

"The Possibility Of Applying The Ohlson Model To Assess The Shares Of Companies Listed On The Damascus Securities Exchange" "Applied Study On Banks And Insurance Companies"

Dr. Rasha Hamada*
Mohammad Safa**

(Received 22 / 12 / 2019. Accepted 1 / 7 / 2020)

□ ABSTRACT □

This research aims to demonstrate the possibility of applying the Ohlson model, to assess the shares of companies listed on the Damascus Securities Exchange (banks and insurance companies), by demonstrating the compatibility of the accounting data of these companies with the assumptions of this model, and The ability of this model to explain changes in the actual prices of this shares of those companies, and thus to indicate the acceptance of this model in the Damascus Securities Exchange to assess the shares of companies listed therein, As one of the most important models of accounting evaluation.

To achieve this, this model was applied to the quarterly accounting data of banks and insurance companies that listed on the Damascus Securities Exchange (after excluding companies that do not meet the specific conditions for selecting the research sample), during the years 2014 - 2018.

The results of the research during the period (2014 - 2018) showed, that the accounting data of the companies listed on the Damascus Securities Exchange (banks and insurance companies), are consistent with Ohlson model assumptions, in terms of achieving the extraordinary profits variable of the sample companies a first-class self-regression, As that The values of the historical continuity coefficients for both the extraordinary profits and the other information variables of the sample companies is located within the range assumed by the model (not negative and less than one), The results also showed that the Ohlson model can explain the changes in the market prices of the shares of the companies listed on the Damascus Securities Exchange (banks and insurance companies) with a coefficient of 64%, and **Thus** the Ohlson model can be applied to assess the shares of the companies listed on the Damascus Securities Exchange (banks and insurance companies), The results also confirmed the importance of the evaluation role of the other information variable in the Ohlson model evaluation function, as this variable is the basic addition Presented by Ohlson in his model.

Keywords: "Ohlson Model, Evaluation of Equity, The Evaluation Role of Accounting Information, Explanation of Changes in the Market Price of Shares".

*Professor-Accounting Department, Economics Faculty, Damascus University.syria. Email: Prof.Rhamada@Gmail.Com

**Postgraduate Student, Accounting Department, Economics Faculty, Damascus University.syria. Email:Mohammad.Sfs@Gmail.Com

"إمكانية تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية" "دراسة تطبيقية على البنوك وشركات التأمين"

الدكتورة رشا حمادة*

محمد صفا**

(تاريخ الإيداع 2019 / 12 / 22. قُبل للنشر في 2020 / 7 / 1)

□ ملخص □

يهدف هذا البحث إلى بيان إمكانية تطبيق نموذج Ohlson، لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، من خلال بيان مدى توافق البيانات المحاسبية لتلك الشركات مع افتراضات هذا النموذج، وقدرة هذا النموذج على تفسير التغيرات في الأسعار الفعلية لأسهم تلك الشركات، وبالتالي بيان مدى قبول هذا النموذج في سوق دمشق للأوراق المالية لتقييم أسهم الشركات المدرجة فيه، باعتباره أحد أهم نماذج التقييم المحاسبي. لتحقيق ذلك تم تطبيق هذا النموذج على البيانات المحاسبية الربعية للبنوك وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (بعد استبعاد الشركات التي لا تحقق الشروط المحددة لاختيار عينة البحث)، خلال الأعوام 2014 - 2018. أظهرت نتائج البحث خلال الفترة المدروسة (2014 - 2018)، أن البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، تتوافق مع افتراضات نموذج Ohlson، من حيث تحقيق متغير الأرباح غير العادية لشركات العينة انحداراً ذاتياً من الدرجة الأولى، كما أن قيم معاملات الاستمرارية التاريخية لكل من متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى لشركات العينة، تقع ضمن المجال المفترض لها من قبل النموذج (غير سالبة وأقل من الواحد)، كما أظهرت النتائج أن نموذج Ohlson يستطيع تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين) بمعامل تحديد (64) %، وبالتالي يمكن تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، كما أكدت النتائج على أهمية الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، باعتبار أن هذا المتغير يشكل الإضافة الأساسية التي قدمها Ohlson في نموذجها.

الكلمات المفتاحية: "نموذج Ohlson، تقييم حقوق الملكية، الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، تفسير التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم".

* أستاذ، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية. البريد الإلكتروني: prof.rhamada@gmail.com

** طالب دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية. البريد الإلكتروني: Mohammad.sfa@gmail.com

مقدمة:

تعتبر عملية البحث المحاسبي في مجال العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة، وتقييم حقوق الملكية أحد المجالات الرئيسية للبحث المحاسبي المعاصر في المحاسبة المالية، وقد حقق هذا النوع من البحوث تطورات هامة منذ بداية التسعينات من القرن الماضي، ساهمت في تعدد مداخله البحثية التي تتضمن مدخل تقييم حقوق الملكية ومدخل التحليل الأساسي كأحد المداخل البحثية المعاصرة الرئيسية¹.

وتعد دراسة Ohlson (1995) في هذا المجال من أهم الدراسات التي ساهمت بشكل كبير في تطور مدخل تقييم حقوق الملكية في البحث المحاسبي، ومن أكثر الدراسات المحاسبية تأثيراً ليس فقط في مجال تقييم حقوق الملكية وإنما في البحث المحاسبي المعاصر ككل، حيث قدم Ohlson من خلالها أول نموذج محاسبي يبرز دور المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في الوصول إلى القيم الحقيقية للأسهم اعتماداً على النظرية الأساسية في تقييم حقوق الملكية².

وانطلاقاً من أهمية التقييم في الأسواق المالية، وأهمية نموذج Ohlson باعتباره أحد أهم نماذج تقييم حقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي في مجال الأسواق المالية، يأتي هذا البحث لبيان إمكانية تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (بالتطبيق على البنوك وشركات التأمين)، وبالتالي تحديد مدى التوافق الدولي في قبول هذا النموذج لتقييم أسهم الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية.

الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات باللغة العربية:

1- دراسة (السيد، 2010)³ بعنوان: "قياس الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق المال المصري".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية في سوق المال المصري، باعتباره أحد الأسواق غير الكفاء باستخدام نموذج Ohlson.

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

أظهرت نتائج الدراسة أن المعلومات المحاسبية ذات ملاءمة قيمة في سوق المال المصري وذلك بمعامل تحديد بلغ (51%) لكل من القيمة الدفترية وربحية السهم معاً، وأن ربحية السهم ذات قوة تفسيرية أعلى بلغت (58%) مقارنة بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية والتي بلغت (9%)، وبمقارنة النتائج الاختبارية للدراسة على مستوى الدول كانت قيمة معامل التحديد للملاءمة القيمة مرتفعة مقارنة بدول أخرى تعد أسواقها المالية كفاءة.

2- دراسة (الطويل وشاهين، 2014)⁴ بعنوان: "اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية".

1KOTHARI, S. Capital Market Research in Accounting. Massachusetts Institute of Technology. Journal of Accounting & Economics, 2000, P 20.

²Youssef, A.M. Using the Ohlson Model to Evaluate the Equity with Application to the Stock Market in the Egypt Arab Republic. Master Thesis. Faculty of Commerce. Canat Alsues Uneversity. 2002, P 1.

