

أثر استخدام القيمة العادلة على ترشيد قرار الاستثمار في الاوراق المالية  
دراسة تطبيقية على سوق تونس خلال الفترة (2000-2011)

The effect of using the fair value on the rationalization of the decision to invest in securities Empirical  
Study on the tunisia market during the period (2000-2011)

مریم بالاطرش<sup>1\*</sup>، مختار بونقاب<sup>2</sup>،

<sup>1</sup> مخبر الجامعة، المؤسسة الاقتصادية والتنمية، الخلية المستدامة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
(Bellatrechmeriem@gmail.com)

<sup>2</sup> مخبر الجامعة، المؤسسة الاقتصادية والتنمية، الخلية المستدامة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

تاريخ الاستلام: 2018؛ تاريخ القبول: 2018؛ تاريخ النشر: 01 ديسمبر 2019

**ملخص:** تهدف هذه الورقة الى دراسة اثر تطبيق القيمة العادلة على ترشيد قرار الاستثمار في الاوراق المالية من خلال مقارنة اهمية المعلومات للمؤشرات المحاسبية المطبقة على عينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر Tunindex، وذلك على فترتين قبل تطبيق القيمة العادلة (2000-2005)، وبعد تطبيق القيمة العادلة (2006-2011)، وذلك باستخدام نماذج Panel Data. توصلت هذه الدراسة الى ان استخدام القيمة العادلة قد ساهم في تحسين متوسط عائد السهم للمؤسسات التونسية، من خلال تحسين بعض المعلومات المقدمة وفق استخدام القيمة العادلة، والتي تساعد في ترشيد قرار الاستثمار المالي.  
**الكلمات المفتاحية:** قيمة عادلة، تكلفة تاريخية، قرار الاستثمار، IAS 39، IAS32.

**Abstract :** The purpose of this paper is to study the impact of the application of fair value on rationalizing the decision to invest in securities, by comparing the information's relevance of accounting indicators a group which included in the for a sample of enterprises listed on the Tunindex , between pre-fair value period (2000-2005) and the post-fair value (2006-2011). Using models Panel Data.

This study finds out that the use of fair value has contributed to improve average earnings per share for Tunisian enterprises, Through improvement in the information provided in accordance with the use of fair value and that helps to rationalize the decision to invest in securities.

**Keywords:** Fair Value, Historical Cost, Investment Dicision ,IAS 39, IAS32

\* المؤلف المرسل.

## I- تهييد :

ان ملامح العصرية قد انعكست على جميع الاقتصاديات العالمية والمحلية، وقد ادت الى ظهور اساليب قياس محاسبية جديدة تبنتها المعايير المحاسبية الدولية، فقد نصت هذه المعايير على اتباع محاسبة القيمة العادلة كبديل للتكلفة التاريخية، والتي خلفت انعكاسات كبيرة في مجال المحاسبة، ذلك لان هذا العملية صعبة وتحتاج الى اعادة تعريفها، حيث ان البيئة الاقتصادية الحالية تحتاج الى مرونة في الطريقة التي تقيم بها المؤسسات ذلك لانها تعمل في بيئة غير مستقرة، وهذا ما يولد معلومات غير دقيقة وغير اكيده و غير ملائمة.

ويعتبر موضوع القيمة العادلة مثير للجدل بين مؤيدين ومعارضين لاستخدام قياساتها في البيانات المالية والافصاح عن الادوات المالية بها، خاصة بعد الازمة المالية العالمية لسنة 2008، فقد ادارت هذه الاخيرة الاضواء حول القيمة العادلة، وقد اعتبر معارضو القيمة العادلة بأن القياس المحاسبي لبعض الادوات المالية قد ساهمت بشكل كبير في تفاقم الازمة المالية.

رغم الانتقادات الموجهة للقيمة العادلة غير انه ازداد الاهتمام بها في السنوات الأخيرة ، ففي اطار التنسيق الدولي ومن اجل تقليص الفوارق بين الانظمة المحاسبية المعمول بها محليا، عملت الهيئات الدولية على اصدار معايير محاسبية دولية لتمكينهم من التعامل مع جميع الاسواق المالية، ومن اجل توفير معلومات مالية ذات جودة عالية تم إصدار معايير محاسبية تدعو الى مفاهيم حديثة، ومن اهم ما دعت اليه تلك الهيئات من مفاهيم هو التوجه نحو مفهوم القيمة العادلة، وذلك لما لها من أثر بالغ الأهمية في ترشيد القرارات المتخذة من طرف المستثمرين والمحللين الماليين، فهي تنقل للمستثمرين معلومات حول اسعار الاسهم واداء المؤسسات المدرجة في الاسواق المالية. ومن بين الاسواق المالية العربية المهمة نجد بورصة تونس للاوراق المالية والتي تضم حاليا 80 شركة مدرجة تنشط في قطاعات عديدة، وقد اختارت تونس ان تنسجم مع المعايير الدولية (IAS/IFRS) منذ عام 1996<sup>1</sup>، وحسب ما سبق يمكن طرح الاشكالية التالية:

ما مدى مساهمة القيمة العادلة في ترشيد قرار الاستثمار في الاوراق المالية للمؤسسات المدرجة في سوق تونس؟

ومن اجل الاجابة على السؤال المطروح اعتمدنا الفرضيات التالية:

◀ H<sub>1</sub> : المؤشرات المحاسبية المقدمة وفق القيمة العادلة سوف تنقل معلومات اكثر فائدة للمستثمرين حول عائد السهم مقارنة بالمقدمة وفق التكلفة التاريخية، ويمكن تجزئة هذه الفرضية الى:

- H<sub>1.1</sub> : الافصاح عن حقوق المساهمين في سوق تونس وفق القيمة العادلة يقدم معلومات اكثر اهمية حول عائد السهم من مبدأ التكلفة التاريخية؛
- H<sub>1.2</sub> : الافصاح عن ربحية في سوق تونس وفق القيمة العادلة تقدم معلومات اكثر اهمية حول عائد السهم من مبدأ التكلفة التاريخية؛
- H<sub>1.3</sub> : الافصاح عن مضاعف الربحية في سوق تونس وفق القيمة العادلة تقدم معلومات اكثر اهمية حول عائد السهم من مبدأ التكلفة التاريخية؛
- H<sub>1.4</sub> : الافصاح عن الارباح الموزعة في سوق تونس وفق القيمة العادلة تقدم معلومات اكثر اهمية حول عائد السهم من مبدأ التكلفة التاريخية؛

◀ H<sub>2</sub> : ان البيانات المالية المحاسبية المقدمة وفق القيمة العادلة تحسن من القدرة التفسيرية للنموذج مقارنة بتلك المقدمة وفق التكلفة التاريخية في سوق تونس.

وتهدف من خلال ما سبق الى التعرف على اثر استخدام القيمة العادلة لترشيد الاستثمار في الاوراق المالية في سوق تونس من خلال مقارنة المحتوى المعلوماتي لبعض المؤشرات المحاسبية وفق القيمة العادلة مع المحسوبة وفق التكلفة التاريخية، ومحاولة الخروج بحلول على شكل نتائج وتوصيات فيما يتعلق بالمشاكل التي قد تواجه سوق تونس عند تطبيق القيمة العادلة وجعله اكثر جاهزية لتطبيقها، وكذلك فتح افاق جديدة للدراسة.

ومن اجل اختبار فرضيات الدراسة سنستخدم المنهج الافتراضي الاستنتاجي الذي يركز على تحليل الدراسات السابقة، ودراسة وتحليل العلاقة بين قرار الاستثمار في الاوراق المالية والمؤشرات المحاسبية.

ولتحقيق اهداف الدراسة نظمنا دراستنا كالتالي : سنقدم بداية الدراسات السابقة والتي ترتبط بدراستنا الحالية، ثم سنتطرق الى منهجية الدراسة واخيرا الى النتائج الرئيسية للدراسة التطبيقية.

