



عمادة البحث العلمي
DEANSHIP OF SCIENTIFIC RESEARCH

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا
مجلة العلوم الاقتصادية



Journal homepage: <http://journals.sustech.edu/>

إمكانية تفسير النموذج المحاسبي الحديث لأسعار الأسهم بالتطبيق على سوق الخرطوم للأوراق المالية (دراسة إختبارية)

عبدالرحمن موسى علي محمد

a.musaali76@yahoo.com

أ.د. هلال يوسف صالح

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات التجارية

المستخلص:

تمثلت مشكلة البحث في قصور الفكر المحاسبي الحالي عن تقديم نموذج متكامل لتفسير والتنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم ، يهدف البحث إلى تقدير وتحليل النموذج المحاسبي الحديث لتقويم الأسهم للتعرف على إمكانية تطبيقه على سوق الخرطوم للأوراق المالية . يتبع البحث المنهج الوصفي التحليلي ويطبق طريقة الإتحاد الخطي.

ووضحت نتائج البحث أن متغير القيمة الدفترية للسهم يؤثر معنوياً على أسعار الأسهم وعدم معنوية تأثير متغير صافي الدخل المتبقي ، وكذلك معنوية النموذج المحاسبي الحديث وقابليته للتطبيق على سوق الخرطوم للأوراق المالية . بلغت نسبة التغير الاجمالي في أسعار الأسهم الذي يفسرها النموذج 81% ، وقد اوصى الباحث بضرورة إعادة اجرائها على بيانات فترة زمنية اطول حتى يمكن الإعتماد عليها بشكل كامل.

Abstract:

The research problem indicated the shortage of financial accounting theories in providing an integrated model for interpreting and predicting the changeability of stock prices. The research aimed at estimating and analyzing the modern accounting model for evaluating stock prices in order to examine the possibility of its application on Khartoum Stock Exchange. The research adopted the analytical descriptive method and applied the linear regression approach. The results showed that the stock book value variable has a significant effect on stock prices, but the net residual income variable has insignificant effect on stock prices. Also, the results indicated the significance of the modern accounting model and its applicability on Khartoum Stock Exchange Market. The proportion of the total variation in the stock prices explained by the model is 81%. The research recommended the need to conduct this study for along period of time in order to give more reliable results.

الكلمات المفتاحية: القيمة الدفترية- علاقة الفائض الصافي- علاقة ديناميكية المعلومات الخطية.

المقدمة :

يقوم المفهوم الاساسي لتقويم الأسهم على أن تقويم الاسهم مثله مثل تقويم أي أصل آخر، يحدد بناءً على الدخل الاقتصادي المتوقع من وراء الإستثمار في أسهم حقوق الملكية ، والذي يتحدد من خلال التدفقات النقدية مجسدة في توزيعات الأرباح وأي مكاسب غير عادية يحققها المستثمر نتيجة بيع السهم بأعلى من سعر شرائه ، وعليه تتأثر أسعار الأسهم في الاسواق المالية بعدة عوامل لعل أهمها ما تحققه المنشآت من ارباح وما تمنحه من توزيعات لحملة الأسهم، لذا فإن علاقة المعلومات المحاسبية بأسعار الاوراق المالية وبالاخص الاسهم كانت تفسر بالاستناد إلى هذين المتغيرين .

إعتمد البحث المحاسبي في مجال علاقة المعلومات المحاسبية بأسعار الاسهم على النماذج التمويلية ، فقد كان نموذج التقويم على اساس خصم التوزيعات النقدية ونموذج التقويم على أساس خصم التدفقات النقدية (النماذج التقليدية) يمثلان الاطار النظري الملائم لتفسير تلك العلاقة ، إلا أن هنالك العديد من المآخذ على النماذج التقليدية منها أنها لا تعتمد على قيم محاسبية اصلية ناتجة عن عمليات مالية وإنما قرارات إدارية ، كما لا يسمح اي من هذه النماذج بدراسة أثر المعالجات المحاسبية خصوصاً التي اقرتها معايير المحاسبة في الآونة الاخيرة والتي تتطلب ترحيل بعض المكاسب (او الخسائر) الى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلاً عن ترحيلها الى قائمة الدخل ، وذلك كوسيلة لتخفيف آثار الاختيار المحاسبي ، بالإضافة لإعتمادها على مفهوم القيمة الحالية والتي تؤثر على دقة القيم المقدره وذلك من ناحية الحاجة الى الى تقدير القيمة الانتهائية للسهم مما يؤثر على دقة التقويم وغيرها .

بعد النصف الثاني من تسعينيات القرن الماضي وفي ضوء مآخذ النماذج التقليدية تزايد البحث المحاسبي التطبيقي في مجال اسواق راس المال الذي يعنى بشكل اساسي بتقويم الأسهم ، وقد تشكل تطور الفكر المحاسبي في مجال تقويم الأسهم من خلال بروز نموذج (Ohlson(1995) (النموذج المحاسبي الحديث) ، والعديد من النماذج التي ارتكزت عليه دافعاً رئيسياً للكشف عن دور المعلومات والمبادئ المحاسبية في تقييم الأسهم . ونظراً لأن هذا النموذج يعكس بصورة مباشرة الأرباح المحاسبية والمكاسب الأخرى المرحلة إلى حقوق الملكية فإنه يمكن استخدامه في اختبار ملاءمة مجموعات مختلفة من المعايير المحاسبية ، وساعد ذلك كثير من الباحثين في اختبار النموذج في بيئات محاسبية مختلفة منها دول جنوب شرق آسيا وأوروبا وأستراليا وكندا ومصر إضافة إلى الولايات المتحدة الأمريكية ، وقد أسفر الاختبار الميداني للنموذج المحاسبي الحديث عن نتائج مشجعة أفضل من النماذج التقليدية الأمر الذي دفع الباحث إلى اختبار النموذج في البيئة السودانية من خلال سوق الخرطوم للأوراق المالية .

مشكلة البحث

تتلخص مشكلة البحث في الآتي:

1. عدم وجود نموذج ملائم وذو دقة عالية في تفسير التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم ، من أجل ترشيد قرارات المستثمرين في الأسواق المالية .
2. قصور نماذج تقويم الأسهم التقليدية وضعف قوتها التفسيرية .

أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من صعوبة تقويم واختيار الأسهم بصفة خاصة بعدما أصبحت الأسواق المالية تتمتع بحالة رواج كبيرة ، وحاجة المستثمرين والمتعاملين بسوق الخرطوم للأوراق المالية لمثل هذا النوع من البحوث التي تبين

الإطار العلمي والعملية لتقويم واختيار أسهم الشركات . بالإضافة لقللة الدراسات العلمية عن نماذج تقويم الأسهم المحاسبية ، باعتبارها من الدراسات الحديثة في مجال ابحاث أسواق المال .

أهداف البحث

يسعى البحث لتحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف على الإطار النظري للنموذج المحاسبي الحديث ، ودرجة تفسيره لسلوك أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية .
2. التعرف على مدى إمكانية تطبيق النموذج المحاسبي الحديث في سوق الخرطوم للأوراق المالية ، من خلال إختيار مدى ملاءمة متغيراته لتفسير التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للسهم .
3. الحصول على دليل يعزز أهمية الإعتماد على نماذج تقويم الأسهم في تفسير تغيرات أسعار الأسهم .
4. تحديد مدى التوافق الدولي في قبول النموذج المحاسبي الحديث لتفسير اسعار الاسهم .

فرضيات البحث

تحقيقاً لإهداف البحث يختير الباحث صحة الفرضيات التالية:

الفرضية الاولى

يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمتغير نصيب السهم من القيمة الدفترية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة السودانية.