³Al-Sayed, N. Measuring the Value Appropriateness of Accounting Information by Applying to the Egyptian Money Market. Master Thesis. Faculty of Commerce. Alzkazik University. 2010.

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

لتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة على نموذج العائد المطور من قبل (Easton & Harris (1991)، ونموذج السعر المطور من قبل (Ohlson (1995)، وذلك باستخدام بيانات القوائم المالية السنوية خلال الفترة 2009 – 2012. أظهرت نتائج الدراسة أن الأرباح المحاسبية ملاءمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وأن متغير التغير في الأرباح يرتبط إيجابياً بشكل معنوي مع عوائد الأسهم، أما متغير مستوى الأرباح لا يرتبط معنويًا مع العائد المتراكم، كما أظهرت النتائج أنه وفقاً لنموذج السعر فإن ربحية السهم وقيمته الدفترية ترتبطان إيجابياً وبشكل معنوي مع سعر السهم، لذلك فإن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي تعكسان معلومات ملاءمة القيمة للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، وتتمثل هذه المعلومات بالأرباح والقيم الدفترية، إلا أن متغير مستوى الأرباح في نموذج العائد لا يفسر التغيرات في العائد المتراكم.

3- دراسة (العارضي، 2017)⁵ بعنوان: "استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لتحديد القيمة السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على إمكانية تطبيق نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في التحديد والتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. لتحقيق ذلك تم تطبيق ثلاثة نماذج وهي: نموذج التقييم المحاسبي - نموذج التوزيعات النقدية - نموذج التدفقات النقدية، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية السنوية لشركات العينة خلال الفترة 2011 – 2014 للتنبؤ ببيانات عام 2015. أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج التقييم المحاسبي له قدرة أفضل من نموذج التوزيعات النقدية في التنبؤ بقيمة السهم، حيث بلغت قدرة النموذجين 79% و 14% على التوالي، كما أظهرت النتائج أن نموذج التقييم المحاسبي له قدرة أفضل من نموذج التدفقات النقدية في التنبؤ بقيمة السهم، حيث بلغت قدرة النموذجين 79% و 7% على التوالي. ثانياً: الدراسات باللغة الإنكليزية:

1- دراسة (Bolibok، 2014)⁶ بعنوان: "Application of the Ohlson Model for Testing the Value Relevance of Accounting Data in the Polish Banking Sector"

"تطبيق نموذج Ohlson لقياس القيمة الملاءمة للبيانات المحاسبية في القطاع المصرفي البولندي". هدفت هذه الدراسة إلى تحديد القيمة الملائمة للبيانات المالية المفصح عنها من قبل البنوك المدرجة في بورصة وارسو. لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية لـ (17) بنك مدرج في بورصة وارسو خلال الفترة 2000 – 2012، وقد تم تحديد ملاءمة البيانات المالية من خلال استخدام نموذج الدخل المتبقي المشتق من نموذج Ohlson، وتم تحليل البيانات عن طريق استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

4Al-Taweel, L. & Shaheen, S. Testing the Appropriateness of the Value of the Accounting Earnings and the Book Value of the Stock in the Damascus Stock Exchange. Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies. Vol(36) No(1) 2014.

⁵Al-Ardi, N. Using Earnings Forecasting Models to Determine the Market Value of Stocks - An Applied Study in A Sample of Companies Lested in the Iraq Stock Exchange. Master Thesis. College of Administration and Economics. University of Alqadisiyah. 2017.

⁶BOLIBOK, P. Application of the Ohlson Model for Testing the Value Relevance of Accounting Data in the Polish Banking Sector. Journal of RynkiFinansowe. NO. 65, 2014.

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

2-دراسة (Tung، 2017)⁷ بعنوان: "An Empirical Examination of The Information Content of Ohlson and Aier's Modified Cash Flows"

"فحص تجريبي للمحتوى المعلوماتي لنموذج المحاسبة النقدية المعدل المقترح من قبل Aier and Ohlson". هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى قدرة نموذج المحاسبة النقدية المعدل المقترح من قبل Aier and Ohlson (2009) المستند إلى متغير الأرباح النقدية الناتجة عن العمليات النقدية، في تحليل وتقييم التدفقات النقدية للشركات، بالمقارنة مع متغير التدفق النقدي من العمليات التشغيلية ومتغير حصة السهم من الأرباح المقاس وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً (GAAP)، وذلك باستخدام عوائد الأسهم كمقياس لأداء الشركات. لتحقيق ذلك تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية لعدد من الشركات الأمريكية خلال الفترة 2001 - 2011، وتم تحليل تلك البيانات عن طريق استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج المحاسبة النقدية المعدل المقترح من قبل Aier and Ohlson (2009)، يوفر محتوى معلوماتي إضافي في تقييم التدفقات النقدية لا يستطيع أن يوفرها كل من متغيري التدفق النقدي من عمليات التشغيل وحصة السهم من الأرباح.

3 - دراسة (Rivera & Roman & Schaefer، 2018)⁸ بعنوان: "An application the Ohlson model to Explore the Value of Big Data for AT & T"

"تطبيق نموذج Ohlson لاستكشاف قيمة البيانات الكبيرة لشركة AT & T". هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى العلاقة بين المعلومات المحاسبية الكبيرة لشركة AT & T وقيمة هذه الشركة. لتحقيق ذلك تم تطبيق نموذج Ohlson لتحديد قيمة هذه الشركة، وذلك بالاعتماد على البيانات المحاسبية العائدة لهذه الشركة خلال الفترة 2010 - 2014. أظهرت نتائج الدراسة، عدم وجود دلالة إحصائية بين قيمة الشركة المحسوبة وفق نموذج Ohlson، وبين البيانات المحاسبية الكبيرة العائدة لهذه الشركة.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تناولت بعض الدراسات السابقة تفسير العلاقات بين المتغيرات المحاسبية والأسعار السوقية للأسهم، من خلال دراسة ملائمة بعض المتغيرات المحاسبية لتفسير التغيرات التي تطرأ على الأسعار السوقية للأسهم، كما تناول بعضها الآخر اختبار مدى قدرة نماذج التقييم المحاسبي في تفسير الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية والتنبؤ بها، ويمكن بيان ما يميز هذه البحث عن دراسة (الطويل وشاهين، 2014) على اعتبار أن الحالة التطبيقية لها تمت على شركات القطاع المالي المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، في أن هذا البحث يظهر مدى توافق البيانات المحاسبية المنشورة لشركات العينة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الافتراضات المحددة من قبل النموذج، وبالتالي مدى إمكانية الاعتماد على هذه البيانات في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وقوة تفسير هذا النموذج

⁷TUNG, S. An Empirical Examination of The Information Content of Ohlson and Aier's Modified Cash Flows. University of Illinois at Urbana-Champaign. 2017. Available at SSRN.

⁸RIVERA, I.S. & ROMAN, J. & SCHAEFER, T. An Application the Ohlson Model to Explore the Value of Big Data for AT & T. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol . 22, No . 1, 2018.