يرى (wang, 2012) بأن القيمة العادلة ليست مفهوما جديدا، وان تعريفها لم يكن بشكل رسمي الى غاية اصدار بيان المعايير المحاسبية المالية FAS 157 قياس القيمة العادلة والذي عرف القيمة العادلة بأنها "الضمن الذي سوف يتلقى عند بيع احد الاصول او الذي سوف يدفع لنقل التزام في معاملة منظمة بين المشاركين في السوق عند تاريخ القياس"<sup>2</sup>.

فحسب (Cristina-Maria, 2012) فان استخدام محاسبة التكلفة التاريخية بدلا من محاسبة القيمة العادلة قد يؤدي الى احتمال حدوث نقص كبير في القابلية للمقارنة،<sup>3</sup> هذا وبعد تزايد انتقادات مستخدمي البيانات والمعلومات المالية لمبدأ التكلفة التاريخية وضعف ثقتهم في المعلومات المالية المعدة على اساسه، بدأ التوجه نحو القيمة العادلة.<sup>4</sup>

ان القيمة العادلة هي مقياس رئيسي لمحاسبة الادوات المالية،<sup>5</sup> كما انها تساهم في توفير معلومات ملائمة للمستثمرين والخليلين وتساعد المسيرين في اتخاذ القرارات المناسبة، وفي الوقت المناسب،<sup>6</sup> فقد بين (2007, pleck et all) أن محاسبة القيمة العادلة يمكن أن توفر للمستثمرين آلية للإنذار المبكر ويسمح لهم بالممارسة في السوق بانضباط، بينما يسمح نموذج التكلفة التاريخية للمديرين إخفاء الأداء الحقيقي للشركات في نموذجهم، والاستفادة النسبية من معلومات القيمة العادلة تزيد من الغموض في السوق، والاستفادة من المعلومات الهامشية أعلى نسبيا في الأسواق الأقل شفافية لان القنوات البديلة للمعلومات هي أقل تطورا (او حتى غير متاحة).<sup>7</sup>

رغم ان اعتماد القيمة العادلة يكاد يكون عالميا من قبل واضعي المعايير المحاسبية، غير ان وقائع القيمة العادلة تولد نقاشات شديدة وحاسمة بين الاكاديميين والمنظمين ورجال الاعمال والمستثمرين حولها.<sup>8</sup>

وهناك عدد من الدراسات كانت (Barth 1994; Nelson 1996;Graham et al 2003 ; Gharbi et al 2014; Khadash et al 2014; Burhan et al 2015; Riahi 2016) (Al-Khadash 2009; Hamdi et al 2010) نتائجها معارضة لاستخدام القيمة العادلة، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

**1- دراسة (Barth, 1994):**<sup>9</sup> هدفت هذه الدراسة الى كشف تقديرات القيمة العادلة للاستثمارات في الاوراق المالية من خلال الارباح والخسائر الناتجة على اساس هذه التقديرات والتي تعكس في اسعار الاسهم بالمقارنة مع استخدام التكلفة التاريخية، وتشمل العينة البنوك الأمريكية (50-73 بنك) خلال الفترة (1971-1990)، وقد ارتكزت الدراسة على نموذجين: الاول لتقييم القيمة السوقية للاسهم، والثاني لتقييم الارباح الراسمالية من خلال التحقق من مكاسب وخسائر الاوراق المالية، وتوصلت الى أن محاسبة القيمة العادلة لديها قوة قيمة تفسيرية إضافية في سعر السهم عن طريق مقارنتها مع التقييم بالتكلفة التاريخية

**2- دراسة (Nelson, 1996):**<sup>10</sup> وهدفت هذه الدراسة الى تقييم العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم العادية للبنوك وتقديرات القيمة العادلة المفصَح عنها. بموجب بيان من معايير المحاسبة المالية رقم SFAS107 "الإفصاح عن القيمة العادلة للأدوات المالية"، وقد شملت عينة مكونة من 146 بنك امريكي وشركة القابضة لسنة 1992 و 133 بنك امريكي وشركة القابضة لسنة 1993 حيث استخدم الباحث في دراسته نماذج تجريبية مختلفة، وتوصلت الى ان القيمة العادلة للاستثمار في الأوراق المالية ترتبط بشكل كبير مع القيمة السوقية، وان هناك قوة تفسيرية كبيرة في تقديرات القيمة العادلة؛

**3- دراسة (Graham, Lefanowicz and Petroni, 2003):**<sup>11</sup> هدفت هذه الدراسة الى اختبار أهمية قيمة إفصاحات القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة علنا وفقا لطريقة حقوق الملكية، وذلك لعينة تشمل 172 شركة سنة خلال الفترة 1993-1997، حيث تم استخدام نموذج (Olson, 1995)، وتشير نتائج الانحدار الى ان إفصاحات القيمة العادلة للاستثمارات بطريقة حقوق الملكية لديها قوة في تفسير أسعار وعوائد الأسهم.

**4- دراسة (Hassan, Percy, Stewart, 2006):**<sup>12</sup> سعت هذه الدراسة الى تحديد ما إذا كانت القيمة العادلة المتعلقة بالأدوات المالية بما في ذلك الأدوات المالية المشتقة هي قيمة متلائمة مع القيم السوقية لأسهم الشركات الاسترالية العاملة في قطاع الصناعات الاستخراجية، ومدى تأثيرها على قرارات المستثمرين، وللقيام بهذه الدراسة تم الحصول على المعلومات من التقارير السنوية لجميع الشركات المدرجة في الصناعات الاستخراجية، اذ شملت العينة 159 شركة مدرجة في مؤشر ASX للفترة 1998-2001، وقد تم استخدام اثنين من نماذج أولسون (1995) لتقدير أهمية قيمة معلومات القيمة العادلة.

وقدمت هذه الدراسة ادلة على أن صافي القيمة العادلة للأدوات المالية هي قيمة ملائمة في بعض الوضعيات، حيث ان ملائمتها تقتصر على الأدوات المالية المعترف بها، ويوفر التحليل ادلة على أن هناك قوة تفسيرية لصافي القيمة العادلة والأرباح او الخسائر غير المحققة الا ان الأرباح المقيمة بالتكاليف التاريخية تكون منخفضة جدا، وبالتالي فإن صافي معلومات القيمة العادلة تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات.

**5-دراسة (Danbolt, Rees, 2008):**<sup>13</sup> هدفت الى دراسة تأثير القيمة السوقية العادلة للموجودات على قرارات أصحاب المصلحة، كما تهدف الى اختبار العلاقة بين المحاسبة ومتغيرات سوق الاسهم، وتحاول هذه الدراسة التمييز بين مفهوم الموثوقية والتحيز والملائمة، ولذلك تم اختبار نسختين بسيطتين من التحيز هما: الاعترافات غير المتماثلة، والأرباح السلبية، ويدرس الباحث أهمية القيمة النسبية لكل من التكلفة

التاريخية ومحاسبة القيمة العادلة باستخدام نسخة معدلة من المستويات التقليدية والتغيرات في نموذج أرباح (ايستون وهاريس، 1991)، وتتكون عينة الدراسة من 446 شركة عقارية و915 شركة استثمار والتي غطت الفترة الممتدة من عام 1993 الى 2002، حيث توصلت النتائج الى أن كل من التكلفة التاريخية والقيمة العادلة يؤثران في تحركات اسعار الاسهم، غير أن القيمة العادلة هي قيمة ملائمة وباستمرار مقارنة مع التكلفة التاريخية.

**6- دراسة (Al-Khadash, Abdullatif, 2009):**<sup>14</sup> هدفت هذه الدراسة الى تحليل اثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للادوات المالية على الاداء المالي للشركة وعائد السهم من الارباح في البلدان النامية وذلك في اطار تطبيق للمعيار المحاسبي الدولي رقم 39 IAS، حيث تختبر هذه الدراسة تأثير تطبيق القيمة العادلة على دخل البنوك الاردنية ورجحية السهم، وقد شملت عينة مكونة من 12 بنك للفترة الممتدة من عام 2002 الى غاية 2006، وقد توصلت الدراسة الى إن استخدام محاسبة القيمة العادلة للادوات المالية يمكن ان يشوه الارباح ويضلل مستخدمي القوائم المالية، كما ان استخدام القيمة العادلة في القياس يمكن ان يعيق تطوير اسواق الاوراق المالية في البلدان النامية.

