

دور عنصري الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بصافي الدخل المستقبلي و  
تفسير أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية

د. محمد بن سليمان العقيل

أستاذ المحاسبة المساعد - معهد الإدارة العامة بالرياض- المملكة العربية السعودية

د. يحيى بن علي الجبر

أستاذ المحاسبة المساعد - جامعة الملك سعود بالرياض- المملكة العربية السعودية

مقبول للنشر في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية بجامعة الإسكندرية

العدد الثاني - المجلد التاسع والاربعون - يوليو ٢٠١٢م

## ملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة قدرة كل من عنصري صافي الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية و كذلك تفسير أسعار الأسهم الحالية للشركات المساهمة السعودية خلال الفترة من ١٩٩٨ إلى ٢٠١١م. وقد أظهرت نتائج البحث أن صافي الدخل الحالي بعنصريه النقدي و الاستحقاق ذو قدرة إضافية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية في السوق السعودي. وأن هذه القدرة التنبؤية تكون أكبر عندما تشكل عناصر النقدية الجزء الأكبر من صافي الدخل. كما أظهرت نتائج البحث أن كلا من عنصري صافي الدخل الحالي النقدي والاستحقاق لهما تأثير إضافي في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم، وأن هذه القدرة التفسيرية تكون أكبر عندما تشكل عناصر النقدية الجزء الأكبر من صافي الدخل. تقدم هذه النتائج دليل تطبيقي على أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي يميزون بين عنصري صافي الدخل النقدي والاستحقاق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

# **Role of Cash flows and Accruals in Forecasting Future Earnings and Explaining Share Prices in the Saudi Stock Market**

**Dr. Mohammed Al-Aqeel**

Assistant Professor of Accounting – Institute of Public Administration,  
Riyadh, Saudi Arabia

**Dr. Yahya Al-Jabr**

Assistant Professor of Accounting – King Saud University, Riyadh, Saudi  
Arabia

June 2012

## **Abstract:**

This study aims to study the cash flow and accrual components of earnings in forecasting future earnings and explaining current stock prices in Saudi stock market during the period from 1998-2011. The study shows that the cash flow and accrual components of current earnings, have incremental ability to predict future earnings in the Saudi stock market. The cash flow component is shown to have a predictive superiority compared to the accrual component of earnings. The study also reveals that both components of current earnings, cash flows and accruals, have incremental power in explaining current stock market prices, and this power is higher if the cash flow component constitutes the larger part of the earnings. The findings provide empirical evidence that investors, in taking their investment decisions in the Saudi stock market, differentiate between the two components of cash flows and accruals.

## دور عنصري الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بصافي الدخل المستقبلي و تفسير أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية

### ١- أهمية ومشكلة وأهداف الدراسة:

يعد الدور الذي تلعبه الأرباح في التنبؤ بصافي الدخل المستقبلي و تفسير وتحديد أسعار الأسهم من الموضوعات الأساسية في البحث المحاسبي التطبيقي وذلك منذ إجراء الدراستين الرائدتين Beaver (1968), Ball and Brown (1968) وحتى الآن. يتكون صافي الدخل المحاسبي من عناصر نقدية وعناصر استحقاق، وهو يشكل المعلومة الرئيسية الأهم التي تحتويها القوائم المالية (Lev,1989). ولقد أظهرت الدراسات الحديثة أن تقسيم صافي الدخل إلى شقيه، النقدي والاستحقاق، بدلا من التركيز فقط على رقم صافي الدخل المجمع، يساعد المستثمرين في زيادة قدرتهم التحليلية للتنبؤ بالأرباح وصولا إلى قيمة عادلة للسهم، ومن ثم يوفر قدرة اكبر على اكتشاف الأسهم التي ينحرف سعرها عن قيمتها العادلة والتوصية تبعا لذلك بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ (Barth, Beaver, Hand, and Landsman, 1999, 2005; Barth, Cram, and Nelson, 2001; Penman, 2009; Stickney, Brown, and Wahlen, 2007; White, Sondhi and Fried, 2003).

ولقد أشارت دراسة Barth et al. , 1999 إلى أن دور عنصري صافي الدخل النقدي و الاستحقاق في مجال التنبؤ بالأرباح المستقبلية وتقييم أسعار الأسهم هو من المجالات الغير مستكشفة بشكل واسع، وذلك على عكس التصور السائد.

وفي المملكة العربية السعودية لا توجد دراسات حديثة ، بحسب علم الباحثين، تناولت الدور التقييمي لعنصري صافي الدخل النقدي والاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية وتفسير سعر السهم الحالي، باستخدام نموذج مبني على نظرية منهجية.<sup>١</sup> إذ تستخدم الدراسة الحالية النموذج المعروف المطور من قبل Ohlson 1995;1999. وتعد النماذج التي قدمها Ohlson نماذج تقييمية تربط بين قيمة المنشأة والمعلومات المحاسبية في إطار منهجي، وتعتبر من بين أهم التطورات في مجال بحوث أسواق رأس المال في السنوات القليلة الماضية (Bernard, 1995). يهدف البحث الحالي إلى دراسة قدرة عنصري صافي الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية و تفسير أسعار الأسهم الحالية للشركات المدرجة في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة من ١٩٩٨ إلى ٢٠١١م. و يهدف هذا البحث على وجه الخصوص إلى الإجابة على الأسئلة البحثية التالية:

- ١- هل لعنصري صافي الدخل النقدي و الاستحقاق دور في التنبؤ بالأرباح المستقبلية.
- ٢- أي من عنصري صافي الدخل النقدي أو الاستحقاق له الدور الأكبر في التنبؤ بالأرباح المستقبلية.
- ٣- هل لعنصر صافي الدخل النقدي و الاستحقاق دور في تفسير أسعار الأسهم الحالية .

---

<sup>١</sup> الدراسات ذات العلاقة التي تناولت السوق السعودي وهي مبارك (١٩٩٧)، الأمين (١٩٩٩)، Al-Sehali (2006) طبقت اختبارات باستخدام نماذج خاصة (ad hoc) . كما أنها تناولت فترة زمنية أقل من الدراسة الحالية ولعينات اصغر ((مبارك، ١٩٩٧): عينة من ١٣ شركة خلال الفترة من ١٩٩٢-١٩٩٦م. الأمين (١٩٩٩): ١٩ شركة خلال الفترة من ١٩٩٢ إلى ١٩٩٧م. Al-Sehali (2006) : ٥٢ شركة للفترة ما بين ١٩٩٥-١٩٩٩م).

٤- أي من عنصري صافي الدخل النقدي أو الاستحقاق له الدور الأكبر في تفسير أسعار الأسهم الحالية.

