار

[1] Financial Accounting Standards Board, FASB, 1976, "The Statement of Financial Accounting Standards No. 14", retrieved from http//www. fasb.org /pdf/fas14.pdf.

الملاءمة يجب أن يتفرع عنه التوقيت المناسب، بينما يجب أن يتفرع عن معيار الموثوقية كل من المصداقية والقابلية للتحقق. بينما يدخل الثبات تحت معيار القابلية للمقارنة[1].

بالمقابل، ورد بالإطار الفكري الصادر عن لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC عام 1989 مجموعة من الخصائص النوعية الواجب توافرها في المعلومات الواردة في القوائم والتقارير المالية حتى تصبح مفيدة للمستخدمين، وتمثلت هذه الخصائص بالقابلية للفهم؛ الملاءمة؛ قابلية التطبيق والقابلية للمقارنة. كما ورد بهذا الإطار خاصتين فرعيتين عن الخصائص النوعية الأساسية، تمثلت بالتوقيت المناسب والتوازن بين المنفعة والتكاليف[2].

ونتيجةً لاهتمام وتأكيد كل من مجلس معايير المحاسبة المالية الامريكية FASB ومجلس معايير المحاسبة الدولية IASB على مجموعة من الخصائص النوعية التي يجب أن تتسم بها المعلومات المحاسبية لكي تكون ذات كفاءة وفاعلية في تحقيق الأهداف المرجوة منها لأداء دورها بفعالية، تم الاتفاق بينهما عام 2004 على وضع مشروع مشترك بينهما لتعديل وتقارب الإطار المفاهيمي للتقارير المالية الذي يتضمن تعديل الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، والذي أصدر للمرة الأول عام 2008 ليتم تعديله عام 2010. وفي عام 2015 تم إصدار مسودة لتعديل جديد للإطار المفاهيمي.

وبناءً على ما سبق، تتلخص الخصائص النوعية الأساسية لجودة المعلومات المحاسبية وفقاً للإطار المفاهيمي للتقارير المالية عام 2010 بـ:

1) الملاءمة Relevence: المتمثلة بالإفصاح عن المعلومات في الوقت المناسب للتأثير في القرارات الاقتصادية للمستخدمين.

[1] Financial Accounting Standards Board, FASB, 1980, "The Statement of Financial Accounting Standards No. 2", retrieved from http//www. fasb.org/resources/ccurl/286/565/fas2.pdf.

[2] International Accounting Standards Committee, FASB, 1989, "Framework for the Preparation and Presentation of financial statements, IAS 1", retrieved from http//www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1.

2) التمثيل الصادق Faithful Representation: أي أن تعكس المعلومات المحاسبية بصدق أعمال المنشأة. بمعنى آخر، يجب أن تُعرض معلومات القوائم المالية بأسلوب تعكس من خلاله واقع الصفقات والأحداث السابقة بشكل متكامل[1].

في هذا البحث تم عرض خاصية الملاءمة، كون الهدف الأساسي من البحث هو دراسة ملاءمة مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، وذلك وفقاً لمدخل القيمة الملائمة.

2-2- خاصية الملاءمة وفقاً للإطار المفاهيمي لمعايير التقرير المالي والمحاسبة الدولية The Conceptual Framework for Financial Reporting 2010:

اهتم كل من مجلس معايير المحاسبة المالية الامريكية FASB ومجلس معايير المحاسبة الدولية IASB بخاصية ملاءمة المعلومات المحاسبية، حيث جاء في الإطار المفاهيمي لعام 2010 عن هذه الخاصية:

"- تكون المعلومات المالية ملائمة إذا أحدث استخدامها فرق في القرارات المتخذة من قبل مستخدمي القوائم المالية[2].

- تكون المعلومات المالية ملائمة إذا امتلكت قيمة تنبؤية أو قيمية تأكيدية أو كلاهما معاً[3].

- تمتلك المعلومات المالية قيمة تنبؤية، إذا أمكن استخدامها من قبل متخدي القرارات كمدخلات للتنبؤ بمخرجات مستقبلية. ولكن ليس من الضروري أن تمتلك المعلومات توقعات واضحة. فالقدرة على التنبؤ

[1] International Accounting Standard Board, IASB, 2010, "Conceptual Framework for Financial Reporting", retrieved from http//masb.org.my/ pdf/conceptual%20framework%20042015t.pdf.
[2] Op.cit, par.QC6.
[3] Op.cit, par.QC7.

باستخدام معلومات من القوائم المالية تعزز بالحدث الذي تتوافر عنه المعلومات كصفقات سابقة أو أحداث معروضة[1].

– تمتلك المعلومات المالية قيمة تأكيدية إذا قدمت تغذية عكسية حول تقييمات سابقة[2].

– إن القيمة التنبؤية والقيمة التأكيدية للمعلومات المالية مرتبطتين ومتداخلتين ببعضها البعض. فعلى سبيل المثال، تمتلك معلومات إيرادات السنة الحالية قدرة على التنبؤ بإيرادات الفترة التالية، وذات المعلومات تلعب دور مؤكد على صحة إيرادات متنبأ بها في السنوات السابقة من خلال مقارنتها مع الإيرادات الفعلية لذات السنة. تساعد نتائج المقارنة المستخدمين في تصحيح وتطوير التقييمات السابقة[3]."

وهكذا نتيجة لتأكيد الإطار المفاهيمي على ضرورة ملاءمة المعلومات المحاسبية، أصبحت المنشآت تسعى إلى تقديم معلومات ملائمة تؤثر في القرار المراد اتخاذه، وذلك من خلال امتلاكها لقدرة تنبؤية بالأحداث المستقبلية وقيمية تأكيدية لتقييمات سابقة.

2-3- ماهية خاصية الملاءمة:

تتوقف خاصية الملاءمة على طبيعة القرارات المتخذة، فما يلائم قرار معين قد لا يلائم قرار آخر[4]. فعلى سبيل المثال، إن المعلومات الأكثر ملاءمة لإدارة الائتمان لكي تدرس إمكانية منح ائتمان لزبون هي البيانات التاريخية لالتزاماته، حيث تعتبر هذه المعلومات أكثر ملاءمة لاتخاذ قرار منح ائتمان من معلومات الهيكل التنظيمي للمركز المالي للزبون[5]. ولكن لا تقتصر ملاءمة المعلومات على الأهداف الائتمانية فحسب، بل يجب أن تكون ملائمة لأهداف أخرى كأن تكون ملائمة لـ:

---

[1] Op.cit, par.QC8.
[2] Op.cit, par.QC9.
[3] Op.cit, par.QC10.
[4] يوسف، علي، 2005، استخدام المدخل التطبيقي في الفكر المحاسبي المعاصر كإطار للتنظير المحاسبي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس، ص230.
[5] Gelinas, Ulric J.; Dull, Richard B., 2008, Accounting Information Systems, Thomson South-Western, Canda, Pp20.

1) اتخاذ القرارات المتعلقة باستخدام الموارد الاقتصادية، بغرض تقييم أداء الإدارة تشغيلياً ومالياً.
2) التوجيه الفعال والرقابة الفعالة للموارد الاقتصادية للمنشأة سواءً أكانت موارد مادية أم كانت موارد بشرية، بغرض تقييم مدى كفاءة استخدام تلك الموارد.
3) إخلاء مسؤولية الإدارة عن طريق التقرير الدوري عن نشاطها المتعلق بإدارة الموارد الاقتصادية الموكلة إليها ومدى رعاية الإدارة لمصالح الأطراف المعنية.
4) التقرير عن المسؤولية الاجتماعية للوحدة المحاسبية.[1]

وهكذا، تعتبر المعلومات ملائمة إذا أثرت في القرار المطلوب اتخاذه. وتختلف ملاءمتها باختلاف أثرها في هذا القرار. أما إذا كانت المعلومات غير مؤثرة في اتخاذ القرار، فإنها تعتبر غير ملائمة لهذا القرار. أي أنه، كلما كان القرار المتخذ سليم ومناسب كلما كانت المعلومات المستخدمة عند اتخاذ القرار أكثر ملاءمة[2]. وبالتالي لابد من وجود ارتباط منطقي بين المعلومات وبين القرار موضوع الدراسة لتكون المعلومات ملائمة وقادرة على إحداث تغيير في اتجاه القرار، وغياب تلك المعلومات يؤدي عادةً إلى اتخاذ قرارات خاطئة.

2-3-1- تعريف الملاءمة:

قدم الباحثون تعاريف للملاءمة في سياقات مختلفة، ويُبرر ذلك إلى أن موضوع الملاءمة يختلف باختلاف نوع القرار المطلوب _استثماري، ائتماني ....._، لكن على الرغم من اختلاف الباحثين في أسلوب تعريف الملاءمة، إلا أن جميع تعاريفها تكمل بعضها الآخر، وتنصب في قالب واحد. فمثلاً، اعتبر Francis & Schipper (1999) أن معلومات القوائم المالية ملائمة إذا أمكن استخدامها في تقييم أسعار الأسهم وعوائدها والتنبؤ بها[3]. في حين عرف كل من Barth عام (2000)[1] و Azzali et al

[1] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص136.
[2] Horngren; Charles T. & Harrison; Walter T., 2007, Accounting, 7thed, Pearson Education, England, Pp1252.
[3] Francis J & Schipper K., 1999, Have financial statements lost their relevance?, Journal of Accounting Research, Vol. 37, No. 2, P319-352.

(2013)[2] الملاءمة بأنها عبارة عن ارتباط الأرقام المحاسبية (الأرباح وحقوق الملكية) بالقيم السوقية للأوراق المالية كأسعار الأسهم. ووفقاً لـ Englard (2007) تم تعريفها بقدرة المعلومات على إحداث تأثيراً جوهرياً في القرارات المتخذة من قبل مستخدمي هذه المعلومات. فإذا لم يكن للمعلومات تأثير في قرارات هؤلاء المستخدمين، فهي غير ملائمة لتلك القرارات[3]. بينما عرفها Anandarajan & Hasan (2010) على أنها القوة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في شرح التغيرات التي تحدث في الأسهم، سواءً في قيمتها أم في عوائدها. فكلما كانت القوة التفسيرية لهذه المعلومات أكبر كلما امتلكت المقاييس المستخدمة قيمة ملائمة أكبر[4]. أما Suadiye (2012) فقد عرفها بقدرة المعلومات المفصح عنها بالقوائم المالية على تلخيص وضع المنشأة وتقييمها[5]. في حين عرفها Ferrero (2014) على أنها قدرة التقارير المالية على تحقيق الهدف من إعدادها، وهو تقديم معلومات مفيدة وملائمة لمتخذي القرارات تساعدهم في عملية اتخاذهم لقراراتهم التي تؤثر في القيمة السوقية للشركة[6]. بينما بيّن كل من Stolowy & Lebas (2006)[7] وAladwan & Saaydah (2015)[8] بأن المعلومات المالية تكون ملائمة إذا أثرت في القرارات الاقتصادية لمستخدمي هذه المعلومات، وذلك من خلال مساعدتهم في تقييم الماضي، الحاضر والتنبؤ بالأحداث المستقبلية.

أما الباحثة فقد عرفت الملاءمة بأنها قدرة كل من مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية على التأثير في قرارات المستثمرين في الأسواق المالية.

---

[1] Barth, Mary, 2000, Valuation-based Accounting Research: Implications for Financial Reporting and Opportunities for Future Research, Accounting and Finance, Vol.40, No.1, P16.

[2] Azzali et al, 2013, The Value Relevance Of Earning Management In Manufacturing Industries Before And During The Financial Crisis, Pp41.

[3] Englard, Baruch, 2007, Intermediate Accounting I, 2th ed, The McGraw-Hill, U.S.A, Pp80.

[4] Anandarajan & Hasan, 2010, Value relevance of earnings: Evidence from Middle Eastern and North African Countries, Advances in Accounting, Vol.26, No.2,Pp270.

[5] Suadiye, Gulhan, 2012, Value Relevance of Book Value & Earnings Under the Local GAAP and IFRS: Evidence from Turkey, Ege Academic Review, Vol. 12, No. 3, P301-310.

[6] Ferrero, 2014, Consequences of financial reporting quality on corporate performance. Evidence at the international level, Estudios de Economía. Vol.41, No.1, Pp52.

[7] Stolowy, Herve & Lebas, Michel J., 2006, Financial Accounting And Reporting: A Global Persective, 2thed, South-Western, London, Pp30.

[8] Aladwan, Mohammad & Saaydah, Mansour, 2015, The Relevance of Fair Value Revaluation in Measurement of Jordanian Firms Future Performance, Jordan Journal of Business Administration, Vol.11, No.2, P525-541.

2-3-2- الخصائص الفرعية للملاءمة:

أكد الإطار المفاهيمي لعام 2010 على خاصتين فرعيتين للملاءمة، هما: (1) القيمة التنبؤية Predictive Value، (2) قيمة التغذية العكسية Feedback Value.

1) القيمة التنبؤية Predicative Value:

عرف مجلس معايير المحاسبة المالية FASB القيمة التنبؤية للمعلومات بأنها "خاصية المعلومات في مساعدة المستخدمين على زيادة احتمال تصحيح تنبؤات نتائج أحداث ماضية أو أحداث حاضرة"[1].

بالتالي، لكي تكون المعلومات ملائمة يجب أن تتميز بقدرتها على التنبؤ بالمستقبل وزيادة الثقة فيها. وذلك لتجنب حدوث خسائر محتملة بزيادة الدقة في المخصصات الواجب تكوينها لمواجهة احتمالات حدوثها في المستقبل كنقصان الأصول أو زيادة الالتزامات أو كليهما معاً[2]. وعليه تصبح المعلومات المحاسبية ملائمة إن ساعدت في إعداد التنبؤات بالأحداث والوقائع المستقبلية[3]. عموماً، إن الأخذ بمفهوم قابلية التنبؤ، أو ما يسمى بالمدخل التنبؤي في تكوين نظرية المحاسبة، يمثل طاقة هامة تدفع إلى تطوير التقارير المالية بالشكل الذي تكون فيها ملائمة وتعطي لمعلوماتها المالية قيمة تنبؤية.

وللاستفادة من مفهوم القيمة التنبؤية هنالك على الأقل أربعة طرق، وذلك وفق ما أوضحت الجمعية الأمريكية للمحاسبة AAA في تقرير لها حول " التقرير المالي للشركات" عام 1972، وهي:

1. الطريقة المباشرة: تزويد الإدارة بالتنبؤات، كتزويد الإدارة بالتدفقات النقدية المتوقعة دون الرجوع إلى بيانات الماضي. ويحد من تطبيق هذه الطريقة سوء الاستخدام المحتمل والالتزامات التي قد تنشأ عن توقعات غير دقيقة.

---

[1] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص67.

[2] النقيب، كمال عبد العزيز، 2004، المدخل المعاصر إلى علم المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الأوائل للنشر، عمان، الأردن، ص90.

[3] خليل، اسماعيل ونعوم، ريان، 2012، الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بين النظرية والتطبيق، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد30، العراق، ص292.

2. الطريقة غير المباشرة: تقديم بيانات عن أحداث ماضية، كتقديم بيانات عن تدفقات نقدية سابقة لتمكن المستخدمين من التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. وتفترض هذه الطريقة وجود علاقة ارتباط قوية بين أحداث الماضي وأحداث المستقبل، وهذا وضع قد يكون غير مبرر.
3. طريقة اعتماد مؤشرات الإشارة المبكرة Leading Indicators: التزويد ببيانات تكون تحركاتها وتغيراتها مؤشراً سابقاً لحدوث تحركات وتغيرات في الأحداث المتنبأ بها. مثلاً: إن تزايد نسبة المديونية إلى حقوق الملكية يمكن اعتباره مؤشراً مرشداً قد يسبق تدهوراً تدريجياً في التدفقات النقدية. وتفترض طريقة المؤشرات المرشدة والتي قد أرشدت سابقاً إلى نقاط التحول في تحركات وتغيرات الأحداث، أنها أيضاً في المستقبل سترشد إلى مثل تلك التحركات والتغيرات.
4. طريقة المعلومات الداعمة Enhanced Information: التزويد ببيانات محاسبية قد تُستخدم في التنبؤ ببيانات أخرى. فعلى سبيل المثال، يمكن أن يعكس زيادة عائد الاستثمار في الأصول زيادة في كفاءة الإدارة، وهذا بدوره (أي زيادة كفاءة الإدارة) قد يكون مؤشراً على زيادة في التدفقات النقدية. إن هذه الطريقة تفترض وجود علاقة ارتباط معروفة بين البيانات المحاسبية وبيانات أخرى[1].

2) قيمة التغذية العكسية Feedback Value:

تلعب المعلومات دوراً هاماً في مساعدة مستخدميها في تقييم مدى صحة توقعاتها السابقة، بالتالي تقييم نتائج القرارات التي بنيت على هذه التوقعات. وإن خاصية قيمة التغذية العكسية، لا تقل أهمية عن خاصية القيمة التنبؤية للمعلومات[2]. حيث تمكن متخذ القرار من تصحيح التوقعات وخاصةً عند إعداد

[1] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص204.

[2] المرجع السابق، ص205.

الموازنات التقديرية، وبشكل خاص الموازنة النقدية لكلا الجانبين المدفوعات والمقبوضات، لأن قدرة المعلومات على تصحيح التوقعات تساعد في تنفيذ الموازنات لمختلف الأنشطة، والعكس صحيح[1].

بالتالي، إن امتلاك المعلومات المحاسبية لهذه الخاصية يمكّنها من تقديم خدمات هامة للمستثمرين تساعدهم على تعديل استراتيجياتهم بمرور الزمن في سبيل بقاء نشاطهم مستمراً ومستقراً إلى حد ما[2].

3) الترابط بين التنبؤ والتغذية العكسية:

تقدم المنشآت عادةً معلومات تتسم بقيمة تنبؤية وقيمة تغذية عكسية في ذات الوقت، أي أنها تلعب دوراً مزدوجاً. فبدون معرفة نتائج الماضي يصعب التكهن بالمستقبل. كما أن معرفة نتائج الماضي دون الاهتمام بالمستقبل، يُعد عملاً غير هادفاً.

ومن أمثلة المعلومات التي تلعب دوراً مزدوجاً في نفس الوقت، التقارير المرحلية المؤقتة. إن مثل تلك التقارير تتمتع بفاعلية في مجال تخفيض درجة عدم التأكد لمتخذي القرارات.[3] إذ أنها تقدم معلومات بصورة أسرع ولفترات أقصر، وإن كان ذلك بدقة أقل. الأمر الذي يزيد من منفعة هذه المعلومات وملاءمتها للتنبؤ بالدخل السنوي للمنشأة (قيمة تنبؤية)، كما أنها تقدم في الوقت نفسه تغذية عكسية عن الأداء السابق والقرارات السابقة[4].

وهكذا يظهر أن الخصائص الفرعية المكونة لخاصية الملاءمة يجب أن تكون مترابطة مع بعضها، لتنتج معلومات أكثر نفعاً.

---

[1] النقيب، كمال عبد العزيز، 2004، مرجع سبق ذكره، ص90.

[2] خليل، اسماعيل ونعوم، ريان، 2012، مرجع سبق ذكره، ص292.

[3] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص204.

[4] المرجع السابق، ص202.

2-3-3- تحيز الملاءمة Relevance Bias والأهمية النسبية Materiality:

على الرغم من اهتمام المنظمات المهنية بخاصية الملاءمة، إلا أنه قد يحدث ما يسمى بتحيز الملاءمة Relevance Bias، وذلك عندما لا تفي المقاييس المحاسبية باحتياجات مستخدميها عند اتخاذهم لقراراتهم لتحقيق أهدافهم. بالتالي، يقاس تحيز ملاءمة المقياس بمدى الاستفادة التي يحققها مستخدم البيانات المحاسبية من مخرجات عمليات القياس، وكلما زادت استفادته من البيانات كلما نقص تحيز الملائمة والعكس بالعكس.

ومن الناحية النظرية، ينتفي تحيز الملاءمة تماماً في حالة واحدة، وهي عندما ينجح المحاسب في توفير مخرجات القياس التي يطلبها مستخدم البيانات بالضبط، بالشكل المناسب وفي الوقت المناسب.

وبشكل عام، يمكن القول أن أكثر مراحل عملية القياس عرضة لنشوء تحيز الملاءمة هي مرحلة تحليل البيانات المحاسبية أو معالجتها. لأن المعلومات المحاسبية _مخرجات هذه المرحلة_ تكون شديدة الحساسية في هذه المرحلة، وذلك من جهة تأثرها برغبات مستخدمي هذه البيانات والذين يستخدمونها بطرق مختلفة في تحقيق أغراض مختلفة، فمعلومة معينة، تناسب شخصاً معيناً في غرض معين، قد لا تكون مناسبة لشخص آخر يستخدمها في غرض آخر[1].

كما وتتأثر ملاءمة المعلومات بطبيعة هذه المعلومات وأهميتها النسبية. وتكون المعلومات ذات أهمية نسبية إذا قامت الشركة بنشر تقارير مضللة تؤثر في قرارات المستخدمين[2]. حيث جاء في الإطار المفاهيمي لعام 2010 عن الأهمية النسبية بأنه "تكون المعلومات ذات أهمية نسبية إذا أدى حذفها إلى التأثير في القرارات التي يتخذها المستخدمين والمبنية على المعلومات المالية المتوفرة في التقارير المالية للمنشأة."[3] وتعتمد الأهمية النسبية على حجم الخطأ أو التضليل. ففي الواقع، يمكن أن تقوم المنشأة بوضع

[1] مطر، محمد،2007، مرجع سبق ذكره، ص144.

[2] Stolowy & Lebas, 2006, **ibid**, Pp30.

[3] International Accounting Standard Board, IASB, 2010, **ibid**, par.QC11.

قيم تقديرية أو أخطاء ثانوية في قوائمها المالية لا تستحق التثبيت كفائدة للموازنة. وتعتمد الأهمية النسبية على حجم البند أو الخطأ المحتمل في ظروف خاصة لحدوث التضليل[1].

2-3-4- خصائص جودة المعلومات الداعمة Enhancing Qualitative Characteristics:

لكي تكون المعلومات المالية أكثر فائدة في اتخاذ القرار الاستثماري، لابد من أن تتصف بمجموعة من الخصائص الداعمة والمكملة للخصائص الأساسية لجودة المعلومات المحاسبية، بحيث تساعد على التمييز بين المعلومات من حيث درجة منفعتها _الأكثر منفعة والأقل منفعة_، وبالتالي تساعد في اتخاذ القرار الأكثر ملاءمة.

وتتمثل خصائص جودة المعلومات الداعمة بأن تكون المعلومات قابلة للمقارنة؛ قابلة للتحقق؛ تم الإفصاح عنها في الوقت المناسب وقابلة للفهم.

1) قابلة للمقارنة Comparability:

جاء في الإطار المفاهيمي عام 2010: "إن خاصية القابلة للمقارنة هي إحدى خصائص جودة المعلومات الداعمة والتي تزيد من قدرة مستخدمي المعلومات المالية على تحديد أوجه التشابه والاختلاف بين بندين أو أكثر."[2]

بمعنى آخر، تكون المعلومات قابلة للمقارنة إذا تمكن مستخدميها من تحديد أوجه التشابه والاختلاف بين مجموعتين من المؤشرات الاقتصادية والمالية[3].

وتعد خاصية قابلية المعلومات المالية للمقارنة من الخصائص الهامة التي يعتمد عليها كل من التحليل المالي والرقابة في الحصول على مؤشرات تمكنهم من تقييم أداء المنشآت، وذلك من خلال مقارنة

[1] Stolowy & Lebas, 2006, **ibid**, Pp30.
[2] International Accounting Standard Board, IASB, 2010, **ibid**, par.QC20.
[3] Rahmani, Halimeh & Iran, Zahedan, 2015, A Model for Evaluating the Impacts of Qualitative Characteristics on the Usefulness of Financial Reporting, International Journal of Management, Accounting and Economics, Vol.2, No.4, P294.

نتائج فترة زمنية معينة لشركتين أو أكثر مع بعضهما البعض، أو بمقارنة بيانات نفس الشركة لفترات زمنية[1].

2) قابلة للتحقق Verifiability:

جاء في الإطار المفاهيمي لعام 2010: "تعني خاصية القابلة للتحقق أن المعارف المختلفة والمشاهدات المستقلة قد تؤدي بالنتيجة، مع أنها غير ضرورية لتكملة الاتفاق، إلى صورة خاصة تكون معروضة بمصداقية." [2]

تعزز خاصية القابلة للتحقق من تأكيد مستخدمي المعلومات من أن هذه المعلومات تعرض بمصداقية وتعكس المؤشرات الاقتصادية[3].

ويمكن التمييز بين قابلية التحقق بصورة مباشرة وقابلية التحقق بصورة غير مباشرة. ويقصد بالأولى أنه يمكن تقديم الدليل بصورة مباشرة على صحة القياس، كما في حال اعتماد GAAP على منهج التكلفة التاريخية في تحديد تكلفة بعض عناصر الأصول. أما القابلة للتحقق بصورة غير مباشرة، يقصد بها غالباً عدم الاتفاق مع خاصية الصدق في التعبير عن واقع المنشأة، كما في حالة اهتلاك الأصول الثابتة أو معالجة تكاليف الأبحاث والتطوير[4].

3) التوقيت المناسب Timely:

جاء في الإطار المفاهيمي لعام 2010 " يُقصد بالتوقت المناسب توفر المعلومات لمتخذي القرارات في الوقت المناسب لتكون قادرة على التأثير في قراراتهم."[5]

---

[1] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص219.

[2] International Accounting Standard Board, IASB, 2010, **ibid**, par.QC26.

[3] Klijn, Ruud, 2008, The Value Relevance of Accounting Information in the Netherlands, Master's Thesis, University of Amsterdam, Netherlands, P14. 44

[4] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص208.

[5] International Accounting Standard Board, IASB, 2010, **ibid**, par.QC29.

فإذا كان هناك تأخر في التقرير عن المعلومات وتوفيرها لمتخذي القرارات، ستفقد المعلومات ملاءمتها، ولن يكون لها تأثير في القرار، إذ أن عملية اتخاذ القرارات محددة دائماً بفترة زمنية معينة[1].

ويختلف التوقيت الملائم مع اختلاف طبيعة القرارات، فبعض القرارات تستلزم سرعة أكثر من غيرها في توفير المعلومات اللازمة[2].

ولكن قد يحصل في بعض الأحيان تأخير في الإفصاح عن المعلومات نتيجة للتكلفة المرتفعة التي تتحملها المنشأة من أجل نشر هذه المعلومات في الوقت الملائم، فالتأخير في نشر المعلومات يجعل منها غير ملائمة لاتخاذ القرارات. فعلى سبيل المثال، يجب أن يستلم مدير الائتمان البيانات التاريخية للزبون قبل اتخاذ قرار منح الائتمان. فإذا لم يحصل مدير الائتمان على البيانات الائتمانية التاريخية في الوقت المناسب، وتم اتخاذ القرار بدون معلومات ستكون البيانات التاريخية الائتمانية فيما بعد غير ملائمة[3]. بالتالي أصبحت الموازنة ما بين التوقيت الملائم وملاءمة المعلومات مسألة يومية لكل عمل تجاري[4].

ومن جهة أخرى، قد يكون من المفيد أحياناً التضحية بشيء من الدقة الحسابية ودرجة عدم التأكد وذلك لتقديم المعلومات في التوقيت الملائم. فعملية اتخاذ القرارات محددة عادةً بفترة زمنية لا يمكن تأجيلها، لذلك فإن توفر المعلومات في الوقت المناسب يُعدُّ أمراً مفيداً ومرغوباً فيه ولو كان ذلك على حساب الدقة في عملية القياس، كما هو الحال في التقارير المرحلية المؤقتة Interim Reports.

فمن الجدير بالذكر أن التقارير المالية الدورية التي تنشرها المنشأة، تمتلك جانبان لخاصية التوقيت الملائم، هما:

---

[1] Stolowy & Lebas, 2006, **ibid**, Pp32.

[2] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص202.

[3] Gelinas, & Dull, 2008, **ibid**, Pp20.

[4] Stolowy & Lebas, 2006, **ibid**, Pp32.

أ- دورية التقارير، بمعنى طول أو قصر الفترة الزمنية التي يلزم إعداد التقارير عنها.[1] ومن هنا ظهرت الحاجة إلى تقديم تقارير مرحلية عن فترات دورية قصيرة ربع أو نصف سنوية وذلك إلى جانب التقارير المالية السنوية التقليدية.

ب- المدة التي تنقضي بين نهاية الدورة المالية التي تعد عنها التقارير وإتاحتها للتداول. وتكون هذه المدة عادةً بعد ثلاثة أو أربعة أشهر بعد مضي السنة المالية، وقد تقوم بعض الشركات بتقديم تقاريرها خلال الشهر الأول[2].

4) قابلة للفهم Understandable:

جاء في الإطار المفاهيمي عام 2010 "قد تكون بعض المعلومات معقدة ومن الصعب فهمها. واستبعاد هذه المعلومات من التقارير المالية يجعل معلومات هذه التقارير سهلة الفهم. إلا أنه قد تصبح هذه التقارير غير كاملة وقد تكون مضللة."

بمعنى آخر، يقصد بخاصية قابلة للفهم هو فهم المستخدمين لمحتوى القوائم المالية بسهولة. وتكون المعلومات المالية قابلة للفهم إذا كانت هذه المعلومات مصنفة بصورة صحيحة[3].

2-4- مفهوم الملاءمة لمقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية:

يلعب نظام المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في تقديم معلومات تبنى عليها المقاييس اللازمة لاتخاذ القرار المناسب للاستثمار في الأسواق المالية.

بالمقابل، يأخذ المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذه لقراره الاستثماري أن يستخدم مقاييس ملائمة للهدف من الاستثمار، كاستخدام مقاييس ملائمة لمعرفة مستوى أداء المنشأة تمكنه من تحديد وضعها المالي والتنبؤ بأدائها المستقبلي بغرض شراء أسهم فيها والحصول على عوائد دورية[1].

---

[1] حنان، رضوان حلوة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص201.

[2] المرجع السابق، ص202.

[3] Rahmani, Halimeh & Iran, Zahedan, 2015, ibid, P294.

وهكذا، فإن استخدام المقاييس الملائمة تساعد متخذي القرارات من مستثمرين ومحللين ماليين وغيرهم في التنبؤ بالأحداث المستقبلية من نتائج الماضي والحاضر بغرض اتخاذ قرارات أكثر موضوعية وأدق وأكفأ مما لو كانت المقاييس المستخدمة غير ملائمة. وتزداد ملاءمة المقاييس المستخدمة، إذا تمكن متخذ القرار من تحسين القرارات الخاصة في التنبؤ[2] من خلال التأكيد على أحداث سابقة، كمعرفة الأرباح التي تم تحصيلها في الفترة السابقة ومقارنتها مع الأرباح المتنبأ بها لذات الفترة لمعرفة مدى ملاءمة المقاييس المستخدمة من قبل متخذي القرارات[3]. ومن ثم تحسين القدرة على التنبؤ بنتائج الأعمال المستقبلية المشابهة[4].

من جانب آخر، بينت دراسة Gelinas & Dull (2008) أنه يمكن استخدام نوعين من المقاييس بالاعتماد على أساس القياس، هما مقاييس مبنية على أساس الاستحقاق _مقاييس الاستحقاق_ ومقاييس مبنية على الأساس النقدي _مقاييس التدفقات النقدية_، فمعرفة مخرجات أي نشاط مأخوذ مؤخراً، سيُطور بشكل عام من قدرة متخذ القرار في التنبؤ بنتائج أنشطة مستقبلية مشابهة. كما أن استخدام مقاييس من نفس النوع، تكون ملائمة وقابلة للتحقق.[5]

ونتيجةً لأهمية التمييز بين مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، اهتم الكثير من الباحثين في تحديد أيهما أكثر ملاءمة في عملية اتخاذ القرارات. فقد وجدت عدد من الدراسات، كدراسة Dargenidou et al (2011)؛ Ingram & Lee (1997) وMottaghi (2011) أن مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية، وذلك في التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، مؤيدين بذلك تأكيد المنظمات المهنية على أفضلية نظام المحاسبة على أساس الاستحقاق مقارنة بالأساس النقدي. وأكدت هيئة معايير المحاسبة المالية في الولايات المتحدة FASB على أهمية

---

[1] Walton, Peter; Aerts, Walter, 2007, ibid, Pp230.

[2] حماد، طارق عبد العال، 2007، مرجع سبق ذكره، ص50.

[3] Atrill, Peter, 2005, Financial Accounting for Decision Makers, 4th ed, Pearson Education, England, Pp6.

[4] حماد، طارق عبد العال، 2007، مرجع سبق ذكره، ص50.

[5] Gelinas & Dull, 2008, **ibid**, Pp21.

وملاءمة مقياس الربحية كمقياس أساسي مبني على أساس الاستحقاق، كمايلي: "إن المعلومات المتعلقة بربحية المنشأة اعتماداً على محاسبة أساس الاستحقاق تقدم بشكل عام مؤشراً أفضل على قدرة المنشأة الحالية والمستمرة على توليد التدفقات النقدية المستقبلية مقارنة بالمعلومات المحدودة التي توفرها المقبوضات والمدفوعات النقدية."[1] كما اعتبر Dargenidou et al (2011) أن مقاييس الاستحقاق تطور من ملاءمة وجودة المعلومات الواردة في القوائم المالية[2].

من ناحية أخرى، وبسبب طبيعة محاسبة أساس الاستحقاق التي تتأثر بطبيعة المبادئ والقواعد المحاسبية وحرية الاختيار الإداري، فإن الأرباح المحاسبية هي أرقام تقديرية وقابلة للتغير كنتيجة لأي تغيير في أي طريقة محاسبية، بحيث أنها قابلة للتلاعب ومضللة، الأمر الذي أدى إلى اهتمام العديد من الباحثين في استخدام مقاييس التدفقات النقدية بدلاً من مقاييس الاستحقاق في دراستهم، كدراسة Mooi (2007)؛ Farshadfar (2012) وAl-Atta & Al-Khadash (2005) الذين اعتبروا أن استخدام مقاييس التدفقات النقدية ستعطي نتائج أكثر موضوعية من الأرباح المحاسبية، وذلك في التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، كون التدفقات النقدية أقل تأثيراً بتعدد الطرق المحاسبية وبالطبيعة التاريخية للمعلومات المحاسبية. بالإضافة إلى أنها أقل عرضة للتلاعب من قبل الإدارة، فهي تقدم مؤشراً أفضل مما تقدمه الأرباح المحاسبية عن قدرة المنشأة على الاستمرارية ودفع التوزيعات والالتزامات. لذلك اعتبروا هؤلاء الباحثين أن المعلومات التي تقدمها مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة بالنسبة للسوق من مقاييس الاستحقاق[3].

كما بيّن Clacher (2013) أن استخدام قائمة التدفقات النقدية يساعد على حل الكثير من المشاكل التي تؤثر على الاقتصاد الوطني، كمشاكل السيولة، التضخم؛ الكساد والإفلاس. كما يقدم

---

[1] الهباش، محمد يوسف، 2006، استخدام مقاييس التدفق النقدي والعائد المحاسبي للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، ص58.

[2] Dargenidou et al, 2011, **ibid**, Pp477.

[3] Liu et al, 2007, **ibid**, Pp56.

الإفصاح عن التدفقات النقدية معلومات إضافية لمتخذي القرارات، تسمح في تقديم مقاييس مفيدة لتقييم الوضع المالي للمنشأة، والتنبؤ بها[1].

بالتالي، إن المقاييس المختلفة المبنية على الأساس النقدي هي مقاييس ملائمة ولها القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وعوائد الأسهم السنوية. أكثر من مقاييس الاستحقاق[2].

ونتيجة الاختلاف بين الدراسات لمعرفة أي المقاييس أكثر ملاءمة، مقاييس الاستحقاق أم مقاييس التدفقات النقدية– فقد استخدمت الدراسات المحاسبية العديد من الاختبارات، اعتمدت بعضها على دراسة المحتوى المعلوماتي الإضافي لكلا النوعين من العناصر في نماذج محددة كنموذج الأسعار ونموذج العوائد، واعتمدت بعضها الآخر على قدرة كلاهما على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية[3].

ولذلك فإن السؤال الذي نال ولا يزال موضع اهتمام في أدب أسواق رأس المال هو أيهما أكثر ملاءمة وأكثر ارتباطاً مع أسعار الأسهم وتغيراتها، الأرباح المحاسبية أم التدفقات النقدية؟

فالإجابة على هذا السؤال تحدد أهمية المحتوى المعلوماتي لكلا منهما مقارنة بالآخر، ودوره في تحديد الأسعار في الأسواق المالية، وبالتالي خصائصه التقييمية ومدى فاعليتها في نموذج التقييم، حيث أن ملاءمة أي متغير بالنسبة للسوق تتوقف على مدى قدرته على نقل معلومات ملائمة لأطراف السوق تؤثر على توقعاتهم بشأن المكاسب المتوقعة مستقبلاً[4].

ولكن المقياس الذي قد يكون ملائم في صناعة معينة قد لا يكون ملائم في صناعة أخرى. على سبيل المثال، قد تكون نسبة المبيعات إلى الأصول مفيدة بالنسبة لشركة بيع بالتجزئة وغير مفيدة بالنسبة

---

[1] Clacher; Iain, 2013, The Value Relevance of Direct Cash Flows under International Financial Reporting Standards, A Journal of Accounting, Finance and Business Studies, Vol. 49, No. 3, Pp368.

[2] Op. cit, Pp370.

[3] يوسف، علي، 2005، مرجع سبق ذكره، ص243.

[4] يوسف، علي، 2002، استخدام نموذج OHLSON لتقييم حقوق ملكية المنشأة مع التطبيق على سوق الأورق المالية في جمهورية مصر العربية، رسالة ماجستير غير منشورة، ص86.

لوكالة الإعلان، أي أنه قد تختلف ملاءمة مقياس من منشأة لأخرى، فربما يكون هناك علاقة بعدد الموظفين أو بتكلفة العاملين[1].

كما وتختلف ملاءمة المقياس باختلاف أداء المنشأة، حيث أنه لا يوجد منشأتين لهما نفس الأداء ولا صناعتين تتطلب نفس النسبة من الأصول الثابتة للأصول المتداولة، الأصول المتداولة للالتزامات، الدين لحقوق الملكية.....إلخ[2].

2-5- مدخل القيمة الملائمة:

عملت الدراسات المحاسبية منذ Beaver (1968) و(1968) Ball and Brown، على قياس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، اعتماداً على الإطار العام لبحوث المدخل التطبيقي في المحاسبة، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المتغيرات التي تجسد المعلومات المحاسبية، ممثلة بمقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية من جهة، والمتغيرات التي تجسد استخدام المعلومات بشكل عام، من قبل الأطراف ذات الصلة بالمنشأة من جهة أخرى. وذلك بالتركيز على مستخدمين محددين كمستثمري حقوق الملكية؛ القائمين على العملية التنظيمية والقائمين على وضع المعايير المحاسبية. وبما أن ملاءمة المعلومات تتوقف على طبيعة القرارات المتخذة، فيمكن النظر إلى جميع بحوث أسواق رأس المال في المحاسبة على أنها دراسات للقيمة الملائمة، إلا أنها تنوعت وفقاً لطبيعة استخدام المعلومات المحاسبية[3].

بالتالي، تندرج الدراسات المحاسبية في أسواق رأس المال تحت مدخل القيمة الملائمة وتهدف إلى تقييم مدى ملاءمة المعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها في قائمتي الدخل والمركز المالي[4].

من جانب آخر، أعطت نماذج التقييم لدى Ohlson (1995, 1999) شرح مبسط عن استمرارية وقابلية النماذج للتنبؤ بالأرباح غير العادية باعتبارها إحدى خصائص الملاءمة التقييمية لمكونات الأرباح

[1] Walton, Peter; Aerts, Walter, 2007, ibid, Pp231.
[2] Op cit, Pp230.
[3] يوسف، علي، 2005، مرجع سبق ذكره، ص230.
[4] المرجع السابق، ص250.

من مستحقات وتدفقات نقدية. وأن التمييز بين مكونات الأرباح هي عملية ملائمة للمستثمرين عند تقييمهم للمنشآت[1].

ويتم تقدير القيمة الملائمة للمقاييس المحاسبية عن طريق الاختبارات التطبيقية للنماذج من خلال دراسة العلاقة ما بين هذه المقاييس والقيمة السوقية لحقوق الملكية أو تغيراتها[2].

بالتالي، تعمل بحوث القيمة الملائمة على قياس الملاءمة للمعلومات المحاسبية اعتماداً على الربط بين الأرقام المحاسبية التي يفصح عنها من خلال القوائم المالية والمقاييس المشتقة منها وبين مقاييس محددة للقيمة، ممثلة بأسعار الأسهم السوقية أو العوائد.

ومن الجدير بالذكر أن دراسة العلاقة بين المقاييس المحاسبية والمتغيرات السوقية في إطار مدخل القيمة الملائمة يتم غالباً إما ضمن دراسات الترابط Association Studies أو دراسات المحتوى المعلوماتي Information Content أو دراسات الملاءمة التقييميّة Valuation Relevance.

1) دراسات الترابط Association Studies:

تمثل دراسات الترابط الجزء الأكبر لبحوث القيمة الملائمة وتقوم بدراسة العلاقة بين عدة أرقام محاسبية كالأرباح، تدفقات نقدية تشغيلية، القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين المتغيرات السوقية كأسعار الأسهم أو عوائدها _[3]. كما ترتبط هذه الدراسات بفرضية كفاءة السوق التي تعتبر أن سعر السهم هو مقياس كافٍ لقيمة المنشأة، وأن العلاقة ما بين البيانات المحاسبية وأسعار الأسهم تعني أن ملخص المعلومات المحاسبية ناتج عن أحداث ومعلومات كفوءة مرتبطة بالأسعار ولذلك فهي ذات قيمة ملائمة، لأن استخدامها يمكن أن يقدم قيمة للمنشأة قريبة من قيمتها السوقية[4].

---

[1] Barth; Mary E., Hotton; Amy P., 2004, Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals, Review of Accounting Studies, Vol.9, No.1, Pp62.

[2] يوسف، علي، 2002، مرجع سبق ذكره، ص41.

[3] يوسف، علي، 2005، مرجع سبق ذكره، ص233.

[4] Menaje, Placido M., 2012, ibid, Pp39.

2) دراسات المحتوى المعلوماتي Information Content:

تمثل دراسات المحتوى المعلوماتي جزء من دراسات القيمة الملائمة بمفهومها الواسع. تعتمد هذه الدراسات على تغيرات أسعار الأسهم التي تنتج عن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية. أي تقوم بتحديد فيما إذا كان رقم محاسبي محدد يضيف إلى مجموعة المعلومات المتاحة للمستثمرين قيمة مضافة، وفي هذه الحالة قد يتم الاعتماد على فروق ردة فعل الأسعار السوقية على كل متغير محاسبي، وذلك لتحديد المتغير الأكثر ملاءمة[1].

3) دراسات الملاءمة التقييميّة Valuation Relevance:

تناقش دراسات الملاءمة التقيميّة المحددات التقيمية للمعلومات المحاسبية، آخذة بالمنظور المعلوماتي لهذه المعلومات في تقييم الأسهم، بدون أن تمثل نماذج تقييم بذاتها. أي لا تناقش هذه الدراسات تقييم بين أي من المتغيرات المحاسبية الأفضل من حيث علاقته مع المتغيرات السوقية. ولذلك تعتبر نتائج هذه الدراسات مهمة لأغراض تفسير الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية من جهة، ولأغراض بناء النماذج المحاسبية لتقييم حقوق الملكية من جهة أخرى[2].

على الرغم من أهمية جميع أنواع دراسات القيمة الملائمة، إلا أن النوع الأول هو الأكثر انتشاراً، حيث يتم قياس القيمة الملائمة اعتماداً على المؤشرات الإحصائية المحددة من خلال شكل العلاقة الدّالية بين المعلومات المحاسبية والأسعار السوقية أو العائدات التي تأخذ شكل انحدار غالباً[3].

ومن الجدير بالذكر أنه لا يمكن اعتبار استخدام المتغيرات للتنبؤ بسعر السهم أو عوائده ملائم، إلا إذا انعكست في تغيير أسعار الأسهم في السوق المالي، سواءً أكان انعكاسها بذات اتجاه التغير أم كان في

---

[1] يوسف، علي، 2005، مرجع سبق ذكره، ص233.

[2] المرجع السابق، ص234.

[3] المرجع السابق، ص231.

حجم التداول، كأن يضم السوق معلومة جديدة[1]. ومن خلال انحدار العوائد الجارية أو الأسعار السوقية على المتغيرات المحاسبية يمكن تحديد ما يلي:

أ) القوة التفسيرية لدالة الانحدار، من خلال قيمة مربع معامل التحديد R^2 وقيمته المعدلة $Adj\ R^2$. فهي تبين المدى الذي يمكن من خلاله للمعلومات المحاسبية أن تفسر التقلبات في أسعار الأسهم وعوائدها. فكلما اقتربت قيمتها من الواحد الصحيح كلما كانت المعلومات المحاسبية تمتلك قيمة ملائمة أكبر، بشكل يدل على أن أسعار الأسهم وتغيراتها تحدد بشكل أكثر دقة بناءً على هذه المعلومات.