للتغيرات في الأسعار السوقية للأسهم، بالإضافة إلى أن النقطة الأكثر أهمية تتمثل في بيان الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson على اعتبار أن هذا المتغير يشكل الإضافة الأساسية التي قدمها Ohlson في نموذج، حيث أظهرت النتائج أن القوة التفسيرية لمتغيري الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية منخفضة بدون وجود هذا المتغير في دالة تقييم النموذج، وأن وجود هذا المتغير في دالة تقييم النموذج هو الذي يعطي للنموذج قوة تفسيرية أعظم، وعليه تأتي هذه الدراسة استكمالاً للدراسات السابقة التي قامت بتطبيق نموذج Ohlson لقياس قدرة هذا النموذج على تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات، وذلك من خلال بيان إمكانية تطبيق هذا النموذج لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، وبالتالي تحديد مدى التوافق الدولي في قبول هذا النموذج لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تم دراسة إمكانية تطبيق هذا النموذج في العديد من الأسواق المالية العربية ومنها مصر والعراق والأردن، وأظهرت النتائج قدرة هذا النموذج على تفسير التغيرات في الأسعار السوقية للشركات في هذه الدول.

مشكلة البحث:

يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤل الآتي:

هل يمكن تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)؟

ويتفرع عن هذا السؤال التساؤلات الفرعية الآتية:

1- هل تتوافق البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، مع افتراضات نموذج Ohlson؟

• هل يحقق متغير الأرباح غير العادية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، انحداراً ذاتياً من الدرجة الأولى؟

• هل تقع قيم معاملات الاستمرارية التاريخية لكل من متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، ضمن المجال المفروض لها من قبل النموذج (غير سالبة، وأقل من الواحد)؟

2- هل يستطيع نموذج Ohlson، تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)؟

أهمية البحث وأهدافه:

يكتسب هذا البحث أهميته من الناحية النظرية، من أهمية نموذج Ohlson باعتباره أحد أهم نماذج تقييم حقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي في مجال أسواق رأس المال، وذلك في ظل الاهتمام المتزايد بمدخل تقييم حقوق الملكية في أدب المحاسبة المالية التطبيقي على أسواق رأس المال، هذا الأدب الذي يعنى بدراسة المحتوى المعلوماتي للبيانات المحاسبية المنشورة في سوق الأوراق المالية، بما يبرز الأهمية والحاجة المتزايدة لما توفره المحاسبة من معلومات تشكل الأساس والقاعدة في إصدار القرارات والأحكام من قبل الأطراف المعنية، ومن ناحية تطبيقية يقدم هذا البحث نتائج تطبيقية تتعلق بإمكانية تطبيق هذا النموذج لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، ومدى قدرته على تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لتلك الأسهم، الأمر الذي

يسهم في تحديد مدى التوافق الدولي في قبول هذا النموذج لتقييم حقوق الملكية على الرغم من اختلاف طبيعة الأسواق المالية، على اعتبار أن التقييم يشكل جوهر عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

ويهدف هذا البحث بشكل أساسي إلى بيان إمكانية تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الآتية:

1- اختبار مدى توافق البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين) مع افتراضات هذا النموذج.

2- اختبار فيما إذا يستطيع نموذج Ohlson، تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين).

فروض البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث، وتحقيقاً لهدفه والتمثل في بيان إمكانية تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، فإنه يمكن وضع الفرضية الآتية:

- يمكن تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين).

ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية:

1- تتوافق البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، مع افتراضات نموذج Ohlson، من حيث:

• يحقق متغير الأرباح غير العادية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، انحداراً ذاتياً من الدرجة الأولى.

• تقع قيم معاملات الاستمرارية التاريخية لكل من متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، ضمن المجال المفروض لها من قبل النموذج (غير سالبة، وأقل من الواحد).

2- يستطيع نموذج Ohlson، تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين).

منهجية البحث:

1- مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من جميع البنوك وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والبالغ عددها 20/ شركة، موزعة إلى 14/ بنك و6/ شركات تأمين، وفقاً للجدول رقم 1/ التالي:

الجدول رقم (1): مجتمع البحث (البنوك وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

الرمز	اسم الشركة	التسلسل
شركات قطاع البنوك		
ARBS	البنك العربي - سورية	1
IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	2

BOJS	بنك الأردن - سورية	3
BBSY	بنك البركة - سورية	4
CHB	بنك الشام	5
SHRQ	بنك الشرق	6
BBS	بنك بيبيلوس - سورية	7
BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	8
SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	9
SGB	بنك سورية والخليج	10
BSO	بنك سورية والمهجر	11
BASY	بنك عودة - سورية	12
QNBS	بنك قطر الوطني - سورية	13
FSBS	فرنسبنك - سورية	14
شركات قطاع التأمين		
SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	15
AROP	السورية الدولية للتأمين - أروب	16
SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	17
NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	18
UIC	الشركة المتحدة للتأمين	19
ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	20

وقد حدد الباحث الشروط التالية لتحديد عينة البحث:

1- أن يتم استبعاد البنوك الإسلامية، والاقترار على البنوك التقليدية.
2- أن تكون الشركات الداخلة في العينة، من الشركات التي كان يتم تداول أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (2014 - 2018).

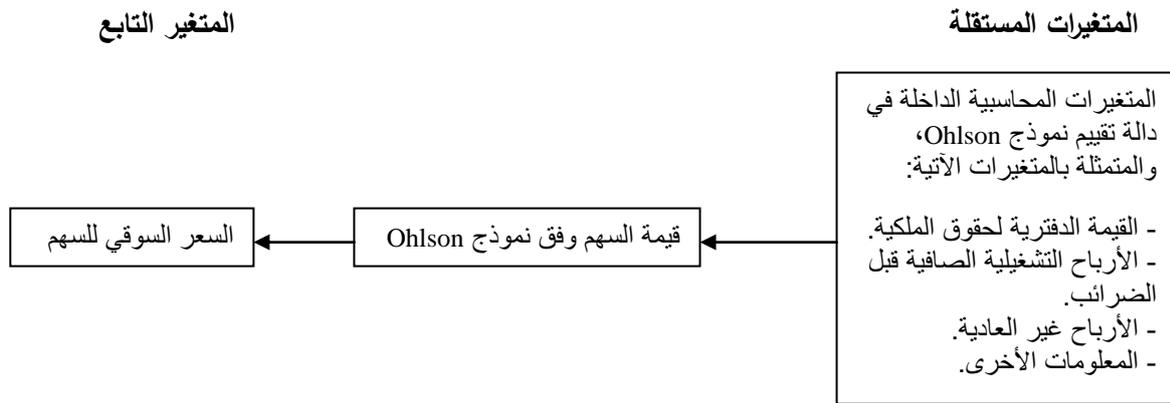
2- تتوافر عنها البيانات اللازمة لإعداد الدراسة التطبيقية.
وبذلك تم استبعاد ثلاثة بنوك، وهي بنك البركة وبنك الشام وبنك سورية الدولي الإسلامي، وذلك لعدم تحقيقهما الشروط السابقة، وبالتالي أصبح عدد الشركات المتضمنة في عينة البحث 17/ شركة.

2- طرق جمع البيانات:

تعتبر البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية في معظمها بيانات تاريخية، وهي عبارة عن بيانات محاسبية (تتمثل في: القيمة الدفترية لحقوق الملكية، الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب)، بالإضافة للأسعار السوقية لأسهم شركات العينة، ومعدل العائد الخالي من المخاطر.