**7- دراسة (Hamdi, Elabidi, 2010):**<sup>15</sup> وهدفت الى اختبار فائدة المعلومات وفق القيمة العادلة بالنسبة للمستثمرين لاتخاذ القرار، من خلال الخصائص النوعية الرئيسية لمعلومات القيمة العادلة، والتحقق من موثوقيتها وقابليتها للمقارنة، وقد استهدفت الدراسة المشاركين في الأسواق المالية، حيث تم استطلاع لاراء محللين ماليين فرنسيين بعينة مكونة من 71 محلل مالي عن طريق الاستبيان لمعرفة وجهات نظرهم بشأن محاسبة القيمة العادلة، وقد اتفق معظم المحييين بأن استخدام محاسبة القيمة العادلة يمكن أن يضعف موثوقية وقابلية القوائم المالية للمقارنة.

**8- دراسة (Brian Bratten, Monika Causholli, Urooj Khan, 2011):**<sup>16</sup> هدفت الى دراسة اثر الدورات الاقتصادية وحجم البنك (البنوك الكبيرة والصغيرة) على العلاقة بين استخدام القيمة العادلة في التقارير المالية والقدرة التنبؤية لمعلومات القيمة العادلة بالارباح المستقبلية، حيث ركز الباحث على القطاع المصرفي ذلك لانه شهد معظم التأثيرات المباشرة والفورية لنظام اعداد التقارير المالية المرتكز على القيمة العادلة، وقد شملت عينة الدراسة مجموعة من البنوك والشركات القابضة بلغت 289 بنك، وتم استخدام مقاربتين هما مقارنة بيان الدخل على عينة بـ 4518 مشاهدة للفترة 1993-2008 ومقارنة الميزانية العمومية على عينة بـ 2090 مشاهدة للفترة من 2001-2008، وقد توصلت الدراسة الى ان قدرة الارباح للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، والارباح المستقبلية تم تحسينها باستخدام تقديرات القيمة العادلة فقط خلال فترات انخفاض مخاطر الائتمان على مستوى نطاق السوق، كما توصل الى انه يمكن الاعتماد على القيمة العادلة خلال فترات الازمات الاقتصادية، حيث خلال هذه الفترات اسعار الاصول تعكس مقدار السيولة المتاحة في السوق بدلا من قوة الارباح المستقبلية للاصول، وفيما يتعلق بحجم البنك فإن تقديرات القيمة العادلة تعزز قدرة الارباح على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية والارباح المستقبلية للبنوك الكبيرة، اما بالنسبة للبنوك الصغيرة فإن استخدام القيمة العادلة يعزز القدرة التنبؤية للارباح فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المستقبلية لكن ليس للارباح المستقبلية، كما اشارت النتائج الى اهمية استخدام تقديرات القيمة العادلة في التقارير المالية عند دراسة قدرة الارباح للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

**9- دراسة (Blankespoor, Linsmeier, Petroni, Shakespeare, 2012):**<sup>17</sup> هدفت هذه الدراسة الى اختبار ما اذا كانت البيانات المالية باستخدام القيمة العادلة للادوات المالية تعطي وصف افضل للمخاطر الائتمانية للبنوك، وما إذا كانت محاسبة القيمة العادلة تحسن من دقة وتوقيت تقييم السوق للمخاطر الائتمانية، وبالتحديد تقييم مدى ارتباط نسب الرفع المالي المستمدة من استخدام القيمة العادلة للادوات المالية، حيث تمت مقارنة قدرة الرافعة المالية المقاسة بأساليب محاسبية مختلفة للادوات المالية لتعكس مخاطر الائتمان في القطاع المصرفي خاصة لشرح مخاطر الائتمان باستخدام نسبة الرافعة المالية في حال تكون مقاسة بالقيمة العادلة او حالة مقاسة بالقيمة العادلة و التكلفة التاريخية معا او في حالة مقاسة اقل بالقيمة العادلة واكثر بالتكلفة التاريخية، وشملت العينة 80393 مشاهدات لـ 46 مؤسسة مصرفية قابضة، وتشمل الملاحظات العائد للسندات خلال الفترة من عام 1998 حتى عام 2010، وقام الباحث بتقدير نموذج "انتشار العائد"، والذي يجري من خلاله الاختبارات السابقة.

وتظهر نتائج الدراسة بأن العلاقة بين مخاطر الائتمان والرافعة تزداد بقوة وتظهر كمبلغ للادوات المالية المقاسة بالقيمة العادلة، وان قياس الادوات المالية بالقيمة العادلة لديه قدرة احصائية كبيرة لشرح عوائد السندات، وان القيمة العادلة ترتبط الى حد كبير بتحديد المخاطر الائتمانية.

**10- دراسة (Burhan, Ahmad, Aladwan, 2015):**<sup>18</sup> تستخدم هذه الدراسة لاختبار أهمية القيمة العادلة في توفير معلومات صحيحة وملائمة لصناع القرار لاتخاذ قرار رشيد من خلال دراسة تأثير قياسات تطبيق القيمة العادلة للعقارات الاستثمارية على الأداء المالي

للشركات الأردنية، وأسعار اسهمها والقيمة السوقية لها، وقد استخدمت لدراسة هذه العلاقة نموذج (Olson,1995)، وقد تم استخدام عينة تتألف من 41 شركة عقارية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2008-2011، وأظهرت نتائج الدراسة بالاستناد إلى نتائج تحليل نموذج الانحدار المتعدد أن الأداء المالي للشركات العقارية الأردنية يرتبط وبشكل إيجابي وكبير مع على الخصائص الاستثمارية المقيمة وفق القيمة العادلة، انه يزيد من القدرة التفسيرية لنموذج القيمة السوقية للشركات العقارية الأردنية.

**11- دراسة (2016, Bratten, Causholli, Khan):**<sup>19</sup> هدفت الدراسة إلى اختبار مدى قدرة تعديلات القيمة العادلة المتضمنة في قائمة الدخل الشامل على توقع أداء البنك في المستقبل والتنبؤ بالارباح المستقبلية، وشملت العينة جميع المصارف القابضة بالولايات المتحدة الأمريكية كما شملت 14781 مشاهدة خلال الفترة (2001-2013)، حيث تم تقسيم العينة إلى سنوات مرتفعة السيولة (2001، 2002، 2003، 2004، 2008، 2009) وذلك على أساس السيولة السنوية، وتم اختبار العينة باستخدام نموذج (Altmurond Beatty (2010) ونموذج (Kangaretnan et all (2014)، وقد تم التوصل إلى ان محاسبة القيمة العادلة تلبى اهداف التقارير المالية من خلال تقديم معلومات مساعدة لاتخاذ قرار مفيد وللتنبؤ بالاداء المستقبلي، وان اعتمادها في قياس الاصول المالية بشكل موثوق يعزز القدرة التنبؤية.

**12- دراسة (2016, Taouab):**<sup>20</sup> هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من مدى تفوق المعايير المحاسبية الدولية IFRS على المعايير المحاسبية المغربية MAS من حيث المحتوى المعلوماتي لتلبية احتياجات المستثمرين، حيث تم اختيار عينة مكونة من 9 شركات مدرجة في بورصة الدار البيضاء، واستخدم في ذلك نموذجي انحدار متعددين، الاول يركز على سعر السهم وعلاقته بربحية السهم وحقوق المساهمين وفق المعايير المحاسبية المغربية ووفق المعايير المحاسبية الدولية، والثاني يركز على عائد السهم وعلاقته بربحية السهم والتغير في ربحية السهم وفق المعايير المحاسبية المغربية ووفق المعايير المحاسبية الدولية، وقد توصلت الدراسة إلى انه لا يوجد فرق كبير بين البيانات المالية المقدمة وفق المعايير المحاسبية الدولية IFRS والمعايير المحاسبية المغربية، كما ان اعتماد هذه المعايير المحاسبية الدولية IFRS لم يكن له تأثير كبير على المحتوى المعلوماتي للمعايير المحاسبية المغربية.