وتأتي هذه الدراسة في سياق الأبحاث التطبيقية على الأسواق المالية الناشئة وتوفر دليل تطبيقي آخر ذو أهمية للمهتمين في هذا المجال. خصوصا أن المعلومات المحاسبية يُعتقد أنها ذات أهمية وفائدة أكبر بالأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة (Lopes,2002). إذ تتصف الأسواق المتقدمة بتوفر مصادر ثانوية موثوقة تزود المتعاملين بمعلومات إضافية تكمل المعلومات المحاسبية. فسوق الأسهم السعودي باعتباره سوقا ناشئا يتصف بمحدودية مصادر المعلومات الموثوقة المفيدة المتاحة للمتعاملين بالسوق. فعدم وجود مهنة راسخة الأساس للتحليل المالي ومحدودية المصادر التي تقدم المعلومات الإضافية عن واقع ومستقبل المنشأة يجعل الاعتماد الأكبر ينصب على المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية. ويأمل الباحثان أن تسهم نتائج هذه الدراسة في مساعدة المستثمرين وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية في تقييم أسعار الأسهم في سوق من الأسواق الناشئة وهو من أكبر الأسواق من حيث قيمة التداول في المنطقة العربية، إذ بلغت قيمة تداولات سوق الأسهم السعودي لعام ٢٠١١م حوالي ١,٠٩٩ مليار ريال أو ما يعادل ٢٩٣ مليار دولار أمريكي تقريبا (تداول، ٢٠١١م).

وسيتم تقسيم ما تبقى من هذه الدراسة إلى الأقسام الرئيسية التالية: منهجية الدراسة، ثم الدراسات السابقة، ثم فرضيات الدراسة ، وبعد ذلك يأتي قسم الدراسة التطبيقية، وأخيراً الخلاصة.

## ٢ - منهجية الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة على المنهج التحليلي الاختباري والذي يقوم على دراسة الأدبيات ذات العلاقة لبناء الإطار الفكري للدراسة وتحديد متغيرات الدراسة الملائمة، و من ثم اختبار اثر تلك المتغيرات بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي. ثم تحليل نتائج الدراسة و تقديم تفسيرات لتلك النتائج. ويعد هذا المنهج في نظر الباحثين الأكثر ملائمة لأهداف الدراسة.

## ٣- الدراسات السابقة:

الأبحاث التي درست دور عناصر الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للمنشأة تناولت هذا الموضوع من خلال طرق مختلفة. فلقد تناولت مجموعة من الأبحاث قدرة صافي الدخل (كرقم مجمع) مقارنة بالتدفقات النقدية. في حين قامت مجموعة ثانية من الأبحاث بتقسيم الدخل إلى شقيه النقدي والاستحقاق واختبار مدى قدرة كل شق للتنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للمنشأة، وتفسير السعر الحالي للسهم.

توصلت الدراسات عموماً إلى وجود قدرة إضافية تفسيرية لكل من عناصر الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بالتدفقات والأرباح المستقبلية وتفسير القيمة السوقية للسهم (Barth et al., 1999; 2005; Barth et al., 2001).

أما فيما يتعلق باختبار قدرة و تأثير عنصر الدخل النقدي مقارنة بعنصر دخل الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمنشأة، فقد توصلت الدراسات إلى نتائج متضاربة. فمن جانب، توصلت عدد من الدراسات إلى وجود قدرة أفضل لعنصر

الدخل النقدي مقارنة بعنصر الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية. في حين وجدت دراسات أخرى العكس. فعلى سبيل المثال، أظهرت دراسات مثل Lorek and Willinger, 2009; Wilson, 1987; Barth, et al., 2001 أن عنصر الدخل النقدي الحالي له قدرة أفضل للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية مقارنة بعناصر الاستحقاق. كما وجدت دراسات Bowen , Burgstahler and Daley, 1986; 1987; Cheng, Liu and Schaefer, 1997 كذلك أن عنصر الدخل النقدي التشغيلي له قدرة إضافية تفسيرية بخلاف ما يقدمه صافي الدخل كرقم مجمع. وفي ذات السياق، توصل Barth et al., 1999 الى أن القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية تكون اقل عندما تشكل عناصر الاستحقاق الجزء الأكبر من صافي الدخل نظرا لتعرض تلك العناصر لتأثير أكبر من إدارة المنشأة. حيث وجدت تلك الدراسة أن العلاقة بين عناصر الاستحقاق والأرباح المستقبلية هي علاقة سالبة، بينما وجدت أن العلاقة بين عناصر النقدية والأرباح المستقبلية هي علاقة موجبة.

كذلك وجد Finger , 1994 أن العناصر النقدية من الدخل تعد مؤشرا أفضل من صافي الدخل ذاته في التنبؤ بأداء المنشأة في المدى قصير الأجل، في حين تتفوق عناصر الاستحقاق على العناصر النقدية في القدرة التنبؤية في المدى طويل الأجل.

وفي المقابل ، وجدت دراسات أخرى مثل Dechow, Kothari and Watts, 1998; Greenberg, Johnson and Ramesh, 1986; Kim and Kross, 2005 أن عنصر دخل الاستحقاق هو ذو قدرة أفضل من عنصر الدخل النقدي للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، وذلك باستخدام بيانات سنوية. كما توصل



Lorek and Willinger, 1996 إلى نتيجة مماثلة وذلك باستخدام بيانات ربعيه. أما Sloan, 1996 فقد وجد أن المستثمرين يركزون على رقم صافي الدخل بدون التركيز على الفرق في المعلومات التي تقدمها كل من عنصر الاستحقاق و العنصر النقدي في الدخل.

أما بالنسبة للدراسات التي تناولت دور عناصر الدخل النقدي و الاستحقاق بالتطبيق على السوق السعودي، فيلاحظ أنها طبقت اختبارات باستخدام نماذج خاصة (ad hoc) بخلاف الدراسة الحالية التي استخدمت نموذج مبني على نظرية منهجية وهو نموذج Ohlson 1995,1999.

فعلى سبيل المثال، درس مبارك، ١٩٩٧ المحتوى الذي يمكن أن تضيفه التدفقات النقدية وعناصر الاستحقاق لعينة من ١٣ شركة سعودية خلال الفترة من ١٩٩٢-١٩٩٦م. حيث قام باختبار الارتباطات بين مقاييس التدفقات النقدية (صافي التدفقات النقدية من النشاط التشغيلي، صافي التدفقات النقدية بعد الاستثمار، التغير في النقدية) ومقاييس الاستحقاق (صافي الربح، رأس المال العامل). ووجد أن مقاييس التدفقات النقدية تختلف عن مقاييس الاستحقاق من حيث محتوى المعلومات في كل منها.