الفرضية الثانية

يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمتغير نصيب السهم من صافي الدخل المتبقي على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة السودانية.

الفرضية الثالثة

إمكانية تطبيق النموذج المحاسبي الحديث في سوق الخرطوم للأوراق المالية لتفسير سلوك اسعار الاسهم فيه ، بما يساهم في زيادة التوافق الدولي في قبول النموذج المحاسبي الحديث على الرغم من الإختلاف المحاسبي الدولي .

منهجية البحث:

يتبع البحث المنهج الوصفي التحليلي ويطبق طريقة الإنحدار الخطي .

مجتمع البحث والعينة

يشتمل مجتمع البحث على جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2003-2011 في قطاع البنوك والتي إستوفت الشروط التالية:

1. إستمرار إدراج الشركة في السوق المالي دون إنقطاع قبل العام 2003 م .
2. أن لا يكون قد تم إدراج الشركة خلال فترة الدراسة .
3. توافر البيانات الكافية لقياس متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة .
4. توافر أسعار الإغلاق لشهر ديسمبر من كل سنة من سنوات الدراسة .

ويتطبيق الشروط السابقة على مجتمع البحث خلال فترة الدراسة تم التوصل الى عينة البحث والبالغة 360 مشاهدة تعود الى ستة بنوك إستوفت الشروط السابقة .

الأسلوب الإحصائي

يستخدم هذا البحث أسلوب الإرتباط والإنحدار لإختبار فرضيات البحث . وفيما يلي النموذج المحاسبي الحديث المستخدم في البحث:

$$P_t = bv_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

حيث أن:

P_t : القيمة الحقيقية للسهم

bv_t : القيمة الدفترية لحقوق الملكية

x_t^a : الربح الباقي الحالي

v_t : متغير المعلومات الأخرى

قياس متغيرات البحث

قياس القيمة الدفترية لحقوق الملكية (bv_t): نصيب السهم من القيمة الدفترية لحقوق ملكية الشركة ، ويحسب بصورة مباشرة من قائمة المركز المالي في نهاية السنة المالية t ، بقسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة .

قياس متغير الربح الباقي الحالي x_t^a : يشير الى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه إذا ما تم إستثمار حقوق الملاك في إستثمار بديل بخلاف الإستثمار في عمليات المنشأة . ويحسب الربح الباقي الحالي بالمعادلة التالية⁽ⁱ⁾:

$$x_t^a = x_t - (r * bv_t)$$

حيث:

x_t^a : الربح الباقي الحالي

x_t : صافي الربح بعد الضريبة

r : معدل العائد الخالي من المخاطر

bv_t : القيمة الدفترية لحقوق الملكية .

قياس متغير المعلومات الأخرى: تمثلت العقبة الرئيسية في تطبيق النموذج المحاسبي الحديث في قياس متغير المعلومات الأخرى ، ويجسد هذا المتغير معلومات الأرباح المستقبلية والتي لا يعكسها متغير الأرباح عن الفترة الحالية ، ولحل هذه المشكلة إتمتت الدراسات المحاسبية على تقدير القيمة التاريخية لهذا المعامل إستناداً على Ohlson (1999) ، حيث يمكن قياس معامل إستمرارية الدخل المتبقي تاريخياً (ω) وذلك من خلال العلاقة التالية⁽ⁱⁱ⁾:

$$v_t = Ex_{t+1}^a - \omega Ex_t^a + \varepsilon_t$$

ويتم تقدير قيمة معامل إستمرارية الأرباح غير العادية ω ومن ثم قياس متغير المعلومات الأخرى ، ليتم قياس قيمة السهم وفقاً للنموذج المحاسبي الحديث . يتم ذلك من خلال العلاقات التالية:

$$Ex_t^a = n + \omega Ex_{t-1}^a + \varepsilon_t$$

$$v_t = Ex_{t+1}^a - \omega Ex_t^a$$

$$v_{t+1} = y_0 + y_1 v_t + \varepsilon_{2t+1}$$

خطة البحث

لخدمة أهداف البحث قسم الباحث هذه الدراسة الى مبحثين:

المبحث الأول: إستعراض الإطار النظري للنموذج المحاسبي الحديث

المبحث الثاني: النتائج ومناقشتها

المبحث الأول

الإطار النظري

الدراسات السابقة

هنالك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع تقويم الأسهم ، يقوم الباحث باستعراض بعضها لكي يمكن التعرف على طبيعتها ونتائج إختباراتها ، ومن هذه الدراسات:

دراسة Lundholm ، 1995

تمثلت مشكلة الدراسة في العديد من التساؤلات حول ، المعلومات الأخرى؛ والادعاء بعدم ملائمة التوزيعات ؛ بالإضافة الى ديناميكية المعلومات الخطية ، إتبعته الدراسة الأسلوبين الوصفي والتحليلي ، والمتمثلين في إستعراض وتحليل الفرضيات الثلاثة لنموذج Ohlson . توصلت الدراسة الى نتائج منها ، إن التقويم وفقاً للنموذج يعتمد على القيمة الدفترية لحقوق الملكية و الأرباح ، إلا أنه غير مستقلاً بشكل كامل عن سياسة التوزيعات ، حيث أن متغير التوزيعات ذو قيمة ملائمة لتفسير أسعار الأسهم ، وهو ما لا يتوافق مع خاصية عدم ملائمة التوزيعات ، وأن خاصية ديناميكية المعلومات الخطية هي الصفة المميزة لنموذج Ohlson⁽ⁱⁱⁱ⁾ . (Lundholm R.J . 1995 , P.749)

دراسة Bernard ، 1995

هدفت الدراسة إلى تحليل نموذجي Ohlson (1995) و Feltham and Ohlson (1995) بإعتبارهما من أهم مراحل تطور الأدب المحاسبي في مجال أبحاث أسواق رأس المال في السنين الاخيرة ، إعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي . توصلت الدراسة الى نتائج منها ، أن النموذجين Ohlson (1995) و Feltham and Ohlson (1995) تبنت مبدأ التعرف على دور الأسس والقواعد المحاسبية في عملية تقييم قيمة السهم ، بإعتمادهما على منهج القياس بدلاً منهج المعلومات التقليدي السائد ، وبالتالي تحول هدف البحث المحاسبي باتجاه التنبؤ بالربحية بدلاً التفسير ، بالإضافة الى أنه يمكن إستخدام هذه النماذج لإشتقاق نماذج أخرى لتقييم أسعار الأسهم⁽¹⁾ . (Bernard V. 1995 PP733-744)

دراسة Penman and Sougiannis ، 1996

هدفت الدراسة الى إختبار مدى فعالية النموذج المحاسبي الحديث بعد تغطية تكلفة رأس المال، تمثلت مشكلة الدراسة في المقارنة بين ثلاث نماذج وهي نموذج خصم التوزيعات ؛ نموذج خصم التدفقات النقدية ؛ نموذج الدخل المتبقي ، ولإختبار النماذج قامت الدراسة بتكوين ثلاث محافظ إستثمارية طبقاً لقيمة الأسهم المحسوبة وفقاً للنماذج الثلاث . توصلت الدراسة الى نتائج منها ، أن النموذج المحاسبي الحديث يحقق قوة تفسيرية أفضل من

نموذج خصم التوزيعات ونموذج خصم التدفقات النقدية ، حيث أن استخدام نموذج النموذج المحاسبي الحديث يؤدي الى تخفيض أخطاء التقييم بدرجة أكبر من النماذج الأخرى⁽²²⁾ . (Penman S. & Sougiannis T, 1996 , PP 1- 51)