**13- دراسة (2016, Riahi, Khoufi):**<sup>21</sup> وهدفت إلى دراسة اثر تطبيق القيمة العادلة على خلق القيمة للمساهمين، وذلك من خلال مقارنة اهمية المعلومات للمؤشرات المحاسبية لمجموعات الشركات الفرنسية في القطاع الصناعي، لاطهار تأثير الانتقال من مبدأ التكلفة التاريخية إلى مبدأ القيمة العادلة، وتتكون العينة من 22 شركة مجموعة مدرجة في مؤشر CAC 40 لبورصة باريس والتي تم دراستها للفترة (2001-2007)، والتي تم تقسيمها إلى فترة قبل القيمة العادلة (2001-2003) وبعدها القيمة العادلة (2005-2007)، و تم دراسة العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المستقلة وعوائد الاسهم على الفترتين باستعمال نموذجي انحدار (متعدد بسيط)، باستخدام Panal data، وقد توصلت الدراسة إلى ان تطبيق القيمة العادلة يؤدي إلى تحسین متوسط عائد السهم و ان مبدأ القيمة العادلة يولد أثر إيجابي لخلق قيمة مضافة للمساهمين.

## II - الطريقة والأدوات :

### 1.1 - عينة الدراسة:

تشمل عينة الدراسة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس، وبالتحديد تلك التي تنتمي إلى مؤشر **Tunindex**، وهذا الأخير مكون من 78 مؤسسة، وبعد استبعاد المؤسسات التي لا تطبق المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) المتعلقة بالقيمة العادلة للأدوات المالية، تحصلنا على عينة نهائية مكونة من مؤسستين فقط هما مؤسسة الايجار العربية التونسية (ATL) والبنك الوطني الفلاحي (BNA) وذلك ابتداءً من سنة 2006\*، والموزعة حسب قطاعات مختلفة (الجدول رقم 1)، وقد شملت الدراسة 12 سنة للفترة (2000-2014)، وقسمت هذه الفترة مجموعتين (2000-2005) قبل تطبيق محاسبة القيمة العادلة، الفترة (2006-2011) بعد تطبيق محاسبة القيمة العادلة.

### 2.1 - متغيرات الدراسة: واختبار موضوعنا في الواقع، قمنا بقياس متغيرات الدراسة، والمتمثلة في:

\* : بالاطلاع على التقارير المالية السنوية للبنك الوطني الفلاحي BNA، ومراسلة الباحث التونسي في المعايير المحاسبية الدولية **Mohamed Faker Klibi** عن طريق الايميل.

أ- المتغير التابع : يعتبر عائد السهم مؤشر جيد للمستثمر، فهذا الاخير يقبل على شراء الاوراق المالية التي تكون عوائدها مرتفعة، فالاستثمار في الورقة المالية من عدمه يتوقف على عائد السهم، وعليه حددنا المتغير التابع بعائد السهم، وبحسب بالعلاقة التالية:

$$Rit = (Pit + DIVit - P i t-1) / P i t-1$$

Rit: عائد السهم خلال الفترة t

Pit: سعر السهم خلال الفترة t

DIVit: الارباح الموزعة من قبل الشركة خلال السنة t

P i t-1: سعر السهم خلال الفترة t-1

ب- المتغيرات المستقلة: تمثلت المتغيرات المستقلة في حقوق المساهمين، ربحية السهم، والتغير في ربحية السهم، مضاعف الربحية، والارباح الموزعة، ويوضح (الجدول رقم 3) قياسها وكيفية الحصول عليها.

### 3-1 النموذج التجريبي :

لقد اعتمدنا في دراستنا على النماذج التي اتبعت في دراسة كل من (Olfa Riahi, 2016) و (Tayeb Saadi, 2010)،<sup>2</sup> وعليه سيكون النموذج المرتكز على عائد السهم كما يلي:

$$Rit = \alpha 0 + \alpha 1 (VC 1 it / Pi, t-1) + \alpha 2 (VC 2 it / Pi, t-1) + \dots + \alpha k (VC k it / Pi, t-1) + \epsilon it$$

حيث ان:

Pit: سعر السهم i في نهاية السنة t

VC 1 it / Pi, t-1: تمثل المتغيرات المفسرة المختارة للمؤسسة i خلال الفترة t مقسوما على سعر السهم في بداية الفترة.\*

K: عدد المتغيرات المفسرة.

ويركز العمل التجريبي للدراسة على تحديد اهمية المتغيرات المختارة (حقوق المساهمين، ربحية السهم، مضاعف الربحية، التوزيعات النقدية للسهم) في تفسير عوائد الاسهم قبل وبعد تطبيق محاسبة القيمة العادلة في القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة، وعليه يتم تطبيق نموذجين من الانحدارات التجريبية، نموذج الانحدار الاول يسعى لدراسة الفترة قبل تطبيق محاسبة القيمة العادلة اي بتطبيق مبدأ التكلفة التاريخية، اما نموذج الانحدار الثاني يسعى لدراسة الفترة بعد تطبيق محاسبة القيمة العادلة اي ان المعلومات المتضمنة في المتغيرات الصادرة يتم نشرها وفق المعايير المحاسبية الدولية. حيث ان هذين النموذجين (M1, M2) تم تقديرهما باعتماد نماذج Panel Data، وباستخدام برنامج Eviews9.

#### أولاً: نموذج الانحدار التجريبي للفترة قبل تطبيق محاسبة القيمة العادلة (وفق مبدأ التكلفة التاريخية)

ان هذا النموذج يمثل الفترة قبل تطبيق القيمة العادلة اي فترة تطبيق مبدأ التكلفة التاريخية (2000-2005)، ولهذا النموذج عوائد اسهم ترتكز على المتغيرات المختارة (حقوق المساهمين، ربحية السهم، مضاعف الربحية، التوزيعات النقدية للسهم)، وعليه يمكن اظهار نموذج الانحدار وفق التكلفة التاريخية كما يلي:

#### ◀ النموذج الاول M1:

$$Rit = \beta 0 + \beta 1 (CPCHit / Pi, t-1) + \beta 2 (BPACHit / Pi, t-1) + \beta 3 (PERCHit / Pi, t-1) + \beta 4 (DPACHit / Pi, t-1) + \epsilon it$$

ومن اجل تحليل فائدة هذه المتغيرات في توفير معلومات مفيدة حول عائد السهم لاتخاذ قرارات رشيدة، هذا يتطلب منا التركيز على

04 نماذج اضافية، والتي تتمثل في:

$$M1.1 : Rit = \beta 0 + \beta 1 (CPCHit / Pi, t-1) + \epsilon it$$

$$M1.2 : Rit = \beta 0 + \beta 1 (BPACHit / Pi, t-1) + \epsilon it$$

$$M1.3 : Rit = \beta 0 + \beta 1 (PERCHit / Pi, t-1) + \epsilon it$$

$$M1.4 : Rit = \beta 0 + \beta 1 (DPACHit / Pi, t-1) + \epsilon it$$

حيث:

β0: الثابت

\* حسب دراسة اجراها كل من (1992) kothari و (1987) Christie فإن قسمة المتغيرات المحاسبية على سعر السهم في بداية الفترة يحسن من مواصفات النموذج كما يقلل من تأثير عدم تجانس البواقي، نقلا عن: Tayeb Saadi.