كما اختبر الأمين، ١٩٩٩ مدى وجود الارتباط بين العائد وبين التدفقات النقدية وصافي الدخل لعينة من ١٩ شركة سعودية خلال الفترة من ١٩٩٢ إلى ١٩٩٧م. حيث وجد من خلال اختبارات الارتباط أن كلا من التدفقات النقدية وصافي الدخل يساهمان في التنبؤ بعائد السهم إلا أن التدفقات النقدية تضم معلومات تفوق تلك التي يقدمها صافي الدخل كأساس لتقييم أداء المنشأة.

ودرس Al-Sehali, 2006 العلاقة التي تربط بين مكونات عناصر الاستحقاق (إجمالي عناصر الاستحقاق، عناصر الاستحقاق الجارية، عناصر الاستحقاق غير الجارية) وعائد الأسهم في الشركات السعودية لعينة من ٥٢ شركة للفترة ما بين ١٩٩٥-١٩٩٩م. حيث وجد من خلال استخدام نموذج انحدار خطي يربط بين العائد والأرباح/ التدفقات النقدية، أن عناصر الاستحقاق تلعب بشكل عام دوراً في تحسين قدرة الأرباح في عكس أداء الشركات. كما وجد أن قدرة التدفقات النقدية على قياس أداء الشركات لا تقل بزيادة طول الدورة التشغيلية لهذه الشركات. مما سبق يتضح أن الدراسات السابقة أظهرت وجود قدرة إضافية تفسيرية لكل من عناصر الدخل النقدي والاستحقاق في التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للمنشأة. إلا أنها توصلت إلى نتائج متضاربة فيما يتعلق بقوة تأثير عنصر الدخل النقدي مقارنة بعنصر الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية وتفسير القيمة السوقية للسهم.

#### ٤- فرضيات الدراسة:

يتشكل صافي الدخل المحاسبي من عناصر نقدية وعناصر استحقاق. ولقد بينت أدبيات المحاسبة مثل Barth et al. 1999: 2005 Barth, et al. 2001 أن كل من عنصرَي الدخل النقدي والاستحقاق ذا تأثير في التنبؤ بالأرباح المستقبلية. ويتصف سوق الأسهم السعودي باعتباره سوقاً ناشئاً بمحدودية مصادر معلومات مفيدة مكملية لتلك التي تقدمها القوائم المالية. فعلى سبيل المثال، لا توجد بالمملكة مهنة راسخة ومتخصصة في مجال التحليل المالي. كما أن المصادر التي تقدم المعلومات الإضافية عن واقع ومستقبل المنشأة مثل التغطية الإعلامية التخصصية

هي أقل مما هو متاح في الأسواق المتقدمة. مما يجعل الاعتماد الأكبر ينصب على المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية مثل صافي الدخل وعناصره. وفي ضوء ذلك، سيتم اختبار مدى وجود تأثير لعنصري الدخل النقدي والاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية في سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية من خلال فرض العدم التالي الذي يجيب على سؤال البحث الأول: **الفرض الأول: ليس لعنصري الدخل الحالي النقدي والاستحقاق تأثير في التنبؤ بالأرباح المستقبلية.**

و يتأثر أساس الاستحقاق المستخدم في المحاسبة بجوانب التقدير التي تتيحها معايير المحاسبة المتعارف عليها والتي تمارسها إدارة الشركة. وممارسة الإدارة في هذا المجال تتأثر بجانبين. الأول يتعلق بقدرة الإدارة في توفير تقديرات يمكن الاعتماد عليها في ظل ظروف عدم التأكد والتي تكتنف بيئة الأعمال بشكل متزايد. أما الجانب الثاني فيرتبط بتحكم الإدارة، بقصد، في تلك التقديرات من أجل تحسين النتائج المالية (Lev, Li and Sougiannis, 2010). ولذلك أصبح لدى الإدارة قدرة في التحكم بعناصر الاستحقاق (مثل تقدير المخصصات المختلفة، والطرق المختلفة لحساب الاستهلاك أو احتساب المخزون) و ما يحمله ذلك من تأثيرات على عناصر الاستحقاق مقارنة بالعناصر النقدية. ولذلك فإن عناصر الاستحقاق بخضوعها بشكل مباشر لتأثير الإدارة، فإنها قد لا تحمل مؤشرات دقيقة للأرباح المستقبلية مقارنة بعناصر النقدية. ولذلك فإن عناصر النقدية بسبب خضوعها لتأثير أقل من قبل الإدارة فهي ذات قدرة أفضل من عناصر الاستحقاق للتنبؤ بالأرباح المستقبلية. ولقد دعمت نتائج عدد من الدراسات هذا الطرح Wilson, 1986;

(Cheng et al., 1997; Bowen et al., 1986; 1987; Barth et al., 2001;) Lorek and Willinger, 2009 ، Finger, 1994; وفي المقابل، تفترض المنظمات الواضحة لمعايير المحاسبة أن عناصر الدخل النقدي لا تحمل مؤشرات دقيقة للأرباح المستقبلية بسبب عدم تزامن العمليات التي تتأثر بها الأرباح خلال مدة مالية معينة مع المتحصلات والمدفوعات النقدية التي ترتبط بتلك العمليات (انظر على سبيل المثال، أهداف المحاسبة المالية في المملكة العربية السعودية (١٩٩٠) و SFAS No.5 الأمريكي (١٩٧٨)). و لذلك تفترض المنظمات الواضحة لمعايير المحاسبة أن عناصر الاستحقاق تحمل مؤشرات أدق للتنبؤ بالأرباح المستقبلية بما تحتويه من تقديرات وتوقعات تحسن من مستوى ملائمة البيانات المالية وهي كذلك توفر وسيلة لإدارة الشركة لتوصيل معلومات مستقبلية داخلية للمستثمرين (Lev et al., 2010). هذا الطرح تم دعمه أيضا من خلال نتائج عدد من الدراسات التطبيقية مثل Dechow et al., 1998; Greenberg, et al., 1986; Kim and Kross, 2005; Lorek and Willinger, 1996. وفي هذا السياق، لم تفترض دراسة Barth et al. 1999 ابتداءً إشارة معينة (موجبة أو سالبة) للعلاقة، حيث أشارت إلى أن العلاقة بين عنصر الدخل النقدي والاستحقاق و الأرباح المستقبلية تعتمد على البيئة المحاسبية والاقتصادية التي تعمل بها الشركة.<sup>٢</sup>