دراسة Hand and Landsman ، 1998

تمثلت مشكلة الدراسة في الإختبار التطبيقي لمتغير المعلومات الأخرى في النموذج المحاسبي الحديث ، إتمدت الدراسة التطبيقية على دالة التقويم الثانية في النموذج المحاسبي الحديث التي تتضمن متغير صافي التوزيعات ، توصلت الدراسة الى نتائج منها ، لم تتوافق بعض البيانات مع النموذج المحاسبي الحديث ، حيث أنه عند افتراض ان قيمة متغير المعلومات الأخرى تساوي الصفر فإن قيمة معامل التوزيعات يكون ذو إشارة موجبة ، بينما أن إشارته المفترضة سالبة ، وعند افتراض أن قيمته متغير المعلومات الأخرى لا تساوي الصفر وجد أن قيمة معامل التوزيعات موجبة كما هو مفترض بالنموذج المحاسبي الحديث ، وأن قيمة معامل تدفقات راس المال الخارجة ذو إشارة سالبة ، بينما إشارته المفترضة موجبة ، وقد قدمت الدراسة عدة تفسيرات لعدم التوافق مع النموذج المحاسبي الحديث منها أن التوزيعات الأرباح ترتبط مع متغير المعلومات الأخرى ، وهو ما يتعارض مع أفترض النموذج المحاسبي الحديث المتعلق بخاصية إستبدال التوزيعات . أوصت الدراسة بتوسيع النموذج المحاسبي الحديث ليشمل فرضية عدم تماثل المعلومات⁽⁷⁾ . (Hand J. R. M & Landsman W.R. 1998 , PP 1-38)

دراسة Dechow P. M. et al ، 1999

هدفت الدراسة الى اجراء تقويم تجريبي للنموذج المحاسبي الحديث بالتركيز على مدى صحة فرضية ديناميكية المعلومات الخطية للنموذج المحاسبي الحديث ، وذلك بإختبارها تجريبياً لنموذج الدخل المتبقي المضمن في النموذج المحاسبي الحديث ، توصلت الدراسة الى نتائج منها معقولة فرضية النموذج المحاسبي الحديث الخاصة بديناميكية المعلومات الخطية ، ومع ذلك توصلت الدراسة ان نموذج رسملة الأرباح أفضل من حيث قوته التفسيرية لأسعار الاسهم من النموذج المحاسبي الحديث ، بالإضافة الى ان النموذج المحاسبي الحديث يقدم اطار مفيد للدراسات التجريبية وذلك لأغراض ظهور نماذج تقييم محاسبية أكثر اكتمالاً⁽⁵⁾ . (Dechow . P. M. et al , 1999 , P1)

دراسة Lo and Lys ، 1999م

هدفت الدراسة لتحليل النموذج المحاسبي الحديث للتعرف على ، مزاياه وإضافة التي قدمها النموذج لنماذج تقويم الأسهم ، تناولت مشكلة الدراسة تقويم الدراسات التطبيقية التي إستخدمت النموذج ، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي . توصلت الدراسة الى نتائج منها ، أن معظم الدراسات التي حاولت تطبيق النموذج المحاسبي الحديث عملياً إستخدمت نموذج الدخل المتبقي لأنها لم تأخذ في الإعتبار خاصية ديناميكية المعلومات الخطية ، والتي تعتبر الميزة الرئيسية المميزة لهذا النموذج ، بالإضافة التي قدمها لنماذج التقويم ، وأن قليل من هذه الدراسات طبقت بشكل كامل وصحيح اطار النموذج المحاسبي الحديث ، وبالتالي فإن معظم الاشارات بالنموذج المحاسبي الحديث سابقة لاوانها، وهناك العديد من المجالات لاعادة صياغة فروض النموذج المحاسبي الحديث⁽¹⁰⁾ . (Lo K & Lys. T. 1999, PP 1-47)

دراسة Ota ، 2000م

تناولت مشكلة الدراسة صلاحية فرضية ديناميكية المعلومات الخطية (LIM) Linear Information Model (LIM) بالنموذج المحاسبي الحديث . هدفت الدراسة الى تطوير فرضية ديناميكية المعلومات الخطية ، ولتطوير فرضية ديناميكية المعلومات الخطية قامت الدراسة بتحويل هذه الفرضية الى سبعة نماذج إختبارية سميت من LIM1-LIM7 وقد اخبرت بعينة من الشركات اليابانية ، ومن خلال الاختبار التحليلي للنماذج السبعة توصلت الدراسة الى نتائج منها أن النماذج LIM2-LIM6 فشلت في تطوير ديناميكية المعلومات الخطية ، كما توصلت الدراسة الى أن LIM7 والتي تعتمد على إدخال متغير المعلومات الأخرى ضمن تعبير الخطأ العشوائي قد حققت تحسينات في تطبيق ديناميكية المعلومات الخطية من خلال إرتفاع قيمة معامل التحديد المعدلة ، بالإضافة الى أن متغير المعلومات الأخرى يلعب دوراً مكملاً في فرضية ديناميكية المعلومات الخطية بالنموذج المحاسبي الحديث⁽²¹⁾. (Ota K , 2000 , PP 1-60)

دراسة يوسف ، 2002م

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة مدى قابلية النموذج المحاسبي الحديث للتطبيق على الأسواق المالية بجمهورية مصر . توصلت الدراسة الى نتائج منها ، دالة تقويم الأسهم وفقاً للنموذج المحاسبي الحديث تتميز بأنها تعتمد على متغيرات جارية وليست مستقبلية مما يُمكن من تجنب المشاكل التطبيقية التي ترافق استخدام دوال التقويم للنماذج التي تعتمد على مفهوم القيمة الحالية . اعطى النموذج المحاسبي الحديث القيمة الدفترية لحقوق الملكية دوراً أساسياً في دالة التقييم ، قابلية النموذج المحاسبي الحديث للتطبيق في السوق المصرية ، وأن أحد أهم مزاياه هي إمكانية الاعتماد عليه لإشفاق عدة نماذج تقويم تتضمن افتراضات مختلفة بشأن الدور التقييمي الذي يمكن أن تلعبه المتغيرات المحاسبية في دالة تقويم حقوق الملكية ، قابلية النموذج المحاسبي الحديث للتطبيق في السوق المصرية⁽⁵⁾. (علي محمد يوسف ، 2000 ، ص 126)

دراسة الشرفاوي ، 2005

تمثلت مشكلة الدراسة في مدى صلاحية استخدام نموذج الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال في تفسير تغيرات أسعار الأسهم ، إتبعت الدراسة المنهج الإستنباطي في وضع إطار نظري علمي لنموذج الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال ، والمنهج الإحصائي باستخدام تحليل إنحدار منفرد لتحديد تأثير كل متغير مستقل على أسعار الأسهم ، وتحليل إنحدار متعدد لتحديد مدى مساهمة جميع المتغيرات المستقلة لتفسير أسعار الأسهم ، توصلت الدراسة الى نتائج منها ، وجود علاقة موجبة ومعنوية بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وبين المتغيرات المستقلة في النموذج ، وهي القيمة الدفترية للسهم ؛ القيمة الحالية لنصيب السهم من صافي الدخل المتبقي ؛ و القيمة الحالية لقيمة تصفية السهم في نهاية فترة الدراسة ، وقد أيدت نتائج الدراسة وجود منفعة للبيانات المحاسبية المستخدمة في النموذج في إتخاذ القرارات الاستثمارية ، وصلاحية نموذج الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال في تفسير تغيرات أسعار الأسهم⁽¹⁾. (الشرفاوي ، 2005 ، ص ص 1-48)