CH: التكلفة التاريخية

JV: القيمة العادلة

CP<sub>CH</sub>: حقوق المساهمين للمؤسسة i في الزمن t على اساس التكلفة التاريخية

BP<sub>ACH</sub>: ربحية السهم للمؤسسة i في الزمن t على اساس التكلفة التاريخية

PER<sub>CH</sub>: مضاعف ربحية السهم للمؤسسة i في الزمن t على اساس التكلفة التاريخية

DPA<sub>CH</sub>: التوزيعات النقدية للسهم للمؤسسة i في الزمن t على اساس التكلفة التاريخية

P<sub>i, t-1</sub>: سعر السهم للمؤسسة i في نهاية السنة t-1

εit: الخطأ العشوائي

ثانيا: نموذج الانحدار التجريبي للفترة بعد تطبيق محاسبة القيمة العادلة

ان هذا النموذج يمثل فترة تطبيق محاسبة القيمة العادلة (2008-2014)، ولهذا النموذج عوائد اسهم ترتكز على المتغيرات المختارة (حقوق المساهمين، ربحية السهم، مضاعف الربحية، توزيعات الارباح)، ويمكن اظهار نموذج الانحدار وفق محاسبة القيمة العادلة كما يلي:

◀ النموذج الثاني M2:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 (CP_{JVit} / P_{i, t-1}) + \beta_2 (BP_{AJVt} / P_{i, t-1}) + \beta_3 (PER_{JVit} / P_{i, t-1}) + \beta_4 (DPA_{JVt} / P_{i, t-1}) + \epsilon_{it}$$

ومن اجل تحليل فائدة هذه المتغيرات في توفير معلومات مفيدة حول عائد السهم لاتخاذ قرارات رشيدة، هذا يتطلب منا التركيز على

04 نماذج اضافية، والتي تتمثل في:

$$M2.1 : R_{it} = \beta_0 + \beta_1 (CP_{JVit} / P_{i, t-1}) + \epsilon_{it}$$

$$M2.2 : R_{it} = \beta_0 + \beta_1 (BP_{AJVt} / P_{i, t-1}) + \epsilon_{it}$$

$$M2.3 : R_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PER_{JVit} / P_{i, t-1}) + \epsilon_{it}$$

$$M2.4 : R_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DPA_{JVt} / P_{i, t-1}) + \epsilon_{it}$$

حيث:

CP<sub>JV</sub>: حقوق المساهمين للمؤسسة i في الزمن t على اساس القيمة العادلة

BP<sub>AJV</sub>: ربحية السهم للمؤسسة i في الزمن t على اساس القيمة العادلة

PER<sub>JV</sub>: مضاعف ربحية السهم للمؤسسة i في الزمن t على اساس القيمة العادلة

DPA<sub>JV</sub>: التوزيعات النقدية للسهم للمؤسسة i في الزمن t على اساس القيمة العادلة

P<sub>i, t-1</sub>: سعر السهم للمؤسسة i في نهاية السنة t-1

1-4 الاختبارات الاحصائية المقارنة: وفقا للنماذج المختلفة المقدمة (M1, M2)، فإن دراسة مدى ملائمة المعلومات المقدمة وفق

مبدأ القيمة العادلة سيتم بتقدير تلك النماذج من خلال معاملات تحديد الانحدار (R<sup>2</sup>)، وذلك على فترتين قبل تطبيق القيمة العادلة (2000-

2006) وبعد تطبيق القيمة العادلة (2008-2015)، وحتى نضمن مصداقية احصائية لهذه المقارنات نجري اختبار يكشف عن مدى حدوث

تغيير هيكلية في العلاقة بين المتغيرات المدروسة (المستقلة والتابع) بعد تطبيق العادلة والذي يدعى باختبار التغير الهيكلية او اختبار (Chow

1960)، كما سنقوم باعتماد اختبارين للمقارنة بين نماذج Panel Data واختبار الافضل لبيانات الدراسة، وتتمثل هذه الاختبارات في:

◀ اولاً: اختبار التغيرات الهيكلية Chow

التغيير الهيكلية او اختبار Chow نسبة الى مخترعه (Gregory Chow, 1960)، وهو اختبار احصائي واقتصادي يسمح بمعرفة ما

اذا كان المعاملات الخاصة بالانحدارين خطيين لعينتين مختلفتين متساوية، ومن الناحية التطبيقية يستخدم اختبار Chow لمعرفة فيما اذا كانت

المتغيرات المستقلة لها تأثيرات مختلفة على مجموعات فرعية مختلفة من افراد العينة<sup>3</sup>.

ويقوم هذا الاختبار على الفرضيات الاحصائية التالية:

▪ معاملات النموذج مستقرة، عندما يكون الاحتمال اكبر من 5%؛

▪ معاملات النموذج غير مستقرة، عندما يكون الاحتمال اقل من 5%.

وحسب نتائج اختبار chow (الجدول رقم 2) فإننا نرفض الفرضية الصفرية لاختبار chow، والتي تؤكد ان معاملات الانحدار

احصائيا مختلفة بين الفترتين قبل وبعد تطبيق محاسبة القيمة العادلة، وذلك باحتمالية بلغت 100% وهي تفوق نسبة 95%، وعليه فإن هذه



النتيجة تؤكد ان هناك تغير في الممارسات بعد تطبيق محاسبية القيمة العادلة في سوق تونس للاوراق المالية، وبالتالي فإنه لدينا الحق في اجراء مقارنة للـ ( $R^2$ ) بين فترة استخدام مبدأ التكلفة التاريخية وفترة استخدام مبدأ القيمة العادلة.

### ◀ ثانيا: اختبار عدم التجانس (Lagrange Multipliers)

تحدث عن عدم التجانس عندما تكون الفروقات بين متغيرات النموذج مختلفة، وتوجد العديد من الاختبارات التي تستخدم لاختبار عدم التجانس اي تحديد اي النماذج أكثر ملائمة من خلال المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة ، ومن بين اهم الاختبارات نجد اختبار مضاعف لاغرانج Lagrange Multipliers، ويتم تطبيق هذا الاختبار الذي اقترحه Breusch and pagan بالاعتماد على قيمة الاحتمال لاحصائية مضاعف لاغرانج P(LM) وفق الفرضيتين التاليتين:

◀  $H_0$ : نموذج الانحدار المجمع هو النموذج الملائم؛

◀  $H_1$ : نموذج الآثار الثابتة او نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم.

وقد اظهرت نتائج هذا الاختبار (الجدول رقم4) ان P (LM) لجميع النماذج (M1, M1.1, M1.3, M1.4, M2, M2.1, M2.2, M2.3, M2.4) بمعنوية أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي فإن نموذج الانحدار المجمع يعد الافضل والذي يفترض ان كل مؤسسات العينة لها نفس السلوك من حيث تأثير المؤشرات المعبرة عن المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (عائد السهم)، ماعدا النموذج M1.2 فقد ظهرت P (LM) بمعنوية اقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي فإن الآثار الثابتة او نموذج الآثار العشوائية يعد الافضل، وللمفاضلة بينهما نجرى الاختبار الموالي.

### ◀ ثالثا: اختبار Hausman

يهدف تحديد النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية نعتمد اختبار Hausman، حيث اقترح هذا الاخير سنة 1978، حيث يفترض انه يوجد احتمالات قليلة لعدم ارتباط الفروقات مع باقي معالم النموذج، وقد بني اختبار Hausman على اساس فرضية عدم الارتباط ليختبر التعامد بين الآثار العشوائية والمعالم من خلال اختبار المقدرات الخاصة بكل نموذج، حيث يتم الاعتماد على قيمة مقدرات النموذجين وفق الفرضيتين التاليتين:

◀  $H_0$ : نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم؛

◀  $H_1$ : نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم.

وقد اظهرت نتائج هذا الاختبار (الجدول رقم 5) افضلية نموذج الآثار الثابتة على نموذج الآثار العشوائية للنموذج M1.2 من خلال اختبار Hausman حيث اظهر هذا الاختبار قيمة الاحتمال لتوزيع كاي مربع ( $k^2$ ) اقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نموذج الآثار الثابتة هو الافضل والذي يفترض ان اختلاف الخصائص من مؤسسة الى اخرى بمعنى وجود ثابت لكل مؤسسة تفرد به، حيث يتميز نموذج الآثار الثابتة بنمذجة الفروقات الثابتة لافراد العينة والتي لا تتغير عبر الزمن.