ب) قيمة وإشارة معاملات المتغيرات المحاسبية (المتغيرات المستقلة)؛ فقيمة هذه المعاملات تبين مقدار التغير في المتغير السوقي عندما يتغير المتغير المحاسبي بمقدار وحدة واحدة. فيجب أن تكون قيمة هذه المعاملات مغايرة للصفر في حال وجود قيمة ملائمة للمعلومات المحاسبية، بينما تحدد إشارة المعاملات اتجاه تأثير المعلومات المحاسبية على التغيرات في الأسعار السوقية وعوائدها[2].

ويتوقف استخدام المتغير التابع حسب الهدف من الدراسة، فالدراسة التي تهتم بمعلومات القوائم المالية بهدف استخدامها كمقاييس ملخصة للأحداث التي تؤثر على المنشأة حتى تاريخ محدد، تستخدم أسعار الأسهم كمتغير تابع. بينما الدراسة التي تأخذ بعين الاعتبار قابلية البنود المحاسبية لاكتشاف الأحداث التي لديها تأثير في المنشأة خلال فترة العوائد، تستخدم عوائد الأسهم، والدراسة التي تأخذ بعين الاعتبار فترات عوائد قصيرة (ربعية، نصفية) تمكن من الحصول على أدلة أكثر ملاءمة بالتوقيت المناسب للبنود المحاسبية[3].

---

[1] Menaje, Placido M., 2012, **ibid**, Pp40.

[2] يوسف، علي، 2005، مرجع سبق ذكره، ص231.

[3] Nilssonl; Henrik, kand; Fil, 2003, Essays on the value relevance of financial statement information, Studies in Business administration, Series B, No 50, P6.

وأخيراً، تعتبر النتائج التي تظهرها الدراسات في مدخل القيمة الملائمة هامة جداً، ليس فقط لفهم الخصائص التقييمية للأرقام المحاسبية التي تستخدم من قبل المستثمرين في تقييمهم للأسهم فحسب، وإنما أيضاً لبناء نماذج محاسبية للتقييم اعتماداً على تلك النتائج، إذ على أساس مدى ملاءمة الرقم المحاسبي وتأثيره على توقعات المستثمرين يتم تحديد الدور المحتمل أن يلعبه هذا الرقم في النموذج المقترح[1].

2-6- نماذج القيمة الملائمة:

تُستخدم معلومات التقارير المالية من قبل متخذي القرارات في مجالات متعددة، وبما أن الدراسات البحثية في الأسواق المالية هي دراسات للقيمة الملائمة كما أُشير سابقاً، فقد وُجدَ أنها ترتبط مع أسعار الأسهم أو نسبة تغيرها المسماة بالعوائد. فعلى سبيل المثال، وجدت بعض الدراسات أن أسعار الأسهم ترتبط بصافي الربح[2]. أما في الواقع العملي، فقد تم التوصل إلى أن صافي الربح يرتبط ارتباط قوي مع أسعار الأسهم وعوائدها، كونه معلومة مفيدة في تحديد أسعار الأسهم أكثر من التدفقات النقدية[3].

قام الباحثون ببناء مجموعة من النماذج لاختبار وتقييم ملاءمة الأرقام المحاسبية في اتخاذ القرارات المناسبة. مثلاً، قام Ohlson (1995) ببناء نموذجين لاختبارات القيمة الملائمة، هما نموذج الأسعار ونموذج العوائد، بهدف تقييم حقوق الملكية وتحديد البيانات الملائمة من القوائم المالية المتمثلة بـ(قائمة المركز المالي وقائمة الدخل)، وذلك من خلال توظيف الأرقام المحاسبية الواردة في هذه القوائم ضمن هذين النموذجين بغرض اتخاذ القرارات الملائمة[4]. ويتوقف الفرق بين النموذجين وفقاً للهدف من الدراسة، فالنموذج الأول المتمثل بنموذج الأسعار يهتم بتحديد ما ينعكس في قيمة المنشأة، في حين يهتم النموذج الثاني المتمثل بنموذج العوائد بتحديد ما ينعكس في تغيرات هذه القيمة عن فترة محددة. بالتالي

[1] يوسف، علي، 2005، مرجع سبق ذكره، ص243.

[2] Ragab & Omran, 2006, Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market, Review of Accounting and Finance, Vol 5, No 3, Pp296.

[3] Guenther, Daviad A., 2005, **ibid**, Pp8.

[4] Huang & Zhang, 2012, **ibid**, Pp268.

إذا كان الهدف من الدراسة اختبار فيما إذا كانت القيم المحاسبية ذات قيمة ملائمة في توقيت ملائم، يفضل استخدام النموذج الثاني[1].

بالمقابل، قام Apellániz (1995) بتوظيف الأرقام المحاسبية في نماذج بغية مساعدة متخذي القرارات في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للمنشآت، بهدف اتخاذ القرار الاستثماري الأكثر ملاءمة.

في الدراسة العملية لهذا البحث تم استخدام نموذجين لتقييم ملاءمة المقاييس المشتقة من القوائم المالية _نموذج الأسعار ونموذج العوائد_، لذلك تم عرض هذين النموذجين فقط.

2-6-1- نموذج الأسعار:

يستخدم متخذو القرارات في كثير من الأحيان المعلومات المحاسبية لشرح التغير في أسعار الأسهم[2]. في هذه النماذج، يتم دراسة العلاقة مابين أسعار الأسهم كمتغير تابع ومحتوى المعلومات المحاسبية كمتغيرات مستقلة[3]. واكتسبت العلاقة ما بين أسعار الأسهم وبين المعلومات المحاسبية المتعلقة بالمنشأة أهمية كبيرة لدى العديد من الجهات، منها إدارة المنشأة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه المعلومات، المدققون والمحاسبون الذين يقومون باعتماد هذه القوائم، المستثمرون الذين يشترون ويبيعون الأسهم، والمنشآت المنافسة وغيرها من الأطراف الأخرى. فكل جهة من هذه الجهات ولأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأسهم وبتأثير المعلومات في هذه الأسعار، إذ يرتبط بأسعار الأسهم نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل. فعلى سبيل المثال، نجد أن التقلبات في أسعار الأسهم تؤثر في القيمة السوقية لثروة المستثمر مما يغير قرارات المفاضلة بين فرص الاستهلاك وفرص الاستثمار، هذا بالنسبة للفرد. أما بالنسبة للمنشأة فإن تغير أسعار الأوراق المالية يؤثر في تكلفة مصادر

[1] يوسف، علي، 2002، مرجع سبق ذكره، ص45.

[2] Glezakos et al, 2012, The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 2, Pp56.

[3] Bo, Jiang, 2009, An empirical study on information content of accounting earnings and cash flow, Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol.5, No.7, Pp45.

التمويل المتاحة[1]. بالتالي لابد أن تكون المعلومات المالية ملائمة لتعطي تقييم صحيح نوعاً ما لأسهم الشركات في الأسواق المالية، كون الملاءمة تقدم تشخيص أكثر دقة للبيئة المحاسبية[2].

وهكذا، حرص الكثير من الباحثين على تشكيل نماذج للقيمة الملائمة متمثلة بنماذج التسعير واختبارها بشكل متكرر وواسع في مجال بحوث الأسواق المالية[3]، كونها إحدى وسائل الوصول إلى القيمة الملائمة للمنشأة واتخاذ القرار الملائم.

ويتضمن نموذج الأسعار إما متغير واحد أو مجموعة من المتغيرات مرتبطة بعلاقة ارتباط أو انحدار مع سعر السهم كالإيرادات، الأرباح بكافة أشكالها (الربح الإجمالي، الربح قبل الفائدة والضريبة، صافي الربح)، التدفقات النقدية وغيرها[4].

وتعتبر الأرباح المحاسبية من أهم المتغيرات الملائمة للسعر بالنسبة للمصارف والمنشآت الأخرى، حيث تمتلك تأثير مستمر في أسعار الأسهم بالنسبة للمصارف في الأسواق الناشئة[5].

وتفترض دراسة Sumiyana بأن العلاقة ما بين القيمة الدفترية للمنشأة والأرباح وبين القيمة السوقية للمنشأة صحيحة ويجب أن تبقى ملائمة[6].

2-6-2- نموذج العوائد:

على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تحتلها نماذج الملاءمة المتمثلة بنماذج الأسعار، إلا أن نماذج الملاءمة المتمثلة بنماذج العوائد لا تقل أهمية عنها. فقد اهتمت العديد من الدراسات بدراسة العلاقة ما بين التغيرات في المعلومات المحاسبية وعوائد الأسهم ضمن ما يسمى بنماذج الملاءمة[7]. أي أنه في هذه

---

[1] موصلي، سليمان & السمان، حازم، 2013، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الثاني، ص154.

[2] Dargenidou et al, 2011, **ibid**, Pp477.

[3] Glezakos et al, 2012, **ibid**, Pp56.

[4] Petersen & Plenborg, 2012, **ibid**, Pp211.

[5] Cheng & Ariff, 2007, Abnormal Returns of Bank Stocks and Their Factor-Analyzed Determinants, Journal of Accounting – Business & Management, VOL.14, NO.1, Pp14.

[6] Sumiyana et al, 2010, **ibid**, Pp193.

[7] Huang & Zhang, 2012, **ibid**, Pp268.

النماذج يتم دراسة العلاقة ما بين عوائد الأسهم كمتغير تابع والتغير بالمعلومات المحاسبية كمتغيرات مستقلة[1].

وتتضمن نماذج العوائد كنماذج الأسعار إما متغير واحد أو مجموعة من المتغيرات مرتبطة بعلاقة ارتباط أو انحدار مع عائد السهم. حيث اختبرت العديد من الدراسات هذه المتغيرات، ولكن النتائج التي توصلت إليها مختلفة. فقد رأى Sumiyana et al أنه يوجود علاقة إيجابية بين التغير في الربح المحاسبي، حقوق الملكية، الأرباح، وفرص النمو وبين العوائد. وعلاقة سالبة ما بين التغير في تكلفة الدين والعوائد[2]. بينما أظهرت دراسة Dargenidou et al (2011) أن العوائد ترتبط بالتغير بالأرباح بعلاقة ضعيفة وذلك نتيجة لضعف في توقيت الإفصاح عن الإيرادات المحاسبية في قياس القيمة الملائمة للأحداث[3].

بالتالي، تختلف الأدلة التي تظهرها نتائج الدراسات البحثية والمتعلقة بأهمية المتغيرات المتضمنة في نماذج العوائد باختلاف المكان والزمان الذي تمت فيه الدراسة.

[1] Bo, JIANG, 2009, **ibid**, Pp45.
[2] Sumiyana et al, 2010, **ibid**, Pp191.
[3] Dargenidou et al, 2011, **ibid**, Pp497.

المبحث الثاني

مراجعة الأدبيات التطبيقية

مقدمة:

تشكل بحوث القيمة الملائمة مجالاً بحثياً واسعاً في البحث المحاسبي التطبيقي منذ بدايته حتى الوقت الحالي. وتعتبر دراسة Ball and Brown (1968)[1] من أوائل الدراسات التي اهتمت باختبار مدى ملاءمة متغير محاسبي وهو الأرباح المحاسبية في تقييم الأسهم، كما تعتبر نقطة البداية للعديد من الدراسات لاختبار ملاءمة العديد من المتغيرات المحاسبية. حيث لم تقتصر دراسات القيمة الملائمة على الأرباح المحاسبية فحسب، وإنما شملت مجموعة من متغيرات التحليل الأساسي التي تجسد المعلومات المحاسبية.

بالمقابل، أجريت العديد من الدراسات لاختبار أهمية ودور معلومات كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي، بهدف معرفة أيهما أكثر ملاءمة في اتخاذ القرار المناسب، وبشكل خاص بعد أن أكدت دراسة Mtichell et al (1995)[2] على وجود اختلاف جوهري بين مقاييس التدفقات النقدية ومقاييس الاستحقاق المقابلة لها.

بالتالي، أثار موضوع التمييز بين مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية ومدى ملاءمتهما لاتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية الكثير من الجدل والنقاش ما بين الباحثين في مجال دراسات أسواق المال، بغية التوصل لمقاييس ملائمة ومناسبة تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية ملائمة.

---

[1] Ball, Ray; Brown, Philip, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research, Vol.6, No.2, Pp.159-178.

[2] Mitchell, Jason D., Goh, Steven W., Forman, Stephen C., 1995, A Note on the relationship Between Reported Cash Flow Measures, Ratios and their Accrual Counterparts, Accounting & Finance, Vol.35, No.1, Pp.47-62.

نتيجة لذلك، اهتم بعض الباحثين باختبار دور كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في قياس أداء الشركة. في حين اهتم بعضهم الآخر بالتقصي عن العلاقة ما بين هذه المقاييس وأسعار الأسهم. بينما اهتم قسم آخر بدراسة أثر معلومات كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي في عوائد الأسهم. كما قام بعض الباحثين باختبار إمكانية استخدام المعلومات المبنية على أساس الاستحقاق مقابل المعلومات المبنية على الأساس النقدي في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. وبناءً على ما سبق، تم تصنيف الدراسات التطبيقية السابقة إلى أربع مجموعات كما يلي:

1- دراسات تطبيقية حول ملاءمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي في تقييم أداء الشركة.

2- دراسات تطبيقية حول ملاءمة مقاييس الاستحقاق مقابل مقاييس التدفقات النقدية في تقييم الأسهم.

3- دراسات تطبيقية حول أثر كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

4- دراسات تطبيقية حول ملاءمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

لذلك هدف هذا المبحث إلى عرض الدراسات التي تمت في مجال القيمة الملائمة وتلخيص نتائجها، بهدف المقارنة ما بين مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية ولمعرفة أيها أكثر ملاءمة في المجالات المحددة أعلاه.

1-دراسات تطبيقية حول ملاءمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي في تقييم أداء الشركة:

هدفت هذه المجموعة من الدراسات إلى معرفة أي من مقاييس الأداء أفضل وأكثر ملاءمة وأهمية لقياس أداء الشركة، هل هي مقاييس أساس الاستحقاق أم هي مقاييس الأساس النقدي.

1-1- (Ingram & Lee, 1997)[1]: اتجهت هذه الدراسة إلى اختبار فيما إذا كانت مقاييس كل من أساس الاستحقاق المتمثلة بصافي الربح بعد الضريبة ومقاييس الأساس النقدي المتمثلة بالتدفقات النقدية التشغيلية ملائمة في تقييم أداء الشركة، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين هذين المقياسين كون دراسة الارتباط بينهما مرتبط بالأداء المالي للشركة. ولتحقيق الهدف من هذه الدراسة واختبار فرضيته تم استخدام أسلوب Cross-sectional وتطبيقه على عينة شملت حوالي 1000 شركة صناعية في الولايات المتحدة U.S، تتوافر بياناتها في قاعدة البيانات Compustat الصناعية، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1975 ولغاية 1992. تم تقسيم الفترة الزمنية الكاملة إلى أربع فترات: 1) فترتين زمنيتين كل منها عشرة سنوات (1975-1984؛ 1983-1992)؛ 2) ثلاث فترات كل منها خمس سنوات (1978-1982؛ 1983-1987؛ 1988-1992)، 3) فترة كل سنة، 4) فترة كل سنتين. ثم تم تقسيم عينة البحث إلى ست مجموعات وفقاً لربح الشركات ورتبت من المجموعة الأقل ربحاً إلى المجموعة الأكثر ربحاً. حيث تم دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

أكدت هذه الدراسة على أهمية كل من الربح والتدفقات النقدية التشغيلية في تقييم الأداء المالي على المدى قصير الأجل، وذلك عند استخدامهما معاً. كما تبين أن مقاييس الربح والتدفقات النقدية التشغيلية لا تتلاقى على المدى الطويل. وبالتالي، لا يمكن استخدامها كمقاييس للأداء على المدى طويل الأجل.

1-2- (Kim et al, 2012)[2]: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أي من مقاييس الأداء أكثر ملاءمة وقدرة على تقييم أداء الشركة (حصة السهم من الأرباح؛ حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية

[1] Ingram, Robert W.; Lee, Thomas A., 1997, Information Provided by Accrual and Cash Flow Measures of Operating Activities, Abacus, Vol.33, No.2, P.168-185.

[2] Kim, Jeong-Bon; Lipka, Roland; Sami, Heibatollah, 2012, Portfolio performance and accounting measures of earnings: an alternative look at usefulness, Review of Quantitative Finance & Accounting, Vol.38, No.1, Pp.87-107.

وحصة السهم من رأس المال العامل التشغيلي) وإلى دراسة التقلب بالعوائد خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1988 ولغاية عام 2003. شملت عينة الدراسة التقارير المالية السنوية للشركات التي تتوافر بياناتها في كل من قاعدة البيانات Compustat؛ Research & Full Coverage Tap خلال فترة 16 عام من 1988 ولغاية 2003. بينما تم الحصول على العوائد من قاعدة البيانات CRSP.

ولتحقيق هدف هذه الدراسة، تم ترتيب بياناتها في ثلاث مجموعات وفقاً لمعدل السعر إلى الربح PE من المعدل الأقل إلى المعدل الأعلى. ثم تم بناء محفظتين في كل عام بالاعتماد على الترتيب وفقاً لمعدل السعر إلى الربح لكل متغير (محفظة "الاستثمارات المقيمة بأقل مما يجب" والتي يكون معدل السعر إلى الربح أقل ومحفظة "السوق" والتي تتكون من الشركات غير الداخلة في المحفظة الأولى)، كما تم أخذ أسعار إغلاق الأسهم في الأول من نيسان من كل عام.

وباستخدام اختبار Standard t tests، توصلت الدراسة إلى أنه على الرغم من فائدة كل من حصة السهم من الربح، حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية وحصة السهم من رأس المال العامل التشغيلي في تقييم أداء الشركة إلا أن مقياس حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية وحصة السهم من رأس المال العامل التشغيلي تتفوق على مقياس حصة السهم من الربح في تقييم أداء الشركة. كما تبين أن هذه المقاييس يمكن استخدامها في تحقيق عوائد غير العادية.

3-1- (Mazloom et al, 2013)[1]: هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة ما بين مقاييس الأداء المختلفة المبنية على كل من الأرباح والتدفقات النقدية وعوائد أسهم الشركات غير المالية المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2003 ولغاية عام 2011.

---

[1] Mazloom, Ali; Azarberahman, Alireza; Azarberahman, Jalal, 2013, The Association between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns some Iranian evidence, International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol.3, No.1, Pp.24-41.

لاختبار الفرضيات تم استخدام نموذجي انحدار متغيرهما التابع عائد السهم: اختبر النموذج الأول مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق (الربح ما قبل الفائدة والضريبة؛ الربح ما قبل الفائدة والضريبة مضاف إليه الاهتلاك؛ صافي الربح بعد الفائدة والضريبة)، بينما اختبر النموذج الثاني مقاييس الأداء المبنية على الأساس النقدي (صافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ صافي التدفقات النقدية الاستثمارية؛ صافي التدفقات النقدية التمويلية؛ صافي الزيادة أو النقص في التدفق النقدي؛ صافي التدفقات النقدية التشغيلية ناقص الاهتلاك والتدفق النقدي الحر).

توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أية اختلافات جوهرية ما بين مقاييس الأداء، ولكن زيادة حجم المستحقات عن حد معين، يصبح مقياس الأداء المبني على الأرباح أكثر أهمية من مقياس الأداء المبني على الأساس النقدي.

إذاً، نلاحظ أن هذه المجموعة من الدراسات توصلت إلى نتائج متباينة، ويعود الاختلاف في نتائجها إلى كل من الأسلوب المستخدم، عينة الدراسة، طول الفترة الزمنية وتاريخ إجراء الدراسة.

2- دراسات تطبيقية حول ملائمة مقاييس الاستحقاق مقابل مقاييس التدفقات النقدية في تقييم الأسهم:

ركزت هذه المجموعة من الدراسات على اختبار العلاقة ما بين أسعار الأسهم وكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، ومن ثم المقارنة ما بين هذه المقاييس لتحديد المقياس الأكثر ملاءمة في تقييم الأسهم.

1-2- (خليل، عبد الفتاح، 2001):[1] هدفت هذه الدراسة إلى قياس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية المبنية على كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي في إطار تقييم الأسهم، كما هدفت إلى اختبار قدرة معلومات كلا الأساسين على التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية. أجريت هذه الدراسة خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1997 لغاية عام 2000، وطبقت على 28 شركة مصرية مدرجة في البورصة المصرية، وذلك بعد استبعاد شركات القطاع المالي والشركات التي تبين وجود نقص في بياناتها، وبشكل خاص فيما يتعلق بمعلومات قائمة التدفقات النقدية. تناولت الدراسة أربعة فروض، تم اختبار الفرضية الأولى باستخدام ثلاثة نماذج انحدار بسيطة متغيرها التابع سعر السهم ومتغيراتها المستقلة هي الأرباح المحاسبية؛ القيمة الدفترية والتدفقات النقدية. أما الفرضية الثانية فقد تم اختبارها باستخدام ثلاثة نماذج انحدار متعددة وثلاثة نماذج انحدار بسيطة، المتغير التابع لهذه النماذج هو سعر السهم، بينما المتغيرات المستقلة هي التسويات المحاسبية _الفرق بين الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية_ والتدفقات النقدية بالنسبة للنموذج الأول؛ التسويات المحاسبية التشغيلية _الفرق بين الأرباح التشغيلية والتدفقات النقدية التشغيلية_ والتدفقات النقدية التشغيلية بالنسبة للنموذج الثاني؛ الأصول والالتزامات بالنسبة للنموذج الثالث؛ أما المتغيرات المستقلة لكل من النموذج الرابع والخامس والسادس هي التدفقات النقدية التشغيلية؛ التدفقات النقدية الاستثمارية والتدفقات النقدية التمويلية على التوالي. في حين تم اختبار الفرضية الثالثة باستخدام خمسة نماذج انحدار بسيطة متغيرها التابع هو التدفقات النقدية التشغيلية للفترة التالية، أما المتغيرات المستقلة للنماذج فهي الأرباح المحاسبية؛ الأرباح المحاسبية التشغيلية؛ حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية؛ التدفقات النقدية والتدفقات النقدية التشغيلية

[1] خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، قياس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية وفقاً لأساس الاستحقاق والتدفقات النقدية وانعكاساتها على قرار المستثمرين في سوق الأوراق المالي المصري، المجلة العلمية التجارة والتمويل، مجلد 2، عدد 1، ص87-130.

بالترتيب. بينما تم اختبار الفرضية الرابعة باستخدام نموذج انحدار بسيط متغيره التابع الأرباح المستمرة _قيمة السهم السوقية مضروبة بمعدل العائد على حقوق الملكية_ ومتغيراتهما المستقلة هي الأرباح المحاسبية التشغيلية والتدفقات النقدية التشغيلية.

توصلت الدراسة إلى أنه عند اختبار المتغيرات كأرقام إجمالية تكون التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من الأرباح المحاسبية الصافية والقيمة الدفترية. في حين عند فصل المتغيرات المحاسبية الرئيسية التي تتمثل في الأرباح (قائمة الدخل) والقيمة الدفترية (المركز المالي) إلى عناصرها الرئيسية تصبح معلومات أساس الاستحقاق أكثر ملاءمة من المعلومات التي تنتج عن الأساس النقدي. كما تبين أن الأرباح التشغيلية هي الأكثر قدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية، وأن الخصائص التقييمية للأرباح المحاسبية التشغيلية هي الأفضل مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية.

2-2- (Garrod et al, 2000):[1] هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كانت معلومات الأساس النقدي أكثر ملاءمة من معلومات أساس الاستحقاق في تقييم الأسهم، وفيما إذا كانت القيمة الملائمة لمعلومات أساس الاستحقاق تزداد عند تجزئة الأرباح إلى مكوناتها التفصيلية. طبقت هذه الدراسة على البيانات المالية للشركات غير المالية المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين 1992-1996. لتحقيق هدف هذه الدراسة تم استخدام ثلاثة نماذج لتقييم الأسهم. وتمثلت هذه النماذج بمايلي: تضمن النموذج الأول القيمة الدفترية للسهم؛ الربح التشغيلي غير العادي لكل سهم والأصول التشغيلية لكل سهم. في حين شمل النموذج الثاني القيمة الدفترية للسهم؛ الربح التشغيلي لكل سهم والأصول التشغيلية لكل سهم. أما النموذج الثالث فتضمن القيمة الدفترية للسهم؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ المستحقات قصيرة الأجل لكل سهم، المستحقات طويلة الأجل لكل سهم؛ المصاريف الرأسمالية على الأصول التشغيلية لكل سهم؛ الأصول التشغيلية لكل

[1] Garrod, N.; Giner, B.; Larran M., 2000, The Value Relevance of Earnings, Cash Flow and Accruals: the Impact of Disaggregation and Contingencies, epartment of Accounting and Finance University of Glasgow Working Paper Series, P1-29.

سهم. استخلصت هذه الدراسة إلى أن معلومات الأساس النقدي أكثر ملائمة من معلومات أساس الاستحقاق، ولكن تزداد ملاءمة الأرباح عند تجزئتها إلى مكوناتها التفصيلية.

2-3- (Bo, 2009):[1] اختبرت هذه الدراسة ملاءمة معلومات كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي في تقييم أسهم الشركات الصناعية في الصين خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2003 ولغاية 2005. لتحقيق هدف البحث تم استخدام نموذجين لأسعار الأسهم، يتضمن النموذج الأول متغيرات مستقلة مبنية على أساس الاستحقاق _الربح لكل سهم والعائد على الأصول_، أما النموذج الثاني، فتضمن متغيرات مستقلة مبنية على الأساس النقدي _الربح النقدي لكل سهم والعائد على الأصول النقدية_. خلصت الدراسة إلى أن المعلومات المبنية على الأساس النقدي أكثر ملاءمة من المعلومات المبنية على أساس الاستحقاق.

2-4- (Almilia, 2011):[2] سعت هذه الدراسة إلى اختبار فائدة المعلومات المحاسبية للمستثمرين، وذلك من خلال دراسة مدى ملاءمة هذه المعلومات في تفسير أسعار الأسهم لـ 81 شركة صناعية مدرجة في سوق اندونسيا المالي خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2003 لغاية 2007. لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام نموذج Error Correction Model ومن ثم تم تطبيق اختبار Co-Integration Test. خلصت الدراسة إلى أن كل من القيمة الدفترية؛ الربح التشغيلي؛ صافي الدخل والتدفقات النقدية الاستثمارية ملائمة في تفسير أسعار الأسهم، وأن كل من المستحقات؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ التدفقات النقدية التمويلية وإجمالي التدفقات النقدية غير ملائمة في تفسير أسعار الأسهم. كما خلصت إلى أن نموذج Error Correction للقيمة الدفترية هو النموذج الأفضل في تفسير أسعار الأسهم.

[1] Bo, Jiang, 2009, **ibid**, P44-48.

[2] Almilia, Luciana S., 2011, Value Relevance of Accounting Information Using an Error Correction Model, ACCOUNTING & TAXATION, Vol. 3, No.2, P119-130.

2-5- (Suadiye, 2012):[1] هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية في ملاءمة المعلومات المحاسبية. شملت عينة هذه الدراسة 193 شركة تركية مدرجة في سوق اسطنبول المالي، وأجريت في فترتين، فترة ما قبل تبني معايير التقارير المالية الدولية (2000-2002) وفترة مابعد تبني هذه المعايير (2005-2009). لتحقيق هدف هذه الدراسة تم استخدام ثلاثة نماذج أسعار انطلاقاً من النموذج المقترح من قبل Ohlson (1995). تضمن النموذج الأول كل من ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم. في حين شمل النموذج الثاني ربحية السهم. أما النموذج الثالث فقد تضمن القيمة الدفترية للسهم. توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية ملائمة في تفسير الأسعار، وأن القيمة الملائمة لهذه المعلومات ازدادت بعد تبيني معايير التقارير المالية الدولية.

2-6- (Azzali et al, 2013):[2] اتجهت هذه الدراسة إلى تحليل القيمة الملائمة لإدارة الأرباح في الشركات الصناعية الإيطالية المدرجة في بورصة ميلان خلال الفترة الزمنية 2006 لغاية 2011 قبل وخلال فترة الأزمة المالية والاقتصادية. بالتالي تم تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين، فترة ما قبل الأزمة المالية (2006-2008) وفترة خلال الأزمة المالية (2009-2011). لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام ستة نماذج لتقييم الأسهم. تضمن النموذج الأول الربح لكل سهم، في حين شمل النموذج الثاني التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم وإجمالي المستحقات لكل سهم، أما النموذج الثالث فتضمن التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم؛ المستحقات التقديرية لكل سهم والمستحقات غير التقديرية لكل سهم. أما النموذج الرابع فقد تضمن الربح لكل سهم؛ الربح لكل سهم مضروب بمتغير وهمي – يساوي "1" للسنة بعد بدء الأزمة المالية و"0" لغير سنوات الأزمة_ ومتغير الأزمة. في حين شمل النموذج الخامس متغيرات النموذج الثاني مضاف إليها المتغير الوهمي وكل من متغيرات النموذج الثاني بعد ضربها بالمتغير الوهمي. أما النموذج

[1] Suadiye, Gulhan, 2012, ibid.
[2] Azzali, Stefano; Fornaciari, Luca & Mazza, Tatiana, 2013, **ibid**.

السادس فقد شمل متغيرات النموذج الثالث بالإضافة إلى المتغير الوهمي وكل من متغيرات النموذج الثالث بعد ضربها بالمتغير الوهمي. توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم تمتلك قيمة ملائمة أكبر من القيمة الملائمة للربح لكل سهم بمكوناته مستحقات تقديرية ومستحقات غير تقديرية وذلك ما قبل الأزمة المالية، ولكن خلال هذه الأزمة بقيت التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم تمتلك قيمة ملائمة بينما لم يعد للربح لكل سهم أي قيمة ملائمة.

2-7- (الطويل وشاهين، 2014)[1]: اختبرت هذه الدراسة ملاءمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالأرباح والقيم الدفترية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 لغاية 2012. لتحقيق أهداف هذه الدراسة تم اختبار نموذجين: نموذج العوائد ونموذج الأسعار. تضمن نموذج العوائد كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح كمتغيرات مستقلة والعائد السنوي المتراكم كمتغير تابع. بينما تضمن نموذج الأسعار كل من الأرباح والقيم الدفترية كمتغيرات مستقلة وسعر السهم كمتغير تابع. خلصت الدراسة بأن التغير في الأرباح ملائم في تفسير العوائد على عكس الأرباح التي تبين أنها غير ملائمة في تفسير العوائد. كما خلصت إلى أن كل من الأرباح والقيم الدفترية ملائمة في تفسير الأسعار.

2-8- (Omokhudu & Ibadin, 2015)[2]: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة المعلومات المحاسبية في تقييم أسهم 47 شركة غير مالية نيجيرية مدرجة في سوق رأس المال الثانوي النيجيري خلال فترة عشرين عام ممتدة من 1994 لغاية 2013. لاختبار فرضيات هذه الدراسة، تم استخدام كل من أسلوب Panel Data وCross Section، ومن ثم توظيف المتغيرات المستقلة في ثلاثة نماذج انحدار، بالإضافة إلى إجراء اختبار Husman لتحديد أي من نماذج

[1] الطويل، ليلى وشاهين، سوسن، 2014، اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 36، العدد 1، ص323-340.

[2] Omokhudu, Okuns O. & Ibadin Peter O., 2015, The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria, Accounting and Finance Research, Vol. 4, No. 3, P20-30.

التأثيرات الثابتة أم العشوائية هو الأفضل للتقدير. شمل النموذج الأول الربح لكل سهم والقيمة الدفترية لكل سهم. بينما تضمن النموذج الثاني متغيرات النموذج الأول والتدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم. أما النموذج الثالث فقد تضمن متغيرات النموذج الأول وتوزيعات الأرباح لكل سهم. توصلت الدراسة إلى أن كل من معاملات التقدير للأرباح؛ التدفقات النقدية والتوزيعات ذات دلالة إحصائية وقوة ارتباطها بقيمة الشركة في الأساليب الأربعة المستخدمة أكبر من قوة ارتباط القيمة الدفترية للسهم. بالتالي، تمتلك كل من الأرباح؛ التدفقات النقدية التشغيلية والتوزيعات قيمة ملائمة أكثر مما تمتلكه القيمة الدفترية لكل سهم.

9-2- (Emeni et al , 2016)[1]: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة المتغيرات المحاسبية في تفسير أسعار أسهم (15) مصرف نيجيري مدرج في سوق نيجيريا المالي خلال الفترة الممتدة من عام 2009 ولغاية عام 2014، وذلك قبل وبعد تبني معايير التقارير المالية الدولية. ولاختبار فرضيات هذه الدراسة، تم تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين: امتدت الفترة الأولى من عام 2009 حتى عام 2011، وهي فترة ما قبل تبني المعايير. بينما امتدت الفترة الثانية من عام 2012 ولغاية عام 2014، وهي فترة ما قبل تبني المعايير.

بعد تقسيم فترة الدراسة تم استخدام نموذجين واختبارهما في فترتي الدراسة. تضمن النموذج الأول كل من القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم والتدفق النقدي التشغيلي للسهم كمتغيرات مستقلة وسعر السهم السوقي كمتغير تابع. في حين تضمن النموذج الثاني كل من ربحية السهم والتغير فيه كمتغيرات مستقلة والعائد السنوي للسهم كمتغير تابع. توصلت هذه الدراسة إلى ملاءمة المتغيرات المحاسبية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها، وأن قيمتها الملائمة ازدادت بعد تبني

[1]Emeni, Francis K.; Uwuigbe, Olubukola R.; Uwuigbe, Uwalomwa; Erin, Olayinka A..2016, The Value Relevance of Adopting IFRS: Evidence From the Nigerian Banking Sector, Review of Economic Studies & Research Virgil Madgearu, Vol. 9, No. 2, P49-66.

معايير التقارير المالية الدولية. كما توصلت أن ربحية السهم ومن ثم القيمة الدفترية أكثر ملاءمة من التدفقات النقدية.

10-2- (Kimouche & Rouabhi, 2016)[1]: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة فيما إذا كانت الأصول غير الملموسة تزيد من القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، كما هدفت إلى معرفة مدى ملاءمة هذه الأصول في تفسير أسعار أسهم الشركات الفرنسية غير المالية المدرجة في الأسواق المالية الفرنسية France listed companies خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2005 ولغاية عام 2015. انطلاقاً من نموذج Ohlson (1995) استخدمت هذه الدراسة ثلاثة نماذج أسعار. تضمن النموذج الأول كل من القيمة الدفترية للسهم بعد استبعاد قيم الأصول غير الملموسة؛ الأرباح قبل مصاريف الإطفاء والتدفقات النقدية. في حين شمل النموذج الثاني كل من الأصول غير الملموسة، سمعة الشركة ومصاريف إطفاء الأصول غير الملموسة. أما النموذج الثالث فتضمن كل من القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم والتدفقات النقدية بالإضافة إلى متغيرات النموذج الثاني. خلصت الدراسة إلى أنه تمتلك كل من القيمة الدفترية؛ الأرباح والأصول غير الملموسة قيمة ملائمة في تفسير أسعار الأسهم، في حين لا تمتلك كل من مصاريف الإطفاء والتدفقات النقدية قيمة ملائمة في تفسير أسعار الأسهم.

وهكذا نجد أن نتائج هذه المجموعة من الدراسات كانت متباينة نتيجة اختلاف المتغيرات المستخدمة في النماذج؛ عينة الدراسة وطول الفترة الزمنية.

[1] Kimouche, Bilal; Rouabhi, Abdenacer, 2016, The Impact of Intangibles on The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from French Companies , Intangible Capital, Vol.12, NO.2, P506-529.

3- دراسات تطبيقية حول أثر كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم:

هدفت هذه المجموعة من الدراسات إلى اختبار أثر كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

3-1- (Cotter, 1996):[1] اختبرت هذه الدراسة ملاءمة المقاييس المبنية على كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي في تقييم العوائد، وذلك بالتطبيق على البيانات المالية لـ 62 شركة استرالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1975 لغاية عام 1985. لتحقيق هدف الدراسة، تم استخدام نموذجين. نموذج مبني على الأساس النقدي تضمن كل من التدفقات النقدية التشغيلية؛ التدفقات النقدية الاستثمارية والتدفقات النقدية التمويلية، ونموذج مبني على أساس الاستحقاق تضمن كل من الأصول المتداولة؛ الأصول غير المتداولة ومستحقات غير تشغيلية، حيث تم تقسيم الفترة الزمنية الكلية إلى أربع فترات. 1) عشرة فترات زمنية كل منها سنة؛ 2) خمس فترات زمنية كل منها سنتين؛ 3) فترتين زمنيتين كل منها خمس سنوات و4) فترة زمنية شاملة لفترة الدراسة. استخلصت الدراسة إلى أن النموذج المبني على أساس الاستحقاق يفوق النموذج المبني على الأساس النقدي في تفسير عوائد الأسهم.

3-2- (Charitou & Clubb, 1999):[2] هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التدفقات النقدية والأرباح في العوائد السوقية لفترة عوائد طويلة. شملت عينة البحث بيانات 520 شركة بريطانية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1985 ولغاية عام 1992. استُخدم ثمانية نماذج لتحقيق هدف الدراسة، أربعة نماذج انحدار بسيطة متغيراتها المستقلة الأرباح المحاسبية؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ التغير في النقد وما في حكمه والربح النقدي للسهم. وأربعة نماذج انحدار متعدد، شمل

[1] Cotter, Julie, 1996, Accrual and Cash flow accounting models: Acomparison of the Value relevance and Timeliness of their components, Accounting and Finance, Vol.36, NO.2, Pp.127–150.

[2] Charitou, Andreas & Clubb, Colin, 1999, Earnings, Cash Flows and Security Returns Over Long Return Intervals: Analysis and UK Evidence, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.26, No.3, Pp.283-312.

النموذج الخامس كل من التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية. في حين تضمن النموذج السادس متغيرات النموذج الخامس مضاف إليها التغير في النقد وما في حكمه والتغير في صافي القروض الرأسمالية. بينما ضم النموذج السابع متغيرات النموذج الخامس مضاف إليه الربح المحاسبي. أما النموذج الثامن فشمل متغيرات النموذج السادس مضاف إليه الربح المحاسبي. توصلت الدراسة إلى أنه تمتلك الأرباح المحاسبية قيمة ملائمة في تفسير العوائد أكبر مما تمتلكه معلومات التدفقات النقدية.

3-3- (Mccarthy & Simons, 2005) :[1] هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التدفقات النقدية مقابل أثر الربح لكل سهم وذلك في عوائد الأسهم. شملت عينة الدراسة البيانات المالية لـ 500 شركة مدرجة في مؤشر S&P 500، وذلك للفترة الممتدة من الربع الأول من عام 1994 ولغاية الربع الأخير من عام 2003. وباستخدام تحليل Pooled Time-Series، خلصت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثير موسمي للربح لكل سهم في عوائد الأسهم.

4-3- (القرم وعبد الجليل، 2008):[2] اختبرت هذه الدراسة أثر تسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة في عوائد الأسهم للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان للفترة الزمنية الممتدة من عام 1996 ولغاية 2005. استخدمت الدراسة سبعة نماذج، شمل النموذج الأول حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية منسوب إلى سعر السهم في الفترة السابقة. بينما تضمن النموذج الثاني حصة السهم من صافي ربح الشركة منسوب إلى سعر السهم في الفترة السابقة. أما النموذج الثالث فتضمن حصة السهم من صافي الربح قبل تسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة منسوب أيضاً إلى سعر السهم في الفترة السابقة. وشمل النموذج الرابع

[1] Mccarthy, Joseph & Simons, Kathleen, 2005, Analyzing the Impact of Cash Flows and Accruals on Stock Returns, Journal of Accounting & Finance Research, Vol.13, No.5, Pp.19-24.

[2] القرم، جهاد؛ عبد الجليل، توفيق، 2008، أثر تسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة على عوائد الأسهم (دليل من بورصة عمان للأوراق المالية)، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 4، العدد2، ص123-142.

حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية وإجمالي تسويات الاستحقاق لسهم الشركة. بينما ضم النموذج الخامس حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية وتسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة. في حين تضمن النموذج السادس كل من تسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة وغير الخاضعة لسيطرة الإدارة. أما النموذج السابع فقد شمل متغيرات النموذج السادس بالإضافة إلى حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية. توصلت الدراسة إلى أن لتسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة أثر في عوائد الأسهم ومحتوى معلوماتي إضافي عن المحتوى المعلومات لصافي التدفقات النقدية التشغيلية وصافي الدخل غير الخاضع لسيطرة الإدارة.

3-5- (Ahmed et al, 2006):[1] هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة المستثمرين والمحللين في تقييم عوائد الأسهم باستخدام كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية. تم تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد على الشركات غير المالية المدرجة في الأسواق المالية NYSE, AMEX and NASDAQ والمتوفرة بياناتها المالية في قاعدة Compustat والعوائد الشهرية من ملف CRSP وتنبؤات المحللين من ملف I/B/E/S، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين 1989-2000. توصلت هذه الدراسة إلى أن كل من المستثمرين والمحللين الماليين يقيّمون العوائد بأكثر مما يجب باستخدام مقاييس الاستحقاق وبأقل مما يجب باستخدام مقاييس التدفقات النقدية، وأن تأثير مقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم أكبر من تأثير مقاييس الاستحقاق في هذه العوائد.

3-6- (حمدان وآخرون، 2008)[2]: اختبرت هذه الدراسة علاقة كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية والخدمية

[1] Ahmed, Anwer S.; Nainar, S.M. Khalid & Zhang, X. Frank, 2006, Further Evidence on Analyst and Investor Mis-Weighting of Prior Period Cash Flows and Accruals, International Journal of Accounting, Vol.41, No.1, Pp51-74.

[2] حمدان، وسام مصطفى؛ غرايبة، فوزي عبد الرحمن؛ الدبعي، مأمون محمد، 2008، دور التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق في تفسير العوائد السوقية للأسهم، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 4، العدد3، ص288-310.

المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1996 لغاية 2003. ولاختبار الفرضيات تم استخدام نموذجين، شمل النموذج الأول أربع معادلات انحدار بسيطة متغيراتها المستقلة: الأرباح التشغيلية منسوبة إلى سعر السهم في الفترة السابقة؛ التغير في الأرباح التشغيلية منسوب إلى سعر السهم في الفترة السابقة؛ التدفقات النقدية التشغيلية منسوبة إلى سعر السهم في الفترة السابقة والتغير في التدفقات النقدية التشغيلية منسوب إلى سعر السهم في الفترة السابقة. أما النموذج الثاني فقد تضمن جميع متغيرات النموذج الأول معاً. خلصت هذه الدراسة إلى أنه تلعب الأرباح المحاسبية دوراً هاماً في أسواق رأس المال أكثر مما تلعبه التدفقات النقدية التشغيلية.

3-7- (Melendrez et al, 2008):[1] اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين مكونات الأرباح غير المتوقعة الممثلة لكل من معلومات أساس الاستحقاق ومعلومات الأساس النقدي، وبين العوائد المتحققة للشركات التي تمتلك توقعات للتدفقات النقدية والأرباح في قاعدة بيانات نظام تقدير السمسرة المؤسساتية I/B/E/S لنسخة U.S. خلال الفترة الزمنية 1993-2001. لاختبار فرضيات هذه الدراسة تم استخدام ثلاثة نماذج. اختبر النموذج الأول العلاقة بين الأرباح المستقبلية وبين التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة؛ التدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة؛ المستحقات المتوقعة والمستحقات غير المتوقعة. في حين اختبر النموذج الثاني العلاقة بين العوائد التراكمية غير العادية وبين التدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة والمستحقات غير المتوقعة. أما النموذج الثالث فقد اختبر العلاقة بين العوائد التراكمية غير العادية وبين الأرباح غير المتوقعة؛ الأرباح غير المتوقعة مضروبة بالمتغير الوهمي "بيتا الأرباح" _يعطى القيمة "1" إذا أعلنت الشركة عن أرباح غير متوقعة موجبة والقيمة "0" إذا أعلنت غير ذلك_؛ الأرباح غير المتوقعة مضروب بالمتغير الوهمي "بيتا التدفق النقدي التشغيلي" _ يعطى القيمة "1" إذا أعلنت الشركة عن تدفقات نقدية غير متوقعة موجبة والقيمة "0" إذا أعلنت غير ذلك_ و الأرباح غير المتوقعة مضروب

[1] Melendrez, Kevin D.; Schwartz, JR., William C. & Trombley, Mark A., 2008, Cash Flow and Accrual Surprises Persistence and Return Implications, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol.23, No.4, Pp573-592.