---

<sup>٢</sup> أشارت دراسة Barth et al., 1999 إلى أن زيادة عناصر الاستحقاق قد تحمل مؤشرات سلبية أو ايجابية فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية. فعلى سبيل المثال، فإن زيادة المخزون (وهو زيادة في عنصر استحقاق) قد تحمل دلالة ايجابية كان تعكس تفاؤل الشركة وتوقعها لزيادة الطلب على منتجاتها وبالتالي زيادة المخزون الحالي لمجابهة هذا الطلب المستقبلي بما ينعكس إيجابا على الأرباح المستقبلية. وبالمقابل، قد تحمل زيادة المخزون مؤشرا سلبيا على تباطؤ الطلب وبالتالي تضخم المخزون. و ذات الأمر ينطبق كذلك على عناصر النقدية، إذ إن انخفاض عناصر النقدية الحالية قد يكون مؤشرا على استثمار اكبر في مجال البحث والتطوير مثلا (والذي يعالج محاسبيا وفق المعايير

بناء على ما تقدم ، وعلى غرار دراسة Barth et al.1999 فلا تفترض الدراسة الحالية قدرة أكبر للتنبؤ بالأرباح المستقبلية لأي من عنصري الدخل الحالي النقدي أو الاستحقاق على الآخر وذلك من خلال اختبار فرض العدم التالي بالتطبيق على سوق الأوراق المالية السعودي والذي يجيب على سؤال البحث الثاني:

**الفرض الثاني: لا يوجد اختلاف بين قوة تأثير عنصر الدخل النقدي الحالي في التنبؤ بالأرباح المستقبلية مقارنة بقوة تأثير عنصر الاستحقاق.**

كما تقوم الدراسة الحالية بتكرار اختبار الفرضين السابقين باستخدام نموذج بحثي يتضمن القيمة السوقية الحالية للسهم كمتغير تابع بدلا من الأرباح المستقبلية، مع بقاء عناصر النموذج الأخرى. وهو اختبار مماثل للاختبار المطبق للفرضين الأول والثاني والذي استخدم الأرباح المستقبلية كمتغير تابع، ولكنه اختبار غير مباشر إذ يتم استخدام سعر السهم كمؤشر على الأرباح المستقبلية وذلك باعتبار أن قيمة السهم تتمثل في القيمة الحالية للأرباح المستقبلية أو التدفقات النقدية المستقبلية. و يقيس هذا الاختبار دور عنصر الدخل النقدي و الاستحقاق في تفسير أسعار الأسهم الحالية ، حيث يجيب على السؤالين البحثيين الثالث والرابع من الدراسة الحالية حول ما إذا كان لعنصر الدخل الحالي النقدي و الاستحقاق دور في تفسير أسعار الأسهم الحالية و كذلك أي من عنصري الدخل الحالي النقدي أو الاستحقاق له الوزن الأكبر في تفسير أسعار الأسهم الحالية من خلال فرضي العدم المشار إليهما أدناه وذلك بالتطبيق على سوق الأوراق المالية السعودي. وهذا يتفق مع

---

كمصروف وليس كأصل)، بما ينعكس إيجابا على الأرباح المستقبلية. وفي المقابل، فإن زيادة عناصر النقدية الحالية قد تحمل مؤشرا على عدم قدرة الشركة على مزيد من التوسع وإيجاد فرص جديدة للنمو المستقبلي.

أدبيات البحث المحاسبي والتي أشارت إلى وجود تأثير لعنصري الدخل النقدي والاستحقاق في تفسير أسعار الحالية للأسهم وأن قوة هذا التأثير تتباين بين عنصري الدخل النقدي والاستحقاق Barth et al.,1999; Sloan, 1996

**الفرض الثالث: ليس لعنصري الدخل الحالي النقدي والاستحقاق تأثير في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم.**

**الفرض الرابع: لا يوجد اختلاف بين قوة تأثير عنصر الدخل النقدي الحالي في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم مقارنة بقوة تأثير عنصر الاستحقاق.**

#### ٥- الدراسة التطبيقية:

##### ٥-١ نموذج ومتغيرات الدراسة:

تم اختبار فرضيات الدراسة على غرار دراسة Barth et al.,1999 وذلك باستخدام نموذج Ohlson (1999) وهو امتداد لنموذج Ohlson (1995) المعروف. يعتمد النموذج على أن الدور التقييمي لعنصر الأرباح أو الدخل يعتمد على قدرته على التنبؤ بالأرباح الاستثنائية المستقبلية. ولقد استخدمت دراسات حديثة الأرباح الاستثنائية المستقبلية بدلا من صافي الأرباح، كمقياس للتنبؤ بأسعار الأسهم. و تعكس الأرباح الاستثنائية معدل الثروة المتوقع أن تضيفه المنشأة لمساهميها زيادة على تكلفة استخدام رأس المال (Penman, 2009).

يتمثل النموذج المستخدم في هذه الدراسة في تحليل الانحدار الخطي

المتعدد التالي:

$$NI_{it}^a = w_{10} + w_{11} NI_{it-1}^a + w_{12} CFO_{it-1} + w_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it} \quad (١)$$

$$NI_{it}^a = w_{10} + w_{11} NI_{it-1}^a + w_{12} ACC_{it-1} + w_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it} \quad (٢)$$

حيث:

$NI_{it}^a$  : الأرباح الاستثنائية و تم حسابها كما يلي: صافي الربح في نهاية السنة مطروحا منها تكلفة رأس المال. وتم حساب تكلفة رأس المال كما يلي: حقوق الملكية في أول السنة ضرب نسبة ١٢% . وتم اختيار نسبة ١٢% و الذي يمثل العائد طويل الأجل على حقوق الملكية و ذلك على غرار الدراسات السابقة ( انظر على سبيل المثال Barth et. al.,1999). هذا ولم يطرأ أي تغير جوهري على نتائج البحث عند إعادة الاختبار باستخدام معدل تكلفة رأس المال قدره ١٠% بدلا من ١٢% .

$CFO_{it}$  : عنصر النقدية في الربح، ويمثل التدفق النقدي السنوي من النشاط التشغيلي.

$ACC_{it}$  : عنصر الاستحقاق في الربح، وتم حسابه كما يلي: صافي الربح السنوي مطروحا منه الربح السنوي النقدي من الأرباح التشغيلية.

$BV_{it}$  : حقوق الملكية، وتمثل إجمالي حقوق الملكية الواردة في قائمة المركز المالي.

$\varepsilon$  : يمثل الخطأ العشوائي للنموذج.