## II - النتائج ومناقشتها :

من اجل معرفة مدى قدرة المؤشرات المحاسبية وفق القيمة العادلة على تعظيم عائد السهم للمؤسسات التونسية اي مدى قدرتها على عكس معلومات مفيدة ومرشدة للمستثمرين حول عائد السهم، ولذلك سنقوم بالمقارنة بين نتائج الفترتين (قبل وبعد تطبيق القيمة العادلة) لمعرفة ايهما افضل لنقل معلومات مفيدة للمستثمرين لاتخاذ قرار الاستثمار في اسهم المؤسسات التونسية، وذلك من خلال مقارنة معامل تحديد الانحدار  $R^2a$  للفترتين، حيث ان هذا الاخير يطلعنا على المحتوى المعلوماتي للمؤشرات المحاسبية ومدى قدرتها على عكس معلومات مهمة وملائمة حول عائد السهم، والتي تظهر في عوائد الاسهم، كما سنقارن معاملات الانحدار  $\beta_i$  للفترتين والتي تصور العلاقة المشككة بين المتغيرات المحاسبية وعوائد الاسهم اي تقيس حساسية التغير النسبي في عائد السهم الناتجة عن التغير في المؤشرات المحاسبية، وهذا من خلال تحليل ومقارنة نتائج الفترتين (الجدول رقم 6) فمن خلال اختبار chow الذي ظهر بمعنوية عالية جدا والذي بين ان هناك تغيرات هيكلية في العلاقة بين عائد السهم والمتغيرات المحاسبية المدروسة قد حدثت بعد تطبيق القيمة العادلة في السوق التونسية، وهذا يمكننا من اجراء مقارنة بين نتائج الفترتين، حيث اظهرت النتائج ان معاملات الانحدار  $1\beta$  موجبة لكل من ربحية السهم والتوزيعات النقدية للسهم، بينما سالبة لباقي المتغيرات وذلك على العينة بأكملها، كما انها ذات معنوية احصائية عند 5% لكل المتغيرات باستثناء مضاعف الربحية الذي لم تكن له معنوية احصائية قبل تطبيق القيمة العادلة، اما بعد تطبيق القيمة العادلة فان معاملات الانحدار  $1\beta$  لكل من ربحية السهم والتوزيعات النقدية للسهم ذات معنوية احصائية عند 5% و 1% اما باقي المتغيرات فمعاملاتها ليس لها معنوية احصائية، وهكذا يتبين ان كل من حقوق المساهمين و ربحية السهم والارباح الموزعة للسهم ملائمة وتنقل معلومات مفيدة للمستثمرين لترشيد قراراتهم الاستثمارية في اسهم المؤسسات التونسية.



كما اشارت النتائج الى ان قيمة Fisher ايجابية وذات معنوية احصائية عند 5% لكل من ربحية السهم والتوزيعات النقدية للسهم للعينة بأكملها، وذات معنوية احصائية عند 5% لحقوق المساهمين قبل تطبيق القيمة العادلة، وليست ذات معنوية احصائية لمضاعف الربحية على كامل العينة، وهذه النتائج تشير الى ان ربحية السهم والتوزيعات النقدية للسهم تبقى مؤشرات محددة لعائد السهم.

بالاضافة الى ذلك عند مقارنة معاملات التحديد  $R^2a$  لكل متغير وجدنا ان تطبيق القيمة العادلة قد ادى الى تراجع من اهمية (cp) في الافصاح عن المعلومات للمستثمرين، حيث ان (cp) المسجلة وفق القيمة العادلة (06.87%) اقل مقارنة مع المحسوبة وفق التكلفة التاريخية (53.74%)، وهذا يعني ان الـ cp وفق التكلفة التاريخية لديها محتوى معلوماتي افضل مقارنة مع المحسوبة وفق القيمة العادلة، وهو ما يؤكد ما توصلت اليه دراسة (Riahi, Khoufi, 2016) والتي توصلت الى ان استخدام القيمة العادلة ادى الى تدهور ملائمة حقوق المساهمين (cp) وتوصلت الى انه وفق التكلفة التاريخية يكون اكثر ملائمة للافصاح عن المعلومات وخلق قيمة مضافة للمساهمين، غير أنها جاءت بعكس ما توصلت اليه دراسة (Graham, Lefanowicz and Petroni, 2003) التي توصلت الى ان حقوق المساهمين وفق القيمة العادلة تحسن من عوائد الاسهم، واختلفت مع دراسة (Graham, Lefanowicz and Petroni, 2003) والتي توصلت الى ان حقوق المساهمين وفق القيمة العادلة تحسن من عوائد الاسهم، كما انها اختلفت عن نتائج عن دراسة (Hamdi, Elabidi, 2010) والتي وجدت ان تطبيق القيمة العادلة يحدث تقلبات في قيم حقوق المساهمين، وبالتالي فإن الفرضية (H<sub>1.1</sub>) تم رفضها، ومن جهة اخرى فان تطبيق القيمة العادلة قد حسن من اهمية الـ (BPA) في الافصاح عن المعلومات للمستثمرين، حيث ارتفع معامل التحديد للـ (BPA) من (55.30%) قبل تطبيق القيمة العادلة الى (92.36%) بعد تطبيق القيمة العادلة، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Al-khadash, Abdullatif, 2009) التي توصلت الى ان هناك قيمة عالية وإيجابية لربحية السهم عند استخدام القيمة العادلة في تقييم الادوات المالية، كما انها تتفق مع دراسة (Riahi, Khoufi, 2016) والتي خلصت الى تحسن واضح للمحتوى المعلوماتي لربحية السهم وفق القيمة العادلة مقارنة بالتكلفة التاريخية، غير انها تختلف عن النتيجة التي توصلت اليها دراسة (Taouab, 2016) في ان تطبيق المعايير المحاسبية الدولية IFRS بما فيها معايير القيمة العادلة لم يحدث تغيير في المحتوى المعلوماتي لربحية السهم (BPA)، وبالتالي نقبل الفرضية (H<sub>1.2</sub>)، وقد ادى تطبيق القيمة العادلة الى تغيير طفيف في اهمية مضاعف الربحية فقد ارتفع معامل التحديد للـ PER من (06.5%) قبل تطبيق القيمة العادلة الى (06.73%) بعد تطبيق القيمة العادلة، هذا يعني ان الـ PER محتوى معلوماتي وفق القيمة العادلة لا يختلف عنه وفق التكلفة التاريخية، وهو ما ينفي صحة الفرضية (H<sub>1.3</sub>)، اما اهمية الارباح الموزعة في الافصاح ونقل معلومات للمستثمرين حول عائد السهم فقد تحسنت بعد تطبيق القيمة العادلة، حيث ارتفع معامل التحديد للـ (DPA) من (78.61%) قبل تطبيق القيمة العادلة الى (92.2%) بعد تطبيق القيمة العادلة، وهو ما يختلف عن دراسة (Nelson, 1996)، والتي توصلت الى ان قياس الارباح الموزعة وفق القيمة العادلة لا تقدم قيمة ملائمة حول عائد السهم، وبالتالي نقبل الفرضية (H<sub>1.4</sub>).

ومن النتائج السابقة تبين ان تطبيق القيمة العادلة قد حسن من اهمية كل من ربحية السهم (BPA) والتوزيعات النقدية للسهم (DPA) في الافصاح ونقل معلومات للمستثمرين حول عائد السهم وترشيد قراراتهم الاستثمارية في اسهم المؤسسات التونسية وذلك مقارنة بالتكلفة التاريخية، غير انه ومن جهة اخرى قد ادى تطبيق القيمة العادلة الى تراجع اهمية حقوق المساهمين (cp) في الافصاح عن معلومات للمستثمرين حول عائد السهم مقارنة بالتكلفة التاريخية، وباختصار فإن نتائج تحليل الانحدار البسيط تبين ان استخدام القيمة العادلة في سوق تونس يحسن من اهمية ربحية السهم والتوزيعات النقدية للسهم (PER)، وبهذا يتم تأكيد الفرضية (H<sub>1</sub>) جزئيا.