دراسة خليل ، 2006

تمثلت مشكلة الدراسة في تحديد وقياس حجم ممارسات إدارة الأرباح وأثره على محددات الدور التقييمي الاساسي للأرباح المحاسبية ، اعتمدت الدراسة على النموذج المحاسبي الحديث لتحديد قيم الأسهم ، وعلى نموذج Jones(1991) لقياس إدارة الأرباح . توصلت الدراسة الى نتائج منها ، تنتشر ظاهرة إدارة الأرباح في أسواق العالم المتقدمة والناشئة على السواء ، وذلك لتحقيق التوازن الأمثل للترتيبات التعاقدية وتعظيم القيمة السوقية للأسهم ، ولممارسات إدارة الأرباح مضامين تقييمية إيجابية على الأسعار السوقية للأسهم وسلبية على قيمتها الحقيقية وعلى محددات المضامين التقييمية ، وجود تأثير كبير لممارسات إدارة الأرباح على القيمة الحقيقية للأسهم ، إذ اظهرت النتائج أن قيمة التسويات الإختيارية الإستثنائية (Discretionary Accruals) موجبة وتؤثر إيجاباً على السعر السوقي للسهم ، فهناك مبالغة في الأسعار السوقية للأسهم مقارنة بقيمتها الذاتية المقاسة من خلال النموذج المحاسبي الحديث⁽³⁾ . (عبد الفتاح احمد خليل ، 2006 ، ص ص 547-471)

دراسة زكريا ، 2009م

تمثلت مشكلة الدراسة في وجود حالات إتخاذ قرار بالإستثمار في الاوراق المالية أو تصفية بعض المعاملات دون الإستناد على أسس علمية ، إتبعنا الدراسة المنهج الوصفي والمنهج التحليلي ، توصلت الدراسة الى نتائج منها ، أن لبعض العوامل المؤثرة على عائد الأسهم نماذج قياس خاصة بها ، والبعض الاخر يقاس عن طريق النماذج العامة ، ان أفضل النماذج في قياس المفاضلة بين المحافظ هو النموذج الخطي ، وأن استخدام الطرق العلمية الحديثة في تشكيل المحافظ يساعد على إتخاذ القرار السليم ، وأن استصحاب المؤثرات الإقتصادية الاخرى عند تقييم عائد المحفظة يؤدي الى الحصول على عائد حقيقي يعكس القيمة الحقيقية لنتائج الاستثمار ، أوصت الدراسة بضرورة مراعاة المؤشرات المستخرجة من هذه النماذج عند إتخاذ قرار الاستثمار حتى لا يتوقع عائد غير حقيقي ، وينبغي على المستثمر تعديل أسعار الاوراق المالية بشكل سريع لتعكس أثر المعلومات الجديدة المتعلقة بالاوراق المالية^(iv) . (عبد الرحمن المهدي ، 2009)

بعد إستعراض الدراسات السابقة الخاصة بنماذج تقييم الأسهم يتضح للباحث الآتي:

1. معظمها طبق في أسواق مالية متطورة ويبدو أن الدراسات حول هذا الموضوع في الأسواق النامية محدودة ، على الرغم من أن دراسة الشرقاوي تناولت مدى صلاحية إستخدام نموذج الدخل المتبقي في تفسير تغيرات أسعار الأسهم ، إلا أنها لم تتطرق للنموذج المحاسبي الحديث .
2. لم يتحصل الباحث على أي دراسة حول النموذج المحاسبي الحديث في السودان .
3. طبيعة التقييم وفقاً للنموذج المحاسبي الحديث يعتمد على القيمة الدفترية لحقوق الملكية و الأرباح المحاسبية .
4. صلاحية النموذج المحاسبي الحديث في تفسير تغيرات أسعار الأسهم وأنه يحقق قوة تفسيرية أفضل من النماذج التقليدية .
5. يعتبر النموذج المحاسبي الحديث من أهم مراحل تطور الأدب المحاسبي في مجال أبحاث أسواق رأس المال في السنين الاخيرة ، وأنه يوفر الأساس لبحث العلاقة بين معلومات القوائم المالية وقيمة السهم .
6. خاصية ديناميكية المعلومات الخطية هي الصفة المميزة لهذا النموذج وأن إستخدامه يجنب المشاكل التطبيقية التي ترافق استخدام دوال التقييم للنماذج التي تعتمد على مفهوم القيمة الحالية .

فمحدودية الدراسات حول النموذج المحاسبي الحديث في الأسواق النامية وعدم إختبار إمكانية تطبيقه في السودان تشكلان أحد الدوافع الرئيسية لهذه الدراسة .

النموذج المحاسبي الحديث

يعتبر النموذج المحاسبي الحديث الذي قدمه Ohlson عام 1995 لتقويم الأسهم تطويراً لنموذج الدخل المتبقي وذلك بإعادة صياغة دالة نموذج الدخل المتبقي بمتغيرات محاسبية ، فالنموذج يحدد أن تقويم الأسهم يعتمد بشكل كامل على المعلومات التي يفصح عنها في القوائم المالية ، ويتم ذلك في سياق علاقات ديناميكية المعلومات الخطية ومن خلال معامل إستمرارية الأرباح المحاسبية⁽¹⁴⁾. (Livnat J. 1996 , P1996 , P368)

فرضيات النموذج المحاسبي الحديث

يقوم النموذج المحاسبي الحديث على الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: قبول فكرة نموذج التوزيعات كأساس أو نقطة بداية ، بحيث أن القيمة السوقية للمنشأة تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية المتوقعة (The Present Value of Expected Dividends (PVED) ،

وذلك كما في العلاقة التالية⁽¹⁵⁾: (Morel M. 1999, P 148)

$$P_t = \sum_{\tau=1}^t \frac{E_t(d_{t+\tau})}{(1+k)^\tau} \dots\dots\dots (PVED)$$

حيث أن:

P_t : القيمة الحقيقية للسهم

$d_{t+\tau}$: التوزيعات المتوقعة

E_t : عامل القيمة المتوقعة للتوزيعات المستقبلية عند نهاية الفترة t

$(1+k)$: معدل العائد المستخدم في خصم التوزيعات المتوقعة

k : معدل العائد على حقوق الملكية .

الفرضية الثانية: إستبدال متغيرات نموذج التوزيعات بمتغيرات محاسبية من خلال علاقتين هما:

1. علاقة أو محاسبة الفائض الصافي (Clean Surplus Relation (CSR) ، تعتبر علاقة الفائض الصافي

توصيف للعلاقة بين الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية ، وصافي التوزيعات dt خلال فترة زمنية

معينة ، وتأخذ هذه العلاقة الصورة التالية⁽¹⁶⁾ (Myers J. N. 1999, P 3)

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \dots\dots\dots (CSR)$$

حيث أن:

b_t : القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية الفترة t .

x_t : الأرباح المحاسبية

d_t : التوزيعات المقررة أو الموزعة عن الفترة الحالية t

يتضح للباحث أن معادلة الفائض الصافي تربط بين التوزيعات النقدية وكل من الدفترية لحقوق الملكية والأرباح

المحاسبية ، وأن القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية الفترة ، تساوي القيمة الدفترية لحقوق الملكية في بداية

الفترة مضافاً إليها الفرق بين الأرباح المحاسبية المحققة والتوزيعات المدفوعة عن نفس الفترة ، وبالتالي فإن أي وحدة نقدية تدفع كتوزيعات تؤدي الى تخفيض القيمة الدفترية الحالية لحقوق الملكية بنفس القيمة .