النموذجان (١) و (٢) أعلاه ينتهجان الطريقة المباشرة في قياس العلاقة بين الأرباح الاستثنائية المستقبلية والأرباح الاستثنائية الحالية أو التاريخية وعنصر الأرباح الحالية النقدي والاستحقاق والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وهما يختبران الفرضين الأول والثاني. في حين سيتم أيضا اختبار العلاقة باستخدام الطريقة غير

المباشرة وهي استخدام سعر السهم كمؤشر على الأرباح الاستثنائية المستقبلية وذلك كما في النموذجين ٣ و ٤ أدناه لاختبار الفرضين الثالث والرابع. و يعتمد النموذجان التاليان على أن القيمة السوقية للسهم هي داله في القيمة الدفترية للسهم وعنصر الربح النقدي أو الاستحقاق، بعد التحكم في الأرباح الاستثنائية. و هما يتمثلان في تحليل الانحدار الخطي المتعدد التالي وذلك على غرار ذلك المستخدم في دراسة Barth et al.,1999 :

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI_{it}^a + \alpha_2 CFO_{it} + u_{1it} \quad (٣)$$

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI_{it}^a + \alpha_2 ACC_{it} + u_{1it} \quad (٤)$$

حيث:

$MVE_{it}$ : القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة، وتم حسابها كما يلي:  
عدد الأسهم المصدرة و المتداولة مضروباً في سعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية للشركة.

$u$ : يمثل الخطأ العشوائي للنموذج. و باقي المتغيرات هي كما تم تعريفها في النموذجين رقم (١) و رقم (٢).

و سوف تستخدم هذه الدراسة النماذج من (١) إلى (٤) في اختبار فرضيات الدراسة من خلال التحليل القطاعي و السلاسل الزمنية على مدى الفترة من ١٩٩٨م إلى ٢٠١١م.



## ٥-٢ عينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة السعودية المسجلة بسوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة من ١٩٩٨م إلى الفترة ٢٠١١م، و البالغ عددها (١٥٠) شركة كما في نهاية عام ٢٠١١م (تداول، ٢٠١١). وقد تم اختيار العينة استنادا إلى المعايير التالية:

١- توفر سعر السهم و عدد الأسهم المصدرة و القابلة للتداول في نهاية كل سنة مالية للشركة.

٢- توفر بيانات القوائم المالية.

٣- توفر البيانات لمدة لا تقل عن أربع سنوات مالية متتالية لضمان عدد كافي من السنوات لقياس اثر تغير العناصر المستخدمة في نموذج الدراسة خلال فترة زمنية.

هذا وقد نتج عن تطبيق المعايير السابقة عينة مكونة من (١٠٠) شركة مساهمة تمثل نسبة ٦٧% من إجمالي الشركات المدرجة، و بلغ عدد المشاهدات (١١١٣) مشاهدة.

و قد تم الحصول على سعر سهم الشركة و عدد أسهمها في نهاية كل سنة مالية من التقارير السنوية التي تصدرها شركة السوق المالية السعودية " تداول". و تم الحصول على المعلومات المحاسبية (حقوق الملكية و الأرباح السنوية و التدفق النقدي من نشاط التشغيل) من خلال قاعدة البيانات المتوفرة لدى شركة الزغبي و القباني للاستشارات المالية ([www.gulfbase.com](http://www.gulfbase.com))، والتي تعد من قواعد البيانات التي يتم الاعتماد عليها في عدد من الأبحاث التي تناولت السوق السعودي.

### ٣-٥ نتائج الدراسة :

#### ١-٣-٥ وصف إحصائي لعينة الدراسة:

يوضح الجدول رقم (١) قسم (أ) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة للشركات المشمولة في هذه الدراسة خلال الفترة من ١٩٩٨م إلى ٢٠١١م. يظهر الجدول أن عدد بيانات الشركات هي ١١١٣ حيث بلغت قيمة متوسط القيمة السوقية لأسهم شركات العينة ١٠٨٢٠ مليون ريال وقيمة الوسيط ١٧٧٥ مليون ريال. ويشير الفرق بين قيمة المتوسط الحسابي والوسيط إلى حجم التفاوت الكبير في القيمة السوقية بين الشركات المدرجة في السوق. كذلك يوضح القسم (أ) من ذات الجدول أن متوسط حقوق الملكية يبلغ ٣٨٤٠ مليون ريال. و يبلغ متوسط القيمة السوقية ثلاثة أضعاف متوسط قيمة حقوق الملكية تقريبا ما يشير إلى أن حقوق الملكية وحدها غير كافية لتفسير القيمة السوقية.

#### فضلا إدخال الجدول رقم (١) هنا

ويبين القسم (أ) من الجدول رقم (١) أيضا أن متوسط صافي الدخل خلال الفترة يبلغ ٥٧٩ مليون ريال كأرباح و الوسيط ٧٩ مليون ريال. و يوضح الفرق الكبير بين المتوسط الحسابي والوسيط حجم التفاوت بين الشركات في تحقيق الربحية. كما يظهر الجدول رقم (١) القسم (أ) أن متوسط عنصر الاستحقاق سالب ويبلغ -٤٩٩ مليون ريال مما يشير إلى أن عنصر الاستحقاق يسهم في تخفيض صافي الدخل و أن متوسط العنصر النقدي موجب بمبلغ ١٠٧٩ مليون ريال. كما يوضح القسم (أ) من الجدول أن متوسط الأرباح الاستثنائية موجب بمبلغ ١٥٧ مليون ريال مما يشير إلى القدرة الربحية العالية في الشركات محل الدراسة حيث انه

في المتوسط تحقق الشركات أرباح أعلى من العائد طويل الأجل المرغوب به من قبل المستثمرين.

كذلك يوضح القسم (ب) من الجدول رقم (١) الارتباط بين متغيرات الدراسة. حيث يوضح الجدول أن هناك علاقة قوية بين متغيرات الدراسة. فقد بين القسم (ب) أن العلاقة بين كل من القيمة السوقية و حقوق الملكية من جهة و بين عنصر الاستحقاق (عناصر النقد) علاقة سالبة (موجبة) من جهة أخرى و ذات دلالة إحصائية. كما يوضح الجدول أن العلاقة بين الأرباح الاستثنائية و عنصر الاستحقاق (عناصر النقد) سالبة (موجبة) و ذات دلالة إحصائية. هذه العلاقة بين متغيرات الدراسة تتوافق مع نتائج الدراسة التطبيقية و التي سوف يتم توضيحها في القسم التالي.

#### ٥-٣-٢ نتائج تحليل الانحدار المتعدد:

**مدى تأثير عنصري الدخل الحالي النقدي والاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية:**

يختبر الفرض الأول مدى وجود تأثير أو قدرة لعنصر الدخل الحالي النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية. ويمثل المعامل (Parameter Estimate)  $w_{12}$  في النموذج البحثي هذه العلاقة وذلك بعد احتساب تأثير الأرباح الحالية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية.