كما بينت نتائج الانحدار المتعدد (الجدول رقم 7) شدة الارتباط بين تلك المؤشرات وعائد السهم، حيث يبدو ان الارتباط بين ربحية السهم وعائد السهم حدث به انخفاض بعد تطبيق القيمة العادلة وذلك من (0.0000000006) الى (0.0000000006)، كما انخفضت بين التوزيعات النقدية للسهم وعائد السهم من 1.79 الى -0.55 بعد تطبيق القيمة العادلة، ويتبين انه من بين المتغيرات التي اصبحت ذات معنوية بعد تطبيق القيمة العادلة نجد ان ربحية السهم ومضاعف الربحية الذين بلغا (1.20) و(0.07) على التوالي، ولدراسة اهمية العلاقة بين المتغيرات المدرجة وعائد السهم نستند الى قيمة معامل التحديد  $R^2a$  للنموذجين والذي يوضح ان النموذج على اساس القيمة العادلة لديه قدرة تفسيرية بنسبة (95%) وهي اعلى من القدرة التفسيرية للنموذج على اساس التكلفة التاريخية والتي كانت بنسبة (80%)، وبالتالي فإن نموذج القيمة العادلة قد حسن من القدرة التفسيرية للنموذج المطبق على المؤسسات التونسية بنسبة (15%)، وهو ما يؤكد نتائج كل من دراسة (Barth, 1994) التي توصلت الى ان استخدام القيمة العادلة للاوراق المالية يوفر قوة تفسيرية كبيرة تفوق تلك التي تقدمها بالتكلفة التاريخية وتحسن من عائد السهم، وهو ما توصلت اليه (Nelson, 1996) في ان هناك قوة تفسيرية كبيرة في تقديرات القيمة العادلة، كما توصلت دراسة (Graham, Lefanowicz and Petroni, 2003) الى ان استخدام القيمة العادلة بطريقة حقوق الملكية يحسن من القدرة التفسيرية للنموذج، وتوصلت دراسة (Hassan, Percy, Stewart, 2006) ودراسة (Danbolt, Rees, 2008) الى ان كل من

التكلفة التاريخية والقيمة العادلة لديهما قدرة تفسيرية الا ان القيمة العادلة تعد افضل، اما دراسة ( Brian Bratten, Monika ) Causholli, Urooj Khan (2011) فقد بينت ان استخدام القيمة العادلة يحسن من القدرة التفسيرية للنموذج اثناء فترات انخفاض مخاطر الائتمان، وكذلك توافقت نتائجنا مع دراسة (Blankespoor, Linsmeier, Petroni, Shakespeare, 2012) التي توصلت الى ان استخدام القيمة العادلة لقياس الادوات المالية يحسن من القدرة التفسيرية للنموذج، ودراسة (Aladwan, 2015) ودراسة (Bratten, Causholli, Khan, 2016) التي وجدت ان القيمة العادلة تزيد وتعزز من القدرة التفسيرية للنموذج، غير انها كانت بعكس ما توصلت اليه دراسة (Riahi, Khoufi, 2016) في ان تطبيق القيمة العادلة لا يحسن من القدرة التفسيرية للنموذج مقارنة باستخدام التكلفة التاريخية، كما انها تختلف عن ما توصلت اليه دراسة (Taouab, 2016) في ان تطبيق المعايير المحاسبية الدولية IFRS بما فيها معايير القيمة العادلة لم يحدث فرق كبير في القدرة التفسيرية للنموذج مع المعايير المحاسبية المغربية (التكلفة التاريخية)، وعليه يتم اثبات الفرضية (H<sub>2</sub>).

#### IV- الخلاصة :

من خلال هذه الدراسة حاولنا اختبار قدرة نموذج القيمة العادلة على تحسين المحتوى المعلوماتي للبيانات المحاسبية لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم في سوق تونس للاوراق المالية، وقمنا اولا باختبار 4 نماذج بسيطة والتي تركز على اختبار جانب واحد هو العلاقة بين المؤشرات المحاسبية المدروسة وعائد السهم، وثانيا قمنا بجمع كل المؤشرات السابقة في نموذج واحد لاختبار القدرة التفسيرية للنموذج والمقارنة على فترتي الدراسة، وقد توصلنا الى :

- تطبيق القيمة العادلة قد حسن من اهمية كل من ربحية السهم والتوزيعات النقدية للسهم وجعلها اكثر نقلا للمعلومات حول عائد السهم لترشيد قرار الاستثمار في الاوراق المالية مقارنة بالتكلفة التاريخية؛
- تطبيق القيمة العادلة قد ادى الى تراجع اهمية كل من حقوق المساهمين في نقل المعلومات وبالتالي فإن هذه المؤشرات وفق القيمة العادلة تولد نفورا للمستثمرين من الاستثمار في الاوراق المالية، مما يعني ان التكلفة التاريخية افضل لتحسين اهمية هذا المؤشر في نقل معلومات للمستثمرين لترشيد قراراتهم؛
- تطبيق القيمة العادلة لم يحدث فرق كبير في اهمية مضاعف الربحية لنقل معلومات للمستثمرين حول عائد السهم؛
- وعليه فإن كل من القيمة العادلة والتكلفة التاريخية يساعدان في ترشيد المستثمر لاتخاذ قراره، وهذا ما اكدته دراسة (Vera (2014) , Palea بأن التكلفة التاريخية والقيمة العادلة لا ينبغي اعتبارهما متنافسين، لأنها يخدمان أغراضا مختلفة، ولان محاولة اختيار احدهما من شأنه ان يحرم مستخدمي البيانات المالية من الحصول على المعلومات الكاملة والمفيدة لصنع القرار<sup>22</sup>، و(Kaya , Türegün, 2014) في ان النموذج المختلط هو الانسب لتقييم الادوات المالية<sup>23</sup>؛
- ان استخدام القيمة العادلة يحسن من القدرة التفسيرية للنموذج مقارنة باستخدام التكلفة التاريخية.

#### - ملاحق :

الجدول رقم (1) : مؤسسات عينة الدراسة

| سوق تونس |              |              |
|----------|--------------|--------------|
| النسبة % | عدد المؤسسات | قطاع النشاط  |
| 50 %     | 01           | قطاع البنوك  |
| 50 %     | 01           | قطاع الخدمات |
| 100 %    | 02           | المجموع      |

المصدر: من اعداد الباحثين

الجدول رقم (3): تحديد وقياس متغيرات الدراسة

| طريقة القياس                                   | الترميز | المستقلة المتغيرات      |
|--|---------|-------------------------|
| تم استخراجها من القوائم المالية لشركات العينة  | CP      | حقوق المساهمين          |
| نسبة النتيجة الصافية الى عدد الاسهم العادية    | BPA     | ربحية السهم             |
| نسبة سعر السهم في نهاية السنة الى ربحية السهم  | PER     | مضاعف الربحية           |
| تم استخراجها من التقارير السنوية لشركات العينة | DPA     | التوزيعات النقدية للسهم |

المصدر: من اعداد الباحثين

الجدول رقم (2): نتائج اختبار Chow

| Stat. of Fisher-Snedecor | Probability | null hypothesis |
|--------------------------|-------------|-----------------|
| 17.51                    | (0.0000)    | مرفوضة          |

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الـ Eviews

الجدول رقم (4): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج للنموذج M1

| p-value  | قيمة الاختبار | نوع الاختبار             |
|----------|---------------|--------------------------|
| (0.29)   | 1.10          | M1 اختبار Breush Pagan   |
| (0.2534) | 1.304         | M1.1 اختبار Breush Pagan |
| (0.2467) | 1.3419        | M1.2 اختبار Breush Pagan |
| (0.0881) | 2.908532      | M1.3 اختبار Breush Pagan |
| (0.2687) | 1.2232        | M1.4 اختبار Breush Pagan |
| (0.07)   | 3.09          | M2 اختبار Breush Pagan   |
| (0.27)   | 1.193         | M2.1 اختبار Breush Pagan |
| (0.14)   | 2.149         | M2.2 اختبار Breush Pagan |
| (0.44)   | 0.5893        | M2.3 اختبار Breush Pagan |
| (0.13)   | 2.21          | M2.4 اختبار Breush Pagan |