وقد تم الحصول على هذه البيانات من التقارير المالية لشركات العينة والمنشورة عبر موقع سوق دمشق للأوراق المالية⁹ وموقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية¹⁰، والتي تتمثل بكل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وذلك للسنوات من عام 2014 وحتى عام 2018، وتم تحديد السعر الفعلي (السوقي) لأسهم شركات عينة البحث بسعر الإغلاق المحدد في نشرات التداول المنشورة على موقع سوق دمشق، كما تم تحديد العائد الخالي من المخاطر وفقاً لوسطي معدل الفائدة المحدد من قبل المصارف السورية العامة على الودائع المصرفية لأجل لمدة عام (بسبب عدم وجود أدونات خزينة خلال فترة الدراسة)، والذي تم تحديده بمعدل 8/ % سنوياً¹¹.

3- أنموذج البحث:



- دراسة تحليلية لنموذج Ohlson لتقييم حقوق الملكية:

تناول الباحث في هذا الجزء الافتراض الثالث من افتراضات نموذج Ohlson (ديناميكية المعلومات الخطية)، ودالة تقييم حقوق الملكية وفقاً لهذا النموذج وما يرتبط بها من مميزات، وذلك من خلال الآتي:

- ديناميكية المعلومات الخطية (Linear Information Dynamics):

تمثل ديناميكية المعلومات الخطية الافتراض الثالث والأخير من افتراضات نموذج Ohlson، والذي يعتبر إضافة الأساسية والمهمة التي قدمها Ohlson من خلال نموذجها، ويحدد هذا الافتراض العلاقة ما بين الأرباح غير العادية المستقبلية X_{t+1}^a ، والأرباح غير العادية الحالية X_t^a ، إضافة إلى متغير المعلومات الأخرى V_t ¹².

ويمكن التعبير عن متغير ديناميكية المعلومات الخطية، من خلال الدالتين الآتيتين¹³:

$$X_{t+1}^a = \omega X_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$v_{t+1} = \mathcal{W}_t + \varepsilon_{2t+1}$$

⁹<http://www.dse.sy>.

¹⁰<http://www.scfms.sy>.

¹¹<http://www.cbs-bank.sy>.

¹²OHLSON, J. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research. Vol. 11, No. 2, 1995, P 665.

¹³MATIAS, G. et al. Equity Valuation and Negative Earnings. Accounting Finance. 2017, P22.

حيث تصف المعادلة الأولى العلاقة بين الأرباح غير العادية للفترة القادمة X_{t+1}^a وكلاً من الأرباح غير العادية للفترة الحالية X_t^a ومتغير المعلومات الأخرى V_t ، ويمكن توضيح دور متغير المعلومات الأخرى V_t ومعامل الميل ω في هذه المعادلة وفقاً لما يلي:

- متغير المعلومات الأخرى V_t : يلعب دوراً في التنبؤ بالأرباح غير العادية للفترة القادمة، حيث أن بعض الأعمال التي تقوم بها المنشأة في الفترة الحالية، قد لا تظهر نتائجها في أرباح هذه الفترة، بينما تظهر في أرباح الفترة القادمة.
 - معامل الميل ω : المرافق لمتغير الأرباح غير العادية الحالية، يشير إلى مقدار التغير في الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة (المتغير التابع)، إذا ما تغيرت الأرباح غير العادية للفترة الحالية (المتغير المستقل) بمقدار وحدة واحدة، ولذلك فهو يقيس استمرارية الأرباح غير العادية من الفترة الحالية إلى الفترة التالية، بحيث أن نموذج Ohlson يفترض أن الأرباح غير العادية تحقق انحدار ذاتي من الدرجة الأولى (First - Order Auto regression)، أي أنها تتحد على ذاتها ولفترة واحدة فقط، وهذا الافتراض يسري أيضاً على العلاقة الثانية من ديناميكية المعلومات الخطية الخاصة بمتغير المعلومات الأخرى V_t .

كما توضح المعادلة الثانية أن التنبؤ بقيمة متغير المعلومات الأخرى للفترة القادمة v_{t+1} ، يعتمد على قيمته الحالية V_t ، ومعامل الميل γ الذي يقيس مدى استمرارية هذه المعلومات من فترة لأخرى. ويفترض النموذج أن قيمة المعاملات ω و γ ثابتة ومعروفة عند نهاية الفترة ومقيدة بأنها غير سالبة، وأقل من الواحد $(0 < \omega < 1, 0 < \gamma < 1)$ ¹⁴.

- دالة تقييم حقوق الملكية وفق نموذج Ohlson (1995)، ومزاياها:

وفقاً لنموذج Ohlson، فإن قيمة السهم الحالية P_t تحسب من خلال الدالة التالية¹⁵:

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

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

حيث أن:

b_t : القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

X_t^a : تمثل الربحية الحالية، والتي تقاس من خلال الأرباح غير العادية الحالية (أو الدخل المتبقي)، فهذه الأرباح تمثل الأرباح الإضافية (القيمة المضافة) المحققة فعلياً من قبل المنشأة علاوة على الأرباح العادية المقاسة من خلال العائد الخالي من المخاطر r_f [وفقاً لافتراضات نموذج (Ohlson 1995)]، ولذلك فإن الأرباح غير العادية تساوي: $X_t^a = X_t - r_f b_{t-1}$ ، بحيث أن:

X_t : تمثل الأرباح المحاسبية، ويقاس هذا المتغير من خلال الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب (أرباح النشاط، والسبب في ذلك أنه في الأبحاث التي تكون فيها فترة الدراسة قصيرة، فإن الأرباح الصافية بعد الضرائب تتضمن الكثير

¹⁴OHLSON, J. OP. Cit, P 667.

¹⁵LEE, S.C. & CHEN, J.L.& TSA, M.S. An Empirical Investigation of the Ohlson Model—A Panel Cointegration Approach. Australasian Accounting, Business and Finance Journal. Vol. 8, No. 2, 2014, P 38.

من البنود غير العادية (مثل الإيرادات والنفقات غير العادية) والتي تتعلق بالأداء طويل الأجل، وقد لا تظهر آثارها خلال الأجل القصير¹⁶.

$r_f b_{t-1}$: تمثل قيمة الأرباح العادية للمنشأة، والتي هي عبارة عن قيمة حقوق الملكية في بداية الفترة مضروبة بمعدل العائد الخالي من المخاطر.

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

وعليه فإن القيمة الحالية للسهم وفقاً لهذا النموذج تساوي قيمته الدفترية مضافاً إليها الأرباح غير العادية التي يحققها هذا السهم والمقاسة باستخدام المعلومات المحاسبية (من خلال متغير الأرباح غير العادية الحالية)، والمعلومات الأخرى التي لا تنعكس من خلال المؤشرات المحاسبية الرئيسية (وإنما من خلال متغير المعلومات الأخرى). **وبكلمات أخرى، فإن القيمة الحالية للسهم تساوي قيمته الدفترية مضافاً إليها القيمة المضافة المقاسة من خلال الأرباح غير العادية والأرباح المستقبلية والمعلومات الأخرى، وبهذا فإن Ohlson قدم دالة تقييمية تعتمد على المتغيرات المحاسبية التي تمثل القوائم المالية الرئيسية: الأرباح المحاسبية كممثل لقائمة الدخل، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية كممثل لقائمة المركز المالي، والمعلومات غير المحاسبية من خلال المتغير الإضافي (المعلومات الأخرى)**¹⁷.