بالمتغيرين الساكنين "بيتا الأرباح وبيتا التدفق النقدي التشغيلي". خلصت الدراسة إلى أن تأثير التدفقات النقدية التشغيلية في عوائد الأسهم أكبر من تأثير معلومات أساس الاستحقاق في هذه العوائد، وأن تحقيق تدفقات نقدية تشغيلية غير متوقعة ينعكس بشكل أكبر مما يعكسه تحقيق معلومات أساس الاستحقاق غير متوقعة على أسعار الأسهم في السوق، وذلك بالنسبة للشركات التي تجني عوائد عالية جداً.

3-8- (Hirshleifer et al, 2009):[1] اختبرت هذه الدراسة ما إذا كانت معلومات كل من أساس الاستحقاق والأساس النقدي تؤثر في العوائد المجمعة للشركات التي تتوفر بياناتها في قاعدتي البيانات Center for Research in Security Prices (CRSP) & Compustat معاً خلال الفترة ما بين 1965-2005.

وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين كل من التدفقات النقدية والمستحقات والعوائد التجميعية وضبطها بمجموعة من المتغيرات ضابطة (معدل الربح لسعر السهم؛ معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية؛ حصة السهم من التوزيعات إلى سعر السهم وحصة السهم من حقوق الملكية). توصلت الدراسة إلى أن كل من المستحقات والتدفقات النقدية ذات دلالة إحصائية ومؤشر هام للتنبؤ بالعوائد التجميعية، وأن المستحقات ترتبط مع هذه العوائد بعلاقة إيجابية، بينما ترتبط التدفقات النقدية مع هذه العوائد بعلاقة سلبية.

3-9- (Dimitropoulos et al, 2010)[2]: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ملاءمة كل من الأرباح والتدفقات النقدية للمصارف التجارية المدرجة في بورصة أثينا خلال فترة 1995-2004، وإلى معرفة فيما إذا كان لها محتوى معلوماتي هام يفسر التحركات في عوائد الأسهم. لاختبار الفرضيات تم استخدام ثمانية نماذج. شمل النموذج الأول الربح لكل سهم والتغير في الربح لكل

[1] Hirshleifer, David; Hou, Kewei & Teoh, Siew Hong, 2009, Accruals, Cash Flows and Aggregate Stock Returns, Journal of Financial Economics, Vol.91, No.3, Pp389-406.

[2] Dimitropoulos, Panagiotis E.; Asteriou, Dimitrios & Koumanakos, Evangelos, 2010, The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry: Evidence from the Greek banking sector, Advances in Accounting, Vol.26, No.2, Pp.290–303.

سهم. في حين تضمن النموذج الثاني التدفقات النقدية التشغيلية والتغير في التدفقات النقدية التشغيلية. أما النموذج الثالث فقد جمع بين متغيرات النموذج الأول ومتغيرات النموذج الثاني. بينما شمل النموذج الرابع متغيرات النموذج الأول مضاف إليها المتغيرات الضابطة (عامل مخاطر معدلات الفائدة، عامل مخاطر السيولة، عامل مخاطر الائتمان، عامل مخاطر الإفلاس). في حين تضمن النموذج الخامس متغيرات النموذج الثاني مضاف إليها المتغيرات الضابطة. أما النموذج السادس فجمع بين متغيرات النموذج الثالث والمتغيرات الضابطة. في حين شمل النموذج السابع متغيرات النموذج السادس مضاف إليها ذات المتغيرات مضروب كل منها بمتغير وهمي يدعى متغير استمرارية الأرباح _يعطى قيمة "1" إذا كانت استمرارية الأرباح منخفضة و"0" إذا كانت غير ذلك_. وأخيراً، تضمن النموذج الثامن متغيرات النموذج السادس مضاف إليها ذات المتغيرات مضروب كل منها بمتغير وهمي يدعى حجم المصرف المتمثل باللوغريتم الطبيعي للقيمة السوقية للسهم _يعطى قيمة "1" إذا كانت القيمة السوقية عالية و"0" إذا كانت غير ذلك_. خلصت الدراسة إلى أن كل من الأرباح وتغيراتها والتدفقات النقدية وتغيراتها تحتوي محتوى معلوماتي هام في تفسير عوائد أسهم اللمصارف المدرجة في بورصة أثينا، ولكن الأرباح وتغيراتها تمتلك قيمة ملائمة أكبر مما تمتلكه التدفقات النقدية وتغيراتها. ومع استخدام معياري ضبط حجم المصرف _استمرارية الأرباح والقيمة السوقية_ تصبح كل من متغيرات أساس الاستحقاق ومتغيرات الأساس النقدي تمتلك ذات القيمة الملائمة.

10-3- (Panahian & Zolfaghari, 2010):[1] هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مقياسين للأداء (الربح التشغيلي والتدفقات النقدية التشغيلية) وبين عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة إيران خلال الفترة الزمنية ما بين 2004-2007. في هذه الدراسة تم استخدام ستة نماذج

[1] Panahian, Hossein & Zolfaghari, Mehdi, 2010, Investigation of Relationship Between Accrual Items of Operating Income and Cash Flows from Operations with Stock Returns: evidence from I. R. Iran, European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences, No.27, Pp.165-177.

انحدار لاختبار الفرضيات. شمل النموذج الأول متغير نسبة الربح التشغيلي إلى المبيعات والتغير في الربح التشغيلي إلى المبيعات. في حين شمل النموذج الثاني نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات والتغير في نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات. بينما تضمن النموذج الثالث متغيرات كل من النموذج الأول والثاني. أما النموذج الرابع فشمل نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات ونسبة المستحقات إلى المبيعات. في حين تضمن النموذج الخامس متغيرات النموذج الرابع ولكن بعد تجزئة المستحقات إلى مستحقات متداولة ومستحقات غير متداولة. وأخيراً شمل النموذج السادس كل من نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات؛ نسبة الاهتلاكات إلى المبيعات؛ نسبة فوائد صندوق التقاعد إلى المبيعات؛ نسبة مستحقات غير المتداولة أخرى إلى المبيعات؛ نسبة التغير في المدينين إلى المبيعات؛ نسبة التغير في المخزون إلى المبيعات؛ نسبة التغير في الدائنين إلى المبيعات ونسبة مستحقات متداولة أخرى إلى المبيعات. توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أي علاقة بين الربح التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي وبين عوائد الأسهم عند اختبار علاقة كل متغير مع عائد السهم على حدا. بينما تبين وجود علاقة ذو دلالة إحصائية عند اختبارهما معاً.

بناءً على ما سبق، تبين لدينا أن دراسات هذه المجموعة أظهرت نتائج مختلفة، فبعضها توصل إلى أن المستحقات تفوق التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم، بالمقابل، توصل بعضها الآخر إلى أن التدفقات النقدية أفضل من المستحقات في تفسير عوائد السهم.

4- دراسات تطبيقية حول ملائمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية:

ركزت هذه المجموعة من الدراسات على اختبار قدرة التدفقات النقدية والمستحقات على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم تحديد أي من هذه المقاييس أكثر قدرة وأفضلها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

4-1- (Apellániz, 1995):[1] هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة التدفقات النقدية مقابل المستحقات في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. باستخدام أسلوب Panal Data Econometric Techniques وتطبيقه على البيانات المالية لـ 60 شركة مدرجة في بورصة مدريد خلال الفترة 1982-1990، خلصت الدراسة إلى أن معلومات الأساس النقدي أكثر قدرة على التنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي من معلومات أساس الاستحقاق. كما تبين أن قدرة رأس المال العامل التشغيلي على التنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي تفوق بقليل التدفق النقدي التشغيلي.

4-2- (الهباش، 2006):[2] اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين مقاييس التدفقات النقدية والعوائد المحاسبية، ومن ثم تحديد أفضل المقاييس وأكثرها قدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية لسبعة مصارف فلسطينية للفترة 1997-2004. وبتطبيق نماذج الانحدار البسيطة والمتعددة متغيرها التابع التدفقات النقدية للفترة التالية ومتغيراتها المستقلة صافى الدخل بعد إضافة الاهتلاك والإطفاء؛ رأس المال العامل الناتج عن عمليات التشغيل؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ التدفقات النقدية الاستثمارية؛ التدفقات النقدية التمويلية؛ التغير في النقدية؛ صافي الربح بعد الضريبة ومجمل ربح التشغيل، توصلت الدراسة إلى أنه يمكن استخدام كل من مقاييس التدفقات النقدية

[1] Apellániz, Paloma, 1995, Accrual versus Cash Flow Variables: Empirical Evidence From Spain, European Accounting Review, Vol.4, No.3, Pp577-579.

[2] الهباش، محمد يوسف، 2006، مرجع سبق ذكره.

ومقاييس الاستحقاق للتنبؤ بالتدفقات النقدية، وأن القدرة التنبؤية لمقاييس التدفقات النقدية أفضل من القدرة التنبؤية لمقاييس الاستحقاق.

3-4- (Mooi, 2007)[1]: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة التدفقات النقدية التشغيلية مقابل معلومات أساس الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية لـ 173 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا للفترة الزمنية الممتدة من عام 1997 ولغاية عام 2005. لتحقيق هدف هذه الدراسة تم استخدام ثمانية نماذج متغيرها التابع: التدفقات النقدية التشغيلية الحالية. أما متغيراتها المستقلة: في النموذج الأول صافي الربح للفترة السابقة والتدفقات النقدية التشغيلية للفترة السابقة. بينما تضمن النموذج الثاني صافي الربح مضاف إليه الاهتلاكات والإطفاءات للفترة السابقة والتدفقات النقدية التشغيلية للفترة السابقة. في حين شمل النموذج الثالث متغيرات النموذج الأول بالإضافة إلى ذات المتغيرات ولكن لفترتين سابقتين. بينما شمل النموذج الرابع متغيرات النموذج الثاني بالإضافة إلى ذات المتغيرات ولكن لفترتين سابقتين. أما النموذج الخامس فتضمن متغيرات النموذج الثالث بالإضافة إلى ذات المتغيرات ولكن لثلاث فترات سابقة. وتضمن النموذج السادس متغيرات النموذج الرابع بالإضافة إلى ذات المتغيرات ولكن لثلاث فترات سابقة. في حين شمل النموذج السابع متغيرات النموذج الخامس بالإضافة إلى ذات المتغيرات ولكن لأربع فترات سابقة. وشمل النموذج الثامن متغيرات النموذج السادس بالإضافة إلى ذات المتغيرات ولكن لأربع فترات سابقة. توصلت هذه الدراسة إلى أنه تمتلك التدفقات النقدية التشغيلية محتوى معلوماتي إضافي عن ما يمتلكه صافي الربح وصافي الربح مضاف إليه الاهتلاكات والإطفاءات، وذلك في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية.

[1]Mooi, Tho Lai, 2007, Predicting Future Cash Flows: Does Cash Flow Have Incremental Information over Accrual Earnings, Malaysian Accounting Review, Vol.6, No.2, Pp.63-80.

4-4- (Malacrida et al, 2010):[1] اختبرت هذه الدراسة إمكانية استخدام الأرباح ومكوناتها (تدفقات نقدية تشغيلية والمستحقات) في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية للبيانات المالية لـ29 شركة تجارية برازيلية للفترة ما بين 1999 لغاية 2005 من خلال تطبيق نموذج مطور من قبل Barth, Cram and Nelson لعام 2001. شمل هذا النموذج التدفقات النقدية التشغيلية للفترة التالية كمتغير تابع وكل من التدفقات النقدية التشغيلية للفترة الحالية؛ التغير بالحسابات المدينة للفترة الحالية؛ التغير بالمخزون للفترة الحالية؛ التغير بالحسابات الدائنة للفترة الحالية؛ مصاريف الاهتلاك ومصاريف الإطفاء ومستحقات أخرى من بنود الأرباح المحاسبية كمتغيرات مستقلة. ومن ثم تم اختبار إمكانية استخدام المستحقات والتدفقات النقدية التشغيلية للتنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية على ثلاث فترات زمنية سابقة للفترة الحالية بالإضافة إلى الفترة الحالية. خلصت الدراسة إلى أنه يمكن استخدام كل من التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح ومكوناتها من بنود مبنية على أساس الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية. كما خلصت إلى أن قدرة التدفقات النقدية التشغيلية أكبر من قدرة الأرباح وبنودها المبنية على أساس الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية.

4-5- (Mottaghi, 2011):[2] هدفت هذه الدراسة إلى التقصي فيما إذا كانت مكونات الأرباح من تدفقات نقدية ومستحقات لها قدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركات البريطانية التي تتوفر بياناتها المالية في قاعدة البيانات Thomson One Banker & Worldscope platform خلال فترة 16 عام ممتدة من 1992-2007. تم استخدام أربع نماذج لاختبار الفرضيات. اختبر النموذج الأول القيمة التنبؤية للتدفقات النقدية الحالية. بينما اختبر النموذج الثاني القيمة التنبؤية للأرباح في الفترة الحالية والفترة السابقة. في حين اختبر النموذج الثالث

[1] Malacrida, Mara J. C.; Lima, Gerlando A. S.; Fávero, Luiz P. L. & Lima, Iran S., 2010, An Accounting Accruals Model to predict Future Operating Cash Flows: Evidence from Brazil, International Journal of Management, Vol.27, No.3, Pp562-578.

[2] Mottaghi, Aliasghar, 2011, **ibid**.

القدرة التنبؤية للمكونات التفصيلية للأرباح المحاسبية (تدفقات نقدية ومستحقات). أما النموذج الرابع فقد جزء المستحقات إلى التغير بالحسابات المدينة للفترة الحالية؛ التغير بالمخزون للفترة الحالية؛ التغير بالحسابات الدائنة للفترة الحالية؛ مصاريف الاهتلاك ومصاريف الإطفاء ومستحقات أخرى، واختبر قدرتها مع قدرة التدفقات النقدية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. توصلت هذه الدراسة إلى أن النموذج الثالث الذي شمل المكونات التفصيلية للأرباح المحاسبية يمتلك قدرة أكبر على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية أكثر مما تمتلكه النماذج الأخرى.

6-4- (Farshadfar, 2012):[1] اختبرت هذه الدراسة مدى فائدة التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح المبنية على أساس الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركات غير المالية المدرجة في البورصة الإيطالية للفترة الممتدة من 1992-2004. تم استخدام نموذجي انحدار لاختبار القدرة التنبؤية لكل من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية. حيث اختبر النموذج الأول القدرة التنبؤية للأرباح. أما النموذج الثاني فاختبر القدرة التنبؤية للتدفقات النقدية التشغيلية. خلصت هذه الدراسة إلى أن كلا النموذجين ملائمين للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية ولكن القدرة التنبؤية لهذين النموذجين ضعيفة.

إذاً، اختلفت نتائج هذه المجموعة من الدراسات، إذ توصل بعضها إلى أن لدى معلومات الأساس النقدي قدرة أكبر من معلومات أساس الاستحقاق على التنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي. بالمقابل خلصت بعضها إلى أن المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق وعلى الأخص الأرباح هي أفضل متنبأ للتدفقات النقدية المستقبلية من المقاييس المبنية على الأساس النقدي، وبشكل خاص التدفقات النقدية التشغيلية. وتوصل قسم منها أن لكل من معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي ذات القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

[1] Farshadfar, Shadi, 2012, Further Evidence on the Relative Forecast Ability of Earnings and Cash Flows: An Industry-Level Analysis, International Research Journal of Finance & Economics, No.97, Pp.127-137.

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بالنقاط التالية:

1- اعتمدت الدراسات السابقة في تقييم كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية إما على مؤشر واحد [سعر السهم (Garrod et al, 2000)، أو عائد السهم Panahian & (Zolfaghari, 2010) أو التدفقات النقدية المستقبلية (Mooi, 2007)]، أو على مؤشرين معاً [سعر السهم وعائده (Emeni et al , 2016) و(الطويل وشاهين، 2014)] بهدف تحديد أفضل المقاييس لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب. إلا أن الدراسات التي أخذت بعين الاعتبار المؤشرين معاً، اقتصرت نماذجها على عدد محدد من المتغيرات، كما أن نماذج العوائد المستخدمة اقتصرت على اختبار ملاءمة مقاييس الاستحقاق دون اختبار ملاءمة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم. لذلك تم في هذه الدراسة إدخال متغيرات أكثر في هذين النموذجين، مع إدخال مقاييس التدفقات النقدية في نموذج العوائد.

2- في هذه الدراسة تم التطبيق العملي على القطاع المالي الذي تضمن كل من قطاعي المصارف والتأمين. بينما طُبقت معظم الدراسات السابقة إما على كافة أنواع الشركات دون تمييز بين نوع وآخر[(Kim et al, 2012) & (Charitou & Clubb, 1999)]، أو على الشركات الصناعية [(Almilia, 2011) & (Sloan, 1996)]؛ أو على الشركات غير المالية [(Garrod et al, 2000) & (Ahmed et al, 2006)] أو على المصارف فقط [(الهباش، 2006) & (Dimitropoulos et al, 2010)].

3- إضافة متغيرات لم يتم اختبارها في الدراسات السابقة [متغير (التدفق النقدي التشغيلي/صافي الربح التشغيلي)/القيمة السوقية للسهم، تم اختباره في نموذج الأسعار. والقيمة الدفترية للسهم والتغير في القيمة الدفترية للسهم، تم اختبارهما في نموذج العوائد].

4- اعتمدت هذه الدراسة في اختبار المؤشرين بالاعتماد على كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، والتي تم اشتقاقها من كافة القوائم المالية (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل

وقائمة التدفقات النقدية)، في حين اكتفت بعض الدراسات السابقة في اختبار مؤشرها بالاعتماد على كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، والتي تم اشتقاقها من قائمتين ماليتين فقط، كدراسة Ahmed et al (2006) التي اعتمدت على قائمة المركز المالي في حساب مقاييس الاستحقاق وقائمة التدفقات النقدية في حساب مقاييس التدفقات النقدية. ودراسة Panahian & Zolfaghari (2010) التي اعتمدت على كل من قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية.

5- تم التطبيق على سوقين ماليين، هما بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية، ولكن إحداهما أقدم من الآخر (بورصة عمان)، وذلك للمقارنة بين نتائج التطبيق على السوقين بهدف وضع توصيات لتنشيط التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

خلاصة الفصل الأول:

ناقش المبحث الأول أهمية مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في اتخاذ القرار الاستثماري الأفضل، وذلك وفقاً لمدخل القيمة الملائمة. وفي مايلي عرض خلاصة المبحث الأول:

1- تزود القوائم المالية متخذي القرارات بمقاييس مفيدة، هما مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، ولكل من هذه المقاييس أهمية بالنسبة لمستثمرين في الأسواق المالية، بحيث تزودهم بمؤشرات هامة تساعدهم عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية.

2- تتصف المعلومات المحاسبية التي تقدمها القوائم المالية بمجموعة من الخصائص، تدعى بخصائص جودة المعلومات المحاسبية. وتعتبر الملاءمة من الخصائص الهامة والتي تجعل المعلومات المحاسبية مفيدة وذات منفعة لمستخدميها، تساعدهم في تحقيق أهدافها.

3- إن المقاييس التي تكون ملائمة في اتخاذ قرار استثماري متمثل ببيع وشراء أسهم شركات تنتمي لقطاع ما قد لا تكون ملائمة في اتخاذ ذات القرار والمتمثل ببيع وشراء أسهم شركات تنتمي

لقطاع آخر. وإن الاختلاف في ملاءمة المقاييس جعله موضوع للنقاش ومحط اهتمام الكثير من الباحثين.

4- يمثل مدخل القيمة الملائمة أحد مداخل البحث المحاسبي في مجال الأسواق المالية، لما له من أهمية بالغة في تحديد مدى ملاءمة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في هذه الأسواق.

5- تتم غالباً دراسة العلاقة بين المقاييس المحاسبية والمؤشرات السوقية في إطار مدخل القيمة الملائمة إما ضمن دراسات الترابط أو دراسات المحتوى المعلوماتي أو دراسات الملاءمة التقييميّة.

6- يعتبر كل من نموذج الأسعار ونموذج العوائد من نماذج القيمة الملائمة الهامة الأكثر استخداماً في تقييم حقوق الملكية وتحديد البيانات الملائمة من القوائم المالية.

بينما عرض المبحث الثاني الدراسات التطبيقية السابقة في مجال القيمة الملائمة. يمكن تلخيص الدراسات السابقة في الجداول رقم (1؛ 2؛ 3 و4).

الجدول رقم (1) ملخص الدراسات التطبيقية حول ملاءمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي في تقييم أداء الشركة

الدراسة	مجتمع وعينة البحث	فترة الدراسة	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		النتيجة
				مقاييس الاستحقاق	مقاييس التدفقات النقدية	
Ingram & Lee (1997)	شركات صناعية	1975-1992	عائد السهم السوقي	صافي الربح بعد الضريبة	التدفقات النقدية التشغيلية	ملاءمة كل من صافي الربح والتدفقات النقدية في تقييم أداء الشركة على المدى القصير
Kim et al (2012)	الشركات التي تتوفر بياناتها في قاعدة Compustat	1988-2003	عائد السهم السوقي	حصة السهم من: الأرباح ورأس المال العامل التشغيلي	حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية	حصة السهم من: التدفقات النقدية التشغيلية ورأس المال العامل التشغيلي أكثر ملاءمة من حصة السهم من الربح في تقييم أداء الشركة
Mazloom et al (2013)	الشركات غير المالية المدرجة في بورصة طهران	2011-2003	عائد السهم السوقي	الربح ما قبل الفائدة والضريبة؛ الربح ما قبل الفائدة والضريبة مضاف إليه الاهتلاك؛ صافي الربح بعد الفائدة والضريبة	صافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ الاستثمارية؛ التمويلية؛ وصافي الزيادة أو النقص في التدفق النقدي؛ صافي التدفقات النقدية التشغيلية ناقص الاهتلاك والتدفق النقدي الحر	مقياس الأداء المبني على الأرباح أكثر أهمية من مقياس الأداء المبني على الأساس النقدي في تقييم أداء الشركة

المصدر إعداد الباحثة

الجدول رقم (2) ملخص الدراسات التطبيقية حول ملائمة مقاييس الاستحقاق مقابل مقاييس التدفقات النقدية في تقييم الأسهم

الدراسة	مجتمع وعينة البحث	فترة الدراسة	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		النتيجة
				مقاييس الاستحقاق	مقاييس التدفقات النقدية	
خليل، عبد الفتاح (2001)	الشركات المصرية غير مالية المدرجة في البورصة المصرية	1997-2008	سعر السهم؛ التدفقات النقدية التشغيلية للفترة التالية	الأرباح والتسويات المحاسبية؛ القيمة الدفترية؛ الأرباح التشغيلية والتسويات المحاسبية التشغيلية	التدفقات النقدية التشغيلية؛ الاستثمارية؛ التمويلية؛ التدفقات النقدية	مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق في تفسير أسعار الأسهم
Garrod et al (2000)	الشركات غير المالية المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية	1992-1996	سعر السهم	حصة السهم من: القيمة الدفترية؛ الربح التشغيلي العادي وغير العادي؛ المستحقات قصيرة وطويلة الأجل	الأصول التشغيلية لكل سهم؛ والتدفقات النقدية التشغيلية	معلومات الأساس النقدي أكثر ملائمة من معلومات أساس الاستحقاق في تفسير أسعار الأسهم
Bo (2009)	الشركات الصناعية في الأسواق المالية الصينية	2003-2005	سعر السهم	الربح لكل سهم والعائد على الأصول	الربح النقدي لكل سهم والعائد على الأصول النقدية	مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق
Almilia (2011)	الشركات الصناعية المدرجة في سوق اندونسيا المالي	2003-2007	سعر السهم	القيمة الدفترية؛ الربح التشغيلي؛ صافي الدخل والمستحقات	التدفقات النقدية التشغيلية؛ الاستثمارية؛ التمويلية وإجمالي التدفقات النقدية	ملاءمة كل من مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم
Suadiye (2012)	الشركات التركية المدرجة في سوق اسطنبول المالي	2000-2009	سعر السهم	ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم	-	تعتبر كل من ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم ملائمة في تفسير أسعار الأسهم
Azzali et al (2013)	الشركات الصناعية الإيطالية المدرجة في بورصة ميلان	2006-2011	سعر السهم	حصة السهم من كل من الربح؛ إجمالي المستحقات ومكوناتها التقديرية وغير التقديرية	التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم	التدفقات النقدية التشغيلية لكل سهم أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق
الطويل وشاهين (2014)	الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية	2009-2012	سعر السهم وعائده	القيم الدفترية للشركات؛ الأرباح والتغير فيها	-	الأرباح والقيم الدفترية ملائمة في تفسير الأسعار، والتغير في الأرباح ملائم في تفسير العوائد
Omokhudu & Ibadin (2015)	الشركات النيجيرية غير مالية مدرجة في سوق رأس المال الثانوي النيجيري	1994-2013	سعر السهم	حصة السهم من كل من الربح والقيمة الدفترية	حصة السهم من كل من التدفقات النقدية التشغيلية وتوزيعات الأرباح	تمتلك كل من الأرباح؛ التدفقات النقدية التشغيلية والتوزيعات قيمة ملائمة أكثر مما تمتلكه القيمة الدفترية لكل سهم
Emeni et al (2016)	المصارف النيجيرية المدرجة في سوق نيجيريا المالي	2009-2014	سعر السهم وعائده	القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم والتغير فيه	التدفق النقدي التشغيلي للسهم	مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم.
Kimouche & Rouabhi (2016)	الشركات الفرنسية غير المالية المدرجة في الأسواق المالية الفرنسية	2005-2015	سعر السهم	القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم؛ الأصول غير الملموسة، سمعة الشركة ومصاريف إطفاء	التدفقات النقدية	ملاءمة مقاييس الاستحقاق في تفسير أسعار الأسهم وعدم ملاءمة التدفقات النقدية في تفسير هذه الأسعار

المصدر إعداد الباحثة

الجدول رقم (3) ملخص الدراسات التطبيقية حول أثر كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم

الدراسة	مجتمع وعينة البحث	فترة الدراسة	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		النتيجة
				مقاييس الاستحقاق	مقاييس التدفقات النقدية	
Cotter (1996)	الشركات الاسترالية المتوفرة بياناتها في قاعدة AGSM	1975-1985	عائد السهم	الأصول المتداولة؛ الأصول غير المتداولة ومستحقات غير تشغيلية	التدفقات النقدية التشغيلية؛ الاستثمارية والتمويلية	مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية
Charitou & Clubb (1999)	الشركات البريطانية المتوفرة بياناتها في قاعدة Globle Vantage	1985-1992	عائد السهم	الأرباح المحاسبية والتغير في صافي القروض الرأسمالية	التدفقات النقدية التشغيلية؛ الاستثمارية؛ التغير في النقد وما في حكمه والربح النقدي للسهم	الأرباح المحاسبية أكثر ملاءمة من معلومات التدفقات النقدية في تفسير العوائد
Mccarthy & Simons (2005)	شركات مؤشر S&P 500	1994-2003	عائد السهم	الربح لكل سهم	التدفقات النقدية التشغيلية	تأثير موسمي للربح لكل سهم في عوائد الأسهم
القرم وعبد الجليل (2008)	الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان	1996-2005	عائد السهم	حصة السهم من: صافي ربح؛ صافي الربح قبل تسويات الاستحقاق وإجمالي تسويات الاستحقاق	حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية	مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم
Ahmed et al (2006)	الشركات غير المالية المدرجة في الأسواق المالية ;NYSE AMEX and NASDAQ	1989-2000	عائد السهم	إجمالي المستحقات؛ إجمالي الأصول، رأس المال العامل	التدفقات النقدية التشغيلية	مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق في تفسير عوائد الأسهم
حمدان وآخرون (2008)	الشركات الصناعية والخدمية العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان	1996-2003	عائد السهم	الأرباح التشغيلية والتغير فيها	التدفقات النقدية التشغيلية والتغير فيها	مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم
Melendrez et al (2008)	للشركات التي تمتلك توقعات للتدفقات النقدية والأرباح في قاعدة بيانات I/B/E/S	1993-2001	عائد السهم غير العادي والأرباح المتوقعة	المستحقات المتوقعة وغير المتوقعة	التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة وغير المتوقعة	مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق في تفسير عوائد الأسهم
Hirshleifer et al (2009)	للشركات التي تتوفر بياناتها في قاعدتي البيانات & Compustat CRSP	1965-2005	العوائد التجميعية	المستحقات	التدفقات النقدية	كل من المستحقات والتدفقات النقدية ملائمة في التنبؤ بالعوائد التجميعية
Dimitropoulos et al (2010)	المصارف التجارية المدرجة في بورصة أثينا	1995-2004	عائد السهم	الربح لكل سهم والتغير فيه	التدفقات النقدية التشغيلية والتغير فيها	مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم
Panahian & Zolfaghari (2010)	الشركات المدرجة في بورصة إيران	2004-2007	عائد السهم	الربح التشغيلي والتغير فيه والمستحقات ومكوناتها مستحقات متداولة وغير متداولة	التدفقات النقدية التشغيلية والتغير فيها	عدم ملاءمة كل من الربح التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي في تفسير عوائد الأسهم

المصدر إعداد الباحثة

الجدول رقم (4) ملخص الدراسات التطبيقية حول ملائمة معلومات أساس الاستحقاق والأساس النقدي في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية

الدراسة	مجتمع وعينة البحث	فترة الدراسة	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		النتيجة
				مقاييس الاستحقاق	مقاييس التدفقات النقدية	
Apellániz (1995)	الشركات المدرجة في بورصة مدريد	1982-1990	التدفقات النقدية للفترة التالية	المستحقات	التدفقات النقدية	معلومات الأساس النقدي أكثر ملاءمة في التنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي من معلومات أساس الاستحقاق
الهباش (2006)	المصارف المدرجة في بورصة فلسطين	1997-2004	التدفقات النقدية للفترة التالية	الربح التشغيلي؛ رأس المال العامل التشغيلي وصافي الربح	التدفقات النقدية التشغيلية	مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية
Mooi (2007)	الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا	1997-2005	التدفقات النقدية التشغيلية للفترة التالية	صافي الربح والربح التشغيلي	التدفقات النقدية التشغيلية	التدفقات النقدية التشغيلية أكثر ملاءمة من الربح التشغيلي وصافي الربح في التنبؤ بالتدفقات النقدية
Malacrida et al (2010)	الشركات التجارية برازيلية	1999-2005	التدفقات النقدية التشغيلية للفترة التالية	التغير بالحسابات المدينة للفترة الحالية؛ التغير بالمخزون للفترة الحالية؛ التغير بالحسابات الدائنة للفترة الحالية؛ مصاريف الاهتلاك والإطفاء ومستحقات أخرى من بنود الأرباح المحاسبية	التدفقات النقدية التشغيلية	التدفقات النقدية التشغيلية أكثر ملاءمة من مقاييس الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات النقدية
Mottaghi (2011)	الشركات البريطانية التي تتوفر بياناتها المالية في قاعدتي البيانات Thomson One Banker & Worldscope	1992-2007	التدفقات النقدية للفترة المستقبلية	الأرباح ومكوناتها	التدفقات النقدية	الأرباح ومكوناتها أكثر ملاءمة من التدفقات النقدية في التنبؤ بالتدفقات النقدية للفترة التالية
Farshadfar (2012)	الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الإيطالية	1992-2004	التدفقات النقدية للفترة المستقبلية	الأرباح	التدفقات النقدية التشغيلية	كل من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية ملائمة في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية

المصدر إعداد الباحثة

الفصل الثاني

الدراسة العملية واختبار فرضيات البحث

مقدمة:

تعتبر الدراسة العملية مفصل البحث العلمي، كونها تمثل التطبيق العملي للبحث، وذلك من خلال اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج للوصول إلى حلول للتساؤلات التي يطرحها البحث.

تضمن هذا الفصل مبحثين. في المبحث الأول، تم عرض ملخص عن نظام وتعليمات الإفصاح المطبق على شركات مجتمع البحث لما له من أهمية في تنظيم عمل الأسواق المالية. كما تم توصيف مجتمع البحث وعينته وشرح الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة. ولاختبار الفرضيات، تم وضع أربعة نماذج: نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق؛ نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية؛ نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية. ومن ثم تم توصيف متغيرات هذه النماذج.

في المبحث الثاني، تم التطبيق العملي للدراسة على أربعة أقسام. في القسم الأول، طبقت الدراسة على قطاع المصارف في بورصة عمان. وفي القسم الثاني، طبقت الدراسة على قطاع التأمين في بورصة عمان. أما في القسم الثالث، فطبقت الدراسة على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية. أخيراً، تم في القسم الرابع تطبيق الدراسة على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية. تضمن التطبيق العملي في كل قسم توصيف البيانات المالية واختبار فرضيات الدراسة ومناقشة النتائج.

المبحث الأول

الأساليب الإحصائية المستخدمة ومتغيرات البحث

طُبقت الدراسة الحالية على قطاعي المصارف والتأمين في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية، وذلك باستخدام أسلوبي تحليل، هما: أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression[1]، وأسلوب التحليل العاملي Factor Analysis[2].

لكن قبل توصيف مجتمع البحث وعينته وشرح الأساليب الإحصائية المستخدمة، لابد من عرض ملخص عن نظام وتعليمات الإفصاح المطبق على شركات مجتمع البحث.

1-نظام وتعليمات إفصاح الشركات:

قامت كل من هيئة الأوراق المالية الأردنية عام 2004 وهيئة الأسواق والأوراق المالية السورية عام 2006 بوضع نظام وتعليمات إفصاح الشركات. يطبق هذه النظام على كافة الشركات المساهمة الخاضعة لإشراف الهيئة، حيث يقوم مجلس إدارة الشركات المساهمة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق المالية الأردنية (المدرجة وغير المدرجة في بورصة عمان) ومجلس إدارة الشركات المساهمة الخاضعة لإشراف هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية (المدرجة وغير المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية) بنشر البيانات والقوائم المالية للشركات المعدة وفقاً للمعايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASC) والمدققة من قبل مفتشي الحسابات وفقاً لمعايير التدقيق الدولية الصادرة عن الاتحاد الدولي، بحيث يتم تزويد هيئة الأوراق المالية الأردنية بالنسبة للشركات المساهمة الأردنية وهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بالنسبة للشركات المساهمة السورية بـ:

---

[1] طُبق أسلوب الانحدار المتجدد باستخدام برنامج E-views.

[2] طُبق أسلوب التحليل العاملي باستخدام برنامج SPSS.

أ) نتائج أعمال الشركة الأولية (صافي الإيرادات؛ صافي الربح المتوقع قبل الضريبة؛ مخصص ضريبة الدخل على الأرباح المتوقعة؛ حقوق الأقلية في الأرباح؛ صافي الربح العائد لمساهمي الشركة بعد اقتطاع مخصص الضريبة وحقوق الأقلية؛ أرقام مقارنة للبنود مع السنة المالية السابقة وخلاصة عن أعمال الشركة خلال السنة المالية المنتهية) بعد قيام مدقق حساباتها بإجراء عملية المراجعة الأولية لها، وذلك خلال خمسة وأربعين يوماً من انتهاء السنة المالية كحد أقصى.

ب) التقرير السنوي للشركة (كلمة رئيس مجلس الإدارة، تقرير مجلس الإدارة، البيانات المالية السنوية مدققة؛ تقرير مدققي حسابات الشركة وإقرار من مجلس إدارة الشركة) خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية.

ت) تقرير نصف سنوي مقارن ونشر هذا التقرير خلال فترة لا تتجاوز شهراً من تاريخ انتهاء تلك الفترة، يتضمن قائمة المركز المالي؛ قائمة الدخل؛ قائمة التدفقات النقدية؛ الإيضاحات الضرورية وملخص موجز عن نتائج أعمال الشركة خلال الفترة مقارنة مع الخطة المستقبلية التي سبق وضعها.

ث) تقرير ربع سنوي مقارن لنتائج الأعمال بالنسبة للشركات الخاضعة لإشراف هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية.

2- مجمتع وعينة البحث:

2-1- بورصة عمان:

تصنف الشركات المدرجة في بورصة عمان ضمن ثلاثة قطاعات رئيسية، وهي القطاع المالي؛ الخدمي والصناعي، كما هو مبين في الملحق رقم (1). حيث يتم تداول أسهم هذه الشركات ضمن أسواق بورصة عمان المتمثلة بالسوق الأول؛ السوق الثاني والسوق الثالث وفقاً لشروط إدراج الشركات فيها.

طبقت الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة عمان والموزعة على قطاع المصارف وقطاع التأمين، كون أسهمها أكثر تداولاً من أسهم شركات القطاعات الأخرى المدرجة بذات البورصة، حيث بلغ معدل دوران السهم لشركات القطاع المالي (2906.17 مرة في العام) مقابل (1726.73 مرة في العام) لقطاع الخدمات و(1848.84 مرة في العام) لقطاع الصناعة لعام 2015 وذلك للشركات المدرجة في بورصة عمان[1]. أما الشركات عينة البحث، فقد تم اختيارها وفقاً للشروط التالية:

- ✓ توفر بيانات نصف سنوية[2].
- ✓ توفر أسعار إغلاق الأسهم في نهاية كل فترة مالية.
- ✓ أن تكون مدرجة في بورصة عمان قبل عام 2006.
- ✓ أن تكون حقوق الملكية المفصح عنها في قائمة المركز المالي موجبة.

وبتطبيق المعايير السابقة تم استبعاد بنك دبي الإسلامي، بسبب عدم توفر أسعار الإغلاق خلال كامل فترة الدراسة؛ شركة دلتا للتأمين لوجود نقص في البيانات المالية النصف سنوية، وكذلك عدم توفر أسعار الإغلاق أسهم هذه الشركة خلال كامل فترة الدراسة؛ شركة القدس للتأمين؛ المجموعة العربية الأوروبية للتأمين، شركة الضامنون العرب للتأمين والشركة الأردنية الإماراتية للتأمين لوجود نقص في البيانات المالية الدورية وشركة الأراضي المقدسة للتأمين لإفصاحها عن حقوق ملكية سالبة، وأخيراً تم استبعاد كل من شركة المتوسط والخليج للتأمين وشركة الأولى للتأمين لكونها مدرجة بعد عام 2006.

[1] النشرة السنوية لبورصة عمان، 2015، صادر عن بورصة عمان، الأردن.

[2] تم اختيار بيانات نصف سنوية نظراً لعدم توفر بيانات ربع سنوية لأغلب الشركات، نتيجة لعدم إجبار هيئة الأوراق المالية الأردنية على الإفصاح عن البيانات المالية الربعية.

2-2- سوق دمشق للأوراق المالية:

تصنف الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ضمن خمس قطاعات رئيسية، وهي قطاع المصارف، التأمين، الخدمات، الصناعة والزراعة، كما هو مبين في الملحق رقم (2). يتم التداول بأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ضمن السوق النظامية والسوق الموازية بقسميها (السوق الموازية (أ) والسوق الموازية (ب)).

طبقت الدراسة على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والموزعة على كل من قطاع المصارف وقطاع التأمين، كون أسهمها أكثر تداولاً من أسهم شركات القطاعات الأخرى المدرجة بذات السوق، حيث بلغت نسبة قيم التداول في أسهم الشركات القطاع المالي حوالي (80%) للمصارف و(18%) لشركات التأمين[1]. أما الشركات عينة البحث، فقد تم اختيارها وفقاً للشروط التالية:

- ✓ توفر بيانات دورية ربع سنوية.
- ✓ توفر أسعار إغلاق الأسهم في نهاية كل فترة مالية.
- ✓ أن تكون مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية قبل عام 2011.
- ✓ حقوق الملكية المفصح عنها في قائمة المركز المالي موجبة.

وبتطبيق المعايير السابقة تم استبعاد كل من بنك بركة سورية؛ بنك الشام؛ الاتحاد التعاوني للتأمين والشركة السورية الكويتية للتأمين كونها مدرجة بعد بداية عام 2011.

وفي مايلي جدول يبين توزيع شركات عينة البحث.

[1] التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية، 2014، صادر عن سوق دمشق للأوراق المالية، دمشق، سورية.

الجدول رقم (5) توزيع شركات عينة البحث

السوق	القطاع	العدد	النسبة[1]	الفترة	المشاهدات	التفصيل
بورصة عمان	المصارف	14	%93	من النصف الأول من عام 2006 حتى النصف الأول من عام 2016	294	الملحق رقم (3)
	التأمين	15	%65.2	من النصف الأول من عام 2006 حتى النصف الأول من عام 2016	315	الملحق رقم (4)
سوق دمشق للأوراق المالية	المصارف	12	%86	من الربع الأول من عام 2011 حتى الربع الأول من عام 2016	252	الملحق رقم (5)
	التأمين	4	%60	من الربع الأول من عام 2011 حتى الربع الأول من عام 2016	84	الملحق رقم (6)

المصدر إعداد الباحثة

3- الأساليب المستخدمة في الدراسة العملية:

اعتمدت معظم دراسات القيمة الملائمة على دراسات الترابط Association Studies في دراسة العلاقة بين المقاييس المحاسبية والمتغيرات السوقية، حيث ركزت هذه الدراسات على القوة التفسيرية لمعامل التحديد في بيان دور المعلومات المحاسبية في تفسير أسعار الأسهم أو عوائدها.

ولكن، على الرغم من اعتماد هذه الدراسات على معامل التحديد كأداة لقياس ملاءمة قيمة المعلومات، إلا أنه تعرض لعدد من الانتقادات، نتيجة لتأثر قيمة هذا المعامل بما يسمى بتأثيرات الحجم (Scale Effects)، وهي التأثيرات التي تنعكس على نتائج الانحدار بسبب وجود تباين بين أحجام وحدات العينة [دراسة Brown et al (1999)[2]؛ Lo & Lys (2000)[3] وAlmilia (2011)[4]].

[1] تشير إلى نسبة عدد الشركات الداخلة في عينة البحث إلى إجمالي القطاع في السوق المدروس، على سبيل المثال تمثل 93% نسبة عدد المصارف الداخلة في عينة البحث إلى إجمالي عدد المصارف المدرجة في بورصة عمان).

[2]Brown et al , 1999, Use of R^2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades, Journal of Accounting and Economics, Vol. 28, No. 2, P. 83–115.

[3] Lo, Kin; Lys, Thomas Z., 2000, Bridging the Gap Between Value Relevance and Information Content, Working Paper, University of British Columbia.

[4]Almilia, Luciana S., 2011, ibid.

أظهرت دراسة Brown et al (1999) عدم مصداقية معامل التحديد كقوة تفسيرية لدالة الانحدار الناتجة عن تأثر قيمة معامل التحديد بتباين عامل التحجيم عبر الزمن (Scale Factor)، حيث أن اختلاف معامل التحديد بين عينات مسحوبة في فترات زمنية مختلفة أو من أسواق مختلفة أو دول مختلفة يعود إلى التباين في قيمة معامل التحجيم، وللوصول إلى نتائج موثوقة وذات مصداقية تتطلب ضبط تأثيرات الحجم. ولضبط أثر معامل التحجيم وتفادي عيوب استخدام معامل التحديد الناتج عن تطبيق أسلوب الانحدار التقليدي، تم تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression الذي يعتمد على تقسيم السلسلة الزمنية لعينة الدراسة إلى مجموعة من السلاسل الزمنية باستخدام نافذة متجددة Rolling Window ذات حجم ثابت، لتشكل بذلك مجموعة من العينات الفرعية، وليتم بعد ذلك اختبار النموذج على كل عينة فرعية على حدى[1].

ولتأكيد نتائج أسلوب الانحدار المتجدد تم استخدام أسلوب التحليل العاملي Factor Analysis.

2-1- أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression:

يستخدم أسلوب الانحدار المتجدد لاختبار استقرار السلسلة الزمنية للبيانات التاريخية لمتغيرات النموذج، كما يستخدم للحصول على نتائج أكثر دقة. يقوم هذا التحليل على مبدأ تقسيم عينة البحث الأساسية إلى مجموعة من العينات الفرعية وفق ما يسمى بالنافذة المتجددة Rolling Window، والتي تتصف بأنها ثابتة في تحليل عينة أساسية واحدة، ومن ثم يتم تقدير معاملات الانحدار لكل عينة فرعية. ويختلف عدد العينات الفرعية وفقاً لأسلوب الانحدار: أسلوب الانحدار المتجدد المتداخل Overlapping وأسلوب الانحدار المتجدد غير متداخل Non-overlapping. ويعتبر اختيار حجم نافذة القياس خطوة هامة لتطبيق هذا الانحدار، فمن شأنه أن يؤثر بشكل كبير على سلوك تقديرات المعاملات عبر الزمن.

[1] Chatfield, Chris, 2003. The Analysis of Time Series: An Introduction, 7th Ed, Chapman & Hall, UK, P313.