2. علاقة ديناميكية المعلومات الخطية (LID) Linear Information Dynamics (LID) ، تمثل علاقة ديناميكية المعلومات الخطية حل لقصور نموذج خصم صافي الدخل المتبقي المتمثل في عدم ربط الأرقام المحاسبية المفصح عنها بقيمة السهم السوقية ، وقد عرفت ديناميكية المعلومات الخطية بأنها العلاقة بين الأرباح غير العادية المستقبلية وكل من الأرباح غير العادية الحالية ومتغير المعلومات الأخرى ، حيث أن هذه المتغيرات تحقق علاقة إنحدار خطي من الدرجة الأولى ، وعليه فإن قيمة المنشأة وفقاً لهذه العلاقة يعبر عنها بالمتغيرات المحاسبية الحالية بدلاً عن المتغيرات المستقبلية المتوقعة (التنبؤية)⁽¹⁷⁾ . (Myers J. N. 1995, P 332)

إن علاقة ديناميكية المعلومات الخطية تهدف الى إدخال المتغيرات المحاسبية الحالية المفصح عنها في القوائم المالية الى دالة التقييم لتحديد الخصائص التقييمية للمعلومات المحاسبية ، من خلال الربط بين الربح الباقي للفترة القادمة؛ الربح الباقي للفترة الحالية ؛ والقيمة الدفترية للأصول التشغيلية ؛ متغير المعلومات الأخرى ، وذلك من خلال العلاقات التالية⁽¹⁸⁾ (Ohlson J. A. 1995, P 4)

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \dots\dots\dots (1)$$

من ناحية أخرى فإن المعلومات المتاحة عن الشركة للفترة (t+1) تعتبر دالة في المعلومات المتاحة عن الشركة في الفترة (t) بالإضافة إلى الخطأ العشوائي الراجع لمعلومات غير متوقعة في الفترة (t+1) . ويعبر عن هذه العلاقة بالمعادلة الآتية:

$$v_{t+1} = yv_t + \varepsilon_{2t+1} \dots\dots\dots(2)$$

حيث أن:

المعاملات y ، ω معروفة وثابتة ومقيدة بأنها غير سالبة وأقل من واحد بحيث: $0 \leq \omega < 1$ ، $0 \leq y < 1$.

X_{t+1}^a : الربح الباقي للفترة القادمة

X_t^a : الربح الباقي للفترة الحالية

V_t : متغير المعلومات الأخرى

ω : معامل ميل الربح الباقي ويمثل مدى إستمرارية الربح الباقي في الفترة القادمة (اي يقيس مقدار التغير في الربح الباقي للفترة القادمة نتيجة تغير الربح الباقي للفترة الحالية بوحدة واحدة) .

يستنتج الباحث من علاقات ديناميكية المعلومات الخطية أنها تقوم على السلاسل الزمنية لتمهيد عملية تقدير القيمة المتوقعة للربح الباقي المستقبلي .

المعادلة (1) تصف علاقة الترابط بين الربح الباقي المستقبلي ، وكل من الربح الباقي الحالي ومتغير المعلومات الأخرى ، ويلعب متغير المعلومات الأخرى دوراً في التنبؤ بالربح الباقي للفترة القادمة ؛ حيث أن بعض الأعمال التي تقوم بها المنشأة في الفترة الحالية قد لا تظهر في أرباح هذه الفترة ، الأ أنها قد تظهر في أرباح الفترة القادمة⁽¹⁹⁾

(Ohlson J. A. 2000 , P3)

إن علاقة ديناميكية المعلومات الخطية بالنموذج المحاسبي الحديث تصف المعلومات المحاسبية بخاصية عدم التحيز Unbiased ، والتي تعني أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية في الأجل الطويل سوف تتساوى تقريباً مع قيمتها السوقية ، وبالتالي فإن القيمة الحالية للدخل المتبقي في الأجل الطويل سوف تؤول الى الصفر ، على اعتبار أنها تمثل الفرق بين القيمة الدفترية لحقوق الملكية والقيمة السوقية ، وذلك لان الأرباح المحاسبية سترتد نحو متوسطها mean-reverting في الاجل الطويل ، مما يجعل من القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقياساً غير متحيز لقيمتها السوقية⁽²⁰⁾. (Ohlson J. A. 1995 , P668)

يتضح للباحث من علاقة ديناميكية المعلومات الخطية أن المتغيرات المحاسبية الحالية المفصح عنها في القوائم المالية تساهم في التنبؤ بالربح الباقي للفترة القادمة ، أما المعلومات غير المحاسبية للفترة القادمة يمكن التنبؤ بها بإعتماد فقط على قيمته الحالية ومعامل الميل y .

دالة النموذج المحاسبي الحديث

يتم قياس قيمة الأسهم وفق دالة تقويم النموذج المحاسبي الحديث ، من خلال القيم المحاسبية الجارية التي يتم الإفصاح عنها في القوائم المالية، بحيث تساوي القيمة الحقيقية للسهم⁽²¹⁾ (Ota K 2000 , PP 1-60)

$$P_t = bv_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

حيث أن:

P_t : القيمة الحقيقية للسهم

bv_t : القيمة الدفترية لحقوق الملكية

x_t^a : الأرباح غير العادية الحالية

v_t : متغير المعلومات الأخرى

قيم المعاملات تساوي:

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

مزايا النموذج المحاسبي الحديث

تتمثل مزايا النموذج المحاسبي الحديث بالآتي⁽²²⁾ (Penman S.H & Sougiannis T , 1996, PP 1-51)

1. نالت الدراسة التي قدمت النموذج المحاسبي الحديث لتقويم الأسهم مكافأة من مجمع المحاسبة الأمريكي American Accounting Association (AAA) ، إعترافاً بما حققته الدراسة من إضافات قيمة في الأدب المحاسبي وذلك بتطويرها لنموذج الدخل المتبقي ، والذي أُعتبرت إضافة أساسية في مجال إستخدام البيانات المحاسبية في تقويم الأسهم ، و تركيز عملية البحث على القيمة المضافة أو توليد القيمة بدلا عن توزيعها .

2. إن النموذج المحاسبي الحديث يمثل أحد أهم الإتجاهات البحثية في الفكر المحاسبي خلال الفترة الماضية ، بالإضافة الى أنه يمثل نقطة تحول في إتجاه أهداف الأبحاث المحاسبية المعتمدة على بيانات الأسواق المالية ، من محاولة مشاهدة وقياس تغيرات أسعار الأسهم عند الإفصاح عن المعلومات المحاسبية ، الى محاولة التنبؤ بالأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية كأساس للتفسير والتنبؤ Explain and Predict بإتجاهات

التغير في أسعار الأسهم⁽²³⁾ . (Walker M & Wang P. 2003 , P 239)