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الـ Eviews

الجدول رقم (5): نتائج اختبار Hausman للنموذج M1.2

| p-value  | قيمة الاختبار | نوع الاختبار        |
|----------|---------------|---------------------|
| (0.0000) | 17.79         | اختبار Breush Pagan |

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الـ Eviews

الجدول رقم (6): نتائج الانحدارات البسيطة للعينات الاجمالية (قبل وبعد تطبيق القيمة العادلة)

|                  | قبل تطبيق القيمة العادلة (2005-2000) |                   |                   |                    | بعد تطبيق القيمة العادلة (2011-2006) |                    |                   |                  |
|------------------|--------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------------------------|--------------------|-------------------|------------------|
|                  | M1.1                                 | M1.2              | M1.3              | M1.4               | M2.1                                 | M2.2               | M2.3              | M2.4             |
| 1 $\beta$        | -6.9E-09<br>(0.004)                  | 0.4466<br>(0.003) | -0.111<br>(0.212) | 0.9757<br>(0.000)  | -2.77E-09<br>(0.600)                 | 0.7495<br>(0.0000) | -0.043<br>(0.592) | 1.120<br>(0.000) |
| F                | 13.783<br>(0.004)                    | 14.611<br>(0.003) | 1.776<br>(0.212)  | 41.440<br>(0.0000) | 0.2919<br>(0.600)                    | 134.09<br>(0.0000) | 0.3058<br>(0.592) | 132.5<br>(0.000) |
| R <sup>2</sup> a | 0.5374                               | 0.5530            | 0.065             | 0.7861             | 0.0687                               | 0.9236             | 0.0673            | 0.922            |
| chow             | 0.0000                               |                   |                   |                    |                                      |                    |                   |                  |

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الـ Eviews

الجدول رقم (7): نتائج الانحدارات المتعددة للفترة قبل وبعد تطبيق القيمة العادلة

|         |    | 1 $\beta$            | 2 $\beta$        | 3 $\beta$       | 4 $\beta$        | R <sup>2</sup> a | F                 | DW   |
|---------|----|----------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|------|
| pré-JV  | M1 | 6.52E-09<br>(0.2359) | -0.040<br>(0.86) | 0.008<br>(0.88) | 1.796<br>(0.008) | 0.80             | 12.23<br>(0.002)  | 2.23 |
| post-JV | M2 | 1.77E-09<br>(0.2176) | 1.205<br>(0.03)  | 0.070<br>(0.01) | -0.551<br>(0.41) | 0.95             | 62.53<br>(0.0000) | 1.15 |

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الـ Eviews

- <sup>1</sup>. Mohamed Faker Klibi, **Using international standards as a complement to overcome the unachieved nature of local GAAPs The case of a developing country**, Journal of Applied Accounting Research Vol. 17 No. 3, 2016, p 357.
2. Haping wang, **The Decision Usefulness of Fair Value Accounting in the Debt Market**, thesis of doctoral Concordia University, Montreal, Quebec, Canada , October 2012, p 8.
- <sup>3</sup>. Mărcuş Cristina-Maria, **the interplay between accounting and economic crises-an analysis of accounting regulations**, PHD thesis, Babes Bolyai University, Cluj Napuca-Roumanie, 2012, p 42.
4. خالد بن عبد الرحمن جمعة يونس، **أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للادوات المالية على عوائد الاسهم**، مذكرة ماجستير، الجامعة الاسلامية-فلسطين، 2011، ص ص 19-20.
5. **Accounting for financial instruments conceptual**, paper April 2008, p7, Ibfed international banking federation (IBFed © 2008), <http://www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2014/03/FairValue-IBFed-MArch2008-2008-00509-01-E.pdf>, consulté le :25/08/2016.
6. Karen Y. Green, CPA, **op-cit**, p 8.
7. Bleck, A., Liu, X, Market **transparency and the accounting regime**. Journal of Accounting Research, 45(2), 2007, 229.
8. Volha Shamkuts, **op-cit**, 2010, p19.
9. Mary E. Barth, **Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks**, The Accounting Review, Vol. 69, No. 1, January, 1994.
10. Karen K. Nelson, **Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107**, The Accounting Review, Vol. 71, No. 2, 1996.
11. Roger C.Graham, Craige.Lefanowicz and Kathy R.Petroni, **The Value Relevance of Equity Method Fair Value Disclosures**, Journal of Business Finance & Accounting, 30(7) & (8), 2003.
12. Mohamat Sabri Hassan, Majella Percy, Jenny Stewart, **The value relevance of fair value disclosures in Australian firms in the extractive industries**, Asian academy of management journal of accounting and finance, AAMJAF, Vol. 2, No. 1, 41-61, 2006.
13. Jo Danbolt, William Rees, **An experiment in fair value accounting: UK investment vehicles**, European Accounting Review 17(2), 2008.
14. Husam Aldeen Al-Khadash, Modar Abdullatif, **Consequences of Fair Value Accounting for Financial Instruments in the Developing Countries: The Case of the Banking Sector in Jordan**, Jordan Journal of Business Administration, Volume 5, No. 4, 2009.
15. Badreddine HAMDI, Houda ELABIDI, **L'information comptable en juste valeur : quelle utilite pour les investisseurs**, La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, Strasbourg, France, version 1 - 23 Feb 2010.
- 16 . Brian Bratten, Monika Causholli, Urooj Khan, **Fair value accounting and the predictive ability of earnings: Evidence from the banking industry**, Preliminary draft , November 2011.
17. Elizabeth Blankespoor, Thomas J. Linsmeier, Kathy Petroni, Catherine Shakespeare, **Fair value accounting for financial instruments: Does it improve the association between bank leverage and credit risk?**, Working Paper No. 2107 October 18, 2012.
18. Fadia Burhan, Alhaj Ahmad, Mohammad Suleiman Aladwan, **The Effect of Fair Value Accounting on Jordanian Investment Properties**, An Empirical Study on Jordanian Listed Real Estate Companies, International Journal of Financial Research Vol. 6, No. 4, 2015.
19. Bratten, Monika Causholli, Urooj Khan, **Usefulness of fair values for predicting banks' future earnings: Evidence from other comprehensive income and its components**, Review of Accounting Studies , Volume 21, Issue 1, March 2016,.

20. Omar Taouab, **Comparative Value Relevance among Domestic Accounting Standards and IFRS: A Moroccan Stock Market Perspective**, Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice <http://www.ibimapublishing.com/journals/JAARP/jaarp.html> Vol. 2016.
21. Olfa Riahi, Walid Khoufi, **Effect of fair value accounting on the company's reputation**, International Journal of Accounting and Economics Studies, 4 (1), 2016.
22. Vera Palea, **Fair value accounting and its usefulness to financial statement users**, Journal of Financial Reporting and Accounting Vol. 12 No. 2, 2014, P.112.
23. C. T. Kaya, N. Türegün, **Fair value accounting under FAS 157 and IFRS 13: evidence from bursa Istanbul**, GSTF Journal on Business Review (GBR) Vol.3 No.2, March 2014, P.10
- \*. Tayeb Saadi. EVA Vs. resultat net : **Quel contenu informationnel dans le contexte francais?**, HAL Id, 2010, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00544950>.

### كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

مریم بالاطرش، مختار بونقاب (2019)، أثر استخدام القيمة العادلة على ترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية -دراسة تطبيقية على سوق تونس خلال الفترة (2000-2011)، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 06 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص. 97-109.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ رخصة المشاع الإبداعي نسب المُنصّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0).

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية مرخصة بموجب رخصة المشاع الإبداعي نسب المُنصّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0).



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Studies in Accounting and Finance is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.