ووفقاً لهذا التحليل، تكون معاملات التقدير متشابهة إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة خلال فترة الدراسة. ولكن عندما تكون السلسلة غير مستقرة فإن معاملات التقدير لكل عينة فرعية تكون مختلفة عن معاملات التقدير للعينة الفرعية الأخرى[1]. وبالتالي هذا النوع من التحليل لا يحتاج إلى اختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغيرات قبل تطبيق الانحدار.

في هذه الدراسة تم تطبيق أسلوب تحليل الانحدار المتجدد غير المتداخل على البيانات المالية لشركات كل من قطاع المصارف في كلا السوقين وشركات قطاع التأمين المدرجة فقط في بورصة عمان. في حين تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتجدد المتداخل للبيانات المالية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية نظراً لقلة عدد شركات التأمين الداخلة في عينة البحث.

من أجل تحديد حجم النافذة وعدد الخطوات لكل قطاع، تم اتباع الآتي:

- ✓ تحديد حجم النافذة للمصارف المدرجة في بورصة عمان بـ 14 وفقاً لعدد هذه المصارف، في حين تم تحديد عدد الخطوات بـ 14 خطوة، أي أن أول نافذة تمتد من المشاهدة الأولى ولغاية المشاهدة 14 في حين تمتد النافذة الثانية من المشاهدة 15 وحتى 28 وهكذا....يبين الجدول رقم (6) نتائج تقسيم عينة البحث للمصارف المدرجة في بورصة عمان بناءً على تحليل الانحدار المتجدد غير المتداخل وفقاً لنماذج البحث الأربعة:

الجدول رقم (6) نتائج تقسيم عينة البحث للمصارف المدرجة في بورصة عمان وفقاً لنماذج البحث الأربعة[2]

	النموذج رقم (1)	النموذج رقم (2)	النموذج رقم (3)	النموذج رقم (4)
Number of subsamples:	21	21	21	21
Number of coefficients:	7	5	7	7
Window size:	14	14	14	14
Step size:	14	14	14	14

المصدر إعداد الباحث

[1] Chatfield, Chris, 2003, ibid, P314.

[2] لمزيد من التفاصيل انظر إلى الملاحق رقم (7؛ 8؛ 9 و10).

- ✓ تحديد حجم النافذة لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان بـ 15 وفقاً لعدد هذه الشركات، في حين تم تحديد عدد الخطوات بـ 15 خطوة، أي أن أول نافذة تمتد من المشاهدة الأولى ولغاية المشاهدة 15 في حين تمتد النافذة الثانية من المشاهدة 16 وحتى 30 وهكذا....يبين الجدول رقم (7) نتائج تقسيم عينة البحث لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان بناءً على تحليل غير الانحدار المتجدد المتداخل وفقاً لنماذج البحث الأربعة:

الجدول رقم (7) نتائج تقسيم عينة البحث لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان وفقاً لنماذج البحث الأربعة[1]

	النموذج رقم (1)	النموذج رقم (2)	النموذج رقم (3)	النموذج رقم (4)
Number of subsamples:	21	21	21	21
Number of coefficients:	7	5	7	7
Window size:	15	15	15	15
Step size:	15	15	15	15

المصدر إعداد الباحثة

- ✓ تحديد حجم النافذة للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بـ 12 وفقاً لعدد هذه المصارف، في حين تم تحديد عدد الخطوات بـ 12 خطوة، أي أن أول نافذة تمتد من المشاهدة الأولى ولغاية المشاهدة 12 في حين تمتد النافذة الثانية من المشاهدة 13 وحتى 24 وهكذا....يبين الجدول رقم (8) نتائج تقسيم عينة البحث للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بناءً على تحليل الانحدار المتجدد غير المتداخل وفقاً لنماذج البحث الأربعة.

الجدول رقم (8) نتائج تقسيم عينة البحث للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لنماذج البحث الأربعة[2]

	النموذج رقم (1)	النموذج رقم (2)	النموذج رقم (3)	النموذج رقم (4)
Number of subsamples:	21	21	21	21
Number of coefficients:	7	5	7	7
Window size:	12	12	12	12
Step size:	12	12	12	12

المصدر إعداد الباحثة

[1] لمزيد من التفاصيل انظر إلى الملاحق رقم (18؛ 19؛ 20 و21).

[2] لمزيد من التفاصيل انظر إلى الملاحق رقم (27؛ 28؛ 29 و30).

- ✓ تحديد حجم النافذة لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بـ 8 وفقاً لضعف عدد هذه الشركات، في حين تم تحديد عدد الخطوات بأربع خطوات وفقاً لعدد هذه الشركات، أي أن أول نافذة تمتد من المشاهدة الأولى ولغاية المشاهدة الثامنة في حين تمتد النافذة الثانية من المشاهدة الخامسة وحتى المشاهدة 12 وهكذا....يبين الجدول رقم (9) نتائج تقسيم عينة البحث لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بناءً على تحليل الانحدار المتجدد المتداخل وفقاً لنماذج البحث الأربعة:

الجدول رقم (9) نتائج تقسيم عينة البحث لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لنماذج البحث الأربعة[1]

	النموذج رقم (1)	النموذج رقم (2)	النموذج رقم (3)	النموذج رقم (4)
Number of subsamples:	20	20	20	20
Number of coefficients:	7	5	7	7
Window size:	8	8	8	8
Step size:	4	4	4	4

المصدر إعداد الباحثة

2-2- أسلوب التحليل العاملي Factor Analysis:

يُعرف التحليل العاملي بأنه أسلوب إحصائي يقوم بتجميع مجموعة من المتغيرات ذات طبيعة واحدة ومرتبطة داخلياً فيما بينها في تكوين ما يسمى بعامل[2]. أي أنه يقوم على تلخيص مجموعة كبيرة من المتغيرات بعدد من العوامل بناءً على العلاقات في مصفوفة الارتباط، حيث يحول مجموعة المتغيرات إلى مجموعة جديدة من المتغيرات المركبة أو المكونات الأساسية التي لا ترتبط كل منهما بالأخرى ارتباطاً عالياً[3].

في هذا البحث تم تطبيق التحليل العاملي وفقاً للمراحل الآتية:

[1] لمزيد من التفاصيل انظر إلى الملاحق رقم (38؛ 39؛ 40 و41).

[2] Hair et al, 2006, Multivariate Data Analysis, 6th ed, Pearson Education, United States of America, P104.

[3] جودة، محفوظ، 2009، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام SPSS، الطبعة الثانية، دار الأوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص159.

1) تكوين مصفوفة الارتباط: وهي تحليل مبدئي للعلاقات بين المتغيرات المستقلة الداخلة في التحليل العاملي، تهدف إلى معرفة فيما إذا كان يوجد مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات _ ارتباط تام Multicollinearity (±1) أو ارتباط ضعيف جداً أقل من (0.0001)_، فإذا تبين وجود الشرطين في مصفوفة الارتباط فإنه لابد من حذف بعض المتغيرات من التحليل قبل إجراء أي خطوة تالية[1].

2) استخلاص العوامل، باستخدام طريقة المركبات الرئيسية (الطريقة الأكثر استخداماً). تقوم عملية استخلاص العوامل باختيار مجموعة المتغيرات التي تفسر أكبر قدر ممكن من التباين الكلي، وهذا ما يشكل العامل الأول، ثم يقوم البرنامج باختيار مجموعة المتغيرات التي تفسر أكبر قدر ممكن من التباين المتبقي بعد استخلاص العامل الأول، وهذا ما يشكل العامل الثاني وهكذا تستمر العملية حتى يتم إيقافها بعد استخراج عدد قليل من العوامل[2]. يسمح هذا التحليل بالوصول إلى المعادلات الممثلة للعلاقة بين المتغيرات والعوامل على النحو التالي:

$$Z_1=a_{11}X_1+a_{21}X_2+.....+a_{p1}X_p$$

$$Z_2=a_{12}X_1+a_{22}X_2+.....+a_{p2}X_p$$

حيث أن: a تمثل معاملات التشبع لمتغيرات الاستجابة بالعامل الأول، X المتغيرات وZ العامل[3].

3) حساب قيم كل عامل (Factors Analysis) من العوامل الناتجة على مصفوفة معاملات العوامل بعد التدوير وذلك بموجب الدوال الخطية، وباستخدام القيم المعيارية للمتغيرات المستقلة[4].

---

[1] المرجع السابق، ص174.

[2] المرجع السابق، ص160.

[3] نجيب، حسين علي والرفاعي، غالب عوض صالح، 2006، تحليل ونمذجة البيانات باستخدام الحاسوب، تطبيق شامل للحزمة SPSS، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص404.

[4] المرجع السابق، ص418.

4) تقدير قيم المفردات في كل عامل، وهذه القيم تعبر عن نوع المقاييس _مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية_، حيث يتم استخدامها لتحليل نسبة أثر واتجاه كل عامل في أسعار الأسهم وعوائدها.

4- نموذج البحث:

اعتمدت معظم دراسات القيمة الملائمة على نموذجين أساسيين لقياس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، هما نموذج الأسعار ونموذج العوائد[1]. ولكن اقتصرت نماذجها على مجموعة محددة من المتغيرات.

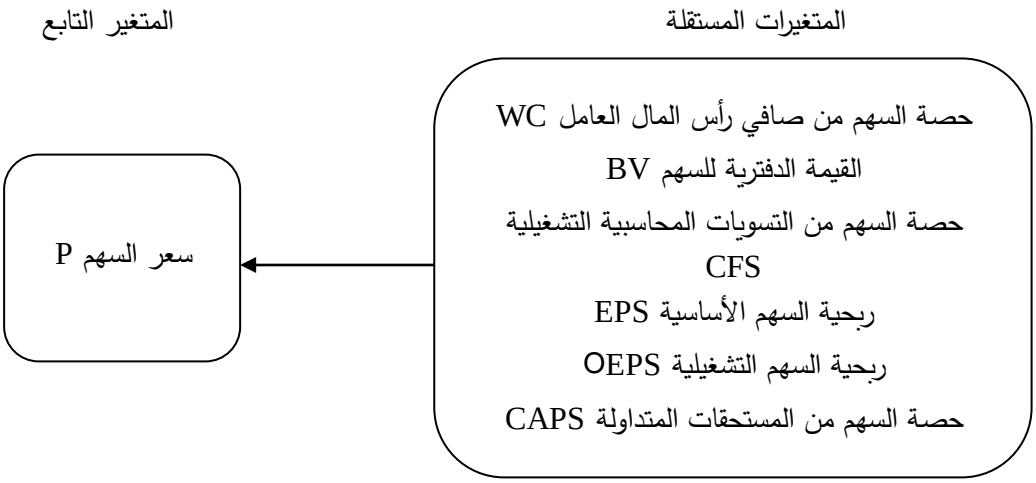
انطلقت الدراسة الحالية من النموذجين السابقين، ومن ثم تم تطويرهما من خلال إدخال متغيرات إضافية في كلا النموذجين، بهدف زيادة القوة التفسيرية لهذه النماذج واختبار مدى ملاءمة المقاييس المستخدمة في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية.

تم إدخال متغيرات جديدة على نموذجي الأسعار والعوائد، بناءً على الفرق الأساسي بينهما والمتمثل بأن نموذج الأسعار يدرس العلاقة بين سعر السهم والمقاييس المحاسبية في لحظة زمنية معينة، بينما يدرس نموذج العوائد العلاقة بين تغيرات سعر السهم وتغيرات المقاييس المحاسبية خلال فترة زمنية معينة. ويمكن القول بأن كلا النموذجين يكملان بعضهما البعض وليسا بديلين، حيث يُستخدم نموذج الأسعار عند دراسة مدى انعكاس المعلومات المحاسبية على قيمة الشركة في لحظة زمنية، بينما يعكس نموذج العوائد التغيرات في تلك القيمة خلال فترة زمنية معينة.

وبما أن الهدف الأساسي للدراسة هو معرفة أي المقاييس أكثر ملاءمة لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب (مقاييس الاستحقاق أم مقاييس التدفقات النقدية)، فقد تم إدخال مقاييس الاستحقاق على كل من نموذج الأسعار ونموذج العوائد، وكذلك مقاييس التدفقات النقدية على النموذجين المذكورين بحيث نتج أربعة نماذج موضحة في الأشكال (1-2-3-4).

[1] Ragab & Omran, 2006, Cit. O, Pp282.

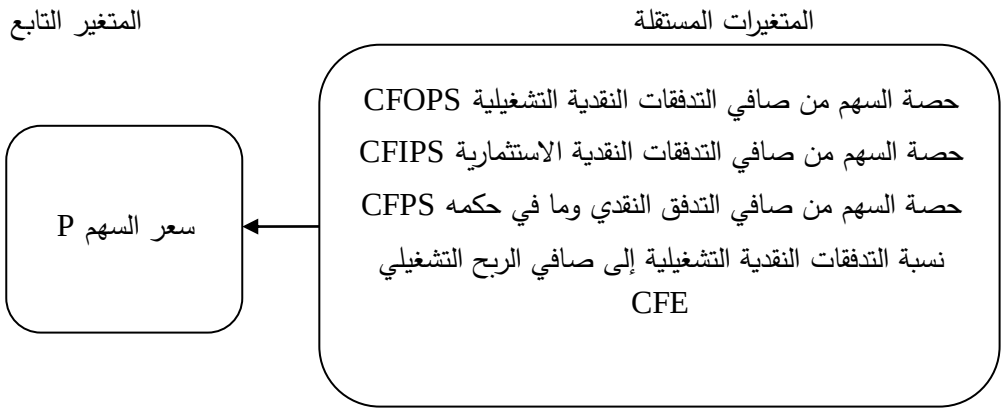
الشكل رقم (1) متغيرات نموذج الأسعار _ مقاييس الاستحقاق



بالتالي، يمكن تلخيص نموذج الأسعار _ مقاييس الاستحقاق في النموذج الآتي:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CFS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 CA_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (1)$$

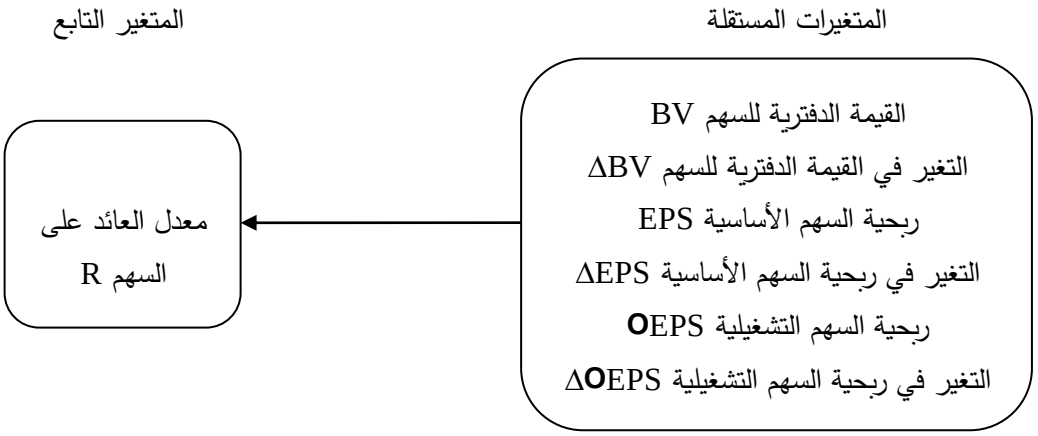
الشكل رقم (2) متغيرات نموذج الأسعار _ مقاييس التدفقات النقدية



بالتالي يمكن تلخيص نموذج الأسعار _ مقاييس التدفقات النقدية في النموذج الآتي:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 CFIPS_{it} + \alpha_3 CFPS_{it} + \alpha_4 CFE_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (2)$$

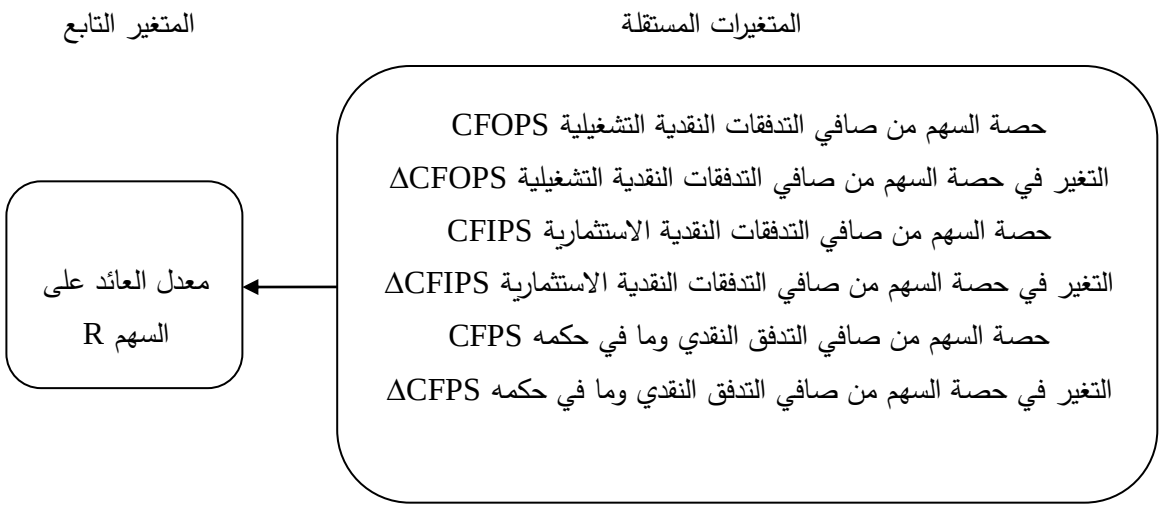
الشكل رقم (3) متغيرات نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق



بالتالي، يمكن تلخيص نموذج العوائد _ مقاييس الاستحقاق في النموذج الآتي:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 \Delta EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 \Delta OEPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

الشكل رقم (4) متغيرات نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية



بالتالي، يمكن نموذج العوائد _ مقاييس التدفقات النقدية في النموذج الآتي:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 \Delta CFOPS_{it} + \alpha_3 CFIPS_{it} + \alpha_4 \Delta CFIPS_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \alpha_6 \Delta CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

5- متغيرات الدراسة:

تشمل متغيرات البحث متغيرين تابعين ومجموعتين من المتغيرات المستقلة: المتغيرات المبنية على أساس الاستحقاق تمثل مقاييس الاستحقاق، المتغيرات المبنية على الأساس النقدي تمثل مقاييس التدفقات النقدية.

5-1- المتغيرات التابعة:

يمثل كل من سعر السهم السوقي ومعدل العائد على السهم المتغيرات التابعة، تم اختيارهما للأسباب الآتية:

- ✓ استخدام معظم دراسات القيمة الملائمة لنموذجين أساسيين هما: نموذج الأسعار ونموذج العوائد.
- ✓ يعتبر كل من سعر السهم وعائده من المؤشرات الهامة التي يستخدمها المستثمر في عملية اتخاذه لقراراته الاستثمارية[1].

4-1-1- سعر السهم: ويمثل سعر إغلاق أسهم شركات عينة البحث المدرجة في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية، وذلك في نهاية كل فترة[2].

4-1-2- معدل العائد على السهم: تم احتسابه باستخدام طريقة العائد على فترة الحيازة، ويعبر عنه بالعلاقة الآتية[3]:

---

[1] Graham, John R.& Campello, Murillo, 2013, Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble, Journal of Financial Economics Vol.107, No.1, P89–110.

[2] بناءً على قانون الشركات الصادر بالمرسوم التشريعي رقم 29 لعام 2011، ودليل إجراءات تجزئة أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتعديلاته الصادر بقرار من رئيس مجلس الوزراء عام 2011 وفقاً للمرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006، تم إجراء التعديلات المناسبة على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، قبل تجزئة أسهمها. تمت التعديلات اللازمة بتقسيم سعر السهم قبل التجزئة بعدد أسهم التجزئة (فالقيمة التي تم تجزئتها إلى 5 أجزاء، تم تقسيم السعر قبل التجزئة على5، بينما القيمة التي تم تجزئتها إلى 10 أجزاء، فقد تم قسمة السعر قبل التجزئة على10).

[3] تم إهمال التوزيعات في علاقة العائد على فترة الحيازة نظراً لكون البيانات نصف سنوية أو ربع سنوية.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

Rit معدل العائد على السهم، Pit هو سعر إغلاق سهم الشركة (i) في الفترة (t)،Pit-1 هو سعر إغلاق سهم الشركة (i) في الفترة (t-1).

5-2- المتغيرات المستقلة:

تم تقسيم المتغيرات المستقلة إلى مجموعتين: متغيرات مبينة على أساس الاستحقاق -مقاييس الاستحقاق- ومتغيرات مبنية على الأساس النقدي -مقاييس التدفقات النقدية- تم اختيارهما بناءً على معيارين رئيسيين:

- ✓ توفر بيانات مرحلية عن المتغير. فعلى سبيل المثال لم يتم اختيار متغير نسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى توزيعات الأرباح النقدية، كون الشركات عادةً تقوم بتوزيع أرباحها في نهاية السنة المالية وليس في نهاية المرحلة المالية.
- ✓ إمكانية تمييز مقاييس الاستحقاق عن مقاييس التدفقات النقدية. فعلى سبيل المثال لم يتم اختيار نسبة تغطية الدين، كون بسط هذه النسبة مبني على الأساس النقدي وهو التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية، بينما مقام هذه النسبة مبني على أساس الاستحقاق وهو مجموع الديون.

وبالتالي تم تجميع واستخراج بيانات المتغيرات المستقلة الممثلة لكل من مقاييس الاستحقاق (حصة السهم من صافي رأس المال العامل، القيمة الدفترية للسهم، حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية، ربحية السهم بشقيها: ربحية السهم الأساسية وربحية السهم التشغيلية وحصة السهم من المستحقات المتداولة) ومقاييس التدفقات النقدية (حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية، حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية، حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه، نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي) بالاعتماد على كل من قائمة المركز المالي،

قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية، بالإضافة إلى الاستعانة بالإيضاحات الواردة في التقارير المالية الخاصة بالمصارف وشركات التأمين.

ومن أجل مراعاة التجانس بين أحجام الشركات، تم تقسيم جميع المتغيرات على عدد الأسهم ماعدا متغير نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي، حيث تم تقسيمه على سعر السهم السوقي في بداية كل فترة خلال الفترة المدروسة.

وفيما يلي شرح لكيفية احتساب المتغيرات المستقلة:

5-2-1- مقاييس الاستحقاق:

5-2-1-1- حصة السهم من صافي رأس المال العامل Net Working Capital Per Share:

يعرف صافي رأس المال العامل على أنه الفرق بين الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة. ويدل على قدرة المنشأة على تمويل عملياتها اليومية والوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل[1]. فعندما تكون الأصول المتداولة أكبر من الالتزامات المتداولة فإن الشركة تمتلك صافي رأس مال عامل موجب، وتكون قادرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، والعكس بالعكس.[2] اختبرت مجموعة من الدراسات مدى ملاءمة مقياس صافي رأس المال العامل في تقييم أداء الشركة، كدراسة Iddon et al (2015)[3] ودراسة Kim et al (2012)[4]. في حين اختبرت دراسات أخرى ملاءمة هذا المقياس في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية كدراسة Apellániz (1995)[5]. تم إدخال هذا المتغير في الدراسة الحالية كمتغير مبني على أساس الاستحقاق لاختبار مدى ملاءمته في تفسير أسعار الأسهم. وتم قياسه بالعلاقة الآتية:

[1] Perk, Jonathan & DeMarzo, Peter, 2011, Corporate Finance, 2th ed, Pearson, United Stated, P849.
[2] Gitman, Lawrence J., 2006, Principles of Managerial Finance, Pearson, United States, P512.
[3] Iddon, Casey; Hettihewa, Samanthala; Wright, Christopher S., 2015, Value Relevance of Accounting and Other Variables in the Junior-Mining Sector, AABFJ, Vol.9, No.1, P25-45.
[4] Kim et al, 2012, **ibid**, P87-107.
[5] Apellániz, Paloma, 1995, **ibid**, P577-579.

$$WC_{it} = \frac{CA_{it} - CQ_{it}}{NS_t}$$

حيث أن:

WC_{it} هو حصة السهم من صافي رأس المال العامل، CA_{it} الأصول المتداولة، CQ_{it} الالتزامات المتداولة وNS_{it} عدد الأسهم العادية.

5-2-1-2- القيمة الدفترية للسهم Book Value Per Share:

تدل القيمة الدفترية للسهم على نصيب السهم من صافي أصول الشركة، وزيادة هذه القيمة دليل على تحقيق الشركة أرباح وتشكيل احتياطيات[1]. اختبرت العديد من الدراسات مدى ملاءمة القيمة الدفترية للسهم في تفسير أسعار الأسهم، كدراسة Garrod et al (2000)[2]؛ خليل (2001)[3] و Hirshleifer et al (2009)[4]، ونظراً لأهمية هذا المقياس، فقد تم إدخاله في نموذجي الدراسة كمتغير مبني على أساس الاستحقاق لاختبار مدى ملاءمته في تقييم أسعار الأسهم وعوائدها. يُعبر عن هذا المتغير في العلاقة الآتية:

$$BV_{it} = \frac{EQ_{it}}{NS_t}$$

حيث أن:

BV_{it} القيمة الدفترية لسهم الشركة (i) عن الفترة (t)، EQ_{it} حقوق الملكية للشركة (i) عن الفترة (t)، وNS_{it} عدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

[1] لطفي، أمين السيد أحمد، 2007، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، القاهرة، ص25.

[2] Garrod et al, 2000, **ibid**, P.1-29.

[3] خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، مرجع سبق ذكره، ص 87- 130.

[4] Hirshleifer et al, 2009, **ibid**, P.389-406.

5-2-1-3- حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية Operating Accruals Per Share:

تمثل التسويات المحاسبية التشغيلية الفرق بين الأرباح التشغيلية وصافي التدفقات النقدية التشغيلية، وتدل على البنود المبنية على أساس الاستحقاق، من الدراسات التي استخدمت هذا المقياس في تفسير أسعار الأسهم دراسة خليل (2001)[1]. وتم احتسابه وفقاً للعلاقة الآتية:

$$CFS_{it} = \frac{CFO_{it} - OE_{it}}{NS_{it}}$$

حيث أن:

CFS_{it} حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t)، CFO_{it} التدفق النقدي التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t)، OE_{it} الربح التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t) وNS_{it} الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

5-2-1-4- ربحية السهم Earning Per Share:

تشير ربحية السهم إلى حصة السهم من الأرباح خلال فترة زمنية معينة _عادةً سنة مالية_[2].

تشمل ربحية السهم كل من ربحية السهم التشغيلية؛ ربحية السهم الأساسية وربحية السهم المخففة، في هذا البحث تم دراسة ملاءمة كل من ربحية السهم الأساسية وربحية السهم التشغيلية في تفسير التطور في أسعار الأسهم وعوائدها.

أ) ربحية السهم الأساسية:

اهتم مجلس معايير المحاسبة الدولية في ربحية السهم الأساسية، حيث أصدر المعيار رقم (33) "ربحية السهم" وأجبر جميع الشركات على الإفصاح عن رقم ربحية السهم الأساسية في قائمة الدخل.

---

[1] خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، مرجع سبق ذكره، ص 87- 130.

[2] لطفي، أمين السيد أحمد، 2007، مرجع سبق ذكره، ص115.

وتشير ربحية السهم الأساسية إلى الدخل المحقق لكل سهم من الأسهم العادية للشركة، كون للأسهم الممتازة نسبة أرباح محددة بعقد إصدارها[1]. ونظراً لأهمية هذا المقياس وتأكيد مجلس معايير المحاسبة الدولية بالإفصاح عنها، اهتم الكثير من الباحثين في اختبار ملاءمة استخدام ربحية السهم الأساسية في تقييم الأسهم وعوائدها، كدراسة القرم وعبد الجليل (2008) [2]؛ Bo (2009)[3] و Dimitropoulos et al (2010)[4]. ويُعبر عن ربحية السهم الأساسية بالعلاقة الآتية:

$$EPS_{it} = \frac{E_{it} - PE_{it}}{NS_{it}}$$

حيث أن:

EPS_{it} ربحية السهم الأساسية للشركة (i) في الفترة (t)، E_{it} صافي ربح الشركة (i) عن الفترة (t)، PE_{it} أرباح الأسهم الممتازة للشركة (i) عن الفترة (t) وNS_{it} الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

ب) ربحية السهم التشغيلية:

تعبر هذه النسبة عن حصة السهم من الأرباح التشغيلية المحققة وذلك قبل المصاريف والإيرادات الإضافية والتي لا ترتبط بشكل مباشر بالأعمال التشغيلية للشركة كالفوائد والضرائب وغيرها[5]. وبما أن الربح التشغيلي يعبر عن نتيجة الأعمال التشغيلية المباشرة، اهتمت مجموعة من الأبحاث في معرفة ملاءمة الربح التشغيلي في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها، كدراسة Azzali

[1] إسماعيل، اسماعيل؛ مرعي، عبد الرحمن ويوسف علي، 2011، مرجع سبق ذكره، ص389.

[2] القرم، جهاد؛ عبد الجليل، توفيق، 2008، مرجع سبق ذكره، ص123-142.

[3] Bo, JIANG, 2009, **ibid**, P.44-48.

[4] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid**, P.290–303.

[5] Perk & DeMarzo, 2011, **ibid**, P30.

et al (2013) [1]؛ Panahian & Zolfaghari (2010) [2] وحمدان وآخرون (2008) [3]. تُقاس ربحية السهم التشغيلية بالعلاقة الآتية:

$$OEPS_{it} = \frac{OE_{it}}{NS_{it}}$$

حيث أن:

$OEPS_{it}$ ربحية السهم التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t)، OE_{it} الربح التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t) وNS_{it} الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

5-2-1-5- حصة السهم من المستحقات المتداولة Current Accruals Per Share:

تقيس المستحقات المتداولة القيمة الملائمة للبنود المبنية على أساس الاستحقاق في قائمة المركز المالي. وفقاً لدراسة Ball et al (2016)، تم احتساب هذا المتغير بالاعتماد على كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل، وذلك وفق العلاقة الآتية[4]:

$$CA_{it} = \frac{\Delta D - \Delta C - \Delta Cash - D_{it} - PR_{it}}{NS_{it}}$$

حيث أن:

CA_{it} حصة السهم من المستحقات المتداولة للشركة (i) عن الفترة (t)، ΔD التغير في المدينين، ΔC التغير في الدائنين، $\Delta Cash$ التغير في نقد الشركة (i)، D_{it} اهتلاك أصول الشركة (i) عن الفترة (t) وPR_{it} المخصصات[5] للشركة (i) عن الفترة (t) وNS_{it} عدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

---

[1] Azzali et al, 2013, **ibid**, P.3-55.

[2] Panahian & Zolfaghari, 2010, **ibid**, P.165-177.

[3] حمدان وآخرون، 2008، مرجع سبق ذكره، ص288-310.

[4] Ball, Ray; Gerakos, Joseph; Linnainmaa, Juhani T.; Nikolaev, Valeri, 2016, **ibid**, P28-45.

[5] تضمنت المخصصات كل من مؤونة تدني التسهيلات الائتمانية؛ مخصص ديون مشكوك في تحصيلها؛ مخصصات متنوعة (مختلفة)؛ مخصص التزامات أخرى؛ مخصص تعويض نهاية الخدمة ومخصص ضريبة الدخل.

5-2-2- مقاييس التدفقات النقدية:

5-2-2-1- حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية Net Cash Flow From Operations Per Share:

تقدم التدفقات النقدية التشغيلية مقياس للقوة المالية للشركة، فعلى سبيل المثال يستخدم المحللون هذه التدفقات وبشكل متكرر في تقييم أسهم الشركة[1].

في هذه الدراسة تم دراسة ملاءمة التدفقات النقدية التشغيلية بعد تقسيمها على الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية وذلك في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها. اختبرت بعض الدراسات ملاءمة هذا المقياس في تفسير سعر السهم [Garrod et al (2000)[2] وخليل (2001)[3]]، وفي تفسير عوائد السهم، [حمدان وآخرون (2008)[4] Panahian & Zolfaghari (2010)[5] و Dimitropoulos et al (2010)[6]]. يعبر عن هذا المتغير بالعلاقة الآتية:

$$CFOPS_{it}=\frac{CFO_{it}}{NS_{it}}$$

حيث أن:

$CFOPS_{it}$ حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t)، CFO_{it} صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t)، NS_{it} الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

[1] الديب، حسام عبد الجبار،2011، مرجع سبق ذكره، ص45.

[2] Garrod et al, 2000, **ibid**, P.1-29.

[3] خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، مرجع سبق ذكره، ص87- 130.

[4] حمدان وآخرون، 2008، مرجع سبق ذكره، ص288-310.

[5] Panahian & Zolfaghari, 2010, **ibid**, P.165-177.

[6] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid**, P.290–303.

5-2-2-2- حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية Cash Flow From Investments Per Share:

اختبرت الدراسات التجريبية مدى ملاءمة التدفقات النقدية الاستثمارية في تفسير سعر السهم، وذلك بعد تقسيمها على الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية، كدراسة خليل (2001)[1]، وفي تفسير عوائد السهم كدراسة Cotter (1996)[2] و Charitou & Clubb (2001)[3]. يُقاس هذا المتغير بالعلاقة الآتية:

$$CFIPS_{it}=\frac{CFI_{it}}{NS_{t}}$$

حيث أن:

$CFIPS_{it}$ حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية للشركة (i) عن الفترة (t)، CFI_{it} صافي التدفقات النقدية الاستثمارية للشركة (i) عن الفترة(t)، NS_{it} الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

5-2-2-3- حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه Net Cash Flow and Cash Equivalents Per Share:

استُخدم هذا المتغير في الدراسات السابقة لمعرفة مدى ملاءمته كمقياس مبني على الأساس النقدي في تقييم الأسهم كدراسة خليل (2001)[4]، وفي تقييم عوائد هذه الأسهم، كدراسة Charitou & Clubb (2001)[5]. تُعبر العلاقة الآتية عن هذا المتغير:

$$CFPS_{it}=\frac{CF_{it}}{NS_{t}}$$

[1] خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، مرجع سبق ذكره، ص87- 130.

[2] Cotter, Julie, 1996, **ibid**, P.127–150.

[3] Charitou & Clubb, 1999, **ibid**, P.283-312.

[4] خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، مرجع سبق ذكره، ص87- 130.

[5] Charitou & Clubb, 2001, **ibid**, P.283-312.

حيث أن:

$CFPS_{it}$ حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه، CF_{it} صافي التدفق النقدي وما في حكمه للشركة (i) عن الفترة (t)، NS_{it} الوسطي المرجح لعدد الأسهم العادية للشركة (i) عن الفترة (t).

5-2-2-4- نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي:

توضح هذه النسبة مقدرة الأنشطة التشغيلية في الشركة على توليد التدفق النقدي التشغيلي[1]. ويمكن التعبير عن هذا المقياس بالعلاقة الآتية:

$$CFE_{it} = \frac{\frac{CFO_{it}}{NOE_{it}}}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

CFE_{it} نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t)، CFO_{it} التدفق النقدي التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t)، NOE_{it} صافي الربح التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t) وP_{it-1} سعر السهم السوقي للشركة (i) عن الفترة (t-1).

[1] مطر، محمد، 2010، مرجع سبق ذكره، ص159.

المبحث الثاني

الدراسة الوصفية واختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

في هذا المبحث، تم التطبيق العملي لاستخدام مدخل القيمة الملائمة لتقييم مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في الأسواق المالية، حيث تم إعداد الدراسة الوصفية لمتغيرات البحث ومن ثم اختبار الفرضيات. وبما أن عينة البحث شملت شركات كل من قطاع المصارف وقطاع التأمين في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية، فقد تم إنجاز هذا المبحث في أربعة أقسام. في القسم الأول تم التطبيق العملي على قطاع المصارف في بورصة عمان. وفي القسم الثاني تم التطبيق العملي على قطاع التأمين في بورصة عمان. أما في القسم الثالث فقد تم التطبيق العملي على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية. وأخيراً، تم في القسم الرابع التطبيق العملي على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-التطبيق العملي على المصارف المدرجة في بورصة عمان:

سيتم في البداية استعراض لأهم خصائص البيانات المدروسة من خلال الدراسة الوصفية ومن ثم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

1-1- الدراسة الوصفية لقطاع المصارف في بورصة عمان:

يظهر الجدول رقم (10) الإحصاءات الوصفية لبيانات المصارف المدرجة في بورصة عمان لمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (10) الإحصاءات الوصفية لبيانات المصارف المدرجة في بورصة عمان

	Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.	Skewness	Kutosis
معدل العائد	R	-0.6589	0.8043	-0.0375	0.1957	-0.0298	5.0209
سعر السهم	P	0.8400	29.3400	3.4426	3.6451	3.6126	20.2295
مقاييس الاستحقاق	WC	-21.1650	31.7473	-0.5418	4.2171	1.0825	18.0863
	BV	0.2414	10.65192	2.2869	1.6012	2.4688	9.3627
	CFS	-6.0157	5.6022	0.2355	1.1024	-0.1036	10.2030
	EPS	-0.0382	1.2038	0.1851	0.1484	2.0309	10.6975
	OEPS	0.0199	2.5885	0.4824	0.3701	2.1578	10.0080
	CA	-3.3322	4.1677	0.3999	0.7766	0.0743	8.8329
مقاييس التدفقات النقدية	CFOPS	-4.9877	6.254918	0.2491	1.0686	0.8430	11.0377
	CFIPS	-2.3929	1.4129	-0.3247	0.5870	-0.5467	4.2439
	CFPS	-4.7784	4.1828	-0.0310	0.9631	0.1259	6.9290
	CFE	-9.8806	23.5524	0.4664	2.1637	4.5775	49.9542

المصدر إعداد الباحثة

من الجدول السابق نجد أنه:

1- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل العائد على أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان (3.75-%) بانحراف معياري قدره (19.57%) وهي قيمة كبيرة مقارنة بالمتوسط، تدل على درجة مخاطر عالية وتقلب في معدل العائد. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع معامل معدل العائد على الأسهم مدبب.

2- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لأسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان (344.26%) بانحراف معياري قدره (364.51%). بينما دلت قيمة معامل التواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين أشارت قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع أسعار الأسهم مدبب.

3- بلغت قيمة كل من المتوسط الحسابي والانحراف معياري لمتغير حصة السهم من صافي رأس المال العامل للمصارف المدرجة في بورصة عمان (54.18-%)، (421.71%) على التوالي،

حيث أن قيمة الانحراف المعياري أكبر من المتوسط الحسابي، وهذا دليل على درجة مخاطر عالية وتقلب في حصة السهم من صافي رأس المال العامل. بينما أشارت قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي رأس المال العامل مدبب.

4- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير القيمة الدفترية للسهم للمصارف المدرجة في بورصة عمان (228.69%) كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (160.21%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع القيمة الدفترية للسهم مدبب.

5- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية للمصارف المدرجة في بورصة عمان (23.55%) في حين بلغت قيمة انحرافه المعياري (110.24%) وهي قيمة كبيرة مقارنة بالمتوسط، تدل على درجة مخاطر عالية وتقلب في متغير حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية. تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية مدبب.

6- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم الأساسية للمصارف المدرجة في بورصة عمان (18.51%) كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (14.84%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع ربحية السهم الأساسية مدبب.

7- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم التشغيلية للمصارف المدرجة في بورصة عمان (48.24%) بانحراف معياري قدره (37.01%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة

تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع ربحية السهم التشغيلية مدبب.

8- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للمستحقات المتداولة للمصارف المدرجة في بورصة عمان (39.99%) في حين بلغت قيمة انحرافه المعياري (77.66%) وهي قيمة كبيرة مقارنةً بالمتوسط الحسابي، تدل على درجة مخاطرة عالية وتقلب في حصة السهم من المستحقات المتداولة. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من المستحقات المتداولة على الأسهم مدبب.

9- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية للمصارف المدرجة في بورصة عمان (24.91%) بانحراف معياري قدره (106.86%)، وهي قيمة كبيرة جداً مقارنة بالمتوسط الحسابي، وتدل على خطورة عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية. تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية مدبب.

10- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية الاستثمارية للمصارف المدرجة في بورصة عمان (32.47-%) في حين بلغت قيمة انحرافه المعياري (58.70%). وهي قيمة كبيرة جداً مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية وتقلب في حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية. تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية مدبب.

11- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه للمصارف المدرجة في بورصة عمان (3.10-%) بانحراف معياري قدره (96.31%) وهي قيمة كبيرة جداً،

تدل على خطورة كبيرة وتقلب في حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. تشير قيمة تفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه مدبب.

12- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي للمصارف المدرجة في بورصة عمان (46.64%) بانحراف معياري قدره (216.37%). وهي قيمة كبيرة جداً مقارنةً بالمتوسط، تدل على درجة خطورة عالية وتقلب في نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي. كما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي مدبب.

1-2- اختبار الفرضيات وتحليل النتائج على قطاع المصارف في بورصة عمان:

1-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression:

1-2-1-1- اختبار الفرضية الأولى على قطاع المصارف في بورصة عمان:

الفرضية الأولى: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية للأسهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (1) نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CFS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 CA_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (1)$$

من الجدول رقم (11) نجد أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج الأسعار تفسر (75.8%) من أسعار الأسهم. وتظهر النتائج أيضاً أن جميع معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج معنوية عند مستوى ثقة (1%) و(5%)، باستثناء متغير حصة السهم من صافي رأس المال العامل، أي أن هذه المتغيرات تؤثر في أسعار الأسهم.

جدول رقم (11) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (1) للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Dependent	R^2		F	Sig	result
$P_{i,t}$	0.758		149.772	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-1.024*	0.216	-4.734	0.000	أثر معنوي
BV	1.583*	0.124	12.805	0.000	أثر معنوي
CA	0.400*	0.143	2.790	0.006	أثر معنوي
CFS	0.247**	0.104	2.384	0.018	أثر معنوي
EPS	7.266*	1.515	4.796	0.000	أثر معنوي
OEPS	-1.538**	0.607	-2.531	0.012	أثر معنوي
WC	-0.049	0.031	-1.584	0.114	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على أساس الاستحقاق والخاص بالمصارف المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$P_{it} = -1.024 + 1.583BV_{it} + 0.4CA_{it} + 0.247CFS_{it} + 7.266EPS_{it} - 1.538OEPS_{it} \quad (5)$$

1-2-1-2- اختبار الفرضية الثانية على قطاع المصارف في بورصة عمان:

الفرضية الثانية: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية للأسهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (2) نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 CFIPS_{it} + \alpha_3 CFPS_{it} + \alpha_4 CFE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

يبين الجدول رقم (12) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج الأسعار تفسر (8.5%) فقط من أسعار الأسهم. كما تظهر النتائج أن جميع معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج معنوية عند مستوى ثقة (1%) و(5%)، باستثناء متغير نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي الربح التشغيلي، أي أن هذه المتغيرات تؤثر في أسعار الأسهم.

جدول رقم (12) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (2) للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Dependent	R^2		F	Sig	result
Pi,t	0.085		6.734	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	3.073*	0.236	13.015	0.000	أثر معنوي
CFE	-0.156	0.120	-1.299	0.195	أثر غير معنوي
CFIPS	-2.074*	0.442	-4.688	0.000	أثر معنوي
CFOPS	-0.834**	0.367	-2.270	0.024	أثر معنوي
CFPS	0.809**	0.343	2.359	0.019	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ **ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على الأساس النقدي والخاص بالمصارف المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$P_{it} = 3.072 - 2.074 CFIPS_{it} - 0.834 CFOPS_{it} + 0.809 CFPS_{it} \quad (6)$$

1-2-1-3- اختبار الفرضية الثالثة على قطاع المصارف في بورصة عمان:

الفرضية الثالثة: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (3) نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 \Delta EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 \Delta OEPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

يبين الجدول رقم (13) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج العوائد تفسر (26.9%) من معدل العائد على الأسهم. كما يبين الجدول أن قيمة معامل الانحدار لمتغير التغير في ربحية السهم الأساسية للنموذج معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي يؤثر في معدل العائد على السهم، بينما تبين عدم معنوية باقي معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج رقم (3) عند مستوى ثقة (10%).

جدول رقم (13) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (3) للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Dependent	R^2		F	Sig	result
Ri,t	0.269		17.580	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.036**	0.018	-1.986	0.048	أثر غير معنوي
BV	-0.010	0.014	-0.694	0.488	أثر غير معنوي
ΔBV	0.034	0.031	1.094	0.275	أثر غير معنوي
EFS	-0.102	0.151	-0.673	0.502	أثر غير معنوي
ΔEPS	0.661*	0.113	5.854	0.000	أثر معنوي
OEPS	0.102	0.075	1.370	0.172	أثر غير معنوي
ΔOEPS	-0.086	0.053	-1.636	0.103	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

ابالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على الأساس الاستحقاق وخاص بالمصارف المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$R_{it} = -0.036 + 0.066\Delta EPS_{it} \quad (7)$$

1-2-1-4- اختبار الفرضية الرابعة على قطاع المصارف في بورصة عمان:

الفرضية الرابعة: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (4) نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 \Delta CFOPS_{it} + \alpha_3 CFIPS_{it} + \alpha_4 \Delta CFIPS_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \alpha_6 \Delta CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

يبين الجدول رقم (14) أن مستوى الدلالة أصغر من (10%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج العوائد تفسر فقط (4%) من معدل العائد على الأسهم. أظهر الجدول أيضاً أن قيمة معامل الانحدار لمتغير التغير في حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه للنموذج

معنوية عند مستوى ثقة (5%)، أي يؤثر في معدل العائد على السهم، بينما تبين عدم معنوية باقي معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج رقم (4) عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%).