3. يقدم إطاراً للربط بين عملية تقييم الأسهم والمعلومات المحاسبية المنشورة⁽²⁴⁾ . (Hand J.R & Landsman W. R 1998, P2)
4. يمكن من تقدير القيمة السوقية للأسهم باستخدام المعلومات المحاسبية لتفسير مستوى الدخل والتغير فيه ، وتجنب معوقات نموذج التوزيعات الذي يفترض وجود علاقة ثابت بين صافي الدخل وتوزيعات الأرباح .
5. تجاوز صعوبات التنبؤ بالأرباح واختلاف سياسات توزيع الأرباح وذلك لعدم إفتراض ثابت العلاقة بين صافي الدخل وتوزيعات الأرباح⁽⁶⁾ . (توفيق حسن عبد الجليل ، احمد حسن ظاهر ، 2005 ، ص ص 70-72)
6. تقدم ديناميكية المعلومات الخطية بالنموذج المحاسبي الحديث مزايًا متعددة منها⁽²⁵⁾ (Courteau L. et al 2000 , P 625)
- أ. الربط بين الأرباح الحالية والمستقبلية ، يمكن من الوصول الى دالة تقويم تستخدم متغيرات حالية بدلاً عن المتغيرات المستقبلية ، بدون الدخول في تعقيدات تحديد أفق التنبؤ وتقدير القيمة الإنتهائية للسهم
- ب. يلعب متغير المعلومات الأخرى دوراً في⁽²⁶⁾ : (Daqing D. et al ,2000,P146)
1. التنبؤ بالربح الباقي للفترة القادمة .
 2. حل مشكلة أسبقية الأسعار على المعلومات المحاسبية ، حيث أن متغير المعلومات الأخرى يجسد المعلومات التي تكون ملاحظة من قبل السوق من خلال السعر قبل أن تظهر ضمن المعلومات المحاسبية، وبالتالي يعمل على تخفيف تأثير المتغير المرتبط المحذوف⁽²⁷⁾. (Jiang W. & Shen Y , 2009, P 292)
 3. مرونة النموذج للتطبيق في حالات مختلفة للتنبؤ بالمتغيرات التي تؤثر في تقدير المعاملات الأخرى والتي قد تختلف من حالة الى أخرى⁽²⁸⁾ . (Walker M & Wang P , 2003 , P239)
 7. يعتبر رد على الإنتقاد الموجه الى قدرة القواعد المحاسبية على تجسيد المعلومات التي تعكسها القيم السوقية للأسهم في توقيت ملائم ، فقد أكد التطبيق العملي للنموذج المحاسبي الحديث على وجود ملاءمة تقييمية ودور معلوماتي للمعلومات المحاسبية ، فقد أظهر النموذج قوة تفسيرية عالية لأسعار الأسهم عند تطبيقه في أكثر من 20 دولة على الرغم من الإختلاف المحاسبي بين هذه الدول⁽²⁹⁾ . (Frankel R. & Lee C.M.C 1999, P 3)
 8. إمكانية استخدام النموذج لتقييم البدائل الإستثمارية من قبل الإدارة⁽³⁰⁾. (Ohlson J. A 2000 , P3)
- يمكن للباحث أن يحدد مزايا النموذج المحاسبي الحديث بالآتي:
1. إظهار القدرة التنبؤية للقيمة الدفترية والأرباح المحاسبية الحالية ، بالتنبؤ بقيمتهم المستقبلية كأساس لتقييم أسعار الأسهم .
 2. سهولة تطبيق النموذج لإعتماد دالته على بيانات القوائم المالية الحالية المتاحة بالقوائم المالية المنشورة .
 3. يعتبر أحد المحاولات التي تهدف الى تقديم نموذج نظري وعملي يمكن إستخدامه في تقويم الأسهم بالإستناد على البيانات المحاسبية والتمويلية.
 4. تعكس القيمة الدفترية أثر المعلومات المحاسبية التاريخية على القيمة الحقيقية للأسهم ، لأنها تتأثر بالسياسات المحاسبية التي تم تطبيقها لقياس الدخل والأرباح والخسائر غير المحققة التي تم تأجيل الاعتراف بها في قائمة الدخل وتم إقفالها في حق الملكية.
 5. إدخال متغير المعلومات الأخرى في دالة النموذج ، تجعل النموذج أكثر شمولية للمتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم ، وهو ما يساهم في رفع المحتوى المعلوماتي لقياس الأرباح المحاسبية لتصبح ملاءمة بشكل كافي لتقييم الأسهم .

محددات النموذج المحاسبي الحديث

تتخصص محدثات النموذج المحاسبي الحديث بالآتي⁽³²⁾ (Livant J. , P 368)

1. عدم تحقق فرضية وجود علاقة الفائض الصافي التنظيف في الواقع العملي.
2. عدم ملائمة إدخال القيمة الدفترية في دالة تقويم الأسهم لأنها تلعب دوراً في تقييم الاختيارات المتعلقة بترك المنشأة .
3. الأخذ بخاصية استبدال التوزيعات في علاقة التوزيعات مع القيمة السوقية للأسهم ، على الرغم من الانتقادات الموجهة لفرضية عدم ملائمة التوزيعات⁽³²⁾ . (Holthansen R. W & Watts R. L 2001, P 54)
4. صعوبة تحديد وقياس متغير المعلومات الأخرى في الواقع العملي لأنه غير مشاهد ، لذا أحياناً يتم حذفه من النموذج أو إستبداله بمتغيرات المحللين الماليين⁽³³⁾ . (Myers J.N 2000, P 332)

يتضح للباحث أن محدثات النموذج المحاسبي الحديث تتمثل بالآتي:

1. إحصائية تأثر الدخل المتبقي بالإختيار الإداري للطرق المحاسبية وسياسات الاعتراف بالإيرادات.
2. عدم تحقق علاقة الفائض الصافي التنظيف في بعض الأحوال .
3. عدم تحديده لطريقة قياس متغير المعلومات الأخرى .

المبحث الثاني

النتائج ومناقشتها

لتحقيق أهداف البحث ولختبار فرضياته ، تم إجراء الدراسة الإختبارية بإستخدام تحليل الإنحدار المنفرد (المعادلات من 2.1 الى 2.2) وتحليل الإنحدار المتعدد (المعادلة 2.3) ، للعلاقة بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وبين المتغيرات الخاصة بالنموذج المحاسبي الحديث ، وهي نصيب السهم من القيمة الدفترية و نصيب السهم من صافي الدخل المتبقي كمتغيرات مستقلة ، لمعرفة مدى إمكانية تطبيق النموذج المحاسبي الحديث في سوق الخرطوم لأوراق المالية ، وقد تم تقدير معاملات النموذج بإستخدام عدد 360 مشاهدات تمثل إجمالي عينة الدراسة وبإستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الإجتماعية (SPSS) لتقدير النموذج المحاسبي الحديث في صورته الخطية ، وقد تم تقدير معاملات المعادلات التالية:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 bv_t + e_t \dots\dots\dots(2.1)$$

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_t^a + e_t \dots\dots\dots(2.2)$$

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 bv_t + \alpha_2 x_t^a + e_t \dots\dots\dots(2.3)$$

حيث أن:

Pt: القيمة الحقيقية للسهم

bvt: القيمة الدفترية لحقوق الملكية

x_t^a : الأرباح غير العادية الحالية

التحقق من إتساق النتائج مع شروط ومتطلبات النموذج

قبل تقدير النموذج المحاسبي الحديث يجب التحقق من إتساق معاملات كل من متغير الدخل المتبقي ومتغير المعلومات الأخرى ، مع شروط ومتطلبات النموذج ، وقد تم تقدير قيمة معامل إستمرارية الدخل المتبقي من خلال العلاقة التالية ، والتي تظهر نتائجها في الجدول رقم (1-2) :

$$Ex_t^a = n + \omega Ex_{t-1}^a + \varepsilon_t$$

الجدول رقم (1-2)

البيان	n	ω	R ²
القيم	6.885	0.25	0.37
t-statistic	6.440	2.039	
مستوى المعنوية	0.000	0.081	