ويمكن إيجاز أهم ميزات دالة تقييم حقوق الملكية وفقاً لنموذج Ohlson، بما يلي¹⁸:

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

- دخول متغير المعلومات الأخرى إلى دالة التقييم بعد إدخاله إلى ديناميكية المعلومات الخطية المتعلقة بالأرباح غير العادية، فقيمة هذا المتغير في دالة التقييم تحدد الفرق بين قيمة السهم السوقية وقيمه الدفترية مضافاً إليها الربحية الحالية التي تقاس من خلال الأرباح غير العادية الحالية، حيث أنه في ديناميكية المعلومات الخطية تظهر أهمية هذا المتغير بأنه يمثل المعلومات المتعلقة بأنشطة حالية للمنشأة والتي لا تنعكس إيراداتها في الأرباح الحالية، في حين أنها تدخل في الأرباح المحاسبية للفترة القادمة نتيجة المبادئ المحاسبية، إلا أن وجود هذا المتغير في دالة التقييم يقدم ميزة إضافية للدور الذي تلعبه المعلومات الأخرى، فقد ناقشت الدراسات المحاسبية في مجال أسواق رأس المال أن أسعار الأسهم تعكس إيرادات الأحداث التي تقوم بها المنشأة بشكل فوري، في حين أن الأرباح المحاسبية تعكس هذه الإيرادات بعد فترة واحدة بسبب المبادئ المحاسبية المطبقة (مثل مبدأ الاعتراف بالإيراد)، وبالتالي فإن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة التقييم يحل هذه المشكلة والتي تعتبر حالة خاصة من أسبقية أسعار الأسهم على الأرباح المحاسبية، حيث أن أسبقية الأسعار على الأرباح قد يمتد لفتترات متعددة، في حين أن متغير المعلومات الأخرى في دالة التقييم

¹⁶OTA, K. A New Improvement to the Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence from Japan. Working Paper, Kansai University. 2000, P17.

¹⁷KUMARI, P. & MISHRA, S.C. A Literature Review on Ohlson (1995). Asian Journal of Finance & Accounting. Vol. 9, No. 2, 2017, P 6.

¹⁸OTA, K. The Impact of Valuation Models on Value – Relevance Studies in Accounting. A Review of Theory and Evidence. 2001, P 18.

يحل مشكلة الأرباح التي قد تتعكس في الأسعار الجارية، في حين أنها ستعكس بعد فترة واحدة فقط في الأرباح المحاسبية، بحيث أن متغير المعلومات الأخرى يجسد فكرة المعلومات التي تكون ملحوظة من قبل السوق من خلال السعر قبل أن تظهر ضمن المعلومات المحاسبية (الأرباح).

النتائج والمناقشة:

يتناول هذا الجزء الدراسة التطبيقية للبحث التي تمت على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، خلال الفترة 2014 - 2018، وفقاً لما يلي:

قياس متغيرات البحث وتقدير قيمة المعاملات:

إن تطبيق نموذج Ohlson لا يتضمن فقط دالة تقييم حقوق الملكية، وإنما يشمل أيضاً ديناميكية المعلومات الخطية (الافتراض الثالث للنموذج)، إذ أن متطلبات هذا الافتراض تعد بمثابة قيود على استخدام هذا النموذج، ولذلك فإن الدراسة التطبيقية ستشمل العلاقات المحددة وفق الافتراض الثالث للنموذج ودالة تقييم النموذج، وبالتالي فإن الدراسة شملت العلاقات الآتية:

$$X_{t+1}^a = \omega X_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \quad (1)$$

$$v_{t+1} = \mathcal{W}_t + \varepsilon_{2t+1} \quad (2)$$

$$P_1 = b_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t \quad (3)$$

- مع الإشارة إلى ما يلي:

- تم حساب متغيرات البحث على أساس السهم الواحد، وليس على أساس القيمة الإجمالية.
- بهدف الحصول على أفضل تقديرات ممكنة لمعاملات الاستمرارية التاريخية لمتغيرات البحث، تم الاعتماد على البيانات الربعية لشركات العينة خلال الأعوام (2014 - 2018).

1- قياس متغيرات البحث:

أ- القيمة الدفترية لحقوق الملكية b_t : تمثل قيمة حقوق الملكية الدفترية (رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة) على أساس السهم الواحد.

ب- الأرباح المحاسبية X_t^a : تم قياس هذا المتغير من خلال الأرباح التشغيلية الصافية قبل الضرائب (أرباح النشاط)، مع الإشارة إلى أنه تم تخفيض أرباح تقييم مراكز القطع البنوي من الأرباح التشغيلية الناجمة عن تطبيق المعيار الدولي /21/، على اعتبار أنها أرباح غير محققة فعلاً، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أرباح غير عادية، لأن الأرباح غير العادية هي عبارة عن الأرباح المحققة فعلاً والتي تزيد عن الأرباح العادية (الأرباح العادية تساوي: القيمة الدفترية لحقوق الملكية في بداية الفترة مضروبة بمعدل العائد الخالي من المخاطر).

ج- الأرباح غير العادية X_t^a (أو الدخل المتبقي **Residual Income**): تم قياس هذا

$$\text{المتغير من خلال العلاقة الآتية: } X_t^a = X_t - r_f b_{t-1}$$

د- متغير المعلومات الأخرى v_t : يتم قياس هذا المتغير من خلال علاقات ديناميكية المعلومات الخطية التي تمثل الافتراض الثالث لنموذج Ohlson وفقاً للعلاقات الآتية:

$$(A) \quad X_{t+1}^a = \omega X_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1}$$

$$(B) \quad v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1}$$

إن قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى من خلال العلاقتين السابقتين، يتطلب بشكل أساسي قياس قيم الأرباح غير العادية الحالية (X_t^a) والمتوقعة للفترة القادمة (X_{t+1}^a) ومعامل الاستمرارية التاريخية للأرباح غير العادية (ω)، أو عن طريق التعرف على قيم المعاملات (ω و γ) أولاً ثم قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى كما في بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (1999) Dechow et al¹⁹، إلا أنه يمكن قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى v_t من خلال العلاقة الأولى (A) وفقاً للطريقة التي قدمها Ohlson (2001)²⁰، من خلال قياس الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة على أساس الأرباح المنتبأ بها، وقياس معامل استمرارية هذه الأرباح على أساس مدى استمراريته تاريخياً، وذلك من خلال استخدام انحدار هذه الأرباح الذاتي لفترة واحدة، وبالنتيجة فإن قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى وفقاً للطريقة التي يستخدمها الباحث يتطلب قياس قيمة الأرباح غير العادية المنتبأ بها للفترة القادمة، وقياس معامل الاستمرارية التاريخية Historical Persistent للأرباح غير العادية الذي يرمز له بـ ω^h . ويتطلب قياس الأرباح غير العادية المنتبأ بها للفترة القادمة التنبؤ بالأرباح المستقبلية. وبناء على ذلك يتم قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى v_t من خلال العلاقة الآتية:

$$v_t = E_t X_{t+1}^a - \omega^h X_t^a + \varepsilon_t$$

هـ- التنبؤ بالأرباح المستقبلية: تعتمد الدراسات عند التنبؤ بالأرباح المستقبلية بشكل أساسي على تنبؤات المحللين Forecasts Analysts التي تصدرها مراكز متخصصة في نشر التنبؤات، أو على دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح لتحديد فيما إذا كانت تتبع مساراً عشوائياً Random Walk، ووفقاً لذلك يتم تقدير إمكانية الاعتماد على هذا الأسلوب في التنبؤ بالأرباح المحاسبية²¹، ونظراً لعدم توافر تنبؤات للمحللين في البيئة السورية، اعتمد الباحث على دراسة خصائص السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية لعينة الدراسة (20 فترة ربع سنوية)، لبيان إمكانية استخدامها في التنبؤ بالأرباح للفترة القادمة، وذلك من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لفترة واحدة فقط لمتغير الأرباح المحاسبية لشركات العينة، وفقاً للعلاقة الآتية:

$$X_t = \eta_0 + \eta_1 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

والجدول رقم (2) التالي يظهر خصائص السلاسل الزمنية لمتغير الأرباح المحاسبية لشركات العينة، وفقاً لما يلي:

D - W	Adj.R ²	ε_t	η_1	η_0	
2,09	0,64	0,15	0,79	0,54	القيم
			5,23	0,99	t - statistic
			0,0001	0,33	Sig . level

يتضح من خلال الجدول السابق، أن قيمة معامل الأرباح الحالية يساوي (0,79) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,0001)، وأن قيمة معامل التحديد (64) %، وقيمة معامل Durbin-Watson (2,09) مما يعني أن البواقي غير مرتبطة ذاتياً، وعليه فإن السلاسل الزمنية للأرباح المحاسبية تحقق خاصية المسار العشوائي، ويمكن الاعتماد عليها

¹⁹DECHOW, P. et al. An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. Journal of Accounting & Economics. Vol. 26, 1999, P 14.

²⁰OHLSON, J. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. Contemporary Accounting Research. Vol. 11, No. 2, 2001, P 107.

²¹KOTHARI, S. Op. cit, p 47.

بدرجة مقبولة في التنبؤ بالأرباح المحاسبية المستقبلية (لفترة قادمة واحدة فقط)، ومعادلة الانحدار التي تستخدم في التنبؤ بالربحية وفق بيانات الجدول السابق، هي:

$$F_t(X_{t+1}) = 0.54 + 0.79X_t + 0.15$$

و - التنبؤ بالأرباح غير العادية للفترة القادمة $F_t(X_{t+1}^a)$: إن هذه الأرباح تساوي الأرباح المحاسبية المتنبأ بها للفترة القادمة $F_t(X_{t+1})$ مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية عند بداية الفترة b_t مضروبة بمعدل العائد المحقق r [معدل العائد الخالي من المخاطر R_f ، وذلك كما في العلاقة التالية:

$$F_t(X_{t+1}^a) = F_t(X_{t+1}) - r b_{t-1}$$

2- تقدير قيم المعاملات:

أ - معدل العائد الخالي من المخاطر R_f : تم تحديده بمعدل العائد على الودائع لأجل لمدة عام، على اعتبار أنه لا يوجد أدونات خزينة خلال فترة الدراسة، وتم تقديره بمعدل وسطي (8%) سنوياً وفقاً لمعدل الفائدة الوسطي في المصارف العامة السورية.

ب- معامل استمرارية الأرباح غير العادية ω : وفقاً للطريقة التي قدمها (Ohlson 2001)، والتي يستخدمها الباحث، فإن تقدير ω يعتمد على تقدير الاستمرارية التاريخية للأرباح غير العادية، وذلك من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لفترة واحدة فقط لمتغير الأرباح غير العادية لشركات العينة، وفقاً للعلاقة الآتية:

$$X_t^a = \omega_0 + \omega^h X_{t-1}^a + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج تطبيق هذه العلاقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (3) التالي:

D - W	Adj.R ²	ε_t	ω_1	ω_0	القيم
1,92	0,24	1,06	0,39	-2,23	
			1,73	-2,1	t - statistic
			0,038	0,05	Sig . level

يتضح من خلال الجدول السابق، أن قيمة معامل استمرارية الأرباح غير العادية يساوي (0,39) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,038)، وأن قيمة معامل التحديد (24%)، وقيمة معامل Durbin-Watson (1,92) مما يعني أن البواقي غير مرتبطة ذاتياً، وعليه يتم قياس قيمة متغير المعلومات الأخرى v_t ، من خلال المعادلة الآتية:

$$v_t = E_t X_{t+1}^a - 0.39 X_t^a$$

ج - معامل استمرارية متغير المعلومات الأخرى v_t : يتم تقدير قيمة هذا المعامل من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لفترة واحدة فقط لمتغير المعلومات الأخرى لشركات العينة، وفقاً للعلاقة الآتية:

$$v_t = y_0 + y_1 v_{t-1} + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج تطبيق هذه العلاقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (4) التالي:

D - W	Adj.R ²	ε_t	$\square y_1$	$\square y_0$	القيم
1,69	0,28	0,23	0,59	-0,41	

			2,53	-1,17	t – statistic
			0,02	0,26	Sig . level

يتضح من خلال الجدول السابق، أن قيمة معامل متغير المعلومات الأخرى يساوي (0,59) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,02)، وأن قيمة معامل التحديد (28) %، وقيمة معامل Durbin-Watson (1,69) مما يعني أن البواقي غير مرتبطة ذاتياً.

- الإحصاءات الوصفية:

تظهر الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث في الجدول رقم (5) التالي:

الرمز الرياضي	القيمة الدفترية لحقوق الملكية	الأرباح المحاسبية	الأرباح غير العادية	متغير المعلومات الأخرى	السعر السوقي للسهم	سعر السهم المحسوب وفقاً لنموذج Ohlson
b_i	X_i	X_i^a	v_i	MP	P_1	
20	20	20	20	20	20	
Mean	262,87	0,86	-4,12	-1,2	243,21	248,22
Stander Deviation	93,27	3,58	2,02	0,89	147,55	94,07
Skewness	0,23	0,32	0,53	-0,57	1,35	-0,21
Kurtosis	1,39	1,96	3,08	3,11	3,17	1,49
Maximum	369,61	7,22	0,01	0,18	542,75	369,29
Minimum	130,91	-4,68	-7,29	-3,26	148,68	99,31

يلاحظ من خلال بيانات الجدول السابق، ما يلي:

- أن قيم جميع المتغيرات ملتوية في الاتجاه الموجب، باستثناء متغيري المعلومات الأخرى وسعر السهم المحسوب وفقاً لنموذج Ohlson فقيمها ملتوية في الاتجاه السالب بمعامل التواء قدره (-0,57) و (-0,21) على التوالي.
- أن قيمة معامل التفلطح للمتغيرات (القيمة الدفترية لحقوق الملكية - الأرباح المحاسبية - سعر السهم المحسوب وفق نموذج Ohlson) أقل من (3)، في حين أن قيمة هذا المعامل للمتغيرات (الأرباح غير العادية - المعلومات الأخرى - السعر السوقي للسهم) أكبر من (3).
- بلغت أكبر قيمة سوقية للسهم خلال فترة الدراسة (542,75) وأقل قيمة (148,68)، في حين بلغت أكبر قيمة للسهم والمحسوبة وفق نموذج Ohlson (369,29) وأقل قيمة (99,31).