يظهر الجدول رقم ٢ (القسم أ والقسم ب) أن  $w_{12}$  ذو دلالة إحصائية لكل من عنصر الربح النقدي (بقيمة لاختبار  $t$  تبلغ ٧,٢٢ عند مستوى معنوية أقل من

١% ) وعنصر الاستحقاق (بقيمة لاختبار  $t$  تبلغ -٧,٠٣ عند مستوى معنوية أقل من ١%). وبالتالي هذه النتيجة تؤدي إلى رفض فرض العدم الأول وقبول الفرض البديل. حيث تشير هذه النتيجة إلى أن الربح الحالي بشقيه النقدي و الاستحقاق ذو قدرة إضافية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية في سوق الأوراق المالية السعودي. أي أن المستثمرين في سوق الأسهم السعودي يأخذون في الاعتبار عنصري الدخل النقدي والاستحقاق عند التنبؤ بالأرباح المستقبلية. وبمعنى آخر فإن هذه النتيجة تشير إلى أن عنصري الدخل النقدي والاستحقاق يتضمنان معلومات تساعد المستثمرين في تقييمهم لأداء المنشأة والتنبؤ به.

#### فضلا إدخال الجدول رقم (٢) هنا

كما يظهر الجدول رقم ٢ (القسم أ) أن المعامل  $w_{12}$  لعنصر الربح النقدي موجب ٠,١٤ وذو دلالة إحصائية و لعنصر الاستحقاق (القسم ب) سالب -٠,١٤ وذو دلالة إحصائية ، مما يشير إلى أن القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية تكون أكبر عندما تشكل عناصر النقدية الجزء الأكبر من صافي الدخل وتكون أقل عندما تشكل عناصر الاستحقاق الجزء الأكبر من صافي الدخل. هذه النتيجة تشير إلى أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي يميزون بين عنصري الدخل (النقدية والاستحقاق) عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يشير إلى رفض فرض العدم الثاني وقبول الفرض البديل. هذه النتائج تشير إلى وجود اختلاف بين قوة تأثير عنصر الدخل النقدي الحالي مقارنة بقوة تأثير عنصر الاستحقاق الحالي في التنبؤ بالأرباح المستقبلية ، فكلما زادت العناصر النقدية المكونة لصافي الدخل الحالي، كلما زادت القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية. والعكس صحيح، فكلما

زادت عناصر الاستحقاق المكونة لصافي الدخل الحالي، كلما انخفضت القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية.

وبما أن الأرباح هي حاصل جمع النقدية والاستحقاق، فلقد أشارت دراسة Barth et al., 1999 إلى أن إشارة معامل  $w_{12}$  للنقدية يجب أن تكون عكس إشارة معامل  $w_{12}$  للاستحقاق. وهذا ما أطلقت عليه تلك الدراسة الصور العاكسة (Mirror Images) ، و النتائج أعلاه تتفق مع النتيجة التي توصلت لها دراسة Barth et al., 1999.

كما يظهر الجدول ٢ (القسم أ و ب) أن معامل الأرباح الحالية موجب وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يشير إلى أن الأرباح الحالية ذات تأثير على الأرباح المستقبلية مما يعطي مؤشرا على أن المستثمرين ينظرون إلى الأرباح الحالية باعتبارها أساس للتنبؤ بالأرباح المستقبلية. وهذه النتيجة تتفق مع Barth et al., 1999.

وتشير دراسة Barth et al., 1999 إلى أن  $w_{13}$  تعكس مستوى التحفظ المحاسبي و/أو استخدام معدل تكلفة رأس المال. و يظهر الجدول ٢ (القسم أ و ب) أن  $w_{13}$  سالب وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من ١% لعنصر النقدية وليس بذو دلالة إحصائية لعنصر الاستحقاق، مما يشير إلى نتيجة معاكسة للتحفظ المحاسبي لكنها متفقة مع تكلفة رأس المال لشركات العينة أقل من نسبة ١٢% المستخدمة.

**مدى تأثير عنصري الدخل الحالي النقدي والاستحقاق في تفسير القيمة السوقية  
للأسعار الحالية للسهم:**

يختبر الفرض الثالث مدى وجود تأثير لعنصر الدخل الحالي النقدي والاستحقاق في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم باستخدام نموذج بحثي يتضمن القيمة السوقية الحالية للسهم كمتغير تابع بدلا من الأرباح الاستثنائية المستقبلية المستخدمة في اختبار الفرض الأول والثاني مع بقاء عناصر النموذج الأخرى.

يظهر الجدول رقم ٣ (القسم أ و ب) المعامل  $\alpha_2$  الذي يعكس علاقة عناصر الدخل النقدي والاستحقاق بالقيمة السوقية. حيث يبين القسم (أ) من الجدول أن المعامل  $\alpha_2$  ذو دلالة إحصائية لكل من عنصر الربح النقدي (بقيمة لاختبار  $t$  تبلغ ٨,٨٢ عند مستوى معنوية أقل من ١%) وعنصر الاستحقاق (بقيمة لاختبار  $t$  تبلغ ٨,٥٥ عند مستوى معنوية أقل من ١%). هذه النتيجة تشير إلى رفض فرض العدم الثالث وقبول الفرض البديل مما يدل على أن كلا من عنصري الدخل الحالي النقدي والاستحقاق لهما تأثير في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم. أي أن لهما دور تقييمي إضافي فيما يتعلق بتفسير سعر السهم في سوق الأوراق المالية السعودي.

#### فضلا إدخال الجدول رقم (٣) هنا

كما يظهر الجدول رقم ٣ (القسم أ) أن المعامل  $\alpha_2$  لعنصر الربح النقدي موجب ٢,٣١ وذو دلالة إحصائية، و لعنصر الاستحقاق (القسم ب) سالب - ٢,٢٥ وذو دلالة إحصائية. هذه النتيجة تشير إلى أن هناك تأثير مختلف لكل من عنصر الدخل النقدي وعنصر دخل الاستحقاق في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم مما يشير إلى رفض فرض العدم الرابع وقبول الفرض البديل. وتشير هذه النتيجة إلى أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي عند تفسيرهم للقيمة السوقية الحالية يعطون وزن أكبر لصافي الدخل عندما تشكل عناصر النقدية الجزء الأكبر منه،

ويعطونه وزن أقل عندما تشكل عناصر الاستحقاق الجزء الأكبر منه. هذه النتيجة تتفق مع تلك الواردة في الجدول رقم ٢ للمعامل  $w_{12}$ . حيث أن هذا الاتفاق متوقع بسبب استخدام نموذج Ohlson الذي يفترض وجود التوافق بين  $w_{12}$  و  $\alpha_2$ . مما يعزز النتائج التي توصلت لها الدراسة الحالية. كما أن الجدول رقم ٣ (القسم أ و ب) يظهر أيضا أن معاملي القيمة الدفترية لحقوق الملكية ( $\alpha_{il}$ ) والأرباح الاستثنائية الحالية ( $\alpha_l$ ) موجب و ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من ١%. مما يشير إلى أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح الحالية لهما أيضا دور تقييمي إضافي في تفسير القيمة الحالية لأسعار الأسهم في المملكة.