يتضح من الجدول أعلاه رقم (1-2) ، أن قيمة معامل إستمرارية الدخل المتبقي (0.25) وهي تتفق مع شروط وإفتراضات النموذج المحاسبي الحديث ($0 \leq \omega < 1$) . ومن خلال هذه النتائج يمكن قياس متغير المعلومات الأخرى خلال العلاقة التالية:

$$v_t = Ex_{t+1}^a - 0.25Ex_t^a$$

ومنها يمكن تقدير قيمة معامل إستمرارية متغير المعلومات الأخرى من خلال العلاقة التالية ، والتي تظهر نتائجها في الجدول رقم (2-2):

$$v_{t+1} = y_0 + y_1 v_t + \varepsilon_{2t+1}$$

الجدول رقم (2-2)

البيان	y ₀	y _t	R ²
القيم	4.658	5.624	0.008
t-statistic	2.976	0.240	
مستوى المعنوية	0.021	0.817	

وبناءً على النتائج والواردة بالجدول رقم (2-2) ، فإن قيم معاملات الاستمرارية لا تتفق مع إفتراضات النموذج $0 \leq y < 1$ ، إذ تساوي (5.624) بالنسبة للعينة ككل عن إجمالي الفترة المدروسة ، وعليه يمكن حذف متغير المعلومات الأخرى من دالة النموذج المحاسبي الحديث . وبعد التحقق من إتساق النتائج مع شروط ومتطلبات النموذج سيتم إستخدام دالة النموذج لقياس قيم الأسهم ، وذلك باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد لمعرفة إمكانية تفسير النموذج المحاسبي الحديث لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

نتائج البحث

وقد أظهرت نتائج التقدير الإحصائي الآتي:

1. تتأثر أسعار الأسهم بالقيمة الدفترية للسهم بصورة موجبة ، حيث أظهر التحليل المنفرد لعلاقة الإنحدار كما هو واضح في الجدول (3-2) وجود علاقة معنوية مرتفعة بدرجة ثقة 99% بين تغيرات القيمة الدفترية للسهم وأسعار الأسهم ، كما أشار التحليل الى مساهمة القيمة الدفترية للسهم في تفسير التغيرات في أسعار السهم ، حيث بلغ معامل التحديد المعدل R² لهذه العلاقة 78% .

الجدول رقم (2-3)

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 b v_t + e_t$$

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.440	.209		-2.110	.068
	القيمة الدفترية للسهم	1.070	.202	.882	5.289	.001

وفقاً لهذه النتائج تتحقق الفرضية الأولى التي تنص على الآتي (يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمتغير نصيب السهم من القيمة الدفترية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة السودانية).

2. عدم معنوية العلاقة بين أسعار الأسهم ونصيب السهم من صافي الدخل المتبقي، حيث أظهر التحليل المنفرد لعلاقة الإنحدار كما هو واضح في الجدول (2-4) وجود علاقة معنوية منخفضة بدرجة ثقة 75% بين تغيرات نصيب السهم من صافي الدخل المتبقي وأسعار الأسهم، كما أشار التحليل إلى إنخفاض مساهمة نصيب السهم من صافي الدخل المتبقي في تفسير التغيرات في أسعار السهم، حيث بلغ معامل التحديد المعدل R^2 لهذه العلاقة 16%.

الجدول رقم (2-4)

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_t^a + e_t$$

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.417	.203		2.060	.073
	لدخل المتبقي للسهم	2.715	2.199	.400	1.235	.252

وفقاً لهذه النتائج لا تتحقق الفرضية الثانية التي تنص على الآتي (يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمتغير نصيب السهم من صافي الدخل المتبقي على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة السودانية).

3. بلغت قيمة R 0.921 وهذا يوضح أنه لا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، كما بلغت قيمة معامل التحديد للنموذج R^2 و \bar{R}^2 0.849، 0.806 على التوالي كما هو واضح في الجدول (2-5)، حيث يؤكد إختبار F معنوية المتغيرات المستقلة للنموذج ككل حيث بلغت قيمة F 19.702 بمستوى ثقة 99%.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.921 ^a	.849	.806	.21754	.849	19.702	2	7	.001

a. Predictors: (Constant), القيمة الدفترية للسهم، الدخل المتبقي للسهم.

الجدول (2-5)

4. مجموع ما تفسره متغيرات النموذج المحاسبي الحديث من تغيرات أسعار الأسهم كان 0.806 كما هو واضح في الشكل (2-5) ، وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى أقل من 0.05 كما يتضح من خلال تحليل تباين الانحدار الموضحة نتائجه في الشكل (2-6) .

الشكل (2-6)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.865	2	.932	19.702	.001 ^a
	Residual	.331	7	.047		
	Total	2.196	9			

a. Predictors: (Constant), القيمة الدفترية للسهم, الدخل المتبقي للسهم

b. Dependent Variable: القيمة الحقيقية للسهم

5. إختبار T للمعنوية هو إختبار أحادي يوضح مدى تأثير كل متغير مستقل بمفرده على المتغير التابع ، حيث كانت قيمه كما موضحة في شكل نتيجة تحليل الانحدار الشكل (2-7) على النحو التالي:

قيمة T للقاطع α_0 -2.695 بمستوى معنوية 0.31 وهذا يعني أنه معنوي عند ثقة 5% ، بينما معامل القيمة الدفترية α_1 بلغ 5.655 بمستوى معنوية 0.001 وهذا يعني أنه معنوي عند ثقة 5% ، أما معامل صافي الدخل المتبقي α_2 فبلغت قيمته 1.822 وهذا يعني أنه غير معنوي عند ثقة 5% . هذه المعاملات تفسر أن متغير القيمة الدفترية هو أكثر العوامل تأثيراً على أسعار الأسهم ، يليه تأثيراً متغير صافي الدخل المتبقي .

الشكل (2-7)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.504	.187		-2.695	.031
	القيمة الدفترية للسهم	1.020	.180	.840	5.655	.001
	الدخل المتبقي للسهم	1.837	1.008	.271	1.822	.111

a. Dependent Variable: القيمة الحقيقية للسهم

وفقاً لهذه النتائج تتحقق الفرضية الثالثة التي تنص على الآتي (إن بالإمكان تطبيق النموذج المحاسبي الحديث في سوق الخرطوم للأوراق المالية لتفسير سلوك اسعار الاسهم فيه ، بما يساهم في زيادة التوافق الدولي في قبول النموذج المحاسبي الحديث على الرغم من الإختلاف المحاسبي الدولي) .

نتائج البحث:

ومن أهم المؤشرات التي تم التوصل إليها من إختبار النموذج المحاسبي الحديث:

1. إمكانية تفسير النموذج المحاسبي الحديث لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية حيث بلغت قوته التفسيرية 81% .
2. متغير القيمة الدفترية هو أكثر تأثيراً على أسعار الأسهم وذو دلالة إحصائية ، حيث بلغت قيمة Beta المقابلة له 0.840 وهي ذات دلالة إحصائية على مستوى أقل من 0.05 .
3. عدم معنوية متغير صافي الدخل المتبقي ، حيث بلغت قيمة Beta المقابلة له 1.822 وهي غير ذات دلالة إحصائية على مستوى أقل من 0.05 .

4. تعتبر نتائج هذا البحث دليل يعزز أهمية الاعتماد على نماذج تقييم الأسهم في تفسير تغيرات أسعار الأسهم ، ومؤشر لقبول النموذج المحاسبي الحديث لتفسير اسعار الاسهم .