- اختبار فروض البحث:

1- اختبار الفرض الأول: (تتوافق البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، مع افتراضات نموذج Ohlson):

يفترض نموذج Ohlson أن متغير الأرباح غير العادية يحقق انحدار ذاتي من الدرجة الأولى (First - Order Autoregression)، أي أنها تتحد على ذاتها ولفترة واحدة فقط، وأن قيمة معاملات الاستمرارية التاريخية لكل من

متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى (ω و γ) مقيدة بأنها غير سالبة، وأقل من الواحد ($0 < \gamma < 1, 0 < \omega < 1$).

وعليه لاختبار هذا الفرض، لا بد من اختبار الفرضين الآتيين:

1-1: يحقق متغير الأرباح غير العادية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، انحداراً ذاتياً من الدرجة الأولى:

يتم اختبار هذا الفرض، من خلال دراسة خصائص السلاسل الزمنية لمتغير الأرباح المحاسبية لعينة الدراسة، وذلك من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لفترة واحدة فقط لهذا المتغير، وفقاً للعلاقة الآتية:

$$X_t = \eta_0 + \eta_1 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

وبالعودة لبيانات الجدول رقم (3)، يلاحظ أن متغير الأرباح غير العادية يحقق خاصية الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى، حيث بلغت قيمة t (1.73) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,038)، وبلغت قيمة معامل التحديد (24) %، كما أن البواقي غير مرتبطة ذاتياً، حيث بلغت قيمة معامل Durbin-Watson (1,92).

1-2: تقع قيم معاملات الاستمرارية التاريخية لكل من متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، ضمن المجال المفروض لها من قبل النموذج (غير سالبة وأقل من الواحد):

يتم اختبار هذا الفرض، من خلال دراسة خصائص السلاسل الزمنية لكل من متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى لعينة الدراسة، وذلك من خلال تطبيق علاقة الانحدار الذاتي لفترة واحدة فقط لهذين المتغيرين، وفقاً للعلاقات الآتية:

$$X_t = \eta_0 + \eta_1 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$v_t = \gamma_0 + \gamma_1 v_{t-1} + \varepsilon_t$$

- قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير الأرباح غير العادية:

بالعودة لبيانات الجدول رقم (3)، يلاحظ أن قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير الأرباح غير العادية، بلغت (0,39)، وهي تقع ضمن المجال المفترض لها من قبل النموذج (غير سالبة وأقل من الواحد).

- قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير المعلومات الأخرى:

بالعودة لبيانات الجدول رقم (4)، يلاحظ أن قيمة معامل الاستمرارية التاريخية لمتغير المعلومات الأخرى، بلغت (0,59)، وهي تقع ضمن المجال المفترض لها من قبل النموذج (غير سالبة وأقل من الواحد).

- إن النتائج السابقة تؤكد صحة الفرض الأول، بأن البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، تتوافق مع افتراضات نموذج Ohlson.

2- اختبار الفرض الثاني: (يستطيع نموذج Ohlson تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)):

يهدف هذا الاختبار إلى بيان قدرة نموذج Ohlson، على توضيح الأسعار الفعلية لأسهم شركات العينة، وسوف يتم إجراء هذا الاختبار من خلال تطبيق علاقة الانحدار الخطي للسعر السوقي لأسهم شركات العينة (MP) على قيمة السهم المحسوبة وفقاً لدالة تقييم نموذج Ohlson (P)، من خلال علاقة الانحدار الآتية:

$$MP_t = \eta_0 + \eta_1 P_t + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج تطبيق هذه العلاقة على بيانات العينة المدروسة، في الجدول رقم (6) التالي:

D – W	Adj.R ²	ε_t	η_1	η_0	
0,65	0,64	0,15	0,53	59,76	القيم
			3,43	1,37	t – statistic
			0,004	0,19	Sig . level

ينضح من بيانات الجدول السابق، بلغت قيمة t (3.43) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,004)، وبلغت قيمة معامل التحديد (64) %، كما أن البواقي غير مرتبطة ذاتياً، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,65). إن النتائج السابقة، تؤكد صحة الفرض الثاني، في أن نموذج Ohlson يستطيع تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين).

– ويهدف إظهار أهمية متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، حيث يعتبر هذا المتغير بالإضافة الأساسية والمهمة التي قدمها Ohlson من خلال نموذجها، سوف يتم إعادة اختبار الفرض الثاني بعد استبعاد أثر متغير المعلومات الأخرى من دالة تقييم نموذج Ohlson، أي بافتراض أن قيمة هذا المتغير تساوي الصفر، وبالتالي إعادة حساب قيم الأسهم المحسوبة وفق نموذج Ohlson لشركات العينة بناءً على هذا الافتراض، ومن ثم تطبيق علاقة الانحدار الخطي للسعر السوقي لأسهم شركات العينة (MP) على قيمة السهم المحسوبة وفقاً لدالة تقييم نموذج Ohlson (P) (بعد استبعاد أثر متغير المعلومات الأخرى من دالة تقييم النموذج)، من خلال علاقة الانحدار الآتية:

$$MP_t = \eta_0 + \eta_1 P_t + \varepsilon_t$$

وتظهر نتائج هذا الاختبار في الجدول رقم (7) التالي:

D – W	Adj.R ²	ε_t	η_1	η_0	
0,59	0,32	0,18	0,52	72,81	القيم
			2,83	1,52	t – statistic
			0,01	0,15	Sig . level

ينضح من بيانات الجدول السابق، بلغت قيمة t (2.83) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (0,01)، وبلغت قيمة معامل التحديد (32) %، كما أن البواقي غير مرتبطة ذاتياً، حيث بلغت قيمة معامل Durbin–Watson (0,59). وبمقارنة هذه النتائج مع نتائج الجدول رقم (6)، يتضح أن قيمة معامل التحديد عند إدخال متغير المعلومات الأخرى إلى دالة تقييم نموذج Ohlson تساوي (64) %، بينما قيمة هذا المعامل عند استبعاد أثر هذا المتغير تساوي (32) %، الأمر الذي يعني أن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson يعطي للنموذج قوة توضيحية أكبر في علاقته مع الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين).

وعلى اعتبار أن نتائج الدراسة التطبيقية، أكدت صحة فروض البحث، فإنه يمكن القول بأنه يمكن تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، من حيث توافق البيانات المحاسبية لتلك الشركات مع افتراضات هذا النموذج، ومن حيث قدرة هذا النموذج على تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم تلك الشركات، وبالتالي قبول هذا النموذج وإمكانية الاعتماد عليه في تقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين).