جدول رقم (14) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (4) للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Ri,t	0.040		1.981	0.069	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.041*	0.014	-2.994	0.003	أثر معنوي
CFIPS	-0.015	0.032	-0.456	0.649	أثر غير معنوي
ΔCFIPS	-0.035	0.023	-1.487	0.138	أثر غير معنوي
CFOPS	-0.0001	0.023	-0.006	0.996	أثر غير معنوي
ΔCFOPS	-0.010	0.017	-0.569	0.570	أثر غير معنوي
CFPS	-0.023	0.025	-0.920	0.359	أثر غير معنوي
ΔCFPS	0.036**	0.018	1.980	0.049	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على الأساس النقدي وخاص بالمصارف المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$R_{it} = -0.041 + 0.036\Delta CFPS_{it} \qquad (8)$$

يمكن تلخيص نتائج اختبار الفرضيات على قطاع المصارف في بورصة عمان باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد كالآتي:

الجدول رقم (15) ملخص نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد على قطاع المصارف في بورصة عمان

نموذج الأسعار					
مقاييس التدفقات النقدية			مقاييس الاستحقاق		
معامل الانحدار	المتغير	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
-2.074	CFIPS*	0.085	0.4	CA*	0.758
-0.834	CFOPS**		0.247	CFS**	
0.809	CFPS**		7.266	EPS*	
-0.156	CFE		-1.538	OEPS**	
			1.583	BV*	
			-0.049	WC	
نموذج العوائد					
مقاييس التدفقات النقدية			**مقاييس الاستحقاق**		
معامل الانحدار	المتغير	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.036	ΔCFPS**	0.04	0.661*	ΔEPS*	0.269
-0.023	CFPS		0.034	ΔBV	
-0.015	CFIPS		-0.01	BV	
-0.035	ΔCFIPS		-0.102	EPS	
-0.0001	CFOPS		0.102	OEPS	
-0.01	ΔCFOPS		-0.086	ΔOEPS	

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%، ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

1- نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان، حيث تبين أن قدرة المقاييس الداخلة في نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق تفسير (75.8%) من أسعار الأسهم مقابل قدرة المقاييس الداخلة في نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية على تفسير (8.5%) فقط من أسعار الأسهم. اتفقت هذه

النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة Emeni et al (2016)[1] المطبقة على المصارف المدرجة في سوق نيجيريا المالي.

2- نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، وذلك يعود لقدرة المقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق على تفسير (26.9%) من عوائد الأسهم مقابل قدرة المقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية على تفسير (4%) فقط من عوائد الأسهم. اتفقت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه كل من دراسة حمدان وآخرون (2008)[2] المطبقة على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان ودراسة Dimitropoulos et al (2010)[3] المطبقة على المصارف المدرجة في سوق أثينا المالي.

3- نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق. ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية.

4- بالنسبة لنموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق، تبين أن جميع مقاييس الاستحقاق الداخلة في النموذج تؤثر إيجاباً في أسعار الأسهم، باستثناء مقياس ربحية السهم التشغيلية OEPS، الذي تبين أنه يؤثر سلباً في أسعار الأسهم. يمكن تفسير الأثر الإيجابي لربحية السهم الأساسية EPS بأن زيادة هذه الربحية تعظم من قيمة المصارف، وكذلك الأمر بالنسبة للقيمة الدفترية للسهم BV. أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليها دراسة كل من Kimouche & Rouabhi (2016)[4] وSuadiye (2012)[5]. في حين يعزى الأثر الإيجابي للتسويات المحاسبية التشغيلية CFS في أسعار الأسهم إلى وجود بنود غير عادية في قائمة الدخل تؤدي إلى تخفيض الاحتياطيات المشكلة سابقاً مثل مردود تدني التسهيلات الائتمانية

[1] Emeni et al, 2016, **ibid**.

[2] حمدان وآخرون، 2008، مرجع سبق ذكره.

[3] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid.**

[4] Kimouche & Rouabhi, 2016, **ibid.**

[5] Suadiye, 2012, **ibid.**

المباشرة (خليل، 2001)[1]. وفيما يخص الأثر الإيجابي لمتغير حصة السهم من المستحقات المتداولة CA فيعزى إلى زيادة قدرة المصارف على منح التسهيلات الائتمانية للعملاء، وهذا بدوره دليل على قوة المركز المالي للمصارف. بينما يعزى الأثر السلبي لربحية السهم التشغيلية OEPS إلى الزيادة في المصاريف التشغيلية.

5- أما بالنسبة لنموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية، تبين أن جميع مقاييس التدفقات النقدية الداخلة في النموذج تؤثر سلباً في أسعار الأسهم، باستثناء مقياس حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS. ويعزى الأثر السلبي للتدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS إلى قيام المصارف بعمليات استثمارية من المتوقع أن تكون رابحة. أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة Almilia (2011)[2]. بينما يُفسر الأثر السلبي للتدفقات النقدية التشغيلية CFOPS إلى زيادة في تقديم الخدمات مقابل منح تسهيلات ائتمانية بدل من تحصيل النقدية مباشرة وهو دليل بأن المصارف تتمتع بوضع مالي جيد. أما الأثر الإيجابي لحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS فيعود إلى قدرة المصارف على توفير السيولة اللازمة لتسديد التزاماتها.

6- وفيما يتعلق بنموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق تبين وجود أثر إيجابي في عوائد الأسهم، حيث أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة كل من الطويل وشاهين (2014)[3] و Dimitropoulos et al (2010)[4]، ويعزى ذلك إلى أن زيادة التغير في ربحية السهم الأساسية ΔEPS دليل على الاستمرارية في تحقيق الأرباح عبر الزمن.

7- أما فيما يتعلق بنموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية فتبين وجود أثر إيجابي في عوائد الأسهم، فقد أكدت هذه النتيجة دراسة Charitou & Clubb (1999)[5]، ويعزى ذلك إلى أن زيادة التغير

[1] خليل، 2001، مرجع سبق ذكره.

[2] Almilia, 2010,

[3] الطويل وشاهين، 2014، مرجع سبق ذكره.

[4] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid.**

[5] Charitou & Clubb, 1999, **ibid.**

في حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه ΔCFPS دليل على الاستمرارية في توليد النقدية عبر الزمن، بالتالي توفير سيولة دائمة لمواجهة الالتزامات الطارئة وقصيرة الأجل.

1-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي Factor Analysis:

1-2-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي_ نموذجي الأسعار:

يبين الجدول رقم (16) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار لبيانات المصارف المدرجة في بورصة عمان.

الجدول رقم (16) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان[1]

	WC	BV	EPS	OEPS	CA	CFOPS	CFIPS	CFPS	CFE
WC	1.000	-0.564	-0.333	-0.409	0.066	-0.151	0.084	-0.048	-0.051
BV	**-0.564**	1.000	0.757	0.770	-0.018	0.039	-0.156	-0.009	-0.107
EPS	-0.333	**0.757**	1.000	0.862	0.123	0.030	-0.266	-0.027	-0.125
OEPS	-0.409	**0.770**	**0.862**	1.000	0.074	0.080	-0.223	0.009	-0.112
CA	0.066	-0.018	0.123	0.074	1.000	-0.231	0.091	-0.168	-0.071
CFOPS	-0.151	0.039	0.030	0.080	-0.231	1.000	-0.304	0.656	0.595
CFIPS	0.084	-0.156	-0.266	-0.223	0.091	-0.304	1.000	0.194	-0.146
CFPS	-0.048	-0.009	-0.027	0.009	-0.168	**0.656**	0.194	1.000	0.311
CFE	-0.051	-0.107	-0.125	-0.112	-0.071	**0.595**	-0.146	0.311	1.000

Determinant = 0.011

نجد من الجدول السابق أن قيمة معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، بالتالي لا توجد مشكلة تعدد خطي بين هذه المتغيرات. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، بالتالي لا يوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة، وهي المتغيرات التي من المحتمل تجميعها في مجموعات تسمى المعاملات[2].

[1] تم حذف متغير حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية بعدما تبين وجود علاقة قوية مع متغير التدفقات النقدية التشغيلية، لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملحق رقم (11).

[2] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

يبين الجدول رقم (17) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور، ويعرف معامل الشيوع للمتغير بأنه مربع معامل الارتباط المتعدد (R^2) بين المتغير والعوامل Factors كمتغيرات مستقلة، وبالتالي فإنه يعبر عن نسبة التباين في المتغير التي تشرحها العوامل المشتركة المشتقة من التحليل العاملي، فعلى سبيل المثال، نجد أن 82.3% من التباين في القيمة الدفترية للسهم للمصارف المدرجة في بورصة عمان يعتبر تباين مشترك مع العوامل.

الجدول رقم (17) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

	Initial	Extraction
WC	1	0.400
BV	1	0.823
EP	1	0.821
OEPS	1	0.844
CA	1	0.139
CFOPS	1	0.874
CFIPS	1	0.153
CFPS	1	0.550
CFE	1	0.557

يظهر الجدول رقم (18) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. فالقسم الأول من هذا الجدول بعنوان الجذور التخيلية المبدئية Initial Eigen Values لمصفوفة الارتباط ويحدد أي من العوامل (العناصر في الجدول) سوف يبقى في التحليل، فكل العوامل التي تقابلها جذور تخيلية أقل من الواحد سيتم استبعادها، وهنا يمكننا أن نستدل من الجذر التخيلي Eigen Value على نسبة التباين الكلي لأي متغير مساوياً الواحد الصحيح (100%) .

تظهر نتائج التحليل أن هناك ثلاثة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد تمثل حوالي (70%) من التباين الكلي، ولكن تم اختيار عاملين فقط لتمثيلهما للعينة بشكل جيد، ولتحقيق الهدف من البحث المتمثل في حصر المتغيرات الممثلة لتقييم مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية وفقاً لمدخل القيمة الملائمة. فسر هذين العاملين معاً ما نسبته (57.35%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

أما القسم الثاني من الجدول فيتعلق بمجموع المربعات لقيم التشبع بعد تدوير المحاور Rotation Sums of Squared Loadings، حيث نلاحظ أن نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني تقاربت بعد تدوير المحاور بنسبة بسيطة تكاد لا تذكر.

الجدول رقم (18) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	2.988	33.202	33.202	2.988	33.196
2	2.173	24.144	57.346	2.173	24.149
3	1.123	12.482	69.827		
4	0.980	10.891	80.719		
5	0.758	8.425	89.143		
6	0.493	5.474	94.617		
7	0.204	2.262	96.880		
8	0.159	1.769	98.648		
9	0.122	1.352	100		

يبين الجدول رقم (19) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(9) على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5) [1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، بحوث التسويق: أساليب القياس والتحليل واختبار الفروض، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص830.

الجدول رقم (19) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

Rotated Component Matrixa		
	Component	
	1	2
OEPS	0.915	
BV	0.903	
EPS	0.896	
WC	-0.621	
CFIPS		
CFOPS		0.921
CFE		0.744
CFPS		0.741
CA		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (33.20%) من التباين، وقد استقطب أربع متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_1=0.915OEPS+0.903BV+0.896EPS-0.621WC \quad (9)$$

من المعادلة رقم (9)، نجد أن المتغيرات ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق، بالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقاييس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (24.14%) من التباين، وقد استقطب ثلاث متغيرات. تحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_2=0.921CFOPS+0.744CFE+0.741CFPS \quad (10)$$

نلاحظ من المعادلة السابقة، أن المتغيرات التي استقطبها العامل الثاني ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي، بالتالي يمكن اعتبار العامل الثاني هو العامل الذي يعبر عن مقاييس التدفقات النقدية.

بعد دراسة التحليل العاملي لابد من التأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار المتعدد، حيث تمثل العوامل الواردة في مصفوفة المكونات بعد التدوير متغيرات مستقلة وسعر السهم متغير تابع.

يبين الجدول رقم (20) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في نموذجي الأسعار يفسران (67.5%) من أسعار الأسهم. كما أظهر الجدول أيضاً أن قيمة معامل الانحدار لكلا النوعين من المقاييس معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي يؤثران في أسعار الأسهم.

جدول رقم (20) نتائج تطبيق الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان[1]

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Pi,t	0.675		302.164	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	3.443*	0.121	28.308	0.000	أثر معنوي
FP1	2.943*	0.121	24.157	0.000	أثر معنوي
FP2	-0.555*	0.121	-4.558	0.000	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي بالاستعانة بالجدول السابق كما يلي:

$$P = 3.443 + 2.943FP_1 - 0.555FP_2 \qquad (11)$$

[1] لمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى الملاحق (12؛ 13 و14).

1-2-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي _نموذجي العوائد:

يبين الجدول رقم (21) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد لبيانات المصارف المدرجة في بورصة عمان.

الجدول رقم (21) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

	BV	ΔBV	EPS	ΔEPS	OEPS	ΔOEPS	CFOPS	ΔCFOPS	CFIPS	ΔCFIPS	CFPS	ΔCFI
BV	1.000	-0.015	0.757	0.017	0.770	-0.019	0.039	0.023	-0.156	-0.088	-0.009	-0.01
ΔBV	-0.015	1.000	0.155	0.576	0.156	0.534	0.082	0.053	-0.040	-0.054	0.045	0.01
EPS	**0.757**	0.155	1.000	0.410	0.862	0.349	0.030	0.109	-0.266	-0.212	-0.027	0.03
ΔEPS	0.017	**0.576**	0.410	1.000	0.382	0.810	0.162	0.270	-0.222	-0.291	0.056	0.15
OEPS	**0.770**	0.156	**0.862**	0.382	1.000	0.463	0.080	0.123	-0.223	-0.239	0.009	0.03
ΔOEPS	-0.019	**0.534**	0.349	**0.810**	0.463	1.000	0.228	0.252	-0.241	-0.284	0.093	0.12
CFOPS	0.039	0.082	0.030	0.162	0.080	0.228	1.000	0.590	-0.304	-0.125	0.656	0.39
ΔCFOPS	0.023	0.053	0.109	0.270	0.123	0.252	**0.590**	1.000	-0.153	-0.271	0.451	0.69
CFIPS	-0.156	-0.040	-0.266	-0.222	-0.223	-0.241	-0.304	-0.153	1.000	0.585	0.194	0.09
ΔCFIPS	-0.088	-0.054	-0.212	-0.291	-0.239	-0.284	-0.125	-0.271	**0.585**	1.000	0.084	0.13
CFPS	-0.009	0.045	-0.027	0.056	0.009	0.093	**0.656**	0.451	0.194	0.084	1.000	0.63
ΔCFPS	-0.015	0.013	0.035	0.150	0.039	0.123	0.395	**0.693**	0.095	0.136	0.634	1.00

Determinant = 0.004

نجد من الجدول السابق أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، وبالتالي لا توجد مشكلة تعدد خطي بين المتغيرات المدروسة. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، بالتالي لا يوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة[1].

ويبين الجدول رقم (22) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

الجدول رقم (22) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

	Initial	Extraction
BV	1	0.410
ΔBV	1	0.192
EP	1	0.725
ΔEP	1	0.539
OEPS	1	0.744
ΔOEPS	1	0.542
CFOPS	1	0.612
ΔCFOPS	1	0.686
CFIPS	1	0.246
ΔCFIPS	1	0.242
CFPS	1	0.669
ΔCFPS	1	0.658

يظهر الجدول رقم (23) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك أربعة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد تمثل حوالي (80%) من التباين الكلي، ولكن تم اختيار عاملين فقط لتحقيق الهدف من البحث المتمثل بتقييم كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية. فسر العاملين معاً ما نسبته (52.21%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

[1] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

كما نلاحظ في القسم الثاني من هذا الجدول تقارب نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني بعد تدوير المحاور.

الجدول رقم (23) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	3.663	30.523	22.480	3.453	28.777
2	2.602	21.685	52.208	2.812	23.431
3	1.801	15.008	67.216		
4	1.476	12.303	79.519		
5	0.703	5.861	85.379		
6	0.485	4.046	89.425		
7	0.467	3.894	93.318		
8	0.317	2.644	95.963		
9	0.223	1.857	97.820		
10	0.134	1.113	98.933		
11	0.072	0.598	99.531		
12	0.056	0.469	100.000		

يبين الجدول رقم (24) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(12) لنموذجي العوائد على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (24) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

	Component	
	1	**2**
OEPS	0.861	
EPS	0.847	
ΔEPS	0.674	
ΔOEPS	0.668	
BV	0.614	
CFIPS		
ΔCFIPS		
ΔBV		
CFPS		0.813
ΔCFPS		0.810
ΔCFOPS		0.806
CFOPS		0.770

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (30.52%) من التباين، وقد استقطب خمس متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_1=0.861OEPS+0.847EPS+0.674\Delta EPS+0.674\Delta OEPS+0.614BV \quad (12)$$

نلاحظ من المعادلة رقم (12) أن المتغيرات التي استقطبها العامل الأول ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقياس أساس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (21.69%) من التباين، وقد استقطب أربع متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_2=0.813CFPS+0.81\Delta CFPS+0.806\Delta CFOPS+0.77CFOPS \quad (13)$$

من المعادلة السابقة، نجد أن المتغيرات التي استقطبها العامل الثاني ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي. وبذلك تم اعتبار هذا العامل ممثل لمقاييس التدفقات النقدية.

بعد دراسة التحليل العاملي لابد من التأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار المتعدد، حيث يمثل العاملين متغيرات مستقلة ومعدل العائد على السهم متغير تابع.

يبين الجدول رقم (25) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في نموذجي الأسعار يفسران (36.2%) من عوائد الأسهم. كما أظهر الجدول أيضاً أن قيمة معامل الانحدار لكلا النوعين من المقاييس معنوية عند مستوى ثقة (1%) و(10%)، أي يؤثران في عوائد الأسهم.

جدول رقم (25) نتائج تطبيق الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في بورصة عمان[1]

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
$R_{i,t}$	0.131		21.986	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.038*	0.011	-3.515	0.001	أثر معنوي
FR_1	0.068*	0.011	6.348	0.000	أثر معنوي
FR_2	0.020**	0.011	1.916	0.056	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي بالاستعانة بالجدول السابق كما يلي:

$$R = -0.038 + 0.068FR_1 + 0.020FR_2 \qquad (14)$$

يبين الجدول رقم (26) ملخص النتائج التي تم التوصل إليها في تطبيق أسلوبي التحليل _الانحدار المتجدد والتحليل العاملي_ المصارف المدرجة في بورصة عمان.

[1] لمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى الملاحق (15؛ 16 و17).

الجدول رقم (26) ملخص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل على قطاع المصارف في بورصة عمان

نموذج الأسعار											
مقاييس التدفقات النقدية						مقاييس الاستحقاق					
نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار		
قيم التشبع	المتغير (FP_2)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2	قيم التشبع	المتغير (FP_1)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.921	**CFOPS***	**0.675**	-2.074	CFIPS*	**0.085**	0.915	**OEPS***	**0.675**	0.4	CA*	**0.758**
0.744	CFE*		-0.834	**CFOPS****		0.903	**BV***		0.247	CFS**	
0.741	**CFPS***		0.809	**CFPS****		0.896	**EPS***		7.266	**EPS***	
			-0.156	CFE		-0.621	WC*		-1.538	**OEPS****	
									1.583	**BV***	
									-0.049	WC	
$P=3.443+2.943FP_1-0.555FP_2$						**معادلة الانحدار لنموذجي الأسعار وفقاً للتحليل العاملي**					
نموذج العوائد											
مقاييس التدفقات النقدية						**مقاييس الاستحقاق**					
نتائج التحليل العاملي			**نتائج تحليل الانحدار**			**نتائج التحليل العاملي**			**نتائج تحليل الانحدار**		
قيم التشبع	المتغير (FR_2)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2	قيم التشبع	المتغير (FR_1)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.813	CFPS**	**0.131**	0.036	**ΔCFPS****	**0.04**	0.861	OEPS*	**0.131**	0.661	**ΔEPS***	**0.269**
0.81	**ΔCFPS****		-0.023	CFPS		0.847	EPS*		0.034	ΔBV	
0.806	ΔCFOPS**		-0.015	CFIPS		0.674	**ΔEPS***		-0.01	BV	
0.77	CFOPS**		-0.035	ΔCFIPS		0.668	ΔOEPS*		-0.102	EPS	
			-0.0001	CFOPS		0.614	BV*		0.102	OEPS	
			-0.01	ΔCFOPS					-0.086	ΔOEPS	
$R=-0.038+0.068FR_1+0.0.020FR_2$						**معادلة الانحدار لنموذجي العوائد وفقاً للتحليل العاملي**					

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%، ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن تلخيص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل بالآتي:

1) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي الأسعار: نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية على قطاع المصارف في بورصة عمان، تبين الآتي:

1-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد أن:

أ) جميع مقاييس الاستحقاق الداخلة في النموذج تؤثر إيجاباً في أسعار الأسهم، باستثناء مقياس ربحية السهم التشغيلية.

ب) جميع مقاييس التدفقات النقدية الداخلة في النموذج تؤثر سلباً في أسعار الأسهم، باستثناء مقياس حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه.

جـ) نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية.

1-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في أسعار الأسهم، ويعزى إلى اعتماد المصارف في تقديم خدماتها على منح التسهيلات الائتمانية مما ينشط أعمالها التشغيلية ويزيد من أرباحها ويعظم من قيمتها.

ب) وجود أثر سلبي لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم المصارف. ويعود ذلك إلى زيادة المدفوعات التشغيلية نتيجة اعتماد المصارف على تقديم خدماتها مقابل منح تسهيلات ائتمانية بدل من تحصيل النقدية مباشرة وهو دليل بأن المصارف تتمتع بوضع مالي جيد.

1-3) توافقت نتائج التحليل العاملي مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد في وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان. بينما اختلفت نتائجهما من حيث المتغيرات التي تبين أن معاملات انحدارها معنوية والمتغيرات المستقطبة من قبل العاملين. وفقاً لنتائج تحليل الانحدار المتجدد، تم استبعاد كل من حصة السهم من صافي رأس المال

العامل WC ونسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي CFE. في حين تم استبعاد كل من حصة السهم من المستحقات المتداولة CA وحصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS وفقاً لنتائج التحليل العاملي.

4-1) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، تعتبر مقاييس الاستحقاق المتمثلة بربحية السهم الأساسية EPS؛ ربحية السهم التشغيلية OEPS والقيمة الدفترية للسهم BV هي مقاييس الاستحقاق الأكثر ملاءمة في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان. في حين تعتبر مقاييس التدفقات النقدية المتمثلة بحصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية CFOPS وحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS هي مقاييس التدفقات النقدية الأكثر ملاءمة في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان.

2) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي العوائد: نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين الآتي:

1-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد، وجود أثر إيجابي لكل من مقياس الاستحقاق ومقياس التدفقات النقدية في عوائد أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان.

2-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي، وجود أثر إيجابي لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان. ويعزى الأثر الإيجابي لمقاييس الاستحقاق إلى قدرة المصارف المستمرة في توليد الإيرادات التشغيلية، مما ينعكس إيجاباً على أرباحها. في حين يعزى الأثر الإيجابي لمقاييس التدفقات النقدية إلى قدرة المصارف في توليد نقدية بصورة دائمة.

3-2) توافقت نتائج التحليل العاملي مع نتائج تحليل الانحدار في وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان. بينما اختلفت نتائجهما من حيث المتغيرات التي تبين أن معاملات انحدارها معنوية والمتغيرات المستقطبة

من قبل العاملين. وفقاً لأسلوب الانحدار المتجدد، تم استبعاد جميع مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية باستثناء كل من مقياس التغير في ربحية السهم الأساسية ΔEPS ومقياس التغير في حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه ΔCFPS. بينما وفقاً للتحليل العاملي تم استبعاد كل من التغير في القيمة الدفترية للسهم ΔBV؛ حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS والتغير في حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية ΔCFIPS.

2-4) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يعتبر مقياس التغير في ربحية السهم الأساسية ΔEPS هو مقياس الاستحقاق الملائم في تفسير عوائد أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان. في حين يعتبر مقياس التغير في حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه ΔCFPS هو مقاييس التدفقات النقدية الملائم في تفسير عوائد أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان.

3) عند المقارنة بين النموذجين في كلا التحليلين، نجد أن نموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد. فوفقاً لتحليل الانحدار المتجدد، يمكن للمقاييس الداخلة في نموذج الأسعار _ مقاييس الاستحقاق أن تفسر (75.8%) من أسعار الأسهم وذلك مقابل قدرة المقاييس الداخلة في نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية على تفسر (8.5%) فقط من أسعار الأسهم. بينما يمكن للمقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق أن تفسر (26.9%) من عوائد الأسهم وذلك مقابل قدرة المقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية على تفسير (4%) فقط من عوائد الأسهم. بالمقابل، يمكن للمقاييس الداخلة في كل من نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية أن تفسر (67.5%) من أسعار الأسهم، في حين يمكن للمقاييس الداخلة في كل من نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية أن تفسر (13.1%) من عوائد أسهم المصارف.

2- التطبيق العملي على شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان:

سيتم في البداية استعراض لأهم خصائص البيانات المدروسة من خلال الدراسة الوصفية ومن ثم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

2-1- الدراسة الوصفية لقطاع التأمين في بورصة عمان:

يظهر الجدول رقم (27) الإحصاءات الوصفية لبيانات شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

الجدول رقم (27) الإحصاءات الوصفية لبيانات شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.	Skewness	Kutosis
معدل العائد	R	-0.6071	2.2857	-0.0351	0.2561	3.8477	35.0314
سعر السهم	P	0.1100	8.8900	1.5777	1.1507	2.3757	12.7744
مقاييس الاستحقاق	WC	-0.2195	3.8238	0.6081	0.6487	1.8502	6.7769
	BV	0.2202	7.1483	1.2390	0.5907	3.5907	34.2368
	CFS	-1.4780	2.2011	0.5650	0.4744	0.5801	4.4997
	EPS	-0.6240	0.9375	0.0453	0.1511	0.7726	11.9750
	OEPS	-0.4190	2.1658	0.6500	0.4860	0.7288	3.3498
	CA	-1.1981	1.4263	0.0714	0.2620	0.7548	8.4908
مقاييس التدفقات النقدية	CFOPS	-0.8014	1.1116	0.0850	0.2150	0.7136	6.6105
	CFIPS	-2.2140	0.6497	-0.0978	0.2860	-2.8024	18.7305
	CFPS	-1.1505	0.9396	-0.0069	0.2509	-0.8488	7.4941
	CFE	-12.9991	136401	0.0741	1.4308	1.3437	61.48357

المصدر إعداد الباحثة

نلاحظ من الجدول السابق أنه:

1- بلغت المتوسط الحسابي لمعدل العائد على أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (3.51-%) بانحراف معياري قدره (25.61%) وهي قيمة كبيرة مقارنة بالمتوسط، تدل على درجة مخاطرة عالية وتقلب في معدل العائد. كما أشارت قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. بينما أشارت قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع معامل معدل العائد على الأسهم مدبب.

2- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لأسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (157.77%) في حين بلغت قيمة انحرافه المعياري (115.07%). بينما دلت قيمة معامل التواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع أسعار الأسهم مدبب.

3- بلغت كل من قيمة المتوسط الحسابي والانحراف معياري لمتغير حصة السهم من صافي رأس المال العامل لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (60.81%)، (64.87%) على التوالي. بينما أشارت قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي رأس المال العامل مدبب.

4- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير القيمة الدفترية للسهم لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (123.9%) بانحراف معياري قدره (59.07%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع القيمة الدفترية للسهم مدبب.

5- بلغت قيمة كل من المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (56.5%) و(47.44%) على التوالي. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية مدبب.

6- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم الأساسية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (4.53%) بانحراف معياري قدره (15.11%) وهي قيمة كبيرة مقارنة بالمتوسط، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب ربحية السهم الأساسية. وتشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة

تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع ربحية السهم الأساسية مدبب.

7- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم التشغيلية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (65%) بانحراف معياري قدره (48.6%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تبيّن أن قيمة معامل التفرطح قريبة من (3)، وهذا يدل على أن منحني توزيع ربحية السهم التشغيلية قريب من التوزيع الطبيعي.

8- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للمستحقات المتداولة لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (7.14%) كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (26.2%) وهي قيمة كبيرة مقارنةً بالمتوسط الحسابي، وتدل على خطورة عالية وتقلب في حصة السهم من المستحقات المتداولة. وتدل قيمة معامل الالتواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من المستحقات المتداولة على الأسهم مدبب.

9- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (8.5%) بانحراف معياري قدره (21.5%) وهي قيمة كبيرة مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية. تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية مدبب.

10- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية الاستثمارية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (9.78-%) بانحراف معياري قدره (28.60%) وهي قيمة كبيرة جداً مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية. وتشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية مدبب.

11- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (0.96-%) بانحراف معياري قدره (25.09%) وهي قيمة كبيرة جداً، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه. كما تدل قيمة معامل الالتواء على وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة تفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه مدبب.

12- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان (7.41%) بانحراف معياري قدره (143.08%) وهي قيمة كبيرة جداً مقارنةً بالمتوسط، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي. كما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي مدبب.

2-2- اختبار الفرضيات وتحليل النتائج على قطاع االتأمين في بورصة عمان:

2-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression:

2-2-1-1- اختبار الفرضية الأولى على قطاع التأمين في بورصة عمان:

الفرضية الأولى: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية للأسهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (1) نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CFS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 CA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

من الجدول رقم (28) نجد أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج الأسعار تفسر (42.8%) من أسعار الأسهم. وتظهر النتائج أيضاً أن جميع معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج غير معنوية عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%)، باستثناء

معامل الانحدار لكل من متغير القيمة الدفترية للسهم ومتغير ربحية السهم الأساسية، حيث تبين أن قيم معاملات انحدارها معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي أنها تؤثر في أسعار الأسهم.

الجدول رقم (28) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (1) لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Dependent	R^2	F		Sig	result
Pi,t	0.428	38.367		0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	0.520*	0.14	3.60	0.000	أثر معنوي
BV	0.997*	0.10	10.17	0.000	أثر معنوي
CA	0.208	0.21	0.98	0.329	أثر غير معنوي
CFS	-0.347	0.26	-1.33	0.185	أثر غير معنوي
EPS	1.076*	0.37	2.93	0.004	أثر معنوي
OEPS	-0.202	0.27	-0.75	0.453	أثر غير معنوي
WC	0.142	0.09	1.63	0.105	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على أساس الاستحقاق والخاص بشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$P_{it} = 0.520 + 0.997 BV_{it} + 1.079 EPS_{it} \quad (15)$$

2-2-1-2- اختبار الفرضية الثانية على قطاع التأمين في بورصة عمان:

الفرضية الثانية: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية للأسهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (2) نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 CFIPS_{it} + \alpha_3 CFPS_{it} + \alpha_4 CFE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

يبين الجدول رقم (29) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج الأسعار تفسر (16.6%) من أسعار الأسهم. كما تظهر النتائج أن جميع معاملات

الانحدار لمتغيرات النموذج غير معنوية عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%)، باستثناء كل من متغير حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية وحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه التي تبين أن معاملات الانحدار لكل منهما معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي أنها تؤثر في أسعار الأسهم.

الجدول رقم (29) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (2) لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Pi,t	0.166		15.407	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	1.418*	0.066	21.447	0.000	أثر معنوي
CFE	-0.002	0.044	-0.046	0.964	أثر غير معنوي
CFIPS	-2.005*	0.288	-6.968	0.000	أثر معنوي
CFOPS	-0.320	0.380	-0.842	0.401	أثر غير معنوي
CFPS	1.368*	0.356	3.844	0.000	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على الأساس النقدي والخاص بشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$P_{it} = 1.418 - 2.005 CFIPS_{it} + 1.368 CFPS_{it} \quad (16)$$

2-2-1-3- اختبار الفرضية الثالثة على قطاع التأمين في بورصة عمان:

الفرضية الثالثة: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (3) نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 \Delta EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 \Delta OEPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

يبين الجدول رقم (30) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج العوائد تفسر (11.7%) فقط من معدل العائد على الأسهم. كما يبين الجدول أن قيمة معاملات الانحدار لكل من التغير في القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم الأساسية وربحية السهم التشغيلية للنموذج معنوية عند مستوى ثقة (1%) و(5%) أي تؤثر في معدل العائد على السهم، بينما تبين عدم معنوية باقي معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج رقم (3) عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%).

الجدول رقم (30) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (3) لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Ri,t	0.117		6.752	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.047	0.045	-1.043	0.298	أثر غير معنوي
BV	-0.034	0.029	-1.160	0.247	أثر غير معنوي
ΔBV	0.117*	0.030	3.899	0.000	أثر معنوي
EPS	0.025**	0.126	2.021	0.044	أثر معنوي
ΔEPS	0.097	0.088	1.111	0.267	أثر غير معنوي
OEPS	0.076**	0.035	2.181	0.030	أثر معنوي
ΔOEPS	-0.032	0.031	-1.046	0.296	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على أساس الاستحقاق والخاص بشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$R_{it} = -0.047 + 0.117\Delta BV_{it} + 0.254EPS_{it} + 0.076\Delta EPS_{it} \quad (17)$$

2-2-1-4- اختبار الفرضية الرابعة على قطاع التأمين في بورصة عمان:

الفرضية الرابعة: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (4) نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 \Delta CFOPS_{it} + \alpha_3 CFIPS_{it} + \alpha_4 \Delta CFIPS_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \alpha_6 \Delta CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

يبين الجدول رقم (31) أن مستوى الدلالة أصغر من (10%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج العوائد تفسر (3.9%) فقط من معدل العائد على الأسهم. كما أظهر الجدول أن قيمة معامل الانحدار لمتغير حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية للنموذج معنوية عند مستوى ثقة (1%) أي يؤثر في معدل العائد على السهم، بينما تبين عدم معنوية باقي معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج رقم (4) عند مستوى ثقة (10%).

الجدول رقم (31) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (4) لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Ri,t	0.039		2.093	0.054	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.052*	0.017	-3.052	0.003	أثر معنوي
CFIPS	0.106	0.083	1.273	0.204	أثر غير معنوي
ΔCFIPS	-0.068	0.072	-0.949	0.343	أثر غير معنوي
CFOPS	0.308*	0.106	2.921	0.004	أثر معنوي
ΔCFOPS	-0.099	0.088	-1.131	0.259	أثر غير معنوي
CFPS	-0.025	0.108	-0.235	0.814	أثر غير معنوي
ΔCFPS	-0.001	0.087	-0.010	0.992	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على الأساس النقدي والخاص بشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان كما يلي:

$$R_{it} = -0.052 + 0.308 CFOPS_{it} \quad (18)$$

يمكن تلخيص نتائج اختبار الفرضيات على قطاع التأمين في بورصة عمان باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد كالآتي:

الجدول رقم (32) ملخص نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد على قطاع التأمين في بورصة عمان

نموذج الأسعار					
مقاييس التدفقات النقدية			مقاييس الاستحقاق		
معامل الانحدار	المتغير	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
-2.005	CFIPS*	0.166	0.208	CA	0.428
-0.320	CFOPS		-0.347	CFS	
1.368	CFPS*		1.076	EPS*	
-0.002	CFE		-0.202	OEPS	
			0.997	BV*	
			0.142	WC	
نموذج العوائد					
مقاييس التدفقات النقدية			مقاييس الاستحقاق		
معامل الانحدار	المتغير	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
-0.001	ΔCFPS	0.039	0.097	ΔEPS	0.116
-0.025	CFPS		0.117	ΔBV*	
0.106	CFIPS		-0.034	BV	
-0.068	ΔCFIPS		0.254	EPS**	
0.308	CFOPS*		0.076	OEPS**	
-0.099	ΔCFOPS		-0.032	ΔOEPS	

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

1- نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان، حيث فسر نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق (42.8%) من أسعار الأسهم في حين فسر نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات

النقدية (16.6%) من أسعار الأسهم. وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة Emeni et al (2016)[1] المطبقة على المصارف المدرجة في سوق نيجيريا المالي.

2- نموذج العوائد _مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، حيث فسر نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق (11.6%) من عوائد الأسهم في حين فسر نموذج العوائد _مقاييس التدفقات النقدية (3.9%) من عوائد الأسهم. وهذا يتفق مع ما توصلت إليه كل من دراسة حمدان وآخرون (2008)[2] المطبقة على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان ودراسة Dimitropoulos et al (2010)[3] المطبقة على المصارف المدرجة في سوق أثينا المالي.

3- نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق. ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية.

4- بالنسبة لنموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق تبين أن جميع مقاييس الاستحقاق الداخلة في النموذج تؤثر إيجاباً في أسعار الأسهم، وهذا ما أكدته دراسة كل من Kimouche & Rouabhi (2016)[4]؛ Suadiye (2012)[5] وAlmilia (2011)[6]. يُفسر الأثر الإيجابي لكل من ربحية السهم الأساسية EPS والقيمة الدفترية للسهم BV إلى زيادة الإيرادات التشغيلية لشركات التأمين مما يعظم من قيمتها.

5- أما بالنسبة لنموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية، تبين أنه:

[1] Emeni et al, 2016, **ibid.**

[2] حمدان وآخرون، 2008، مرجع سبق ذكره.

[3] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid.**
[4] Kimouche & Rouabhi, 2016, **ibid.**
[5] Suadiye, 2012, **ibid.**
[6] Almilia, 2011, **ibid.**

أ) يؤثر مقياس حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه الداخل CFPS في هذا النموذج إيجاباً في أسعار الأسهم، وهذا ما أكدته دراسة خليل (2001)[1]. ويعزى الأثر الإيجابي إلى أن زيادة هذا التدفق يعكس الزيادة في سيولة شركات التأمين وقدرتها على تسديد التزاماتها.

ب) يؤثر مقياس حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS سلباً في أسعار الأسهم، وهذا ما أكدته دراسة Almilia (2011) [2]. يعزى ذلك إلى قيام شركات التأمين بعمليات استثمارية من المتوقع أن تكون رابحة.

6- وفيما يتعلق بنموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق تبين وجود أثر إيجابي لجميع مقاييس الاستحقاق الداخلة في هذا النموذج في عوائد الأسهم. ويعود الأثر الإيجابي لمقياس التغير في القيمة الدفترية للسهم ΔBV إلى القدرة المستمرة لشركات التأمين في تعظيم قيمتها. ويُفسر الأثر الإيجابي لربحية السهم الأساسية EPS إلى أن زيادة الأرباح مؤشر على زيادة في التوزيعات المحتملة، وهذا ما أكدته دراسة كل من Dimitropoulos et al (2010)[3] وحمدان وآخرون (2008)[4]. بينما يُفسر الأثر الإيجابي لربحية السهم التشغيلية OEPS إلى الزيادة في الخدمات التأمينية المقدمة مؤشر على زيادة في أعمالها التشغيلية.

7- أما فيما يخص نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين وجود أثر إيجابي في عوائد الأسهم، وهذا ما أكدته دراسة Dimitropoulos et al (2010)[5]، ويعزى ذلك إلى تحقيق أرباح نقدية تشغيلية.

---

[1] خليل، 2001، مرجع سبق ذكره.

[2] Almilia, 2011, **ibid.**

[3] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid.**

[4] حمدان وآخرون، 2008، مرجع سبق ذكره.

[5] Dimitropoulos et al, 2010, **ibid.**

2-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي Factor Analysis:

2-2-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي_ نموذجي الأسعار:

يبين الجدول رقم (33) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار لبيانات شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

الجدول رقم (33) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	WC	BV	CFS	EPS	OEPS	CA	CFOPS	CFIPS	CFPS	CFE
WC	1.000	0.256	0.340	0.165	0.396	0.120	0.156	-0.098	-0.078	-0.012
BV	0.256	1.000	-0.161	0.401	-0.041	0.028	0.252	-0.236	0.035	-0.024
CFS	0.340	-0.161	1.000	0.044	0.902	0.183	-0.143	-0.061	-0.226	-0.101
EPS	0.165	0.401	0.044	1.000	0.162	0.049	0.273	-0.099	0.114	-0.031
OEPS	0.396	-0.041	**0.902**	0.162	1.000	0.345	0.295	-0.156	-0.047	0.008
CA	0.120	0.028	0.183	0.049	0.345	1.000	0.383	-0.113	0.125	-0.056
CFOPS	0.156	0.252	-0.143	0.273	0.295	0.383	1.000	-0.221	0.397	0.244
CFIPS	-0.098	-0.236	-0.061	-0.099	-0.156	-0.113	-0.221	1.000	0.504	-0.028
CFPS	-0.078	0.035	-0.226	0.114	-0.047	0.125	0.397	**0.504**	1.000	0.008
CFE	-0.012	-0.024	-0.101	-0.031	0.008	-0.056	0.244	-0.028	0.008	1.000

Determinant = 0.153

نجد من الجدول السابق أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، وبالتالي لا توجد مشكلة تعدد خطي بين هذه المتغيرات. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، بالتالي لا يوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة، وهي المتغيرات التي من المحتمل تجميعها في مجموعات تسمى المعاملات[1].

يبين الجدول رقم (34) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

[1] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

الجدول رقم (34) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	Initial	Extraction
WC	1	0.382
BV	1	0.307
CFS	1	0.857
EP	1	0.279
OEPS	1	0.830
CA	1	0.298
CFOPS	1	0.725
CFIPS	1	0.141
CFPS	1	0.437
CFE	1	0.058

يظهر الجدول رقم (35) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك أربعة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد تمثل حوالي (71%) من التباين الكلي، ولكن تم اختيار عاملين فقط لتحقيق الهدف من البحث المتمثل بحصر المتغيرات الممثلة لمقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في مجموعتين مستقلتين. فسر هذين العاملين معاً ما نسبته (43.63%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

كما نلاحظ في القسم الثاني من هذا الجدول تقارب نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني بعد تدوير المحاور، ولكن بنسبة صغيرة جداً.

الجدول رقم (35) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي الأسعار_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	2.470	24.696	24.696	2.442	24.424
2	1.893	18.930	43.626	1.920	19.203
3	1.521	15.213	58.839		
4	1.176	11.755	70.594		
5	0.984	9.844	80.438		
6	0.748	7.477	87.915		
7	0.526	5.257	93.172		
8	0.467	4.670	97.842		
9	0.214	2.145	99.987		
10	0.001	0.013	100		

يبين الجدول رقم (36) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(10) على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (36) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي الأسعار_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	Component	
	1	**2**
OEPS	0.911	
CFS	0.839	
WC	0.603	
CA		
CFIPS		
CFOPS		0.826
CFPS		0.600
BV		
EPS		
CFE		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (24.7%) من التباين، وقد استقطب ثلاث متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_1=0.911OEPS+0.839CFS+0.603WC \quad (19)$$

نلاحظ من المعادلة السابقة أن متغيرات هذا العامل ترتبط بشكل مباشر مع مقاييس الاستحقاق، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يمثل مقاييس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (28.73%) من التباين، وقد استقطب متغيرين، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_2=0.826CFOPS +0.6CFPS \quad (20)$$

من المعادلة السابقة، نجد أن المتغيرين اللذين استقطبهما العامل الثاني يرتبطان بصورة مباشرة مع مقاييس مبنية على الأساس النقدي. وبالتالي يمثل هذا العامل مقاييس التدفقات النقدية.

بعد دراسة التحليل العاملي لابد من التأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار المتعدد، حيث تمثل متغيرات كل عامل من العوامل الواردة في مصفوفة المكونات بعد التدوير متغيرات مستقلة وسعر السهم متغير تابع.

يبين الجدول رقم (37) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في نموذجي الأسعار يفسران (17.4%) من أسعار الأسهم. كما أظهر الجدول أن قيمة معامل الانحدار لمقاييس التدفقات النقدية معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي تؤثر في أسعار الأسهم. في حين تبين أن قيمة معامل الانحدار لمقاييس الاستحقاق غير معنوية عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%).