توصيات الباحث:

توفر هذه الدراسة مؤشرات عن إمكانية تطبيق النموذج المحاسبي الحديث بالسودان ، وحتى يمكن الإعتماد عليها بشكل كامل يوصي الباحث بالآتي:

1. الاستفادة من دلالات القوة التفسيرية للنموذج المحاسبي الحديث للتعرف على الأسهم ذات الخلل السعري ، لتكوين إستراتيجيات إستثمارية تساعد على تحقيق عائدات غير عادية .
2. ضروري إعادة اجرائها على بيانات فترة زمنية اطول .
3. إختبار النموذج بعد إدخال متغير المعلومات الأخرى الى دالة النموذج ، بعد البحث أسباب عدم تحقق الشروط الخاصة به ، لتجنب مشكلة المتغير المرتبط المحذوف .

قائمة المصادر :

أولاً: المصادر العربية

1. أشرف الشرقاوي - 2005م ، دراسة تحليلية للعلاقة بين أسعار الأسهم والقيمة المحسوبة وفقاً لنموذج الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال ، (القااهرة: جامعة القااهرة ، كلية التجارة ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، العدد 65) .
2. متولي احمد السيد - 2005م ، ديناميكية المعلومات الخطية وتطبيقات نموذج الدخل المتبقي لتقييم حقوق ملكية المنشأة ، (القااهرة: جامعة عين شمس ، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة ، العدد الثالث) .
3. عبد الفتاح أحمد علي خليل - 2001م ، قياس القيمة الملاءمة للمعلومات المحاسبية وفقاً لأساسي الإستحقاق والتدفقات النقدية وانعكاساتها على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري ، (طنطا: جامعة طنطا ، كلية التجارة ، المجلة العلمية - التجارة والتمويل ، الملحق الثاني للعدد الأول).
4. عبدالرحمن المهدي زكريا - 2009م ، النماذج القياسية في قياس نماذج الإستثمار في الأوراق المالية (امدرمان: جامعة مدرمان الاسلامية ،رسالة دكتوراة غير منشورة).
5. علي محمد يوسف ، إستخدام نموذج (Ohlson(1995 لتقييم حقوق ملكية المنشأة مع التطبيق على سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية ، (الاسماعيلية: جامعة قناة السويس ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2002م .)
6. توفيق حسن عبدالجليل - 2005م ، أحمد حسن ظاهر ، تفسير نسبي السعر السوقي الى كل من قيمته الدفترية وربحيته لقيمة المنشأة ، (عمان: الجامعة الاردنية ، المجلة الاردنية في إدارة الأعمال ، المجلد 1، العدد 2) .

ثانياً : المصادر الأجنبية:

1. Bernard, V. L., The Feltham and Ohlson Framework : Implication For Empiricists "Contemporary Accounting Research " , 1995 , VOL.11 , No.2.
2. Biddle G. C.& Others , Does EVA Beat Earning ? Evidence on Associations With stock Returns and Firm Values , "Journal of Accounting and Economics" 1997 , No 24.

3. Courteau L. et al. , Equity Valuation Employing the Ideal Versus Ad Hoc Terminal Value Expressions , "Contemporary Accounting Research" 2001 , Vol. 18 No, 4 .
4. Daqing D. et al. , Stationary and Co Integration Test of the Ohlson Model , "Journal of Accounting , Auditing & Finance " 2000 , Vol. 15 , No 1 .
5. Dechow P. M. , et al. , An Empirical Assessment of The Residual Income Valuation Model , "Journal of Accounting and Economics"1999 , No.26
6. Frankel R. & Lee C. M. , Accounting Diversity and International Valuation , "W. P." University of Cornell" May 1999 .
7. Hand J. R. M. , and Landsman W. R. , Testing of Ohlson Model: V or Not V, That's The Question, "W. P. , UNC Chapel Hill" , August 19, 1998.
8. Holthausen R. W. and Watts R. L. , The Relevance of The Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting , "Journal of Accounting and Economics"2001 , No.31.
9. Jiang W. & Shen Y. , Discussion of Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research , "Journal of Business , Finance & Accounting " 2009 , Vol. 32 (3) No 4 .
10. Lo K. and Lys T. Z. , The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, limitation, and Empirical Application , W. P. , "University of British Columbia " , 1999.
11. Lee B. S. , An Empirical Test of Accounting –Based Residual Income Model and the Traditional Dividends Discount Model , "Journal of Business" 2005 , Vol. 78 No. 4 .
12. An Empirical Evaluation of Behavioral Models Based on Decompositions of Stock Prices , "Journal of Business" 2006 , Vol. 79 No. 1
13. Lundholm R. J., A Tutorial on Ohlson and Feltham/Ohlson Model: Answers to Some Frequently Asked Questions, "The Journal of Contemporary Accounting Research", Spring 1995 Vol. 11 No2 .
14. Livnat J. , Discussion: the Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications , "Journal of Accounting , Auditing & Finance" .
15. Morel M. , Multi-Lagged Specification of the Ohlson Model , " Journal of Accounting , Auditing & Finance" 1999 , Vol. 14 No, 1 .
16. Myers J. N. , Implementing Residual Income Valuation With Linear Information Dynamics , "The Accounting Review" 1999 , Vol. 74 No. 1 .
17. Discussion: The Feltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications , "Journal of Accounting, Auditing & Finance" 2000 , Vol .15 No.1 .
18. Ohlson J. A. , The Theory of Value and Earnings, and an Introduction to the Ball and Brown Analysis , "Contemporary Accounting Research" 1995 , Vol. 8 No, 1.
19. Positive (Zero) NPV Projects and the Behavior of Residual Earnings , " W. P.", New York University , 2000 .
20. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, "Contemporary Accounting Research" 1995 , Vol. 11 No, 2 .
21. Ota K. , A New Improvement to the Ohlson (1995) Model :Empirical Evidence From Japan, W.P., "Kansai University Graduate School" 2000 .
22. Penman S. H. and Sougiannis T. , A comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation , "W. P. " , University of California and University of Illinois , 1996

23. Walker M. & Wang P. , Towards an Understanding of Profitability Analysis Within the Residual Income Valuation Framework , " Accounting & Business Research " 2003 , Vol. 33 , No. 3 .
24. Hand J. R. M., and Landsman W. R Testing of ohlson Model : V or not V that's the question , W.P , uns chapel hill , August 19, 1998 , P2
25. Courteau L. et al. , Equity Valuation Employing the Ideal Versus Ad Hoc Terminal Value Expressions , "Contemporary Accounting Research" 2001 , VOL. 18 No, 4 , P 625.
26. Daqing D. et al. , Stationary and Co Integration Test of the Ohlson Model , "Journal Of Accounting , Auditing & Finance " 2000 , Vol. 15 , No 1 , P. 146.
27. Jiang W. & Shen Y. , Discussion Of Scale Effects In Capital Markets-Based Accounting Research , "Journal Of Business , Finance & Accounting " 2009 , Vol. 32 (3) No 4 , P292.
28. Walker M. & Wang P. , Towards an Understanding of Profitability Analysis Within The Residual Income Valuation Framework , " Accounting & Business Research " 2003, Vol. 33 , No. 3 , P. 239.
29. Frankel R. & Lee C. M. C. , Accounting Diversity and International Valuation , " W. P. " , Michigan University , 1999 P. 3.
30. Ohlson J. A. , Positive (Zero) NPV Projects and the Behavior of Residual Earnings , " W. P.", New York University , 2000, P. 3 .
31. Livnat J. , Discussion: the Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications , "Journal of Accounting , Auditing & Finance" P. 368.
32. Holthausen R. W. and Watts R. L. , The Relevance of The Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting , "Journal of Accounting and Economics"2001, No.31 , P. 54.
33. Myers J. N. , Discussion: The Feltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications , "Journal Of Accounting, Auditing & Finance" 2000 , VOL.15 No.1, P332.