هذا ولم يطرأ أي تغير جوهري على نتائج البحث بشكل عام عند استبعاد ١% أو ٢% من المشاهدات المتطرفة من أعلى وأسفل العينة لصافي الدخل.

## ٦- الخلاصة:

يهدف هذا البحث إلى دراسة قدرة عنصري الدخل النقدي و الاستحقاق في التنبؤ بالأرباح المستقبلية و تفسير أسعار الأسهم الحالية للشركات المساهمة السعودية خلال الفترة من ١٩٩٨ إلى ٢٠١١م. وقد توصل البحث إلى أن صافي الدخل الحالي بعنصريه النقدي و الاستحقاق ذو قدرة إضافية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية في السوق السعودي. كما توصل البحث إلى أن القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية تكون أكبر عندما تشكل عناصر النقدية الجزء الأكبر من صافي الدخل.

كما توصل البحث أيضا إلى أن كلا من عنصري الدخل الحالي النقدي والاستحقاق لهما تأثير في تفسير القيمة السوقية الحالية للسهم، وأن هذه القدرة التفسيرية تكون أكبر عندما تشكل عناصر النقدية الجزء الأكبر من صافي الدخل. توفر هذه النتائج دليل تطبيقي على أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي يميزون بين عنصري الدخل النقدي والاستحقاق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ويأمل الباحثان أن تسهم نتائج هذه الدراسة في مساعدة المستثمرين وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية في تقييم أسعار الأسهم في السوق السعودي الذي يعد من أكبر الأسواق من حيث قيمة التداول في المنطقة العربية. فمن المأمول أن تساعد نتائج هذا البحث المستثمر و الدائن وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية في السوق السعودي في معرفة دور عنصر الدخل النقدي و عنصر دخل الاستحقاق في التنبؤ بقدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية و كذلك مساعدتهم في تفسير الأسعار الحالية و من ثم تحديد العائد المطلوب الذي يتناسب مع مخاطر الاستثمار. وامتدادا لموضوع هذا البحث ، يمكن للأبحاث المستقبلية تقسيم عناصر النقدية أو الاستحقاق إلى مجموعات بالتطبيق على السوق السعودي لمعرفة التأثير الإضافي لكل منها في التنبؤ بالأرباح المستقبلية وتفسير القيمة السوقية الحالية للسهم.



## المراجع

أهداف المحاسبة المالية في المملكة العربية السعودية. ١٩٩٠. وزارة التجارة. الرياض.

الأمين، محمد بدر الدين. ١٩٩٩. دور وأهمية التدفقات النقدية للمستثمرين – دراسة اختبارية على الشركات السعودية. مجلة البحوث المحاسبية. المجلد الثالث، العدد الثاني: ٢٣٧-٢٦٤

تداول (السوق المالية السعودية). ٢٠١١م. التقرير الإحصائي السنوي لعام ٢٠١١م. الرياض.

مبارك، صلاح الدين عبدالمنعم. ١٩٩٧. محتوى المعلومات في قائمة التدفق النقدي – دراسة اختبارية على الشركات المساهمة السعودية. مجلة البحوث المحاسبية. المجلد الأول، العدد الأول: ١-٣٤.

Al-Sehali, M. 2006. The Value Relevance of Accrual Components in Saudi Listed Firms, Journal of King Saud University, Administrative Science, 18(2): 41-62.

Ball, R. and Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research, 6(2): 159-178.

Barth, M. , Beaver, W., Hand, J. and Landsman, W. R. 1999. Accruals, Cash Flow, and Equity Values. *Review of Accounting Studies*, 4(3-4): 205-229.

Barth, M. , Beaver, W. , Hand, J. and Landsman, W. R. 2005. Accruals, Accounting-Based Valuation Models, and the Prediction of Equity Values. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 20 (4): 311-345.

Barth, M., Cram, D. and Nelson, K. 2001. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review*, 76(1): 27-58.

Beaver, W. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, (Supplement): 67– 92.

Bernard, V. 1995. The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 733-747.

Bowen, R., Burgstahler, D. and Daley, L. 1986. Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of Cash Flow, *The Accounting Review*, 61(4): 713-724.

Bowen, R., Burgstahler, D. and Daley, L. 1987. The Incremental Information Content of Accrual Earnings Versus Cash Flows. *The Accounting Review*, 62(4): 723-747.

Cheng, C., Liu, C., and Schaefer, T. 1997. The Value Relevance of SFAS no. 95 Cash Flows from Operations Assessed by Security Market Effect. *Accounting Horizon*, 11: 1-15.

Dechow, P., Kothari, S., Watts, R., 1998, The Relation Between Earnings and Cash Flows, *Journal of Accounting and Economics* 25(2): 133-168.

Financial Accounting Standards Board (FASB). 1978. Statement of Financial Accounting Concepts No. 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises. Stamford, CT:FASB.

Finger , C. 1994. The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting Research*, 32(2): 210-223.

Greenberg, R., Johnson, G. and Ramesh, K. 1986, Earnings versus Cash Flows as a Predictor of Future Cash Flow Measures. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1(4):266-277.

Kim, M. and Kross, W. 2005. The Ability of Earnings to Predict Future Operating Cash Flows Has Been Increasing-Not Decreasing. *Journal of Accounting Research* 43 : 751-780.

Lev, B. 1989. On the Usefulness of Earnings and Earnings research: Lessons and directions from two decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27(supplement):153-201.

Lev, B., Li, S. and Sougiannis, T. 2010. The Usefulness of Accounting Estimates for Predicting Cash Flows and Earnings. *Review of Accounting Studies*, 15(4): 779-807.

Lorek, K., and Willinger, G. 1996. A Multivariate Time-Series Prediction Model for Cash-Flow Data. *The Accounting Review*, 71(1): 81-101.

Lorek, K., and Willinger, G. 2009. New evidence Pertaining to the Prediction of Operating Cash Flows, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(1):1-15.

Lopes, A. 2002. The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: An Empirical Investigation. University of Sao Paulo, Department of Accounting Working Paper No. 1:1-43.

Ohlson, J. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.

Ohlson, J. 1999. On Transitory Earnings. *Review of Accounting Studies*, 4(3-4): 145-162.

Penman, S. 2009. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 4th edition. Boston, MA: McGraw-Hill Irwin

Sloan, R. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings. *The Accounting Review*,71(3): 289-315.

Stickney C., Brown, P. and Wahlen, J. 2007. *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective*. 6th edition. Florence, KY: South-Western College Publishing.