جدول رقم (37) نتائج تطبيق الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي الأسعار_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان[1]

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
$P_{i,t}$	0.174		32.853	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	1.578*	0.059	26.960	0.000	أثر معنوي
FP_1	0.026	0.059	0.437	0.663	أثر غير معنوي
FP_2	0.479*	0.059	8.094	0.000	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي بالاستعانة بالجدول السابق كما يلي:

$$P=1.578+0.479FP_2 \qquad (21)$$

2-2-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي_ نموذجي العوائد:

يبين الجدول رقم (38) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد لبيانات شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

[1] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملاحق (22؛ 23 و24)

الجدول رقم (38) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	BV	ΔBV	EPS	ΔEPS	OEPS	ΔOEPS	CFOPS	ΔCFOPS	CFIPS	ΔCFIPS	CFPS	ΔCFPS
BV	1.000	0.328	0.401	-0.069	-0.041	-0.044	0.252	-0.039	-0.236	-0.016	0.035	0.000
ΔBV	0.328	1.000	0.074	0.201	0.056	-0.021	0.028	-0.007	-0.188	-0.235	-0.144	-0.142
EPS	0.401	0.074	1.000	0.447	0.162	0.057	0.273	0.029	-0.099	0.012	0.114	0.040
ΔEPS	-0.069	0.201	0.447	1.000	0.153	0.165	0.129	0.188	-0.044	-0.156	-0.011	-0.017
OEPS	-0.041	0.056	0.162	0.153	1.000	0.554	0.295	0.128	-0.156	-0.145	-0.047	-0.028
ΔOEPS	-0.044	-0.021	0.057	0.165	**0.554**	1.000	0.241	0.279	-0.167	-0.254	0.013	-0.021
CFOPS	0.252	0.028	0.273	0.129	0.295	0.241	1.000	0.580	-0.221	-0.132	0.397	0.285
ΔCFOPS	-0.039	-0.007	0.029	0.188	0.128	0.279	**0.580**	1.000	-0.123	-0.301	0.274	0.423
CFIPS	-0.236	-0.188	-0.099	-0.044	-0.156	-0.167	-0.221	-0.123	1.000	0.595	0.504	0.317
ΔCFIPS	-0.016	-0.235	0.012	-0.156	-0.145	-0.254	-0.132	-0.301	**0.595**	1.000	0.365	0.507
CFPS	0.035	-0.144	0.114	-0.011	-0.047	0.013	0.397	0.274	**0.504**	0.365	1.000	0.675
ΔCFPS	0.000	-0.142	0.040	-0.017	-0.028	-0.021	0.285	0.423	0.317	**0.507**	**0.675**	1.000

Determinant = 0.007

نجد من الجدول السابق أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، وبالتالي لا توجد مشكلة تعدد خطي بين هذه المتغيرات. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، بالتالي لا يوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة[1].

يبين الجدول رقم (39) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

الجدول رقم (39) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	Initial	Extraction
BV	1	0.085
ΔBV	1	0.158
EPS	1	0.213
ΔEPS	1	0.197
OEPS	1	0.308
ΔOEPS	1	0.339
CFOPS	1	0.671
ΔCFOPS	1	0.530
CFIPS	1	0.608
ΔCFIPS	1	0.641
CFPS	1	0.766
ΔCFPS	1	0.749

يظهر الجدول رقم (40) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك خمسة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد تمثل حوالي (76%) من التباين الكلي، ولكن تم اختيار عاملين فقط لتحقيق الهدف من البحث المتمثل بحصر المتغيرات في مجموعتين مجموعة ممثلة لمقاييس الاستحقاق ومجموعة ممثلة لمقاييس التدفقات النقدية. فسر العاملين معاً ما نسبته (43.87%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

كما نلاحظ في القسم الثاني من هذا الجدول تقارب نسب التباين بين العاملين بعد تدوير المحاور بنسبة صغيرة جداً.

[1] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

الجدول رقم (40) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي العوائد لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	2.698	22.480	22.480	2.664	22.201
2	2.567	21.390	43.870	2.600	21.669
3	1.586	13.216	57.086		
4	1.251	10.427	67.513		
5	1.035	8.629	76.141		
6	0.865	7.212	83.353		
7	0.530	4.413	87.766		
8	0.489	4.078	91.845		
9	0.334	2.780	94.624		
10	0.318	2.651	97.275		
11	0.246	2.053	99.328		
12	0.081	0.672	100		

يبين الجدول رقم (41) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(12) على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (41) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

	Component	
	1	2
ΔCFPS	0.835	
ΔCFIPS	0.749	
CFPS	0.716	
CFIPS	0.584	
ΔBV		
ΔCFOPS		0.838
CFOPS		0.664
ΔOEPS		
OEPS		
ΔEPS		
EPS		
BV		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (22.48%) من التباين، وقد استقطب أربع متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_1=0.8435\Delta CFPS+0.749\Delta CFIPS+0.716CFPS+0.584CFIPS \quad (22)$$

نلاحظ من المعادلة المذكورة أعلاه والتي تم حساب قيمة العامل الأول أن المتغيرات ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقاييس التدفقات النقدية.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (21.39%) من التباين، وقد استقطب متغيرين، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_2=0.838\Delta CFOPS+0.749CFOPS \quad (23)$$

من المعادلة السابقة، نجد أن المتغيرات التي استقطبها العامل الثاني ترتبط كالعامل الأول مع مقاييس التدفقات النقدية.

وللتأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار المتعدد، حيث يمثل العاملين متغيرات مستقلة ومعدل العائد على أسهم شركات التأمين متغير تابع.

يبين الجدول رقم (42) أن مستوى الدلالة أكبر من (10%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية الداخلة في نموذج عوائد لا تؤثر في عوائد الأسهم.

جدول رقم (42) نتائج تحليل الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان[1]

المتغير التابع	R^2	F	Sig
Ri,t	0.010	1.629	0.198

المصدر إعداد الباحثة

يبين الجدول رقم (43) ملخص النتائج التي تم التوصل إليها في تطبيق أسلوبي التحليل _الانحدار المتجدد والتحليل العاملي_ شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

[1] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملاحق (25 و26)

الجدول رقم (43) ملخص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل على قطاع التأمين في بورصة عمان

نموذج الأسعار											
مقاييس التدفقات النقدية						مقاييس الاستحقاق					
نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار		
قيم التشبع	المتغير (FP_2)	R^2	المتغير	معامل الانحدار	R^2	قيم التشبع	المتغير (FP_1)	R^2	المتغير	معامل الانحدار	R^2
0.826	CFOPS*	0.174	CFIPS*	-2.005	0.166	0.911	OEPS	0.174	CA	0.208	0.428
0.600	**CFPS***		CFOPS	-0.320		0.839	CFS		CFS	-0.347	
			CFPS*	1.368		0.603	WC		EPS*	1.076	
			CFE	-0.002					OEPS	-0.202	
									BV*	0.997	
									WC	0.142	
$P=1.578+0.479FP_2$						**معادلة الانحدار لنموذجي الأسعار وفقاً للتحليل العاملي**					
نموذج العوائد											
مقاييس التدفقات النقدية						مقاييس الاستحقاق					
نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار		
قيم التشبع	المتغير ($FR_{1;2}$)	R^2	المتغير	معامل الانحدار	R^2	قيم التشبع	المتغير	R^2	المتغير	معامل الانحدار	R^2
0.835	ΔCFPS	0.010	ΔCFPS	-0.001	0.039			0.010	ΔEPS	0.097	0.116
0.749	ΔCFIPS		CFPS	-0.025					ΔBV*	0.117	
0.716	CFPS		CFIPS	0.106					BV	-0.034	
0.584	CFIPS		ΔCFIPS	-0.068					EPS**	0.254	
0.838	ΔCFOPS		CFOPS*	0.308					OEPS**	0.076	
0.664	CFOPS		ΔCFOPS	-0.099					ΔOEPS	-0.032	
						معادلة الانحدار لنموذجي العوائد وفقاً للتحليل العاملي					

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن تلخيص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل بالآتي:

1) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي الأسعار: نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية على قطاع التأمين في بورصة عمان، تبين الآتي:

1-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد أن:

أ) جميع مقاييس الاستحقاق الداخلة في نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق تؤثر إيجاباً في أسعار الأسهم.

ب) يؤثر مقياس حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS إيجاباً في أسعار الأسهم، في حين يؤثر مقياس حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS سلباً في أسعار الأسهم.

1-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم شركات التأمين، ويعزى هذا الأثر الإيجابي إلى قدرة الشركات على توليد تدفقات نقدية تشغيلية وتحصيل مستحقاتها بسرعة يعكس إيجاباً على أسعار الأسهم.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في أسعار الأسهم.

1-3) توافقت نتائج التحليل العاملي مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد من حيث وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان. في حين اختلفت نتائجهما فيما يخص مقاييس الاستحقاق. حيث أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد وجود أثر لمقاييس الاستحقاق، في حين أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي عدم وجود أثر لهذه المقاييس.

1-4) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يعتبر حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS هو المقياس الملائم في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

2) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي العوائد: نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين الآتي:

2-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد **أن** كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية تؤثر إيجاباً في عوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

2-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) استقطاب كل من العامل الأول والعامل الثاني مقاييس تدفقات نقدية.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

2-3) خالفت نتائج التحليل العاملي نتائج تحليل الانحدار المتجدد، ويمكن تفسير ذلك لعدم استقطاب كلا العاملين لمقاييس مبنية على أساس الاستحقاق من جهة، وضعف القوة التفسيرية للمقاييس المبنية على الأساس النقدي من جهة أخرى.

2-4) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يمكن القول بأنه لا تؤثر كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم. وهذا دليل على وجود مقاييس أخرى تؤثر في عوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

3) فيما يتعلق بالنموذج الأكثر ملاءمة، بيّنت نتائج تطبيق أسلوبي التحليل عدم ملاءمة نماذج الدراسة في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها باستثناء نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية.

3- التطبيق العملي على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

سيتم في البداية استعراض لأهم خصائص البيانات المدروسة من خلال الدراسة الوصفية ومن ثم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

3-1- الدراسة الوصفية لقطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية:

يظهر الجدول رقم (44) الإحصاءات الوصفية لبيانات المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (44) الإحصاءات الوصفية لبيانات المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.	Skew	Kutosis
معدل العائد	R	-0.4477	0.7188	0.0010	0.1606	1.2729	8.1054
سعر السهم	P	61.00	359.75	143.23	61.02	1.5112	5.2895
مقاييس الاستحقاق	WC	-608.28	943.76	90.31	187.99	0.4986	8.3648
	BV	41.59	478.83	154.65	78.52	1.8370	6.8268
	CFS	-747.75	420.96	-2.8809	139.29	-1.3384	8.6275
	EPS	-28.93	171.99	26.22	39.36	1.5299	4.5797
	OEPS	0.3173	241.64	57.11	48.25	1.0867	3.5798
	CA	-167.90	284.54	15.73	47.43	0.3190	8.6259
مقاييس التدفقات النقدية	CFOPS	-220.09	864.82	59.99	141.99	1.9820	9.6798
	CFIPS	-391.91	354.14	4.15	61.47	0.5644	18.9512
	CFPS	-207.21	730.05	65.87	148.22	1.9948	9.0262
	CFE	-0.0950	1.2538	0.0161	0.0881	11.4242	157.2298

المصدر إعداد الباحثة

من الجدول السابق نجد أنه:

1- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمعدل العائد على أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (0.10%) بانحراف معياري قدره (16.06%) وهي قيمة كبيرة مقارنة بالمتوسط، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب معدل العائد. بينما دلت قيمة معامل التواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين أشارت قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع معامل معدل العائد على الأسهم مدبب.

2- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لأسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (17323%) بانحراف معياري قدره (6102%). بينما دلت قيمة معامل التواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع أسعار الأسهم مدبب.

3- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي رأس المال العامل للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (9031%)، كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (18799%) وهي قيمة كبيرة جداً تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي رأس المال العامل. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. بينما تبين أن قيمة معامل التفرطح تشير إلى أن منحني توزيع معامل معدل العائد على الأسهم مدبب.

4- بلغت قيمة كل من المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير القيمة الدفترية للسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (15465%)؛ (7852%) على التوالي. وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع القيمة الدفترية للسهم مدبب.

5- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (288.09-%)، في حين بلغ انحرافه المعياري (13929%) وهي قيمة كبيرة جداً تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية. وتشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية مدبب.

6- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم الأساسية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (2622%) كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (3936%) وهي قيمة كبيرة مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب ربحية السهم الأساسية. وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع ربحية السهم الأساسية مدبب.

7- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم التشغيلية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (5711%) بانحراف معياري قدره (4825%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تبين أن قيمة معامل التفرطح قريبة من (3) مما يدل على أن توزع البيانات في منحني توزيع ربحية السهم التشغيلية أقرب إلى التوزيع الطبيعي.

8- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من المستحقات المتداولة للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (1573%) كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (4743%) وهي قيمة كبيرة مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من المستحقات المتداولة. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من المستحقات المتداولة على الأسهم مدبب.

9- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (5999%) بانحراف معياري قدره (14199%) وهي قيمة كبيرة وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية. بينما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية مدبب.

10- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (415%) بانحراف معياري قدره (6147%) وهي قيمة كبيرة جداً مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية مدبب.

11- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (6587%) بانحراف معياري قدره (14822%) وهي قيمة كبيرة جداً، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه. كما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. بينما تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه مدبب.

12- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (1.61%) بانحراف معياري مقداره (8.81%) وهي قيمة كبيرة جداً مقارنةً بالمتوسط، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي. كما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي مدبب.

3-2- اختبار الفرضيات وتحليل النتائج على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية:

3-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression:

3-2-1-1- اختبار الفرضية الأولى على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الأولى: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية للأسهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (1) نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CFS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 CA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

من الجدول رقم (45) نجد أن مستوى الدلالة أصغر من (1%) و(10%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج الأسعار تفسر (41.3%) من أسعار الأسهم. وتظهر النتائج أيضاً أن جميع معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج معنوية عند مستوى ثقة (10%) أي تؤثر في أسعار الأسهم، باستثناء متغير حصة السهم من المستحقات المتداولة.

الجدول رقم (45) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (1)_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	R^2		F	Sig	result
Pi,t	0.413		28.693	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	63.593*	9.361	6.793	0.000	أثر معنوي
BV	0.579*	0.072	8.013	0.000	أثر معنوي
CA	0.021	0.069	0.300	0.765	أثر غير معنوي
CFS	-0.040**	0.023	-1.744	0.082	أثر معنوي
EPS	-0.820*	0.170	-4.833	0.000	أثر معنوي
OEPS	0.327*	0.111	2.944	0.004	أثر معنوي
WC	-0.084*	0.017	-4.987	0.000	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على أساس الاستحقاق والخاص بالمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما يلي:

$$P_{it} = 63.593 + 0.579 BV_{it} - 0.04 CFS_{it} - 0.82 EPS_{it} + 0.327 DEPS_{it} - 0.084 WC_{it} \quad (24)$$

3-2-1-2- اختبار الفرضية الثانية على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الثانية: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية للأسهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (2) نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 CFIPS_{it} + \alpha_3 CFPS_{it} + \alpha_4 CFE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

يبين الجدول رقم (46) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج الأسعار تفسر (11.7%) من أسعار الأسهم. كما تظهر النتائج أن جميع معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج غير معنوية عند مستوى ثقة (10%) أي أن هذه المتغيرات لا تؤثر في سعر السهم، باستثناء متغير نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي الربح التشغيلي الذي تبين أن قيمة معامل انحداره معنوية عند مستوى ثقة (5%) أي أنه يؤثر في سعر السهم.

الجدول رقم (46) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (2) للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Pi,t	0.117		8.170	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	135.625*	4.006	33.853	0.000	أثر معنوي
CFE	-105.216**	42.579	2.471	0.014	أثر معنوي
CFIPS	0.070	0.110	0.637	0.525	أثر غير معنوي
CFOPS	0.126	0.096	1.315	0.190	أثر غير معنوي
CFPS	0.022	0.094	0.236	0.814	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على الأساس النقدي والخاص بالمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما يلي:

$$P_{it} = 135.625 - 10.5216 CFE_{it} \quad (25)$$

3-2-1-4- اختبار الفرضية الثالثة على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الثالثة: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (3) نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 \Delta EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 \Delta OEPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

يبين الجدول رقم (47) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج العوائد تفسر (12.2%) من معدل العائد على الأسهم. كما يبين الجدول أن قيم معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج غير معنوية عند مستوى ثقة (10%)، باستثناء قيم معاملات الانحدار لكل من التغير في القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم التشغيلية، التي تبيّن بأنها معنوية عند مستوى ثقة (1%).

الجدول رقم (47) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (3) للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Ri,t	0.122		5.675	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	0.002	0.035	0.055	0.956	أثر غير معنوي
BV	-0.0004	0.0003	-1.562	0.1196	أثر غير معنوي
ΔBV	0.002*	0.001	3.691	0.0003	أثر معنوي
EPS	-0.0004	0.0006	-0.636	0.525	أثر غير معنوي
ΔEPS	-0.0001	0.0007	-0.113	0.910	أثر غير معنوي
OEPS	0.001*	0.0003	2.716	0.007	أثر معنوي
ΔOEPS	-0.0002	0.0004	-0.579	0.563	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على الأساس الاستحقاق والخاص بالمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما يلي:

$$R_{it} = 0.002 + 0.002\Delta BV_{it} + 0.001 DEPS_{it} \quad (26)$$

3-2-1-4- اختبار الفرضية الرابعة على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الرابعة: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (4) نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 \Delta CFOPS_{it} + \alpha_3 CFIPS_{it} + \alpha_4 \Delta CFIPS_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \alpha_6 \Delta CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

يبين الجدول رقم (48) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج العوائد تفسر فقط (7.1%) من معدل العائد على السهم. أظهر الجدول أيضاً أن قيمة معامل الانحدار لكل من حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية؛ حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية وحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه معنوية عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%) أي تؤثر في معدل العائد على السهم، بينما تبين عدم معنوية باقي قيم معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج رقم (4) عند مستوى ثقة (10%).

الجدول رقم (48) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (4) للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	R^2		F	Sig	result
Ri,t	0.071		3.118	0.006	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.0105	0.0110	-0.9496	0.3433	أثر غير معنوي
CFIPS	-0.0006***	0.00034	-1.8444	0.0663	أثر معنوي
ΔCFIPS	-0.0005	0.00036	-1.3857	0.1671	أثر غير معنوي
CFOPS	-0.0006**	0.00028	-2.1364	0.0336	أثر معنوي
ΔCFOPS	-0.0004	0.00032	-1.1999	0.2313	أثر غير معنوي
CFPS	0.0008*	0.00028	2.7698	0.0060	أثر معنوي
ΔCFPS	0.0003	0.00031	1.0361	0.3012	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%؛ *** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على الأساس النقدي والخاص بالمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما يلي:

$$R_{it} = -0.0105 - 0.0006CFIPS_{it} - 0.0006CFOPS_{it} + 0.0008CFPS_{it} \qquad (27)$$

يمكن تلخيص نتائج اختبار الفرضيات باستخدام تحليل الانحدار المتجدد على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية بالآتي:

الجدول رقم (49) ملخص نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد على قطاع المصرف في سوق دمشق للأوراق المالية

نموذج الأسعار					
مقاييس التدفقات النقدية			مقاييس الاستحقاق		
معامل الانحدار	المتغير	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.07	CFIPS	0.117	0.021	CA*	0.413
0.126	CFOPS		-0.04	CFS***	
0.022	CFPS		-0.82	EPS*	
-105.216	CFE**		0.327	OEPS**	
			0.579	BV*	
			-0.084	WC*	
نموذج العوائد					
مقاييس التدفقات النقدية			**مقاييس الاستحقاق**		
معامل الانحدار	**المتغير**	**R^2**	**معامل الانحدار**	**المتغير**	**R^2**
0.0003	ΔCFPS**	0.071	-0.0001	ΔEPS	0.122
0.0008	CFPS*		0.002	ΔBV*	
-0.0006	CFIPS***		-0.0004	BV	
-0.0005	ΔCFIPS		-0.0004	EPS	
-0.0006	CFOPS**		0.001	OEPS*	
-0.0004	ΔCFOPS		-0.0002	ΔOEPS	

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%؛ *** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

1- نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث فسر نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق (41.3%) من أسعار الأسهم، في حين فسر نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية (11.7%) من أسعار الأسهم. أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة Emeni et al (2016)[1] المطبقة على المصارف المدرجة في سوق نيجيريا المالي.

[1] Emeni et al, 2016, ibid.

2- نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، حيث فسر نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق (12.2%) من عوائد الأسهم في حين فسر نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية (7.1%) من أسعار الأسهم. أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة Dimitropoulos et al (2010) [1] المطبقة على المصارف المدرجة في سوق أثينا المالي.

3- نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق. ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية.

4- بالنسبة لنموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق تبين:

أ) وجود أثر إيجابي لكل من حصة السهم من المستحقات المتداولة CA؛ ربحية السهم التشغيلية OEPS والقيمة الدفترية للسهم BV في أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. يعزى الأثر الإيجابي للمستحقات المتداولة إلى الزيادة في التسهيلات الائتمانية الممنوحة للعملاء. أما فيما يخص الأثر الإيجابي لربحية السهم التشغيلية فيعود إلى زيادة الخدمات المقدمة للعملاء، بالتالي زيادة الإيرادات التشغيلية. كما يعكس زيادة القيمة الدفترية للسهم قوة المركز المالي للمصارف.

ب) وجود أثر سلبي لكل من حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية CFS؛ حصة السهم من صافي رأس المال العامل WC وربحية السهم الأساسية EPS في أسعار أسهم هذه المصارف. يُفسر الأثر السلبي للتسويات المحاسبية التشغيلية إلى إما انخفاض المصاريف التشغيلية، أو زيادة قدرة المصارف على توليد تدفقات نقدية تشغيلية أو كلاهما معاً. في حين يعود الأثر السلبي لحصة السهم من صافي رأس المال العامل إلى اتجاه المصارف إلى الحصول على قروض قصيرة ومتوسطة الأجل الذي يعكس قوة مركزها المالي. بينما يعود الأثر السلبي لربحية السهم الأساسية إلى زيادة الفوائد الناتجة عن القروض التي حصلت عليها المصارف والموظفة في استثمارات رابحة.

[1] Dimitropoulos et al, 2010, ibid.

5- أما بالنسبة لنموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية، تبين وجود أثر سلبي لنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلة إلى صافي الربح التشغيلي CFE، ويعود الأثر السلبي إلى زيادة المدفوعات النقدية التشغيلية كزيادة في التسهيلات الائتمانية الممنوحة التي تعزز بدورها قوة المركز المالي للمصارف.

6- وفيما يتعلق بنموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق تبين أن جميع مقاييس الاستحقاق تؤثر إيجاباً في عوائد أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. يُعزى سبب الأثر الإيجابي للتغير في القيمة الدفترية للسهم ΔBV إلى قدرة المصارف على تعظيم قيمتها بصورة مستمرة، أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة كل من الطويل وشاهين (2014) [1] و Dimitropoulos et al (2010) [2]. في حين يعزى الأثر الإيجابي لربحية السهم التشغيلية OEPS إلى الزيادة في الخدمات المصرفية المقدمة.

7- أما فيما يتعلق بنموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية فتبين:

أ) وجود أثر إيجابي في عوائد الأسهم لكل من حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS والتغير في حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه ΔCFPS. يُفسر سبب الأثر الإيجابي إلى قدرة المصارف على تأمين السيولة اللازمة لمواجهة التزاماتها بصورة مستمرة.

ب) وجود أثر سلبي في عوائد الأسهم لكل من حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية CFOPS وحصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS. يُفسر الأثر السلبي للتدفقات النقدية التشغيلية بأن زيادة تقديم الخدمات المصرفية التشغيلية مقابل منح التسهيلات الائتمانية دليل على قوة المركز المالي للمصارف. في حين يعزى الأثر السلبي للتدفقات النقدية الاستثمارية إلى قيام المصارف بعمليات استثمارية رابحة، أكدت هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة Almilia (2011) [3].

[1] الطويل وشاهين، 2014، مرجع سبق ذكره.

[2] Dimitropoulos et al, 2010, ibid.

[3] Almilia, 2011, ibid.

3-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي Factor Analysis:

3-2-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي_ نموذجي الأسعار:

يبين الجدول رقم (50) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار لبيانات المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول رقم (50) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية[1]

	WC	BV	EPS	OEPS	CA	CFOPS	CFIPS	CFPS	CFE
WC	1.000	-0.043	0.025	-0.056	0.044	-0.313	0.229	-0.210	0.175
BV	-0.043	1.000	0.843	0.694	-0.010	0.210	0.108	0.257	-0.065
EPS	0.025	**0.843**	1.000	0.789	0.052	0.166	0.037	0.193	-0.078
OEPS	-0.056	**0.694**	**0.789**	1.000	0.272	0.225	0.121	0.282	-0.119
CA	0.044	-0.010	0.052	0.272	1.000	-0.014	0.014	0.028	-0.092
CFOPS	-0.313	0.210	0.166	0.225	-0.014	1.000	-0.144	0.876	0.232
CFIPS	0.229	0.108	0.037	0.121	0.014	-0.144	1.000	0.274	-0.029
CFPS	-0.210	0.257	0.193	0.282	0.028	**0.876**	0.274	1.000	0.206
CFE	0.175	-0.065	-0.078	-0.119	-0.092	0.232	-0.029	0.206	1.000

Determinant = 0.004

نجد من الجدول السابق أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، بالتالي لا توجد مشكلة تعدد خطي بين هذه المتغيرات. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، وهو دليل على عدم وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة، وهي المتغيرات التي من المحتمل تجميعها في مجموعات تسمى المعاملات[2].

ويبين الجدول رقم (51) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

---

[1] تم حذف متغير التسويات المحاسبية التشغيلية بعدما تبين وجود علاقة قوية مع متغير التدفقات النقدية التشغيلية، لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملحق رقم (31).

[2] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

الجدول رقم (51) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	Initial	Extraction
WC	1	0.188
BV	1	0.799
EPS	1	0.862
OEPS	1	0.825
CA	1	0.057
CFOPS	1	0.917
CFIPS	1	0.043
CFPS	1	0.843
CFE	1	0.193

يظهر الجدول رقم (52) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك أربعة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد وتمثل حوالي (79%) من التباين الكلي، ولكن لتحقيق الهدف من البحث المتمثل بتقييم نوعين من المقاييس، هما مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية، تم اختيار عاملين فقط. فسر هذين العاملين معاً ما نسبته (52.53%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

أما في القسم الثاني من هذا الجدول فنجد أن نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني قد تقاربتا بعد تدوير المحاور.

الجدول رقم (52) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	2.907	32.296	32.296	2.628	29.199
2	1.821	20.233	52.529	2.100	23.329
3	1.304	14.490	67.019		
4	1.068	11.866	78.886		
5	0.973	10.814	89.699		
6	0.525	5.829	95.528		
7	0.249	2.768	98.296		
8	0.121	1.348	99.645		
9	0.032	0.355	100		

يبين الجدول رقم (53) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(9) على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (53) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Rotated Component Matrixa		
	Component	
	1	2
EPS	0.925	
OEPS	0.897	
BV	0.881	
CA		
CFIPS		
CFOPS		0.952
CFPS		0.896
WC		
CFE		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (32.30%) من التباين، وقد استقطب ثلاث متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_1=0.925EPS +0.897OEPS+0.881BV \quad (28)$$

نجد من المعادلة المذكورة سابقاً، أن المتغيرات التي استقطبها العامل الأول ترتبط بشكل مباشر مع مقاييس الاستحقاق، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقاييس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (20.23%) من التباين، وقد استقطب متغيرين، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_2=0.977CFOPS+0.889CFPS \quad (29)$$

نلاحظ من المعادلة السابقة، أن المتغيرات ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الثاني هو العامل الذي يعبر عن مقاييس التدفقات النقدية.

بعد دراسة التحليل العاملي لابد من التأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار الخطي المتعدد، حيث تمثل العوامل الواردة في مصفوفة المكونات بعد التدوير متغيرات مستقلة وسعر السهم السوقي للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية متغير تابع.

ويبين الجدول رقم (54) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في نموذجي الأسعار يفسران (23.3%) من أسعار الأسهم. كما أظهر الجدول أيضاً أن قيمة معامل الانحدار لكلا النوعين من المقاييس معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي يؤثران في أسعار الأسهم.

جدول رقم (54) نتائج تطبيق الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية[1]

Dependent	R^2		F	Sig	result
Pi,t	0.233		37.820	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	143.225*	3.380	42.375	0.000	أثر معنوي
FP1	22.962*	0.387	6.780	0.000	أثر معنوي
FP2	18.447*	0.387	5.447	0.000	أثر معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي بالاستعانة بالجدول السابق كما يلي:

$$P = 143225 + 22962FP_1 + 18447FP_2 \quad (30)$$

3-2-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي_ نموذجي العوائد:

يبين الجدول رقم (55) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

[1] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملاحق (32؛ 33 و34).

الجدول رقم (55) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	BV	ΔBV	EPS	ΔEPS	OEPS	ΔOEPS	CFOPS	ΔCFOPS	CFIPS	ΔCFIPS	CFPS	ΔCFPS
BV	1.000	0.710	0.843	0.170	0.694	0.037	0.210	0.156	0.108	0.068	0.257	0.175
ΔBV	**0.710**	1.000	0.660	0.509	0.401	0.118	0.120	0.286	0.074	0.029	0.161	0.278
EPS	**0.843**	**0.660**	1.000	0.425	0.789	0.266	0.166	0.177	0.037	0.020	0.193	0.177
ΔEPS	0.170	**0.509**	0.425	1.000	0.285	0.627	0.055	0.254	-0.017	-0.054	0.054	0.217
OEPS	**0.694**	0.401	**0.789**	0.285	1.000	0.427	0.225	0.156	0.121	0.056	0.282	0.175
ΔOEPS	0.037	0.118	0.266	**0.627**	0.427	1.000	0.076	0.228	-0.008	0.022	0.074	0.225
CFOPS	0.210	0.120	0.166	0.055	0.225	0.076	1.000	0.473	-0.144	0.004	0.876	0.453
ΔCFOPS	0.156	0.286	0.177	0.254	0.156	0.228	0.473	1.000	-0.040	-0.080	0.428	0.873
CFIPS	0.108	0.074	0.037	-0.017	0.121	-0.008	-0.144	-0.040	1.000	0.538	0.274	0.191
ΔCFIPS	0.068	0.029	0.020	-0.054	0.056	0.022	0.004	-0.080	**0.538**	1.000	0.224	0.347
CFPS	0.257	0.161	0.193	0.054	0.282	0.074	**0.876**	0.428	0.274	0.224	1.000	0.532
ΔCFPS	0.175	0.278	0.177	0.217	0.175	0.225	0.453	**0.873**	0.191	0.347	**0.532**	1.000

نجد من الجدول السابق أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، وهذا دليل على عدم وجود مشكلة تعدد خطي بين هذه المتغيرات. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، بالتالي لا يوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة[1].

يبين الجدول رقم (56) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

الجدول رقم (56) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	Initial	Extraction
BV	1	0.698
ΔBV	1	0.620
EPS	1	0.866
ΔEPS	1	0.366
OEPS	1	0.669
ΔOEPS	1	0.208
CFOPS	1	0.622
ΔCFOPS	1	0.603
CFIPS	1	0.055
ΔCFIPS	1	0.105
CFPS	1	0.745
ΔCFPS	1	0.763

يظهر الجدول رقم (57) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك أربعة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد تمثل حوالي (78%) من التباين الكلي، ولكن تم اختيار عاملين فقط لتحقيق الهدف من البحث المتمثل بحصر المتغيرات في مجموعتين: مجموعة تمثل مقاييس الاستحقاق ومجموعة تمثل مقاييس التدفقات النقدية. فسر العاملين معاً ما نسبته (52.68%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

[1] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

كما نلاحظ في القسم الثاني من هذا الجدول تقارب نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني بعد تدوير المحاور.

الجدول رقم (57) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	4.10	34.17	34.17	3.47	28.95
2	2.22	18.51	52.68	2.85	23.73
3	1.67	13.94	66.62		
4	1.42	11.80	78.43		
5	0.97	8.05	86.48		
6	0.64	5.33	91.81		
7	0.50	4.20	96.01		
8	0.21	1.74	97.75		
9	0.13	1.07	98.82		
10	0.08	0.65	99.48		
11	0.04	0.37	99.85		
12	0.02	0.15	100		

يبين الجدول رقم (58) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(12) لنموذجي العوائد على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (58) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي العوائد_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Rotated Component Matrixa		
	Component	
	1	2
EPS	0.930	
BV	0.830	
OEPS	0.809	
ΔBV	0.780	
ΔEPS	0.602	
ΔOEPS		
ΔCFPS		0.856
CFPS		0.853
CFOPS		0.781
ΔCFOPS		0.750
ΔCFIPS		
CFIPS		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (34.17%) من التباين، وقد استقطب خمس متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_1=0.93EPS+0.83BV+0.809OEPS+0.78\Delta BV+0.602\Delta EPS \quad (31)$$

نلاحظ من المعادلة المذكورة أعلاه أن المتغيرات ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس الاستحقاق، بالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقاييس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (18.51%) من التباين، وقد استقطب أربع متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_2=0.856\Delta CFPS +0.853CFPS+0.781CFOPS +0.75\Delta CFOPS \quad (32)$$

من المعادلة السابقة، نجد أن المتغيرات التي استقطبها العامل الثاني ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي. وبذلك تم اعتبار هذا العامل ممثل لمقاييس التدفقات النقدية.

بعد دراسة التحليل العاملي لابد من التأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار الخطي المتعدد، حيث يمثل العاملين متغيرات مستقلة ومعدل العائد على أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية متغير تابع.

يبين الجدول رقم (59) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية في نموذجي الأسعار يفسران (36.2%) من عوائد الأسهم. كما أظهر الجدول أيضاً أن قيمة معامل الانحدار لمقاييس الاستحقاق معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي تؤثر في عوائد الأسهم. بينما أظهر أن قيمة معامل الانحدار لمقاييس التدفقات النقدية غير معنوية عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%)، أي أنها لا تؤثر في عوائد الأسهم.

الجدول رقم (59) نتائج تطبيق الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي العوائد_ للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية[1]

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Ri,t	0.073		9.733	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	0.001	0.010	0.106	0.916	أثر غير معنوي
FR_1	0.042*	0.010	4.317	0.000	أثر معنوي
FR_2	0.009	0.010	0.912	0.363	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي بالاستعانة بالجدول السابق كما يلي:

$$R = 0.001 + 0.042 FR_1 \qquad (33)$$

[1] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملاحق (35؛ 36 و37)

يبين الجدول رقم (60) ملخص النتائج التي تم التوصل إليها في تطبيق أسلوبي التحليل _الانحدار المتجدد والتحليل العاملي_ لبيانات المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول رقم (60) ملخص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل على قطاع المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية

نموذج الأسعار											
مقاييس التدفقات النقدية						**مقاييس الاستحقاق**					
نتائج التحليل العاملي			**نتائج تحليل الانحدار**			**نتائج التحليل العاملي**			**نتائج تحليل الانحدار**		
قيم التشبع	متغيرات (FP_2)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2	قيم التشبع	متغيرات (FP_1)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.952	CFOPS*	0.229	0.07	CFIPS	0.117	0.925	**EPS***	0.229	0.021	CA*	0.413
0.896	CFPS*		0.126	CFOPS		0.897	**OEPS***		-0.04	CFS***	
			0.022	CFPS		0.881	**BV***		-0.82	**EPS***	
			-105.216	CFE**					0.327	**OEPS****	
									0.579	**BV***	
									-0.08	WC*	
$P=143.225+22.962FP_1+18.447FP_2$						**معادلة الانحدار لنموذجي الأسعار وفقاً للتحليل العاملي**					
نموذج العوائد											
مقاييس التدفقات النقدية						**مقاييس الاستحقاق**					
نتائج التحليل العاملي			**نتائج تحليل الانحدار**			**نتائج التحليل العاملي**			**نتائج تحليل الانحدار**		
قيم التشبع	متغيرات (FR_2)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2	قيم التشبع	متغيرات (FR_1)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.856	ΔCFPS	0.073	0.0003	ΔCFPS**	0.071	0.93	EPS*	0.073	-0.0001	ΔEPS	0.122
0.853	CFPS		0.0008	CFPS*		0.83	BV*		0.002	**ΔBV***	
0.781	CFOPS		-0.0006	CFIPS***		0.809	**OEPS***		-0.0004	BV	
0.75	ΔCFOPS		-0.0005	ΔCFIPS		0.78	**ΔBV***		-0.0004	EPS	
			-0.0006	CFOPS**		0.602	ΔEPS*		0.001	**OEPS***	
			-0.0004	ΔCFOPS					-0.0002	ΔOEPS	
$R=0.001+0.042FR_1$						**معادلة الانحدار لنموذجي العوائد وفقاً للتحليل العاملي**					

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ **ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%؛ ***ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن تلخيص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل بالآتي:

1) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي الأسعار: نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين الآتي:

1-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد:

أ) وجود أثر إيجابي في أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لكل من حصة السهم من المستحقات المتداولة CA؛ ربحية السهم التشغيلية OEPS والقيمة الدفترية للسهم BV.

ب) وجود أثر سلبي في أسعار الأسهم لكل من حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية CFS؛ حصة السهم من صافي رأس المال العامل WC وربحية السهم الأساسية EPS.

جـ) وجود أثر سلبي في أسعار الأسهم لمقياس نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلة إلى صافي الربح التشغيلي CFE الداخل في نموذج الأسعار _مقاييس التدفقات النقدية.

1-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي وجود أثر إيجابي لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويعزى الأثر الإيجابي لمقاييس الاستحقاق إلى قدرة المصارف على تشغيل أموالها وتحقيق أرباح مما ينعكس إيجاباً على قيمتها وبالتالي على أسعار أسهمها. في حين يعزى الأثر الإيجابي لمقاييس التدفقات النقدية إلى قدرة المصارف على توليد تدفقات نقدية تشغيلية وتمويل أموالها في استثمارت رابحة.

1-3) توافقت نتائج التحليل العاملي مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد في وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. بينما اختلفت نتائجهما من حيث المتغيرات التي تبين أن قيم معاملات انحدارها معنوية والمتغيرات المستقطبة من قبل العاملين. فوفقاً لنتائج تحليل الانحدار المتجدد، تم استبعاد كل من متغير حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS؛ حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية CFOPS وحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS. بينما تم وفقاً لنتائج التحليل

العاملي استبعاد كل من حصة السهم من المستحقات المتداولة CA؛ حصة السهم من صافي رأس المال العامل WC؛ حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية CFS وحصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS.

4-1) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، تعتبر مقاييس الاستحقاق المتمثلة بربحية السهم الأساسية؛ ربحية السهم التشغيلية والقيمة الدفترية للسهم هي المقاييس الملائمة في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي العوائد: نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين الآتي:

2-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد أن جميع المقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ذات أثر إيجابي في عوائد أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. في حين اختلف الأثر في عوائد الأسهم بين المقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، حيث تبين:

أ) وجود أثر إيجابي في عوائد الأسهم لكل من حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه CFPS والتغير في هذا التدفقΔCFPS.

ب) وجود أثر سلبي في عوائد الأسهم لكل من حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية CFOPS وحصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية CFIPS.

2-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في عوائد الأسهم. ويعود الأثر الإيجابي إلى قدرة المصارف على تشغيل أموالها وتوليد إيرادات تشغيلية بصورة مستمرة مما ينعكس إيجاباً على أرباحها ومن ثم على عوائدها.

ب) في حين تبين عدم وجود أثر في عوائد الأسهم لمقاييس التدفقات النقدية الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية.

2-3) توافقت نتائج التحليل العاملي مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد في وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في عوائد أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. في حين اختلفت فيما يخص مقاييس التدفقات النقدية. فعند تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد تبين وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم، في حين عند تطبيق أسلوب التحليل العاملي تبين عدم وجود أثر لهذه المقاييس في عوائد الأسهم. ويُفسر الاختلاف بين نتائج تطبيق أسلوبي التحليل إلى ضعف القوة التفسيرية لمقاييس التدفقات النقدية الذي تبين عند تطبيق الانحدار المتجدد، مما أدى إلى إلغاء أثر هذه المقاييس عند تطبيق التحليل العاملي.

3) عند المقارنة بين النموذجين في كلا التحليلين، نجد أن نموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد. فوفقاً لتحليل الانحدار المتجدد، يمكن للمقاييس الداخلة في نموذج الأسعار _ مقاييس الاستحقاق أن تفسر (41.3%) من أسعار الأسهم وذلك مقابل قدرة المقاييس الداخلة في نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية على تفسير (11.7%) فقط من أسعار الأسهم. بينما يمكن للمقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق أن تفسر (12.2%) من عوائد الأسهم وذلك مقابل قدرة المقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية على تفسير (7.1%) فقط من عوائد الأسهم. بالمقابل، يمكن للمقاييس الداخلة في كل من نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية أن تفسر (22.9%) من أسعار الأسهم، في حين يمكن للمقاييس الداخلة في كل من نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية أن تفسر (7.3%) من عوائد أسهم المصارف.

4- التطبيق العملي على شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

سيتم في البداية استعراض لأهم خصائص البيانات المدروسة من خلال الدراسة الوصفية ومن ثم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

4-1- الدراسة الوصفية لقطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية:

يظهر الجدول رقم (61) الإحصاءات الوصفية لبيانات شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

الجدول رقم (61) الإحصاءات الوصفية لبيانات شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.	Skewness	Kutosis
معدل العائد	R	-0.2797	0.5049	-0.0106	0.0929	1.8608	15.3765
سعر السهم	P	62.250	198.900	144.876	39.649	-0.6845	2.1074
مقاييس الاستحقاق	WC	-4.8841	191.6992	85.4345	33.0749	-0.3151	4.9037
	BV	93.514	269.626	136.529	30.954	1.7230	7.4779
	CFS	-37.2523	82.0277	2.9844	18.3304	1.6027	8.0557
	EPS	-7.1411	78.2401	11.2087	14.6276	2.2636	8.6067
	OEPS	-13.8340	54.5603	14.9086	14.5473	0.8014	2.9752
	CA	-30.4892	39.1763	2.0989	10.5471	0.3456	5.8843
مقاييس التدفقات النقدية	CFOPS	-44.6896	73.2963	11.3833	17.8013	-0.2644	6.0970
	CFIPS	-46.5511	55.7593	-5.7293	13.4138	1.0821	8.5626
	CFPS	-96.8392	71.2762	-1.0560	19.3294	-1.2066	12.6467
	CFE	-0.5167	0.4495	0.0066	0.0781	-1.4118	37.3022

المصدر إعداد الباحثة

من الجدول السابق، نلاحظ أنه:

1- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمعدل العائد على أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (1.06-%) بانحراف معياري قدره (9.29%) وهي قيمة كبيرة مقارنة بالمتوسط، تدل على درجة مخاطرة عالية في تقلب معدل العائد. بينما بلغت أكبر قيمة لهذا المتغير (50.49%) وأصغر قيمة له (27.97-%). تدل قيمة معامل الالتواء على وجود قيم كبيرة

تجذب إليها المتوسط. تشير قيمة التفرطح إلى أن منحني توزيع معامل معدل العائد على الأسهم مدبب.

2- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لأسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (14488%) بانحراف معياري قدره (3965%). بينما أشارت قيمة معامل التواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين أشارت قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع أسعار الأسهم مبسط.

3- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير حصة السهم من صافي رأس المال العامل لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (8543.45%)، في حين بلغت قيمة انحرافه المعياري (3307.49%). بينما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. في حين تدل قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي رأس المال العامل مدبب.

4- بلغت قيمة المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير القيمة الدفترية للسهم لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (13653%)؛ (3095.4%) على التوالي. وتدل قيمة معامل الالتواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع القيمة الدفترية للسهم مدبب.

5- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (298.44%) بينما بلغت قيمة انحرافه المعياري (1833.04%) وهي قيمة كبيرة جداً تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية. تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من التسويات المحاسبية التشغيلية مدبب.

6- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير ربحية السهم الأساسية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (1120.87%) بانحراف معياري قدره (1462.76%). وتدل قيمة معامل الالتواء على وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع ربحية السهم الأساسية مدبب.

7- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لربحية السهم التشغيلية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (1490.86%) بانحراف معياري قدره (1454.73%). وتدل قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. وتبين أن قيمة معامل التفرطح قريبة من (3) مما يدل على أن منحني توزيع ربحية السهم التشغيلية قريب من التوزيع الطبيعي.

8- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للمستحقات المتداولة لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (209.89%) كما بلغت قيمة انحرافه المعياري (1054.71%) وهي قيمة كبيرة جداً وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من المستحقات المتداولة. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. وتشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من المستحقات المتداولة مدبب.

9- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (1138.33%) بانحراف معياري قدره (1780.13%) وهي قيمة كبيرة مقارنةً بالمتوسط، وتدل على درجة مخاطر عالية في تقلب تدفقات النقدية التشغيلية. كما تبين أن قيمة معامل الالتواء قريبة من الصفر مما يدل على أن توزع البيانات أقرب إلى التوزيع الطبيعي. في حين تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية مدبب.

10- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية الاستثمارية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (572.93-%) بانحراف معياري قدره (1341.38%) وهي قيمة كبيرة

جداً تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية. تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم كبيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح على أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفقات النقدية الاستثمارية مدبب.

11- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (105.6-%) بانحراف معياري قدره (1932.94%) وهي قيمة كبيرة جداً، تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه. كما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. وتشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه مدبب.

12- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (0.66%) بانحراف معياري قدره (7.81%) وهي قيمة كبيرة تدل على درجة مخاطر عالية في تقلب البنود المبنية على الأساس النقدي. كما تشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود قيم صغيرة تجذب إليها المتوسط. في حين تدل قيمة معامل التفرطح على أن منحني توزيع نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى صافي الربح التشغيلي مدبب.

4-2- اختبار الفرضيات وتحليل النتائج على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية:

4-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد Rolling Regression:

4-2-1-1- اختبار الفرضية الأولى على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الأولى: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية للأسهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (1) نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CFS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 CA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

من الجدول رقم (62) نجد أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج الأسعار تفسر (45.3%) من أسعار الأسهم. وتظهر النتائج أيضاً أن قيم معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج والمتمثلة بمتغير القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم الأساسية وربحية السهم التشغيلية معنوية عند مستوى ثقة (1%)، أي أنها تؤثر في أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. أما باقي قيم معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج، فقد تبيّن عدم معنويتها عند مستوى ثقة (10%)، أي أنها لا تؤثر في أسعار الأسهم.

الجدول رقم (62) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (1) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	**R^2**		**F**	**Sig**	**result**
Pi,t	0.453		10.617	0.000	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	7.618	28.614	0.266	0.791	أثر معنوي
BV	0.934*	0.200	4.660	0.000	أثر غير معنوي
CA	-0.163	0.333	-0.491	0.625	أثر غير معنوي
CFS	0.026	0.208	0.126	0.900	أثر غير معنوي
EPS	-2.714*	0.481	-5.643	0.000	أثر معنوي
OEPS	1.877*	0.311	6.039	0.000	أثر معنوي
WC	0.146	0.118	1.243	0.218	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في الأسعار السوقية.

يمكن بناء نموذج أسعار مبني على أساس الاستحقاق والخاص بشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كما يلي:

$$P_{it} = 7.618 + 0.934 BV_{it} - 2.714 EPS_{it} + 1.877 OEPS_{it} \qquad (34)$$

4-2-1-2- اختبار الفرضية الثانية على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الثانية: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية للأسهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (2) نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 CFIPS_{it} + \alpha_3 CFPS_{it} + \alpha_4 CFE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

يبين الجدول رقم (63) أن مستوى الدلالة أكبر من (10%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية في نموذج الأسعار لا تفسر أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. أي أن مقاييس التدفقات النقدية لا تؤثر في أسعار الأسهم.

بالتالي نرفض الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في الأسعار السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (63) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج (2) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	R^2	F	Sig
Pi,t	0.039	0.807	0.524

المصدر إعداد الباحثة

4-2-1-3- اختبار الفرضية الثالثة على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الثالثة: يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (3) نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 \Delta EPS_{it} + \alpha_5 OEPS_{it} + \alpha_6 \Delta OEPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

يبين الجدول رقم (64) أن مستوى الدلالة أصغر من (1%)، وهذا دليل على أن مقاييس الاستحقاق في نموذج العوائد تفسر (26.3%) من معدل العائد على الأسهم. كما يبين الجدول أن قيم معاملات الانحدار لكل من التغير في القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم الأساسية للنموذج معنوية عند مستوى ثقة (1%) و(10%) أي أنها تؤثر في معدل العائد على السهم، بينما تبين عدم معنوية باقي قيم معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج رقم (3) عند مستوى ثقة (10%).

الجدول رقم (64) نتائج تطبيق نموذج الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (3) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	R^2		F	Sig	result
Ri,t	0.263		4.576	0.0005	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	-0.006	0.076	-0.083	0.934	أثر غير معنوي
BV	-0.0001	0.0007	-0.165	0.869	أثر غير معنوي
ΔBV	0.007*	0.001	4.764	0.000	أثر معنوي
EPS	-0.003**	0.002	-1.805	0.075	أثر معنوي
ΔEPS	-0.001	0.002	-0.792	0.431	أثر غير معنوي
OEPS	0.001	0.0009	1.393	0.167	أثر غير معنوي
ΔOEPS	0.0002	0.001	0.211	0.833	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

بالتالي، نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس الاستحقاق في معدل العائد على السهم.

يمكن بناء نموذج عوائد مبني على الأساس الاستحقاق والخاص بشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كما يلي:

$$R_{it} = -0.006 + 0.007\Delta BV_{it} - 0.003EPS_{it} \quad (35)$$

4-2-1-4- اختبار الفرضية الرابعة على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية:

الفرضية الرابعة: يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على السهم.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام النموذج رقم (4) نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \alpha_2 \Delta CFOPS_{it} + \alpha_3 CFIPS_{it} + \alpha_4 \Delta CFIPS_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \alpha_6 \Delta CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

يبين الجدول رقم (65) أن مستوى الدلالة أكبر من (10%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية الداخلة في نموذج العوائد _مقاييس التدفقات النقدية لا تفسر التغيير في معدل العائد على الأسهم. بالتالي نرفض الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لمقاييس التدفقات النقدية في معدل العائد على أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (65) نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (4) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent	R^2	F	Sig
Ri,t	0.046	0.617	0.716

المصدر إعداد الباحثة

يمكن تلخيص نتائج اختبار الفرضيات على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام أسلوب الانحدار المتجدد بالآتي:

الجدول رقم (66) ملخص نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية

نموذج الأسعار					
مقاييس الاستحقاق			**مقاييس التدفقات النقدية**		
R^2	**المتغير**	**معامل الانحدار**	**R^2**	**المتغير**	**معامل الانحدار**
0.453	CA	-0.163	0.039	CFIPS	
	CFS	0.026		CFOPS	
	EPS*	-2.714		CFPS	
	OEPS*	1.877		CFE	
	BV*	0.934			
	WC	0.146			
نموذج العوائد					
مقاييس الاستحقاق			**مقاييس التدفقات النقدية**		
R^2	**المتغير**	**معامل الانحدار**	**R^2**	**المتغير**	**معامل الانحدار**
0.263	ΔEPS	-0.001	0.046	ΔCFPS	
	ΔBV*	0.007		CFPS	
	BV	-0.0001		CFIPS	
	EPS***	0.003		ΔCFIPS	
	OEPS	0.001		CFOPS	
	ΔOEPS	0.0002		ΔCFOPS	

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%؛ *** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

1- بيّنت النتائج ملاءمة نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق في تفسير أسعار الأسهم، وعدم ملاءمة نموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث فسر نموذج الأسعار _مقاييس الاستحقاق (45.3%) من أسعار الأسهم.

2- أظهرت النتائج ملاءمة نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق في تفسير عوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وعدم ملاءمة نموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم، حيث فسر نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق (26.3%) من عوائد الأسهم.

3- نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق.

4- بالنسبة لنموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق تبين أن جميع المقاييس الداخلة في هذا النموذج ذات أثر إيجابي في أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، باستثناء ربحية السهم الأساسية EPS التي تبين أنها ذات أثر سلبي في أسعار الأسهم. يعزى الأثر الموجب لربحية السهم التشغيلية OEPS إلى زيادة الإيرادات من الخدمات التأمينية المقدمة للعملاء. كما ويعزى الأثر الإيجابي للقيمة الدفترية للسهم BV إلى أن زيادة هذه القيمة تعظم من قيمة شركات التأمين، وهذا ما توصلت إليه كل من دراسة Kimouche & Rouabhi (2016)[1]؛ الطويل وشاهين (2014) [2] و Suadiye (2012)[3] أما الأثر السلبي لربحية السهم الأساسية EPS فيعود إلى زيادة الفوائد الناتجة عن القروض التي حصلت عليها شركات التأمين والموظفة في استثمارات رابحة.

5- بالنسبة لنموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين عدم وجود أثر لجميع مقاييس الاستحقاق في أسعار أسهم شركات التأمين.

---

[1] Kimouche & Rouabhi, 2016, **ibid**.

[2] الطويل وشاهين، 2014، مرجع سبق ذكره.

[3] Suadiye, 2012, **ibid**.

6- فيما يتعلق بنموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق تبين وجود أثر إيجابي في عوائد الأسهم لجميع مقاييس الاستحقاق الداخلة في هذا النموذج. ويعود الأثر الإيجابي لمقياس التغير في القيمة الدفترية للسهم ΔBV إلى أن زيادة التغير في هذه القيمة تعكس قدرة شركات التأمين المستمرة في تعظيم قيمتها. بينما يعزى الأثر الإيجابي لربحية السهم الأساسية EPS إلى أن زيادة الأرباح مؤشر على زيادة في التوزيعات المحتملة، وهذا ما أكدته دراسة كل من Dimitropoulos et al (2010) [1] وحمدان وآخرون (2008)[2].

7- بالنسبة لنموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين عدم وجود أثر لجميع المقاييس التدفقات النقدية في عوائد أسهم شركات التأمين.

4-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام اسلوب التحليل العاملي Factor Analysis :

4-2-2-1- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي _نموذجي الأسعار:

يبين الجدول رقم (67) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار لبيانات شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

[1] Dimitropoulos et al, 2010, ibid.

[2] حمدان وآخرون، 2008، مرجع سبق ذكره.

الجدول رقم (67) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار_ شركات التأمين سوق دمشق للأوراق المالية

	WC	BV	CFS	EPS	OEPS	CA	CFOPS	CFIPS	CFPS	CFE
WC	1.000	0.063	0.167	0.318	0.230	0.235	0.095	-0.193	-0.167	-0.063
BV	0.063	1.000	0.181	0.814	0.454	0.077	0.117	-0.171	-0.154	-0.081
CFS	0.167	0.181	1.000	0.218	0.436	0.201	-0.667	-0.146	-0.621	-0.115
EPS	0.318	**0.814**	0.218	1.000	0.591	0.096	0.216	-0.232	-0.172	-0.050
OEPS	0.230	0.454	0.436	**0.591**	1.000	0.058	0.362	-0.302	0.005	-0.017
CA	0.235	0.077	0.201	0.096	0.058	1.000	-0.153	0.016	-0.170	-0.047
CFOPS	0.095	0.117	**-0.667**	0.216	0.362	-0.153	1.000	-0.109	0.649	0.107
CFIPS	-0.193	-0.171	-0.146	-0.232	-0.302	0.016	-0.109	1.000	0.562	-0.020
CFPS	-0.167	-0.154	**-0.621**	-0.172	0.005	-0.170	**0.649**	**0.562**	1.000	0.058
CFE	-0.063	-0.081	-0.115	-0.050	-0.017	-0.047	0.107	-0.020	0.058	1.000

Determinant = 0.015

نجد من الجدول السابق أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، بالتالي لا توجد مشكلة تعدد خطي بين هذه المتغيرات. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، وهذا دليل على عدم وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة، وهي المتغيرات التي من المحتمل تجميعها في مجموعات تسمى المعاملات[1].

ويبين الجدول رقم (68) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

[1] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

الجدول رقم (68) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	Initial	Extraction
WC	1	0.193
BV	1	0.610
CFS	1	0.753
EPS	1	0.808
OEPS	1	0.662
CA	1	0.114
CFOPS	1	0.889
CFIPS	1	0.275
CFPS	1	0.810
CFE	1	0.032

يظهر الجدول رقم (69) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك أربعة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد تمثل حوالي (74%) من التباين الكلي، ولكن لتحقيق الهدف من البحث تم اختيار عاملين فقط. فسر هذين العاملين معاً ما نسبته (51.45%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

كما ونلاحظ في القسم الثاني من هذا الجدول أن نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني تقاربت بعد تدوير المحاور.

الجدول رقم (69) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي الأسعار_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	2.902	29.023	29.023	2.669	26.690
2	2.243	22.430	51.453	2.476	24.762
3	1.160	11.597	63.049		
4	1.096	10.955	74.005		
5	0.945	9.449	83.454		
6	0.781	7.811	91.265		
7	0.657	6.571	97.836		
8	0.142	1.417	99.253		
9	0.068	0.682	99.935		
10	0.006	0.065	100		

يبين الجدول رقم (70) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(10) على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (70) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Rotated Component Matrixa		
	Component	
	1	2
EPS	0.897	
OEPS	0.814	
BV	0.778	
CFIPS		
WC		
CFPS		0.892
CFOPS		0.852
CFS		
CA		
CFE		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (29.02%) من التباين، وقد استقطب ثلاث متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FP_1=0.897EPS +0.814OEPS +0.778BV \quad (36)$$

نجد من المعادلة المذكورة أعلاه أن المتغيرات ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقاييس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (22.43%) من التباين، وقد استقطب متغيرين، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$F_2=0.892CFPS +0.852CFOPS \quad (37)$$

نلاحظ من المعادلة السابقة، أن المتغيرات التي استقطبها العامل الثاني ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي، وبالتالي يمكن اعتبار العامل الثاني هو العامل الذي يعبر عن مقاييس التدفقات النقدية.

بعد دراسة التحليل العاملي لابد من التأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات وذلك بتطبيق الانحدار الخطي المتعدد، حيث تمثل العوامل الواردة في مصفوفة المكونات بعد التدوير متغيرات مستقلة وأسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية متغير تابع.

يبين الجدول رقم (71) أن مستوى الدلالة أصغر من (10%)، وهذا دليل على أن كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في نموذجي الأسعار يفسران (6.9%) فقط من أسعار الأسهم. كما أظهر الجدول أن قيمة معامل الانحدار لمقاييس الاستحقاق معنوية عند مستوى ثقة (5%)، أي تؤثر في أسعار الأسهم. في حين تبين أن قيمة معامل الانحدار لمقاييس التدفقات النقدية غير معنوية عند مستوى ثقة (1%)؛ (5%) و(10%).

جدول رقم (71) نتائج تطبيق الانحدار الخطي للعوامل وفقاً لنموذجي الأسعار_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية[1]

Dependent	R^2		F	Sig	result
$P_{i,t}$	0.069		3.013	0.055	أثر معنوي
Undependent	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Sig**	**result**
C	144.876*	4.225	23.292	0.000	أثر معنوي
FP_1	10.416**	4.250	2.451	0.016	أثر معنوي
FP_2	0.595	4.250	0.140	0.889	أثر غير معنوي

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي بالاستعانة بالجدول السابق كما يلي:

[1] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملاحق (42؛ 43 و44).

$$P = 144876 + 10416 FP_1 \quad (38)$$

4-2-2-2- اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب التحليل العاملي _ نموذجي العوائد:

يبين الجدول رقم (72) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد لبيانات شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول رقم (72) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	BV	ΔBV	EPS	ΔEPS	OEPS	ΔOEPS	CFOPS	ΔCFOPS	CFIPS	ΔCFIPS	CFPS	ΔCFPS
BV	1.000	0.685	0.814	0.090	0.454	-0.095	0.117	0.022	-0.171	0.105	-0.154	0.102
ΔBV	**0.685**	1.000	0.799	0.406	0.445	0.168	0.038	0.204	-0.151	0.013	-0.103	0.214
EPS	**0.814**	**0.799**	1.000	0.498	0.591	0.244	0.216	0.285	-0.232	-0.013	-0.172	0.146
ΔEPS	0.090	0.406	0.498	1.000	0.527	0.805	0.164	0.579	-0.197	-0.211	-0.113	0.075
OEPS	0.454	0.445	**0.591**	**0.527**	1.000	0.531	0.362	0.352	-0.302	-0.131	0.005	0.086
ΔOEPS	-0.095	0.168	0.244	**0.805**	**0.531**	1.000	0.190	0.588	-0.274	-0.365	-0.110	-0.056
CFOPS	0.117	0.038	0.216	0.164	0.362	0.190	1.000	0.461	-0.109	-0.038	0.649	0.232
ΔCFOPS	0.022	0.204	0.285	**0.579**	0.352	**0.588**	**0.461**	1.000	-0.058	-0.123	0.271	0.360
CFIPS	-0.171	-0.151	-0.232	-0.197	-0.302	-0.274	-0.109	-0.058	1.000	0.421	0.562	0.318
ΔCFIPS	0.105	0.013	-0.013	-0.211	-0.131	-0.365	-0.038	-0.123	0.421	1.000	0.261	0.769
CFPS	-0.154	-0.103	-0.172	-0.113	0.005	-0.110	**0.649**	0.271	**0.562**	0.261	1.000	0.451
ΔCFPS	0.102	0.214	0.146	0.075	0.086	-0.056	0.232	0.360	0.318	**0.769**	0.451	1.000

Determinant = 0.0002

نجد من الجدول السابق أن قيمة معاملات الارتباط بين المتغيرات أقل من (0.95) أي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المدروسة، وهذا دليل على عدم وجود مشكلة تعدد خطي فيما بينها. كما تبين أن معامل التحديد أكبر من (0.0001)، بالتالي لا يوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المدروسة[1].

يبين الجدول رقم (73) معاملات الشيوع Communalities للمتغيرات في ظل الحل المقترح للتحليل العاملي قبل تدوير المحاور.

الجدول رقم (73) معاملات الشيوع لمتغيرات نموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	Initial	Extraction
BV	1	0.330
ΔBV	1	0.508
EPS	1	0.695
ΔEPS	1	0.603
OEPS	1	0.637
ΔOEPS	1	0.475
CFOPS	1	0.362
ΔCFOPS	1	0.459
CFIPS	1	0.520
ΔCFIPS	1	0.557
CFPS	1	0.652
ΔCFPS	1	0.736

يظهر الجدول رقم (74) تقديرات للمقاييس الإحصائية المتعلقة بالعناصر التي تم استخلاصها. وتظهر نتائج التحليل في القسم الأول من الجدول أن هناك أربعة عوامل لكل منها جذر كامن أكبر من الواحد الصحيح تمثل حوالي (82%) من التباين الكلي، ولكن تم اختيار عاملين فقط لتحقيق الهدف من البحث المتمثل بحصر المتغيرات في مجموعتين بهدف تقييم كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية. فسر العاملين معاً ما نسبته (54.45%) من التباين الكلي للعينة المدروسة.

[1] جودة، محفوظ، 2009، ص174.

كما نلاحظ في القسم الثاني من هذا الجدول تقارب نسب التباين بين العامل الأول والعامل الثاني بعد تدوير المحاور، ولكن بنسبة صغيرة جداً.

الجدول رقم (74) جدول التباين الكلي المفسر لمتغيرات نموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings	
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance
1	3.921	32.674	32.674	3.907	32.560
2	2.613	21.772	54.446	2.626	21.886
3	2.103	17.525	71.971		
4	1.163	9.693	81.664		
5	0.750	6.249	87.913		
6	0.531	4.429	92.342		
7	0.315	2.622	94.965		
8	0.275	2.295	97.259		
9	0.141	1.171	98.431		
10	0.083	0.693	99.123		
11	0.074	0.621	99.744		
12	0.031	0.256	100		

يبين الجدول رقم (75) مصفوفة العناصر بعد التدوير Rotated Component Matrix التي تحتوي على قيم التشبع لكل من المتغيرات الـ(12) على كل من العاملين اللذين تم استخلاصهما. وللوصول إلى درجة عالية من المصداقية في استخراج المركبات الأساسية تم استبعاد المتغيرات التي معامل تحميلها على كل عامل من العاملين المستخرجين أقل من (0.5)[1].

[1] ادريس، ثابت، 2002، مرجع سبق ذكره، ص830.

الجدول رقم (75) مصفوفة العناصر بعد التدوير وفقاً لنموذجي العوائد_ شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Rotated Component Matrixa		
	Component	
	1	2
EPS	0.999	
BV	0.815	
ΔBV	0.798	
OEPS	0.588	
ΔEPS		
ΔOEPS		
CFPS		0.979
CFOPS		0.702
CFIPS		
ΔCFPS		
ΔCFOPS		
ΔCFIPS		

أ) دراسة العامل الأول:

يفسر العامل الأول (32.67%) من التباين، وقد استقطب أربع متغيرات، وتحتسب قيمة العامل الأول بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_1=0.999EPS+0.815BV+0.798\Delta BV+0.588OEPS \quad (39)$$

نلاحظ من المعادلة المذكورة أعلاه والتي تم حساب قيمة العامل الأول أن المتغيرات ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على أساس الاستحقاق، بالتالي يمكن اعتبار العامل الأول هو العامل الذي يعبر عن مقاييس الاستحقاق.

ب) دراسة العامل الثاني:

تمكن العامل الثاني من تفسير (21.77%) من التباين، وقد استقطب متغيرين، وتحتسب قيمة العامل الثاني بموجب الدالة الخطية التالية:

$$FR_2=0.979CFPS+0.702CFOPS \quad (40)$$

من المعادلة السابقة، نجد أن المتغيرات التي استقطبها العامل الثاني ترتبط بشكل مباشر مع المقاييس المبنية على الأساس النقدي، بالتالي يعبر العامل الثاني عن مقاييس التدفقات النقدية.

وللتأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة التي نتجت عن تحليل مصفوفة المكونات، تم تطبيق الانحدار الخطي المتعدد، حيث يمثل العاملين متغيرات مستقلة ومعدل العائد على أسهم شركات التأمين متغير تابع.

يبين الجدول رقم (76) أن مستوى الدلالة أكبر من (10%)، وهذا دليل على أن مقاييس التدفقات النقدية الداخلة في نموذجي العوائد لا تؤثر في عوائد الأسهم.

جدول رقم (76) نتائج تحليل الانحدار الخطي للعوامل لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لنموذجي العوائد[1]

المتغير التابع	R^2	F	Sig
Ri,t	0.024	1.005	0.371

المصدر إعداد الباحثة

يبين الجدول رقم (77) ملخص النتائج التي تم التوصل إليها تطبيق أسلوبي التحليل على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية.

[1] لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الملاحق (45 و46).

الجدول رقم (77) ملخص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية

نموذج الأسعار												
مقاييس التدفقات النقدية					مقاييس الاستحقاق							
نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			
قيم التشبع	المتغير (FP_2)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2	قيم التشبع	المتغير (FP_1)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.892	CFPS	0.069		CFIPS	0.039	0.897	**EPS****	0.069	-0.163	CA	0.453
0.852	CFOPS			CFOPS		0.814	**OEPS****		0.026	CFS	
-0.835	CFS			CFPS		0.778	**BV****		-2.714	**EPS***	
				CFE					1.877	**OEPS***	
									0.934	**BV***	
									0.146	WC	
$P=144.876+10.416FP_1$						**معادلة الانحدار لنموذجي الأسعار وفقاً للتحليل العاملي**					

نموذج العوائد												
مقاييس التدفقات النقدية					مقاييس الاستحقاق							
نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			نتائج التحليل العاملي			نتائج تحليل الانحدار			
قيم التشبع	المتغير (FR_2)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2	قيم التشبع	المتغير (FR_1)	R^2	معامل الانحدار	المتغير	R^2
0.979	CFPS	0.024		ΔCFPS	0.046	0.999	EPS	0.024	-0.001	ΔEPS	0.263
0.702	CFOPS			CFPS		0.815	BV		0.007	ΔBV*	
				CFIPS		0.798	ΔBV		-0.0001	BV	
				ΔCFIPS		0.588	OEPS		0.003	EPS***	
				CFOPS					0.001	OEPS	
				ΔCFOPS					0.0002	ΔOEPS	
-						**معادلة الانحدار لنموذجي العوائد وفقاً للتحليل العاملي**					

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%؛ ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5%؛*** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 10%

المصدر إعداد الباحثة

يمكن تلخيص نتائج تطبيق أسلوبي التحليل بالآتي:

1) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي الأسعار: نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ونموذج الأسعار_ مقاييس التدفقات النقدية على قطاع التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية، تبين الآتي:

1-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد:

أ) جميع المقاييس الداخلة في نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق ذات أثر إيجابي في أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، باستثناء ربحية السهم التشغيلية التي تبين أنها ذات أثر سلبي في أسعار الأسهم.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم شركات التأمين.

1-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في أسعار أسهم شركات التأمين، ويعزى هذا الأثر الإيجابي إلى قدرة شركات التأمين على توليد إيرادات تشغيلية، مما ينعكس إيجاباً على أرباحها وبالتالي على قيمتها.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار الأسهم.

1-3) أكدت نتائج التحليل العاملي نتائج تحليل الانحدار المتجدد بـ:

أ) وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وعدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهمها.

ب) جميع المتغيرات التي استقطبها العامل الممثل لمقاييس الاستحقاق هي ذات المتغيرات التي قيمة معاملات انحدارها معنوية وفقاً لتحليل الانحدار المتجدد.

1-4) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يعتبر كل من ربحية السهم الأساسية EPS؛ ربحية السهم التشغيلية OEPS والقيمة الدفترية للسهم BV مقاييس ملائمة في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2) عند اختبار الفرضيات باستخدام نموذجي العوائد: نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق ونموذج العوائد_ مقاييس التدفقات النقدية، تبين الآتي:

2-1) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في عوائد الأسهم، بينما أظهرت النتائج عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

2-2) أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي عدم وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

1-3) وافقت نتائج التحليل العاملي نتائج تحليل الانحدار المتجدد بعدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. بينما اختلفت فيما يخص مقاييس الاستحقاق، فوفقاً لأسلوب الانحدار المتجدد تبيّن وجود أثر لهذه المقاييس في عوائد الأسهم، بينما بيّن تطبيق أسلوب التحليل العاملي عدم وجود أثر لهذه المقاييس. ويمكن تفسير ذلك الاختلاف إلى ضعف القوة التفسيرية للمقاييس الداخلة في نموذج العوائد_ مقاييس الاستحقاق.

2-4) بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يمكن القول بأنه لا تؤثر كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم. وهذا دليل على وجود مقاييس أخرى تؤثر في عوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

3) فيما يتعلق بالنموذج الأكثر ملاءمة، بيّنت نتائج تطبيق أسلوبي التحليل عدم ملاءمة نماذج الدراسة في تفسير أسعار وعوائد أسهم شركات التأمين، باستثناء نموذج الأسعار_ مقاييس الاستحقاق.

النتائج والتوصيات

1-النتائج:

1-1- نتائج تحليل البيانات المالية للمصارف المدرجة في بورصة عمان:

1-1-1- بيّنت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد:

أ) وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار وعوائد أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان.

ب) مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها. ونموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد.

جـ) يمكن لمقاييس الاستحقاق تفسير (76.8%) من أسعار الأسهم و(13.1%) من عوائدها.

د) يمكن لمقاييس التدفقات النقدية تفسير (8.5%) من أسعار الأسهم و(4%) من عوائد الأسهم.

1-1-2- أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في أسعار الأسهم وعوائدها.

ب) وجود أثر سلبي لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار الأسهم.

جـ) وجود أثر إيجابي لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

1-1-3- جاءت نتائج التحليل العاملي متوافقة نسبياً مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد، حيث أكدت:

أ) وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار وعوائد أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان.

ب) نموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد.

1-1-4- بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يمكن القول بأن مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها.

1-1-5- اتفقت نتائج تطبيق البحث الحالي على البيانات المالية للمصارف المدرجة في بورصة عمان مع نتائج دراسة كل من Emeni et al (2016) وخليل (2001)، من حيث كون مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم. كما أكدت نتائج هذه الدراسة نتائج دراسة كل من Charitou & Clubb (1999)؛ حمدان وآخرون (2008) ودراسة Dimitropoulos et al (2010) عندما أظهرت بأن مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد الأسهم.

1-2- نتائج تحليل البيانات المالية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان:

1-2-1- أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد:

أ) وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار وعوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

ب) مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها. ونموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد.

جـ) يمكن لمقاييس الاستحقاق تفسير (42.8%) من أسعار الأسهم و(11.6%) من عوائدها.

د) يمكن لمقاييس التدفقات النقدية تفسير (16.6%) من أسعار الأسهم و(3.9%) من عوائدها.

1-2-2- أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار الأسهم.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في أسعار الأسهم وعوائدها.

جـ) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

1-2-3- جاءت نتائج التحليل العاملي مخالفة نسبياً لنتائج تحليل الانحدار المتجدد، حيث بيّنت أن:

أ) مقاييس الاستحقاق غير ملائمة في تفسير أسعار الأسهم.

ب) كل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية غير ملائمة في تفسير عوائد الأسهم.

1-2-4- بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يمكن القول بأن حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه هو المقياس الملائم في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان. يمكن أن يعزى ذلك إلى وجود عوامل أخرى تلعب دور كبير في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها.

1-2-5- اتفقت نتائج الدراسة الحالية المطبقة على البيانات المالية لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان مع نتائج دراسة Azzali et al (2013) والتي بيّنت ملاءمة مقاييس التدفقات النقدية وعدم ملاءمة مقاييس الاستحقاق في تفسير أسعار الأسهم. كما اتفقت نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة Panahian & Zolfaghari (2010) التي أظهرت عدم وجود أي أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

1-3- نتائج تحليل البيانات المالية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

1-3-1- بيّنت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد:

أ) وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار وعوائد أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب) مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها. ونموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد.

جـ) يمكن لمقاييس الاستحقاق تفسير (41.3%) من أسعار الأسهم و(12.2%) من عوائد الأسهم.

د) يمكن لمقاييس التدفقات النقدية تفسير (11.7%) من أسعار الأسهم و(7.1%) من عوائد الأسهم.

1-3-2- أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في أسعار الأسهم وعوائدها.

ب) وجود أثر إيجابي لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار الأسهم.

جـ) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في عوائد الأسهم.

1-3-3- جاءت نتائج التحليل العاملي متوافقة نسبياً مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد، حيث أكدت:

أ) وجود أثر لكل من مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية في أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب) وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في عوائد الأسهم.

جـ) نموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد.

1-3-4- بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يمكن القول بأن مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها، ومقاييس التدفقات النقدية ملائمة فقط في تفسير أسعار الأسهم.

1-3-5- اتفقت نتائج الدراسة الحالية المطبقة على البيانات المالية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع نتائج دراسة Emeni et al (2016) التي أكدت على أن مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم. كما اتفقت مع نتائج دراسة Mccarthy & Simons (2005) التي توصلت إلى أن مقاييس الاستحقاق ملائمة في تفسير عوائد الأسهم، ومقاييس التدفقات النقدية غير ملائمة في تفسير عوائد الأسهم.

1-4- نتائج تحليل البيانات المالية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

1-4-1- أظهرت نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المتجدد:

أ) وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في أسعار وعوائد أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار وعوائد أسهم شركات التأمين.

جـ) نموذج الأسعار أكثر ملاءمة من نموذج العوائد.

د) يمكن لمقاييس الاستحقاق تفسير (45.3%) من أسعار الأسهم و(26.3%) من عوائد الأسهم.

1-4-2- أظهرت نتائج تطبيق أسلوب التحليل العاملي:

أ) وجود أثر إيجابي لمقاييس الاستحقاق في أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في عوائد الأسهم.

جـ) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار الأسهم وعوائدها.

1-4-3- اتفقت نتائج التحليل العاملي نسبياً مع نتائج تحليل الانحدار المتجدد، حيث أكدت:

أ) وجود أثر لمقاييس الاستحقاق في أسعار الأسهم.

ب) عدم وجود أثر لمقاييس التدفقات النقدية في أسعار الأسهم وعوائدها.

1-4-4- بناءً على نتائج أسلوبي التحليل، يمكن القول أن مقاييس الاستحقاق هي المقاييس الملائمة في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويمكن تفسير ذلك بصغر حجم شركات التأمين الداخلة في عينة البحث، ووجود عوامل أخرى تؤثر في أسعار وعوائد أسهم هذه الشركات.

1-4-5- اتفقت نتائج الدراسة الحالية المطبقة على البيانات المالية لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع نتائج دراسة Panahian & Zolfaghari (2010) التي أظهرت عدم ملاءمة كل من المقاييس _مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية_ في تفسير عوائد الأسهم.

1-5- بالمقارنة بين نتائج التطبيق على البيانات المالية للمصارف وشركات التأمين المدرجة في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية[1]، تبيّن الآتي:

1-5-1- يعتبر متغير حصة السهم من صافي التدفق النقدي وما في حكمه الممثل لمقاييس التدفقات النقدية مقياس هام ومشترك في تفسير أسعار أسهم كل من مصارف وشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

1-5-2- تعتبر مقاييس الاستحقاق الممثلة لكل من متغير ربحية السهم الأساسية؛ ربحية السهم التشغيلية والقيمة الدفترية للسهم مقاييس هامة ومشتركة في تفسير أسعار أسهم المصارف وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-5-3- تعتبر كل من ربحية السهم الأساسية؛ ربحية السهم التشغيلية والقيمة الدفترية للسهم مقاييس ملائمة في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية، إلا أن القوة التفسيرية لهذه المقاييس لأسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان أكبر من القوة التفسيرية لأسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، على الرغم من التقارب في حجم البيانات المطبق عليها البحث، ويمكن أن يعزى ذلك إلى أن حركة التداول في بورصة عمان أكثر نشاطاً من حركة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-5-4- تبيّن ملاءمة كل من ربحية السهم التشغيلية والتغير في القيمة الدفترية للسهم في تفسير عوائد أسهم كل من شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

[1] تعود إمكانية المقارنة بين نتائج التطبيق على السوقين الماليين إلى أن أسعار وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لم تتأثر بالأزمة التي تمر بها سورية، نتيجة لعدم وجود شركات أجنبية مدرجة في هذا السوق.

1-5-5- تبيّن ملاءمة كل من ربحية السهم الأساسية والقيمة الدفترية للسهم في تفسير أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية.

1-5-6- لا تعتمد شركات التأمين، سواءً أكانت مدرجة في بورصة عمان أم في سوق دمشق للأوراق المالية، إلا بنسبة صغيرة على المقاييس التي تم اختبارها في البحث الحالي، وهذا دليل على وجود عوامل أخرى تؤثر في أسعار أسهم هذه الشركات وعوائدها، بالإضافة إلى أنه من المحتمل أن المستثمر في أسهم هذه الشركات يلجأ إلى التحليل الفني عند اتخاذه لقراره الاستثماري أكثر من التحليل الأساسي.

1-5-7- تعتمد جميع شركات عينة البحث على نموذج الأسعار أكثر من اعتمادها على نموذج العوائد، وهذا دليل على أن المستثمر يهتم بمؤشر سعر السهم أكثر من اهتمامه بمؤشر معدل العائد على السهم عند اتخاذه لقراره الاستثماري في كلا السوقين.

1-5-8- مقاييس الاستحقاق أكثر ملاءمة من مقاييس التدفقات النقدية في تفسير أسعار وعوائد أسهم المؤسسات المالية المدرجة في كلا السوقين، باستثناء شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان، وهذا دليل على اهتمام المستثمر بالبيانات المالية المبنية على أساس الاستحقاق أكثر من اهتمامه بالبيانات المالية المبنية على الأساس النقدي.

1-5-9- على الرغم من الاتفاق النسبي بين المصارف وشركات التأمين المدرجة في ذات السوق على المقياس الملائم لتفسير أسعار الأسهم، إلا أنه مازال هناك اختلاف حول أكثر المقاييس الملائمة من قطاع لآخر، قطاع المصارف وقطاع تأمين، ومن سوق مالي لآخر. حيث أكدت هذه النتيجة ما تم مناقشته سابقاً في القسم النظري، والذي يتلخص بأن المقياس الملائم في صناعة ما يمكن أن يكون غير ملائم في صناعة أخرى. وكذلك الأمر، المقياس الملائم بالنسبة لقطاع ما في سوق مالي يمكن أن يكون غير ملائم لذات القطاع في سوق مالي آخر.

2- التوصيات:

2-1- يمكن للمستثمرين في أسهم المصارف المدرجة في كل من بورصة عمان وسوق دمشق للأوراق المالية الاعتماد على نموذجي الأسعار والعوائد معاً عند اتخاذ القرار الاستثماري في أسهم هذه المصارف.

2-2- ضرورة نشر التوعية بين مستثمري أسهم شركات التأمين في كلا السوقين الماليين حول أهمية استخدام التحليل الأساسي لتحديد وبيان وضع الشركة المالي والنقدي عند عملية اتخاذ القرار الاستثماري، وذلك من خلال إجراء ندوات تعريفية حول أهمية استخدام التحليل الأساسي في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

2-3- على الرغم من تأكيد مجلس معايير المحاسبة الدولية على أهمية التدفقات النقدية، إلا أنها لم تكن محط اهتمام مستثمري المصارف المدرجة في السوقين الماليين ومستثمري شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لذلك يجب نشر التوعية بين مستثمري أسهم المؤسسات المالية في السوقين الماليين حول أهمية مقاييس التدفقات النقدية في تحديد السيولة النقدية لهذه المؤسسات، وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة.

2-4- ضرورة اهتمام المستثمرين في كلا السوقين بمعدل العائد على الأسهم عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية، كونه من المؤشرات الهامة في الأسواق المالية العالمية. بالإضافة إلى فرض غرامات على الشركات التي لا تفصح عن معدل العائد على أسهمها في تقاريرها المالية.

2-5- إلزام الشركات المدرجة في بورصة عمان على الإفصاح عن تقارير مالية ربعية لما لها من أهمية كبيرة في توفير معلومات ملائمة لمتخذي القرارات في الأسواق المالية.

2-5- تنشيط حركة تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال تشجيع الشركات غير المدرجة على تقديم طلبات إدراج في السوق وتسهيل عملية إدراجها. بالإضافة

إلى إنشاء قاعات تداول محلية في بعض المحافظات، على أن تكون موزعة على جميع مناطق الجمهورية العربية السورية.

2-6- عند تجميع البيانات، تبيّن عدم التزام جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بشكل عام وشركات التأمين بشكل خاص بالإفصاح عن تقاريرها المالية في الوقت المناسب، وبالتالي يجب على القائمين في سوق دمشق للأوراق المالية إلزام الشركات بالإفصاح عن تقاريرها المالية في الوقت المناسب لما له من أهمية في تقديم معلومات ملائمة لمتخذي القرارات.

3- محددات البحث:

1) اقتصر التطبيق العملي في بورصة عمان على البيانات المالية نصف السنوية نتيجة عدم توفر بيانات ربعية لجميع الشركات الأردنية الداخلة في عينة البحث. يعود ذلك إلى عدم إلزام هيئة الأوراق المالية الأردنية الشركات الخاضعة لإشرافها بالإفصاح عن التقارير المالية الربعية.

2) قصر السلسلة الزمنية نتيجة حداثة سوق دمشق للأوراق المالية مقارنةً بالأسواق المالية الأخرى. فمن أجل الحصول على أكبر عدد ممكن من المشاهدات، تم تطبيق الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية من عام 2011، بسبب وجود عدد لا بأس به من الشركات أُدرجت بين نشأة السوق عام 2009 وبداية الدراسة الحالية عام 2011.

3) صغر حجم عينة البحث بالنسبة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، نتيجة لقلة عدد الشركات المدرجة في هذا السوق.

4) أجريت هذه الدراسة دون الأخذ بعين الاعتبار تأثيرات أسعار الصرف، ودون التعرض للعوامل الأخرى من سياسية، اقتصادية، تحليل فني، إشاعات، وغيرها، والتي من المحتمل أن تؤثر في أسعار الأسهم وعوائدها.

4- الآفاق المستقبلية:

3-1- تم تقييم ملاءمة مقاييس الاستحقاق والتدفقات النقدية ضمن إطار مدخل القيمة الملائمة باستخدام مؤشرين فقط هما أسعار الأسهم وعوائدها، مما يفتح المجال أمام الباحثين بإجراء أبحاث أخرى في تقييم مقاييس الاستحقاق ومقاييس التدفقات النقدية باستخدام مؤشر آخر كالتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

3-2- إن قصر فترة الدراسة الحالية يفتح المجال أمام الباحثين بإعادة هذا البحث بعد فترة من الزمن لتشمل سلسلة زمنية أطول.

3-3- إعادة الدراسة الحالية لتشمل المؤسسات غير المالية مع إدخال مقاييس جديدة لم يتم اختبارها في البحث الحالي كنسبة تغطية الدين.

3-4- تم اختبار ملاءمة المقاييس المحاسبية في تفسير أسعار الأسهم وعوائدها دون الأخذ بعين الاعتبار أثر التغيرات في أسعار الصرف وعوامل أخرى قد تؤثر في أسعار الأسهم وعوائدها.

المراجع

1- المراجع باللغة العربية:

1-1- كتب:

1) ادريس، ثابت، 2002، بحوث التسويق: أساليب القياس والتحليل واختبار الفروض، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

2) اسماعيل، اسماعيل، مرعي، عبد الرحمن ويوسف، علي، 2011، المحاسبة المتوسطة (2)، منشورات جامعة دمشق، دمشق.

3) جودة، محفوظ، 2009، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام SPSS، الطبعة الثانية، دار الأوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

4) حماد، طارق عبد العال، 2007، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان –نظرة حالية ومستقبلية، الدار الجامعية، الاسكندرية.

5) حنان، رضوان حلوة، 2006، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

6) العداسي، أحمد محمد، 2011، التحليل المالي للقوائم المالية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

7) عقل، محمد مفلح، 2009، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

8) علي، عبد الوهاب نصر، 2007، القياس والإفصاح المحاسبي وفقاً لمعايير المحاسبة العربية والدولية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

9) لطفي، أمين السيد أحمد، 2007، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، القاهرة.

10) مطر، محمد،2007، مبادئ المحاسبة المالية: الدورة المحاسبية ومشاكل الاعتراف والقياس والإفصاح، الطبعة الرابعة، دار الأوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

11) مطر، محمد، 2010، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان.

12) نجيب، حسين علي والرفاعي، غالب عوض صالح، 2006، تحليل ونمذجة البيانات باستخدام الحاسوب "تطبيق شامل للحزمة SPSS"، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

13) النقيب، كمال عبد العزيز، 2004، المدخل المعاصر إلى علم المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الأوائل للنشر، عمان، الأردن.

14) النعيمي، عدنان تايه والتميمي، أرشيد فؤاد، 2009، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.

1-2- المقالات:

1) حمدان، وسام مصطفى؛ غرايبة، فوزي عبد الرحمن؛ الدبعي، مأمون محمد، 2008، دور التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق في تفسير العوائد السوقية للأسهم، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 4، العدد3، ص288-310.

2) خليل، اسماعيل ونعوم، ريان، 2012، الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بين النظرية والتطبيق، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد30، العراق.

3) خليل، عبد الفتاح أحمد، 2001، قياس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية وفقاً لأساس الاستحقاق والتدفقات النقدية وانعكاساتها على قرار المستثمرين في سوق الأوراق المالي المصري، المجلة العلمية التجارة والتمويل، مجلد 2، عدد 1، ص87-130.

4) الطويل، ليلى وشاهين، سوسن، 2014، اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 36، العدد 1، ص323-340.

5) الغصين، راغب والموصلي، منال، 2013، أهمية مقاييس التدفقات النقدية في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 35، العدد 2، ص 207-223.

6) الزهراني، أسماء أحمد والدبعي، مأمون محمد، 2016، مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12، العدد2، ص 271-288.

7) القرم، جهاد؛ عبد الجليل، توفيق، 2008، أثر تسويات الاستحقاق الخاضعة لسيطرة الإدارة على عوائد الأسهم (دليل من بورصة عمان للأوراق المالية)، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 4، العدد2، ص123-142.

8) موصلي، سليمان & السمان، حازم، 2013، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الثاني، 151-169.

1-3- اطروحات:

1) الهباش، محمد يوسف، 2006، استخدام مقاييس التدفق النقدي والعائد المحاسبي للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.

2) يوسف، علي، 2002، استنخدام نموذج OHLSON لتقييم حقوق ملكية المنشأة مع التطبيق على سوق الأورق المالية في جمهورية مصر العربية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قناة السويس.

3) يوسف، علي، 2005، استخدام المدخل التطبيقي في الفكر المحاسبي المعاصر كإطار للتنظير المحاسبي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس.

4) الديب، حسام عبد الجبار،2011، "دور التدفق النقدي الحر في تقييم الأسهم – دراسة ميدانية" ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق.