الاستنتاجات والتوصيات:

1- الاستنتاجات:

توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

1- يمكن تطبيق نموذج Ohlson لتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين) للفترة 2014 - 2018، وهذا يعد دليلاً على زيادة التوافق الدولي في قبول هذا النموذج لتقييم الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، باعتباره أحد أهم نماذج التقييم التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي، حيث أظهرت الدراسة التطبيقية للبحث خلال الفترة المدروسة (2014 - 2018) النتائج الآتية:

- تتوافق البيانات المحاسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، مع افتراضات نموذج Ohlson، من حيث:

• يحقق متغير الأرباح غير العادية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، انحداراً ذاتياً من الدرجة الأولى.

• تقع قيم معاملات الاستمرارية التاريخية لكل من متغيري الأرباح غير العادية والمعلومات الأخرى للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، ضمن المجال المفترض لها من قبل النموذج (غير سالبة وأقل من الواحد)، وبالتالي تم قبول الفرض الأول من فروض البحث.

- يستطيع نموذج Ohlson تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين) بمعامل تحديد (64) %، وبالتالي تم قبول الفرض الثاني من فروض البحث.

- إن وجود متغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، يعطي للنموذج قوة توضيحية أكبر في تفسير التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، مما يؤكد على أهمية الدور التقييمي لمتغير المعلومات الأخرى في دالة تقييم نموذج Ohlson، باعتبار أن هذا المتغير يشكل الإضافة الأساسية التي قدمها Ohlson في نموذجها.

2- على الرغم من أن تقييم حقوق الملكية لا يعتبر هدفاً رئيسياً للتقرير المالي في المحاسبة، فالتقارير المالية ذات أهداف عامة تتمثل في توفير المعلومات لأطراف متعددة لمساعدتها في اتخاذ قرارات مختلفة، إلا أن للبيانات المحاسبية المفصّل عنها في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (البنوك وشركات التأمين)، دور هام وأساسي في تقييم أسهم تلك الشركات.

3- تتميز دالة تقييم نموذج Ohlson بأهمية خاصة من الناحية التطبيقية، حيث أنها تعتمد على متغيرات جارية وليست مستقبلية، وبذلك تتجنب المشاكل التطبيقية التي ترافق استخدام دوال التقييم للنماذج التي تعتمد على مفهوم القيمة الحالية، وما يتطلبه ذلك من تقديرات في فترة أفق التنبؤ وفترة بعد أفق التنبؤ.

4- تلعب ديناميكية المعلومات الخطية (الافتراض الثالث لنموذج Ohlson)، دوراً هاماً وأساسياً في التقييم، على اعتبار أنها تربط بين المتغيرات المستقبلية ممثلة في الأرباح غير العادية المتوقعة للفترة القادمة والمتغيرات الحالية ممثلة بالأرباح للفترة الحالية ومتغير المعلومات الأخرى.

2- التوصيات:

يمكن للباحث تقديم التوصيات الآتية:

- 1- استخدام نموذج Ohlson في تحليل وتقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المتعلقة بشراء أو بيع هذه الأسهم، لما لهذا النموذج من أهمية في تقييم أسهم الشركات.
- 2- الاهتمام الدائم من قبل الجهات المشرفة على عمل سوق دمشق للأوراق المالية، بتوفير بيانات مالية ملائمة عن الشركات المدرجة في هذه السوق، من حيث تحقيقها لمعايير جودة البيانات المالية، وانسجامها مع أحدث الإصدارات في معايير المحاسبة الدولية والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، نظراً لدورها الهام في تقييم حقوق الملكية.
- 3- مقترحات بحثية مستقبلية:

في إطار موضوع البحث الحالي، وتركيزه على نموذج Ohlson لتقييم حقوق الملكية، كأحد أهم نماذج تقييم حقوق الملكية التي ظهرت في البحث المحاسبي التطبيقي، يمكن للباحث تقديم المقترحات البحثية الآتية:

- 1- دراسة تطبيقية مقارنة بين كلاً من نموذج Ohlson ونموذج التدفقات النقدية الحرة، بما يسهم في مقارنة الدور التقييمي والمحتوى المعلوماتي بين كلاً من المحاسبة على أساس الاستحقاق والمحاسبة على الأساس النقدي.
- 3- دراسة تطبيقية لنموذج Ohlson اعتماداً على استبدال المتغيرات المحاسبية الداخلة في دالة تقييم هذا النموذج، بالعناصر الأساسية التي تتكون منها (فالأرباح المحاسبية تستبدل بالتسويات المحاسبية المطلوبة على أساس الاستحقاق والتدفقات النقدية، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية تستبدل بالأصول والالتزامات)، بما يسهم في الكشف عن الدور التقييمي للمتغيرات المحاسبية بشكل أكثر تفصيلاً.

References:

Arabic References:

- Al-Ardi, N. Using Earnings Forecasting Models to Determine the Market Value of Stocks - An Applied Study in A Sample of Companies Lested in the Iraq Stock Exchange. Master Thesis. College of Administration and Economics. University of Alqadisiyah. 2017.
- Al-Sayed, N. Measuring the Value Appropriateness of Accounting Information by Applying to the Egyptian Money Market. Master Thesis. Faculty of Commerce. Alzkazik University. 2010.
- Al-Taweel, L. & Shaheen, S. Testing the Appropriateness of the Value of the Accounting Earnings and the Book Value of the Stock in the Damascus Stock Exchange. Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies. Vol(36) No(1) 2014.
- Youssef, A.M. Using the Ohlson Model to Evaluate the Equity with Application to the Stock Market in the Egypt Arab Republic. Master Thesis. Faculty of Commerce. Canat Alsues Uneversity. 2002.

English References:

- BOLIBOK, P. Application of the Ohlson Model for Testing the Value Relevance of Accounting Data in the Polish Banking Sector. *Journal of Rynki Finansowe*. NO. 65, 2014, 463-471.
- DECHOW, P. et al. An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. *Journal of Accounting & Economics*. Vol. 26, 1999, 1-34.
- KOTHARI, S. Capital Market Research in Accounting. Massachusetts Institute of Technology. *Journal of Accounting & Economics*, 2000.
- KUMARI, P. & MISHRA, S.C. A Literature Review on Ohlson (1995). *Asian Journal of Finance & Accounting*. Vol. 9, No. 2, 2017, 1-20.
- LEE, S.C. & CHEN, J.L. & TSA, M.S. An Empirical Investigation of the Ohlson Model—A Panel Cointegration Approach. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. Vol. 8, No. 2, 2014.
- MATIAS, G. et al. Equity Valuation and Negative Earnings. *Accounting Finance*. 2017.
- OHLSON, J. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11, No. 2, 2001, 107-120.
- OHLSON, J. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11, No. 2, 1995, 661-687.
- OTA, K. The Impact of Valuation Models on Value – Relevance Studies in Accounting. A Review of Theory and Evidence. 2001.
- OTA, K. A New Improvement to the Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence from Japan. Working Paper, Kansai University. 2000.
- RIVERA, I.S. & ROMAN, J. & SCHAEFER, T. An Application the Ohlson Model to Explore the Value of Big Data for AT & T. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol . 22, No . 1, 2018, 1-9.
- TUNG, S. An Empirical Examination of The Information Content of Ohlson and Aier's Modified Cash Flows. University of Illinois at Urbana-Champaign. 2017. Available at SSRN.

Websites:

- <http://www.dse.sy>.
- <http://www.scfms.sy>.
- <http://www.cbs-bank.sy>.