White G, Sondhi, A. and Fried, D. 2003. *The Analysis and Use of Financial Statements*,. 3rd edition. Hoboken, NJ,: John Wiley & Sons.

Wilson, G. 1987. The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date. *Journal of Accounting Research*, 24(supplement):165-200.

## الجدول رقم (١)

### (القسم أ)

#### المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

(عدد المشاهدات = ١١١٣) (الأرقام بالمليون)

القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة (MVE)	حقوق الملكية (BV)	صافي الدخل (Earnings)	عنصر النقدية في الربح (CFO)	عنصر الاستحقاق في الربح (ACC)	الأرباح الاستثنائية (NT <sup>a</sup> )
المتوسط	10,820	3,840	579	1,079	-499
الوسيط	1,775	894	79	85	-15
الانحراف المعياري	36,772	10,754	2,365	4,319	2,854
الالتواء	9	7	5	6	-6
الخطأ المعياري للالتهواء	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07

حيث  $MVE$ : القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة، وتم حسابها كما يلي: عدد الأسهم المصدرة و المتداولة مضروباً في سعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية للشركة.  $BV$ : حقوق الملكية، وتمثل إجمالي حقوق الملكية الواردة في قائمة المركز المالي.  $Earnings$ : ويمثل رقم صافي الربح في قائمة الدخل.  $CFO$ : عنصر النقدية في الربح، ويمثل التدفق النقدي السنوي من النشاط التشغيلي.  $ACC$ : عنصر الاستحقاق في الربح، وتم حسابه كما يلي: صافي الربح السنوي مطروحاً منه الربح السنوي النقدي من الأرباح التشغيلية.  $NT^a$ : الأرباح الاستثنائية و تم حسابها كما يلي: صافي الربح في نهاية السنة مطروحاً منها تكلفة رأس المال.

**الجدول رقم (١)**  
**(القسم ب)**  
**الارتباط بين متغيرات الدراسة (نموذج بيرسون)**

الأرباح الاستثنائية ( $NI^a$ )	الدخل السنوي النقدي من الأرباح التشغيلية (CFO)	عنصر الاستحقاق (ACC)	صافي الربح (Earnings)	حقوق الملكية (BV)	القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة (MVE)		
					1	معامل الارتباط	القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة (MVE)
					.	مستوى الدلالة الإحصائية	
				1	0.787	معامل الارتباط	حقوق الملكية (BV)
				.	.000	مستوى الدلالة الإحصائية	
			1	0.770	0.804	معامل الارتباط	صافي الدخل (Earnings)
			.	.000	.000	مستوى الدلالة الإحصائية	
		1	-0.363	-0.620	-0.534	معامل الارتباط	عنصر الاستحقاق (ACC)
		.	.000	.000	.000	مستوى الدلالة الإحصائية	
	1	-0.860	0.788	0.823	0.793	معامل الارتباط	الدخل السنوي النقدي من الأرباح التشغيلية (CFO)
	.	.000	.000	.000	.000	مستوى الدلالة الإحصائية	
1	0.517	-0.057	0.875	0.367	0.571	معامل الارتباط	الأرباح الاستثنائية ( $NI^a$ )
.	.000	.000	.000	.000	.000	مستوى الدلالة الإحصائية	

## الجدول رقم (٢)

### (القسم أ)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (عدد المشاهدات = ١١١٣)

$$NI_{it}^a = w_{10} + w_{11} NI_{it-1}^a + w_{12} CFO_{it-1} + w_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it} \quad (١)$$

	$w_{11}$	$w_{12}$	$w_{13}$	Adj. R <sup>2</sup>
Coefficient	0.49	0.14	-0.02	38%
t - statistic	17.15	7.22	-3.35	
Sig.	0.00	0.00	0.00	

### (القسم ب)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (عدد المشاهدات = ١١١٣)

$$NI_{it}^a = w_{10} + w_{11} NI_{it-1}^a + w_{12} ACC_{it-1} + w_{13} BV_{it-1} + \varepsilon_{1it} \quad (٢)$$

	$w_{11}$	$w_{12}$	$w_{13}$	Adj. R <sup>2</sup>
Coefficient	0.62	-0.14	-0.09	38%
t - statistic	23.45	-7.03	-1.59	
Sig.	0.00	0.00	0.11	

حيث  $NI_{it}^a$ : الأرباح الاستثنائية و تم حسابها كما يلي: صافي الربح في نهاية السنة مطروحا منها تكلفة رأس المال.  $CFO_{it}$ : عنصر النقدية في الربح، ويمثل التدفق النقدي السنوي من النشاط التشغيلي.  $ACC_{it}$ : عنصر الاستحقاق في الربح، وتم حسابه كما يلي: صافي الربح السنوي مطروحا منه الربح السنوي النقدي من الأرباح التشغيلية.  $BV_{it}$ : حقوق الملكية، وتمثل إجمالي حقوق الملكية الواردة في قائمة المركز المالي.  $\varepsilon_{1it}$ : يمثل الخطأ العشوائي للنموذج.



### الجدول رقم (٣)

#### (القسم أ)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (عدد المشاهدات = ١١١٣)

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI_{it}^a + \alpha_2 CFO_{it} + u_{1it} \quad (٣)$$

	$i_1$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	Adj. R <sup>2</sup>
Coefficient	1.60	5.41	2.31	73%
t - statistic	16.48	14.12	8.82	
Sig.	0.00	0.00	0.00	

#### (القسم ب)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (عدد المشاهدات = ١١١٣)

$$MVE_{it} = i_0 + i_1 BV_{it} + \alpha_1 NI_{it}^a + \alpha_2 ACC_{it} + u_{1it} \quad (٤)$$

	$i_1$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	Adj. R <sup>2</sup>
Coefficient	1.87	7.52	-2.25	73%
t - statistic	24.90	20.86	-8.55	
Sig.	0.00	0.00	0.00	

حيث  $MVE_{it}$ : القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة، وتم حسابها كما يلي: عدد الأسهم المصدرة و المتداولة مضروباً في سعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية للشركة.  $NI_{it}^a$ : الأرباح الاستثنائية و تم حسابها كما يلي: صافي الربح في نهاية السنة مطروحاً منها تكلفة رأس المال.  $BV_{it}$ : حقوق الملكية، وتمثل إجمالي حقوق الملكية الواردة في قائمة المركز المالي.  $CFO_{it}$ : عنصر النقدية في الربح، ويمثل التدفق النقدي السنوي من النشاط التشغيلي.  $ACC_{it}$ : عنصر الاستحقاق في الربح، وتم حسابه كما يلي: صافي الربح السنوي مطروحاً منه الربح السنوي النقدي من الأرباح التشغيلية.  $u$ : يمثل الخطأ العشوائي للنموذج.