2- المراجع باللغة الإنكليزية:

2-1- Books:

1) Atrill, Peter, 2005, Financial Accounting for Decision Makers, 4th ed, Pearson Education, England.
2) Chatfield, Chris, 2003. The Analysis of Time Series: An Introduction, 7th Ed, Chapman & Hall, UK.
3) Elliott, Barry & Elliott, Jamie, 2007, Financial Accounting and Reporting, 11th ed, Financial Time Prentice Hall, UK.
4) Englard, Baruch, 2007, Intermediate Accounting I, 2th ed, The McGraw-Hill, U.S.A.
5) Gelinas, Ulric J.; Dull, Richard B., 2008, Accounting Information Systems, Thomson South-Western, Canda.
6) Gitman, Lawrence J., 2006, Principles of Managerial Finance, Pearson, United States.
7) Guenther, Daviad A., 2005, Financial Reporting and Analysis, McGraw-Hill, New York.
8) Hair, Joseph F.; Black, William C.; Babin, Barry J.; Anderson, Rolph E. & Tatham, Ronald L., 2006, Multivariate Data Analysis, 6th ed, Pearson Education, United States of America.
9) Horngren; Charles T. & Harrison; Walter T., 2007, Accounting, 7thed, Pearson Education, England.
10) Petersen; Christian V. & Plenborg; Thomas, 2012, Financial Statement Analysis, Pearson, England.

11) Perk, Jonathan & DeMarzo, Peter, 2011, Corporate Finance, 2th ed, Pearson, United Stated.

12) Revsine, Lawrence Revsine; Collins Daniel W.; Johnson Bruce W., 2005, Financial Reporting and Analysis, 3thed, Pearson, USA.

13) Stolowy, Herve & Lebas, Michel J., 2006, Financial Accounting And Reporting: A Global Persective, 2thed, South-Western, London.

14) Walton, Peter; Aerts, Walter, 2007, Global Financial Accounting and Reporting: Principles and Analysis, Thomson, China.

15) Sutton, Tim, 2004, Corporate Financial Accounting and Reporting, 2thed, Prentice Hall, England.

16) Wild, John J.; Subramanyam, K.R. & Halsey, Rober F., 2007, Financial Statement Analysis, McGraw-Hill, New York.

2-2- Articales:

1) Ahmed, Anwer S.; Nainar, S.M. Khalid & Zhang, X. Frank, 2006, Further Evidence on Analyst and Investor Mis-Weighting of Prior Period Cash Flows and Accruals, International Journal of Accounting, Vol.41, No.1, Pp51-74.

2) Aladwan, Mohammad & Saaydah, Mansour, 2015, The Relevance of Fair Value Revaluation in Measurement of Jordanian Firms Future Performance, Jordan Journal of Business Administration, Vol.11, No.2, P525-541.

3) Almilia, Luciana S., 2011, Value Relevance of Accounting Information Using an Error Correction Model, ACCOUNTING & TAXATION, Vol. 3, No.2, P119-130.

4) Anandarajan; Asokan & Hasan; Iftekhar, 2010, Value relevance of earnings: Evidence from Middle Eastern and North African Countries, Advances in Accounting, Vol.26, No.2, P270–279.

5) Apellániz, Paloma, 1995, Accrual versus Cash Flow Variables: Empirical Evidence From Spain, European Accounting Review, Vol.4, No.3, Pp577-579.
6) Azzali, Stefano; Fornaciari, Luca; Mazza, Tatiana, 2013, The Value Relevance Of Earning Management In Manufacturing Industries Before And During The Financial Crisis, European Journal of Accounting Finance and Business, Vol.1, No.1, P3-55.
7) Ball, Ray; Brown, Philip, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research, Vol.6, No.2, Pp.159-178.
8) Ball, Ray; Gerakos, Joseph; Linnainmaa, Juhani T.; Nikolaev, Valeri, 2016, Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns, Journal of Financial Economics, Vol. 121, No. 1, P28-45.
9) Barth, Mary, 2000, Valuation-based Accounting Research: Implications for Financial Reporting and Opportunities for Future Research, Accounting and Finance, Vol.40, No.1, P7-31.
10) Barth; Mary E., Hotton; Amy P., 2004, Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals, Review of Accounting Studies, Vol.9, No.1, P59–96.
11) Bo, Jiang, 2009, An empirical study on information content of accounting earnings and cash flow, Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol.5, No.7, P44-48.
12) Brown, Stephen; Lo, Kin & Lys, Thomas, 1999, Use of R2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades, Journal of Accounting and Economics, Vol. 28, No. 2, P. 83–115.
13) Charitou, Andreas & Clubb, Colin, 2001, Earnings, Cash Flows and Security Returns Over Long Return Intervals: Analysis and UK Evidence, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.26, No.3, Pp.283-312.

14) Cheng, F.F.; Ariff, M., 2007, Abnormal Returns of Bank Stocks and Their Factor-Analyzed Determinants, Journal of Accounting – Business & Management, VOL.14, NO.1, P1-16.

15) Clacher; Iain, 2013, The Value Relevance of Direct Cash Flows under International Financial Reporting Standards, A Journal of Accounting, Finance and Business Studies, Vol. 49, No. 3, P367-395.

16) Cooper, Stephen, 2007, Performance Measurement for Equity Analysis and Valuation, Accounting in Europe, Vol.4, No.1, 1–49.

17) Cotter, Julie, 1996, Accrual and Cash flow accounting models: Acomparison of the Value relevance and Timeliness of their components, Accounting and Finance, Vol.36, NO.2, Pp.127–150.

18) Dargenidou; Christina, McLeay; Stuart & Raonic; Ivana, 2011, Accruals, Disclosure and the Pricing of Future Earnings in the European Market, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 38, No. 5, p473-504.

19) Dechow, Patricia M., 1994, Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals, Journal of Accounting and Economics, Vol.18, No.1, P 3–42.

20) Dimitropoulos, Panagiotis E.; Asteriou, Dimitrios & Koumanakos, Evangelos, 2010, The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry: Evidence from the Greek banking sector, Advances in Accounting, Vol.26, No.2, Pp.290–303.

21) Dhaliwal, Dan; Subramanyam, K.R. & Trezevant, Robert, 1999, Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?, Journal of Accounting and Economics, Vol. 26, No. 3, P43-67.

22) Ebaid, Ibrahim El-Sayed, 2011, Accruals and the Prediction of Future Cash Flows Empirical Evidence From an Emerging Market, Management Research Review, Vol.34, No.7, P838−853.

23) Emeni, Francis K.; Uwuigbe, Olubukola R.; Uwuigbe, Uwalomwa; Erin, Olayinka A..2016, The Value Relevance of Adopting IFRS: Evidence From the Nigerian Banking Sector, Review of Economic Studies & Research Virgil Madgearu, Vol. 9, No. 2, P49-66.

24) Er, Şebnem & Vuran, Bengü, 2012, Factors Affecting Stock Returns of Firms Quoted in ISE Market: A Dynamic Panel Data Approach, International Journal of Business and Social Research, Vol.2, No.1, P.109-122.

25) Farshadfar, Shadi, 2012, Further Evidence on the Relative Forecast Ability of Earnings and Cash Flows: An Industry-Level Analysis, International Research Journal of Finance & Economics, No.97, Pp.127-137.

26) Ferrero, Jennifer M., 2014, Consequences of financial reporting quality on corporate performance. Evidence at the international level, Estudios de Economía. Vol.41, No.1, P.49-88.

27) Francis J & Schipper K., 1999, Have financial statements lost their relevance?, Journal of Accounting Research, Vol. 37, No. 2, P319-352.

28) Garrod, N.; Giner, B.; Larran M., 2000, The Value Relevance of Earnings, Cash Flow and Accruals: the Impact of Disaggregation and Contingencies, epartment of Accounting and Finance University of Glasgow Working Paper Series, P1-29.

29) Glezakos, Michalis; Mylonakis, John; Kafouros, Charalampos, 2012, The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 2, Pp.56-68.

30) Graham, John R.& Campello, Murillo, 2013, Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble, Journal of Financial Economics, Vol.107, No.1, P89–110.

31) Hirshleifer, David; Hou, Kewei & Teoh, Siew Hong, 2009, Accruals, Cash Flows and Aggregate Stock Returns, Journal of Financial Economics, Vol.91, No.3, Pp389-406.

32) Huang, Yuan & Zhang, Guochang, 2012, An Examination of the Incremental Usefulness of Balance-Sheet Information Beyond Earnings in Explaining Stock Returns, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol.27, No. 2, P267–293.

33) Iddon, Casey; Hettihewa, Samanthala; Wright, Christopher S., 2015, Value Relevance of Accounting and Other Variables in the Junior-Mining Sector, AABFJ, Vol.9, No.1, P25-45.

34) Ingram, Robert W.; Lee, Thomas A., 1997, Information Provided by Accrual and Cash Flow Measures of Operating Activities, Abacus, Vol.33, No.2, P.168-185.

35) Kim, Jeong-Bon; Lipka, Roland; Sami, Heibatollah, 2012, Portfolio performance and accounting measures of earnings: an alternative look at usefulness, Review of Quantitative Finance & Accounting, Vol.38, No.1, Pp.87-107.

36) Kimouche, Bilal; Rouabhi, Abdenacer, 2016, The Impact of Intangibles on The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from French Companies , Intangible Capital, Vol.12, NO.2, P506-529.

37) Liu, Jing; Nissim, Doron; Thomas, Jacob, 2007, Is Cash Flow King in Valuations؟, Financial Analysts Journal, Vol.63, No.2, P56-68.

38) Lo, Kin; Lys, Thomas Z., 2000, Bridging the Gap Between Value Relevance and Information Content, Working Paper, University of British Columbia.

39) Malacrida, Mara J. C.; Lima, Gerlando A. S.; Fávero, Luiz P. L. & Lima, Iran S., 2010, An Accounting Accruals Model to predict Future Operating Cash Flows: Evidence from Brazil, International Journal of Management, Vol.27, No.3, Pp562-578.

40) Mazloom, Ali; Azarberahman, Alireza; Azarberahman, Jalal, 2013, The Association between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns some Iranian evidence, International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol.3, No.1, Pp.24-41.

41) Mccarthy, Joseph & Simons, Kathleen, 2005, Analyzing the Impact of Cash Flows and Accruals on Stock Returns, Journal of Accounting & Finance Research, Vol.13, No.5, Pp.19-24.

42) Melendrez, Kevin D.; Schwartz, JR., William C. & Trombley, Mark A., 2008, Cash Flow and Accrual Surprises Persistence and Return Implications, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol.23, No.4, Pp573-592.

43) Menaje, Placido M., 2012, Impact of Selected Accounting and Economic Variables on Share Price of Publicly Listed Banks in the Philippines from 2002-2008, DLSU Business & Economics Review, Vol.22, No.1, pp. 35-62.

44) Mitchell, Jason D., Goh, Steven W., Forman, Stephen C., 1995, A Note on the relationship Between Reported Cash Flow Measures, Ratios and their Accrual Counterparts, Accounting & Finance, Vol.35, No.1, Pp.47-62.

45) Mooi, Tho Lai, 2007, Predicting Future Cash Flows: Does Cash Flow Have Incremental Information over Accrual Earnings, Malaysian Accounting Review, Vol.6, No.2, Pp.63-80.

46) Nilssonl; Henrik, kand; Fil, 2003, Essays on the value relevance of financial statement information (2003), Studies in Business administration, Series B, No 50, P1-26.

47) Omokhudu, Okuns O. & Ibadin Peter O., 2015, The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria, Accounting and Finance Research, Vol. 4, No. 3, P20-30.

48) Ohlson; James A. & Aier; Jagadison K., 2009, On the Analysis of Firms' Cash Flows, Contemporary Accounting Research, Vol. 26 No. 4, P.1091-1114.

49) Panahian, Hossein & Zolfaghari, Mehdi, 2010, Investigation of Relationship Between Accrual Items of Operating Income and Cash Flows from Operations with Stock Returns: evidence from I. R. Iran, European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences, No.27, Pp.165-177.

50) Papanastasopoulos, Georgios A, 2014, Accounting Accruals and Stock Returns: Evidence from European Equity Markets, European Accounting Review, Vol. 23, No.4, P729-768.

51) Ragab; Aiman A. & Omran; Mohammad M., 2006, Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market, Review of Accounting and Finance, Vol 5, No 3, Pp.279 – 297.

52) Rahmani, Halimeh & Iran, Zahedan, 2015, A Model for Evaluating the Impacts of Qualitative Characteristics on the Usefulness of Financial Reporting, International Journal of Management, Accounting and Economics, Vol.2, No.4, P294.293-311.

53) Ryan, Stephen G., 1995, A Model of Accrual Measurement with Implications for the Evolution of the Book-to-Market Ratio, Journal of Accounting Research, Vol.33, No.1, P95-112.

54) Shan, Yaowen; Taylor, Stephen; Walter, Terry, 2013, Fundamentals or Managerial Discretion? The Relationship between Accrual Variability and Future Stock Return Volatility, ABACUS, Vol. 49, No. 4,p441-475.

55) Shi, Linna & Zhang, Huai, 2011, On Alternative Measures of Accruals, Accounting Horizons, Vol. 25, No. 4, p.811–836.

56) Shubita, Mohammad Fawzi, 2013, Accruals and Cash Flows- A case of Jordan, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business, Vol.5, NO.3, P428-441.

57) Suadiye, Gulhan, 2012, Value Relevance of Book Value & Earnings Under the Local GAAP and IFRS: Evidence from Turkey, Ege Academic Review, Vol. 12, No. 3, P301-310.
58) Sumiyana; Baridwan, Zaki; Sugiri, Slamet; Hartono, Jogiyanto M., 2010, Accounting Fundamentals and the Variation of Stock Price: Factoring in the Investment Scalability, Gadjah Mada International Journal of Business, Vol. 12, No. 2, pp. 189–229.

2-3- Theses:

1) Klijn, Ruud, 2008, The Value Relevance of Accounting Information in the Netherlands, Master's Thesis, University of Amsterdam, Netherlands.
2) Mottaghi, Aliasghar, 2011, Accrual Accounting, Cash Accounting and the Estimation of Future Cash Flows, Thesis of Doctora, University of Sussex, UK.

3- Website:

1) Financial Accounting Standards Board, FASB, 1976, "The Statement of Financial Accounting Standards No. 14", retrieved from http//www. fasb.org/pdf/fas14.pdf.
2) Financial Accounting Standards Board, FASB, 1980, "The Statement of Financial Accounting Standards No. 2", retrieved from http//www. fasb.org/resources/ccurl/286/565/fas2.pdf.
3) International Accounting Standards Committee, FASB, 1989, "Framework for the Preparation and Presentation of financial statements, IAS 1", retrieved from http//www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1.
4) International Accounting Standard Board, IASB, 2010, "Conceptual Framework for Financial Reporting", retrieved from http// masb.org.my/ pdf/conceptual%20framework%20042015t.pdf.
5) http://www.ase.com.jo. موقع بورصة عمان

الملاحق

الملحق رقم (1) تصنيف الشركات المدرجة في بورصة عمان وفقاً للقطاعات

القطاع الرئيسي	القطاع الفرعي	عدد الشركات	النسبة المئوية
المالي	المصارف	15	%14
	التأمين	23	%21
	الخدمات المالية المتنوعة	36	%34
	العقارات	33	%31
	المجموع	**107**	**%100**
الخدمات	الخدمات الصحية	4	%7
	الخدمات التعليمية	6	%11
	الفنادق والسياحة	11	%21
	النقل	12	%22
	التكنولوجيا والاتصالات	2	%4
	الإعلام	2	%4
	الطاقة والمنافع	4	%7
	الخدمات التجارية	13	%24
	المجموع	**54**	**%100**
الصناعة	الأدوية والصناعات الطبية	6	%9
	الصناعات الكيماوية	9	%14
	صناعة الورق والكرتون	3	%5
	الطباعة والتغليف	1	%2
	الأغذية والمشروبات	11	%17
	التبغ والسجائر	2	%4
	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	16	%25
	الصناعات الهندسية والإنشائية	6	%9
	الصناعات الكهربائية	4	%6
	صناعات الملابس والجلود والنسيج	6	%9
	المجموع	**64**	**%100**

المصدر إعداد الباحثة من موقع بورصة عمان (www.ase.com.jo)

الملحق رقم (2) تصنيف الشركات المدرجة في سوق دمشق لأوراق المالية وفقاً للقطاعات

القطاع الرئيسي	عدد الشركات	النسبة المئوية
المصرفي	14	%58.3
التأمين	6	%25
الخدمات	2	%8.3
الصناعة	1	%4.2
الزراعة	1	%4.2
المجموع	24	%100

المصدر إعداد الباحثة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy)

الملحق رقم (3) المصارف المدرجة في بورصة عمان عينة البحث

اسم المصرف	رمز المصرف	السوق	رأسمال البنك (دينار)	القيمة الاسمية (دينار)
البنك العربي	ARBK	1	640.800.000	1
البنك الإسلامي الأردني	JOIB	1	150.000.000	1
البنك الأردني الكويتي	JOKB	1	100.000.000	1
البنك التجاري الأردني	JCBK	1	105.000.000	1
بنك الإسكان	THBK	1	252.000.000	1
بنك الاستثمار العربي	AJIB	1	150.000.000	1
بنك الاتحاد	UBSI	1	125.000.000	1
بنك المؤسسة العربية	ABCO	1	110.000.000	1
البنك الاستثماري	INVB	1	100.000.000	1
بنك المال	EXFB	1	200.000.000	1
بنك سوسيته جنرال–الأردن	SGBJ	1	100.000.000	1
بنك القاهرة عمان	CABK	1	160.000.000	1
بنك الأردن	BOJX	1	155.000.000	1
البنك الأهلي	AHLI	1	175.000.000	1

المصدر إعداد الباحثة من موقع بورصة عمان (www.ase.com.jo)

الملحق رقم (4) شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان عينة البحث

اسم الشركة	رمز الشركة	السوق	رأسمال البنك (دينار)	القيمة الاسمية (دينار)
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	1	21.000.000	1
النسر العربي للتأمين	AAIN	1	10.000.000	1
التأمين الاردنية	JOIN	1	30.000.000	1
التأمين العربية– الاردن	AICJ	1	8.000.000	1
المتحدة للتأمين	UNIN	1	8.000.000	1
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	2	9.100.000	1
المنارة للتأمين	ARSI	2	7.000.000	1
الشرق العربي للتأمين	AOIC	2	21.438.252	1
العرب للتأمين على الحياة	ARIN	2	8.000.000	1
فيلادلفيا للتأمين	PHIN	3	4.000.000	1
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	2	8.000.000	1
التأمين الوطنية	NAAI	1	8.000.000	1
الأردن الدولية للتأمين	JIJC	2	18.150.000	1
التأمين الإسلامية	TIIC	1	12.000.000	1
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	2	11.000.000	1

المصدر إعداد الباحثة من موقع بورصة عمان (www.ase.com.jo)

الملحق رقم (5) المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عينة البحث

اسم المصرف	رمز المصرف	السوق	رأسمال البنك (ل.س)	القيمة الاسمية (ل.س)
البنك العربي	ARBS	موازي (أ)	5.050.000.000	100
بنك عودة – سورية	BASY	نظامي	5.724.500.000	100
بنك بيبلوس	BBS	موازي (أ)	6.120.000.000	100
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	نظامي	5.000.000.000	100
بنك سورية والمهجر	BSO	نظامي	4.000.000.000	100
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	نظامي	5.250.000.000	100
بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	نظامي	8.499.405.700	100
بنك الشرق	SHRQ	نظامي	2.500.000.000	100
بنك سورية والخليج	SGB	موازي–ب–	10.000.000.000	100
بنك قطر الوطني – سورية	QNBS	نظامي	15.000.000.000	100
بنك الأردن – سورية	BOJS	موازي–أ–	3.000.000.000	100
فرنسبنك – سورية	FSBS	نظامي	5.250.000.000	100

المصدر إعداد الباحثة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy)

الملحق رقم (6) شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عينة البحث

اسم الشركة	رمز الشركة	السوق	رأسمال البنك (ل.س)	القيمة الاسمية (ل.س)
الشركة المتحدة للتأمين	UIC	نظامي	850.000.000	100
السورية الدولية للتأمين	AROP	نظامي	1.000.000.000	100
شركة العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	نظامي	2.000.000.000	100
الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC	نظامي	850.000.000	100

المصدر إعداد الباحثة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy)

الملحق رقم (7) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (1)_المصارف المدرجة في بورصة عمان

Roll: R1
Specification: Q1
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=14,STEP=14) R1 @ Q1

Number of subsamples: 21
Number of coefficients: 7
Window size: 14
Step size: 14

Full sample estimation results:
Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 295
Periods included: 15
Cross-sections included: 21
Total panel (unbalanced) observations: 294

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-1.024829	0.216486	-4.733935	0.0000
BV	1.582744	0.123607	12.80467	0.0000
CA	0.400332	0.143474	2.790273	0.0056
CFS	0.247275	0.103726	2.383922	0.0178
EPS	7.265513	1.514643	4.796850	0.0000
OEPS	-1.538732	0.607878	-2.531318	0.0119
WC	-0.049660	0.031351	-1.584028	0.1143

R-squared	0.757935	Mean dependent var	3.442585
Adjusted R-squared	0.752874	S.D. dependent var	3.645114
S.E. of regression	1.812051	Akaike info	4.050317
Sum squared resid	942.3728	Schwarz criterion	4.138022
Log likelihood	-588.3966	Hannan-Quinn	4.085440
F-statistic	149.7716	Durbin-Watson stat	1.852050
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (8) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (2)–المصارف المدرجة في بورصة عمان

Roll: R2

Specification: Q2

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=14,STEP=14) R2 @ Q2

Number of subsamples:	21
Number of coefficients:	5
Window size:	14
Step size:	14

Full sample estimation results:

Dependent Variable: P

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 295

Periods included: 15

Cross-sections included: 21

Total panel (unbalanced) observations: 294

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	3.072753	0.236100	13.01461	0.0000
CFE	-0.155929	0.120076	-1.298588	0.1951
CFIPS	-2.073813	0.442332	-4.688361	0.0000
CFOPS	-0.833536	0.367136	-2.270374	0.0239
CFPS	0.808582	0.342812	2.358673	0.0190

R-squared	0.085256	Mean dependent var	3.442585
Adjusted R-squared	0.072595	S.D. dependent var	3.645114
S.E. of regression	3.510312	Akaike info	5.366148
Sum squared resid	3561.142	Schwarz criterion	5.428793
Log likelihood	-783.8237	Hannan-Quinn	5.391235
F-statistic	6.733872	Durbin-Watson stat	1.665068
Prob(F-statistic)	0.000034		

الملحق رقم (9) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (3)–المصارف المدرجة في بورصة عمان

Roll: R3

Specification: Q3

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=14,STEP=14) R3 @ Q3

Number of subsamples:	21
Number of coefficients:	7
Window size:	14
Step size:	14

Full sample estimation results:

Dependent Variable: R

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 295

Periods included:

Cross-sections included: 21

Total panel (unbalanced) observations: 294

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.036040	0.018149	-1.985761	0.0480
BV	-0.009559	0.013777	-0.693857	0.4883
ΔBV	0.034231	0.031282	1.094286	0.2747
EPS	-0.101731	0.151214	-0.672757	0.5016
ΔEPS	0.660958	0.112909	5.853918	0.0000
OEPS	0.102286	0.074650	1.370204	0.1717
ΔOEPS	-0.086020	0.052587	-1.635752	0.1030

R-squared	0.268754	Mean dependent	-0.037511
Adjusted R-squared	0.253466	S.D. dependent	0.195675
S.E. of regression	0.169068	Akaike info	-0.693512
Sum squared resid	8.203592	Schwarz criterion	-0.605807
Log likelihood	108.9462	Hannan-Quinn	-0.658389
F-statistic	17.58009	Durbin-Watson	1.249063
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (10) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (4)–المصارف المدرجة في بورصة عمان

Roll: R4
Specification: Q4
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=14,STEP=14) R4 @ Q4

Number of subsamples: 21
Number of coefficients: 7
Window size: 14
Step size: 14

Full sample estimation results:
Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 295
Periods included: 15
Cross-sections included: 21
Total panel (unbalanced) observations: 294

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.041420	0.013835	-2.993742	0.0030
CFIPS	-0.014744	0.032335	-0.455963	0.6488
ΔCFIPS	-0.034757	0.023367	-1.487413	0.1380
CFOPS	-0.000129	0.022709	-0.005702	0.9955
ΔCFOPS	-0.009551	0.016774	-0.569414	0.5695
CFPS	-0.023097	0.025113	-0.919718	0.3585
ΔCFPS	0.035914	0.018141	1.979649	0.0487

R-squared	0.039763	Mean dependent var	-0.037511
Adjusted R-squared	0.019688	S.D. dependent var	0.195675
S.E. of regression	0.193740	Akaike info	-0.421082
Sum squared resid	10.77256	Schwarz criterion	-0.333378
Log likelihood	68.89903	Hannan-Quinn	-0.385959
F-statistic	1.980752	Durbin-Watson stat	0.945136
Prob(F-statistic)	0.068375		

الملحق رقم (11) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

	WC	BV	CFS	EP	OEPS	CA	CFOPS	CFIPS	CFPS	CFE
WC	1.000	-0.564	0.009	-0.333	-0.409	0.066	-0.151	0.084	-0.048	-0.051
BV	**-0.564**	1.000	0.220	0.757	0.770	-0.018	0.039	-0.156	-0.009	-0.107
CFS	0.009	0.220	1.000	0.261	0.258	0.248	-0.942	0.220	-0.633	-0.614
EP	-0.333	**0.757**	0.261	1.000	0.862	0.123	0.030	-0.266	-0.027	-0.125
OEPS	-0.409	**0.770**	0.258	**0.862**	1.000	0.074	0.080	-0.223	0.009	-0.112
CA	0.066	-0.018	0.248	0.123	0.074	1.000	-0.231	0.091	-0.168	-0.071
CFOPS	-0.151	0.039	**-0.942**	0.030	0.080	-0.231	1.000	-0.304	0.656	0.595
CFIPS	0.084	-0.156	0.220	-0.266	-0.223	0.091	-0.304	1.000	0.194	-0.146
CFPS	-0.048	-0.009	**-0.633**	-0.027	0.009	-0.168	**0.656**	0.194	1.000	0.311
CFE	-0.051	-0.107	-0.614	-0.125	-0.112	-0.071	**0.595**	-0.146	0.311	1.000

Determinant=0.0000

الملحق رقم (12) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.822[a]	.675	.673	2.085

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1

الملحق رقم (13) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في بورصة عمان

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	**Regression**	2627.728	2	1313.864	302.164	.000[a]
	Residual	1265.321	291	4.348		
	Total	3893.049	293			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: P

الملحق رقم (14) معاملات الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3.443	.121		28.308	.000
REGR factor score 1 for analysis 1	2.943	.121	0.807	24.157	.000
REGR factor score 2 for analysis 1	-0.555	.121	-.152	-4.558	.000

a. Dependent Variable: P

الملحق رقم (15) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.362[a]	.131	.125	0.183

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2

الملحق رقم (16) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.473	2	0.736	21.986	.000[a]
	Residual	9.746	291	0.033		
	Total	11.219	293			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: R

الملحق رقم (17) معاملات الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-.038	.011		-3.515	.000
REGR factor score 1 for analysis 2	.068	.011	.347	6.348	.000
REGR factor score 2 for analysis 2	.020	.011	.105	1.916	.056

a. Dependent Variable: R

الملحق رقم (18) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (1)–شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Roll: R1

Specification: Q1

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=15,STEP=15) R1 @ Q1

Number of subsamples: 21

Number of coefficients: 7

Window size: 15

Step size: 15

Full sample estimation results:

Dependent Variable: P

Sample: 1 .15

Cross-sections included: 21

Total panel (unbalanced) observations: 315

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	0.520092	0.144492	3.599451	0.0004
BV	0.996971	0.098026	10.17048	0.0000
CA	0.207919	0.212513	0.978385	0.3287
CFS	-0.347145	0.261239	-1.328842	0.1849
EPS	1.076021	0.367787	2.925664	0.0037
OEPS	-0.202435	0.269380	-0.751484	0.4529
WC	0.142308	0.087568	1.625107	0.1052

R-squared	0.427723	Mean dependent var	1.577746
Adjusted R-squared	0.416575	S.D. dependent var	1.150703
S.E. of regression	0.878933	Akaike info	2.601755
Sum squared resid	237.9371	Schwarz criterion	2.685146
Log likelihood	-402.7764	Hannan-Quinn	2.635073
F-statistic	38.36685	Durbin-Watson stat	1.636408
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (19) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (2)_شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Roll: R2

Specification: Q2

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=15,STEP=15) R2 @ Q2

Number of subsamples: 21

Number of coefficients: 5

Window size: 15

Step size: 15

Full sample estimation results:

Dependent Variable: P

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 315

Total panel (unbalanced) observations: 315

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	1.418487	0.066139	21.44706	0.0000
CFE	-0.001984	0.043561	-0.045544	0.9637
CFIPS	-2.004503	0.287663	-6.968238	0.0000
CFOPS	-0.320205	0.380319	-0.841936	0.4005
CFPS	1.367527	0.355751	3.844060	0.0001

R-squared	0.165833	Mean dependent var	1.577746
Adjusted R-squared	0.155069	S.D. dependent var	1.150703
S.E. of regression	1.057727	Akaike info	2.965868
Sum squared resid	346.8240	Schwarz criterion	3.025433
Log likelihood	-462.1242	Hannan-Quinn	2.989666
F-statistic	15.40702	Durbin-Watson stat	1.082761
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (20) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (3)–شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Roll: R3

Specification: Q3

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=15,STEP=15) R3 @ Q3

Number of subsamples:	21
Number of coefficients:	7
Window size:	15
Step size:	15

Full sample estimation results:

Dependent Variable: R

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 315

Total panel (unbalanced) observations: 314

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.046722	0.044802	-1.042842	0.2978
BV	-0.034133	0.029421	-1.160146	0.2469
ΔBV	0.117011	0.030011	3.898930	0.0001
EPS	0.254175	0.125793	2.020581	0.0442
ΔEPS	0.097198	0.087461	1.111323	0.2673
OEPS	0.075861	0.034789	2.180610	0.0300
ΔOEPS	-0.032272	0.030854	-1.045982	0.2964

R-squared	0.116579	Mean dependent var	-0.035065
Adjusted R-squared	0.099313	S.D. dependent var	0.256155
S.E. of regression	0.243103	Akaike info	0.031374
Sum squared resid	18.14335	Schwarz criterion	0.114959
Log likelihood	2.074260	Hannan-Quinn	0.064773
F-statistic	6.752112	Durbin-Watson stat	1.909531
Prob(F-statistic)	0.000001		

الملحق رقم (21) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد لمتغيرات النموذج رقم (4)–شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Roll: R4

Specification: Q4

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=15,STEP=15) R4 @ Q4

Number of subsamples: 21

Number of coefficients: 7

Window size: 15

Step size: 15

Full sample estimation results:

Dependent Variable: R

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 315

Total panel (unbalanced) observations: 314

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.051777	0.016966	-3.051894	0.0025
CFIPS	0.105585	0.082947	1.272923	0.2040
ΔCFIPS	-0.068038	0.071685	-0.949119	0.3433
CFOPS	0.308154	0.105514	2.920496	0.0038
ΔCFOPS	-0.099271	0.087743	-1.131382	0.2588
CFPS	-0.025395	0.107893	-0.235372	0.8141
ΔCFPS	-0.000884	0.087229	-0.010136	0.9919

R-squared	0.039304	Mean dependent var	-0.035065
Adjusted R-squared	0.020528	S.D. dependent var	0.256155
S.E. of regression	0.253512	Akaike info	0.115231
Sum squared resid	19.73040	Schwarz criterion	0.198816
Log likelihood	-11.09122	Hannan-Quinn	0.148630
F-statistic	2.093308	Durbin-Watson stat	1.804793
Prob(F-statistic)	0.053823		

الملحق رقم (22) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.417[a]	.174	.169	1.0492

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1

الملحق رقم (23) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	72.328	2	36.164	32.853	.000[a]
	Residual	343.444	312	1.101		
	Total	415.773	314			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: P

الملحق رقم (24) معاملات الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	1.578	.059		26.690	.000
REGR factor score 1 for analysis 1	.026	.059	.022	.437	.663
REGR factor score 2 for analysis 1	.479	.059	.416	8.094	.000

a. Dependent Variable: P

الملحق رقم (25) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في بورصة عمان

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.102[a]	.010	.004	.2556415

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2

الملحق رقم (26) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.213	2	.106	1.629	.198[a]
	Residual	20.325	311	.065		
	Total	20.538	313			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: R

الملحق رقم (27) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد النموذج رقم (1)–المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R1

Specification: Q1

Roll type: Fixed window

Estimation command: ROLL(F,WINDOW=12,STEP=12) R1 @ Q1

Number of subsamples:	21
Number of coefficients:	7
Window size:	12
Step size:	12

Full sample estimation results:

Dependent Variable: P

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 253

Periods included: 12

Cross-sections included: 21

Total panel (unbalanced) observations: 252

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	63.59327	9.361312	6.793201	0.0000
BV	0.579393	0.072309	8.012797	0.0000
CA	0.020723	0.069124	0.299802	0.7646
CFS	-0.039826	0.022837	-1.743893	0.0824
EPS	-0.819804	0.169618	-4.833245	0.0000
OEPS	0.327486	0.111228	2.944272	0.0035
WC	-0.084416	0.016927	-4.987218	0.0000

R-squared	0.412693	Mean dependent var	143.2250
Adjusted R-squared	0.398310	S.D. dependent var	61.01969
S.E. of regression	47.33216	Akaike info	10.57964
Sum squared resid	548881.6	Schwarz criterion	10.67768
Log likelihood	-1326.035	Hannan-Quinn	10.61909
F-statistic	28.69310	Durbin-Watson stat	1.900233
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (28) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد النموذج رقم (2)–المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R2
Specification: Q2
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=12,STEP=12) R2 @ Q2

Number of subsamples:	21
Number of coefficients:	5
Window size:	12
Step size:	12

Full sample estimation results:
Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 253
Periods included: 12
Cross-sections included: 21
Total panel (unbalanced) observations: 252

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	135.6253	4.006355	33.85256	0.0000
CFE	-105.2160	42.57928	-2.471061	0.0141
CFIPS	0.070283	0.110315	0.637108	0.5246
CFOPS	0.125690	0.095562	1.315273	0.1896
CFPS	0.022149	0.094019	0.235582	0.8140

R-squared	0.116850	Mean dependent var	143.2250
Adjusted R-squared	0.102548	S.D. dependent var	61.01969
S.E. of regression	57.80637	Akaike info	10.97172
Sum squared resid	825369.3	Schwarz criterion	11.04175
Log likelihood	-1377.436	Hannan-Quinn	10.99989
F-statistic	8.170154	Durbin-Watson stat	2.229724
Prob(F-statistic)	0.000003		

الملحق رقم (29) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد النموذج رقم (3)–المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R3
Specification: Q3
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=12,STEP=12) R3 @ Q3

Number of subsamples: 21
Number of coefficients: 7
Window size: 12
Step size: 12

Full sample estimation results:
Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 253
Periods included: 12
Cross-sections included: 21
Total panel (unbalanced) observations: 252

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	0.001959	0.035443	0.055263	0.9560
BV	-0.000495	0.000317	-1.561974	0.1196
ΔBV	0.002387	0.000647	3.690581	0.0003
EPS	-0.000395	0.000621	-0.636505	0.5250
ΔEPS	-8.45E-05	0.000748	-0.112907	0.9102
OEPS	0.001079	0.000398	2.715619	0.0071
ΔOEPS	-0.000229	0.000396	-0.578934	0.5632

R-squared	0.122030	Mean dependent var	0.001036
Adjusted R-squared	0.100528	S.D. dependent var	0.160644
S.E. of regression	0.152355	Akaike info	-0.897819
Sum squared resid	5.686971	Schwarz criterion	-0.799779
Log likelihood	120.1252	Hannan-Quinn	-0.858370
F-statistic	5.675458	Durbin-Watson stat	1.425313
Prob(F-statistic)	0.000015		

الملحق رقم (30) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد النموذج رقم (4)–المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R4
Specification: Q4
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=12,STEP=12) R4 @ Q4

Number of subsamples: 21
Number of coefficients: 7
Window size: 12
Step size: 12

Full sample estimation results:
Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 253
Periods included: 12
Cross-sections included: 21
Total panel (unbalanced) observations: 252

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.010473	0.011029	-0.949570	0.3433
CFIPS	-0.000622	0.000337	-1.844367	0.0663
ΔCFIPS	-0.000504	0.000364	-1.385662	0.1671
CFOPS	-0.000606	0.000284	-2.136369	0.0336
ΔCFOPS	-0.000384	0.000320	-1.199965	0.2313
CFPS	0.000784	0.000283	2.769784	0.0060
ΔCFPS	0.000325	0.000314	1.036061	0.3012

R-squared	0.070943	Mean dependent var	0.001036
Adjusted R-squared	0.048191	S.D. dependent var	0.160644
S.E. of regression	0.156725	Akaike info	-0.841261
Sum squared resid	6.017881	Schwarz criterion	-0.743222
Log likelihood	112.9989	Hannan-Quinn	-0.801812
F-statistic	3.118043	Durbin-Watson stat	1.346985
Prob(F-statistic)	0.005811		

الملحق رقم (31) مصفوفة الارتباط البينية للمتغيرات المستقلة لنموذجي الأسعار_ المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

	WC	BV	CFS	EPS	OEPS	CA	CFOPS	CFIPS	CFPS	CFE
WC	1.000	-0.043	0.300	0.025	-0.056	0.044	-0.313	0.229	-0.210	0.175
BV	-0.043	1.000	0.026	0.843	0.694	-0.010	0.210	0.108	0.257	-0.065
CFS	0.300	0.026	1.000	0.104	0.117	0.108	-0.941	0.189	-0.796	-0.278
EPS	0.025	**0.843**	0.104	1.000	0.789	0.052	0.166	0.037	0.193	-0.078
OEPS	-0.056	**0.694**	0.117	**0.789**	1.000	0.272	0.225	0.121	0.282	-0.119
CA	0.044	-0.010	0.108	0.052	0.272	1.000	-0.014	0.014	0.028	-0.092
CFOPS	-0.313	0.210	**-0.941**	0.166	0.225	-0.014	1.000	-0.144	0.876	0.232
CFIPS	0.229	0.108	0.189	0.037	0.121	0.014	-0.144	1.000	0.274	-0.029
CFPS	-0.210	0.257	**-0.796**	0.193	0.282	0.028	**0.876**	0.274	1.000	0.206
CFE	0.175	-0.065	-0.278	-0.078	-0.119	-0.092	0.232	-0.029	0.206	1.000

Determinant = 0.000

الملحق رقم (32) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.483[a]	.233	.227	53.654

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1

الملحق رقم (33) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	**Regression**	217753.391	2	108876.695	37.820	.000[a]
	Residual	716820.728	249	2878.798		
	Total	934574.118	251			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: P

الملحق رقم (34) معاملات الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	143.225	3.380		42.375	.000
REGR factor score 1 for analysis 1	22.962	3.387	.376	6.780	.000
REGR factor score 2 for analysis 1	18.447	3.387	.302	5.447	.000

a. Dependent Variable: P

الملحق رقم (35) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.269[a]	.073	.065	.15533047

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2

الملحق رقم (36) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.470	2	.235	9.733	.000[a]
	Residual	6.008	249	.024		
	Total	6.477	251			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: R

الملحق رقم (37) معاملات الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.001	.010		.106	.916
REGR factor score 1 for analysis 2	.042	.010	.263	4.317	.000
REGR factor score 2 for analysis 2	.009	.010	.056	.912	.363

a. Dependent Variable: R

الملحق رقم (38) نتائج تطبيق الانحدار المتجدد النموذج رقم (1)-شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R1
Specification: Q1
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=8,STEP=4) R1 @ Q1

Number of subsamples: 20
Number of coefficients: 7
Window size: 8
Step size: 4

Full sample estimation results:
Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 84
Total panel (unbalanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	7.617632	28.61381	0.266222	0.7908
BV	0.933657	0.200365	4.659787	0.0000
CA	-0.163316	0.332728	-0.490841	0.6249
CFS	0.026066	0.207639	0.125535	0.9004
EPS	-2.714099	0.480979	-5.642863	0.0000
OEPS	1.877209	0.310822	6.039507	0.0000
WC	0.146159	0.117615	1.242690	0.2178

R-squared	0.452746	Mean dependent var	144.8760
Adjusted R-squared	0.410103	S.D. dependent var	39.64906
S.E. of regression	30.45237	Akaike info	9.749860
Sum squared resid	71405.72	Schwarz criterion	9.952428
Log likelihood	-402.4941	Hannan-Quinn	9.831291
F-statistic	10.61707	Durbin-Watson stat	1.688846
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (39) نتائج تحليل الانحدار المتجدد النموذج رقم (2) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R2
Specification: Q2
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=8,STEP=4) R2 @ Q2

Number of subsamples:	20
Number of coefficients:	5
Window size:	8
Step size:	4

Full sample estimation results:
Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 84
Total panel (unbalanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	139.3986	5.963238	23.37632	0.0000
CFE	-51.24784	56.33441	-0.909708	0.3657
CFIPS	0.452362	0.599381	0.754716	0.4527
CFOPS	0.697450	0.491890	1.417898	0.1602
CFPS	-0.442834	0.543362	-0.814988	0.4175

R-squared	0.039281	Mean dependent var	144.8760
Adjusted R-squared	-0.009363	S.D. dependent var	39.64906
S.E. of regression	39.83424	Akaike info	10.26501
Sum squared resid	125354.6	Schwarz criterion	10.40970
Log likelihood	-426.1304	Hannan-Quinn	10.32317
F-statistic	0.807524	Durbin-Watson stat	2.317837
Prob(F-statistic)	0.524044		

الملحق رقم (40) نتائج تحليل الانحدار المتجدد النموذج رقم (3) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R3
Specification: Q3
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=8,STEP=4) R3 @ Q3

Number of subsamples: 20
Number of coefficients: 7
Window size: 8
Step size: 4

Full sample estimation results:
Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 84
Total panel (unbalanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.006382	0.076550	-0.083371	0.9338
BV	-0.000112	0.000678	-0.165481	0.8690
ΔBV	0.006878	0.001444	4.764039	0.0000
EPS	0.003103	0.001719	-1.804912	0.0750
ΔEPS	-0.001347	0.001701	-0.792128	0.4307
OEPS	0.001292	0.000927	1.393597	0.1674
ΔOEPS	0.000225	0.001064	0.211144	0.8333

R-squared	0.262843	Mean dependent var	-0.010581
Adjusted R-squared	0.205402	S.D. dependent var	0.092898
S.E. of regression	0.082809	Akaike info	-2.064900
Sum squared resid	0.528017	Schwarz criterion	-1.862332
Log likelihood	93.72582	Hannan-Quinn	-1.983470
F-statistic	4.575892	Durbin-Watson stat	2.145100
Prob(F-statistic)	0.000507		

الملحق رقم (41) نتائج تحليل الانحدار المتجدد النموذج رقم (4) لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Roll: R4
Specification: Q4
Roll type: Fixed window
Estimation command: ROLL(F,WINDOW=8,STEP=4) R4 @ Q4

Number of subsamples: 20
Number of coefficients: 7
Window size: 8
Step size: 4

Full sample estimation results:
Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Sample: 1 84
Total panel (unbalanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000525	0.015503	-0.033850	0.9731
CFIPS	-0.002708	0.001545	-1.752566	0.0837
ΔCFIPS	0.000745	0.000918	0.811990	0.4193
CFOPS	-0.001925	0.001272	-1.513932	0.1341
ΔCFOPS	0.000925	0.000841	1.100033	0.2747
CFPS	0.001963	0.001414	1.388182	0.1691
ΔCFPS	-0.000658	0.000919	-0.715644	0.4764

R-squared	0.045882	Mean dependent var	-0.010581
Adjusted R-squared	-0.028465	S.D. dependent var	0.092898
S.E. of regression	0.094211	Akaike info criterion	-1.806914
Sum squared resid	0.683423	Schwarz criterion	-1.604346
Log likelihood	82.89039	Hannan-Quinn criter.	-1.725483
F-statistic	0.617134	Durbin-Watson stat	2.037576
Prob(F-statistic)	0.715946		

الملحق رقم (42) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.263[a]	.069	.046	38.7212

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1

الملحق رقم (43) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9034.181	2	4517.091	3.013	.055[a]
	Residual	121445.805	81	1499.331		
	Total	130479.986	83			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: P

الملحق رقم (44) معاملات الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي الأسعار لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	144.876	4.225		34.292	.000
REGR factor score 1 for analysis 1	10.416	4.250	.263	2.451	.016
REGR factor score 2 for analysis 1	.595	4.250	.015	.140	.889

a. Dependent Variable: P

الملحق رقم (45) خلاصة نموذج معادلة الانحدار لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.156[a]	.024	.000	.0928920

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2

الملحق رقم (46) اختبار ANOVA[b] لعوامل التحليل العاملي وفقاً لنموذجي العوائد لشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.017	2	.009	1.005	.371[a]
	Residual	.699	81	.009		
	Total	.716	83			

a. Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 1, REGR factor score 1 for analysis 1
b. Dependent Variable: R