

محددات عوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية

The Determinants Of the most Active Egyptian Stocks

د / ممدوح عبد الفتاح أحمد محمد *

Dr. Mamdouh Abd El- Fattah Ahmed Mohamed

مدرس بقسم إدارة الأعمال - كلية التجارة جامعة كفر الشيخ

lecturer of Business Administration

Faculty of Commerce – Kafr El-sheikh University

* e-mail: dr.mmdouhyousef@gmail.com

الملخص :

ارتبط تطور البورصة المصرية أخيراً بتعقد وتتنوع المتغيرات المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة فيها خاصة تلك المرتبطة بالمعلومات المالية، و تعد هذه الدراسة مساهمة علمية لتحرى محددات عوائد أسهم الشركات النشطة بالبورصة المصرية دراسة مدى وجود اختلافات بين متطلبات تلك المحددات وفقاً لنوع القطاع، وقد استقر الباحث على دراسة المعلومات المالية لأنشط ٥٠ شركة مقيدة بالبورصة المصرية وفقاً لبيانات الإفصاح السنوي لأعوام ٢٠٠٩، ٢٠١٠، ٢٠١١ ويحتوي النموذج معلومات تخص الرافعة المالية، المخاطر النظامية، التدفقات النقدية، ربحية السهم، والأرباح الموزعة، ويمكن أن تساهم نتائج الدراسة في تأصيل الفهم بمحددات عوائد الأسهم النشطة وإمكانية التنبؤ بها بما يفيد المستثمر الحالي والمرتقب في تقييم الجدارة والكفاءة الإدارية للشركات المتداولة وترشيد قراراتهم، كذلك المساهمة في الحد من تذبذب الأسعار الذي تشهده البورصة المصرية وتجنب التعرض لهزات مالية وتحركات سعرية عشوائية لا تعكس حقيقة الأداء، كما توفر النتائج مرجعية تساعد الشركات في تعديل سياساتها المالية.

وقد تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار بطريقة التقدير المتردرج، أسلوب كا٢، وأسلوب تحليل التباين أحادي الاتجاه، وأشارت النتائج إلى وجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين متغيرات المعلومات المالية (ربحية السهم والرافعة المالية) وعوائد الأسهم، كما أنه توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين متطلبات متغيرات الدراسة (الرافعة المالية، ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة، وعائد السهم) وفقاً لنوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركات، كما توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية في نوعية المتغيرات المحددة لعوائد أسهم القطاعات النشطة بالبورصة المصرية، وأوصت الدراسة بضرورة زيادة درجة الإفصاح المعلوماتي، تعزيز التعاون بين البورصة المصرية والبورصات الدولية، توعية وإعلام المتعاملين بتقنيات اتخاذ القرارات، وإعادة النظر في تشريعات السوق لتحقيق الأمان وحماية المستثمرين.

Abstract:

The development of the Egyptian stock exchange has been associated with the complexity and diversity of the variables affecting on the prices of the stocks, the study contributes to understanding the determinants of stock return and examine the extent of differences among the averages of these parameters according to the type of sector, The study sample consists of the most active 50 companies which were listed on Egyptian stock exchanges, according to the annual disclosure for years 2009, 2010 and 2011, On the model includes information pertaining to financial leverage, systemic risk, cash flows, earnings per share, and cash dividends, The results can contribute to understanding the determinants of active stock return, assess the administrative efficiency for companies,

rationalize the decisions, reduce the price volatility and avoid exposure to financial shocks, and adjust the company's fiscal policies.

The methods stepwise regression analysis, chi square, and one way ANOVA tests were used, and the results indicated the presence of a significant relationship among the financial information variables and stock return, as there are significant differences among the averages of the study variables according to the type of sector they belong to companies, and there are statistically significant differences in the variable's type that specify the stock return, The study recommended the need to increase the degree of information disclosure, strengthen cooperation among the Egyptian stock and international stock exchanges, educate and inform the customer decision-making techniques, and review the market legislation to achieve safety and the protection of investors.

المقدمة :

يحتوي قطاع الخدمات غير المصرفية أسواق رأس المال وبورصات العقود الآجلة وأنشطة التأمين والتمويل العقاري والتأجير التمويلي والتخصيم والتوريق ، ويلعب هذا القطاع دوراً بارزاً في دعم النقدم والنمو الاقتصادي فهو يساهم في تجميع المدخرات ورؤوس الأموال باعتباره حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين ، ولقد أنشئت الهيئة العامة لسوق المال المصري بالقرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ ثم خضعت لرقابة الهيئة العامة لرقابة المالية منذ عام ٢٠٠٩ واختارت بحماية المستثمرين وتنمية وتنظيم سوق رأس المال ورقابة السوق والمؤسسات العامة والمعاملين فيه.

وتفق كل من (هندي، ١٩٩٩؛ حنفي، ٢٠٠٠) على أن السوق الكفاء هو ذلك الذي تعكس أسعاره كل المعلومات المتاحة فيه بحيث لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية نتيجة لهذه المعلومات، ويرى هندي أن المعلومات التي يحتاجها المستثمر تتحدد في تلك التي ترتبط بشكل أو آخر بالعوامل المحددة لسعر السهم أو قيمته.

على جانب آخر، وفيما يخص السوق المصري، فقد اتفقت العديد من الدراسات مع ما خلصت إليه دراسة (عبد الرحمن، ٢٠٠٩) باعتباره قد اتسم مؤخراً بعدد من المتغيرات العشوائية الداخلية في تسعير أسهمه، حيث تسوده القبلات السعرية التي لا تستند إلى أيهه مسبيات موضوعية، وأن هناك اختلاف في تأثير المعلومات المالية وغير المالية عليه، كما أكد (بهوتى، ٢٠٠٣) على ضعف الدور الذي تلعبه الأرباح الفعلية للشركات في تحديد أسعار أسهمها، ووصف معظم المستثمرين في السوق المصرية بالمضاربين على العوائد وأنهم غير مبالين بأرباح الشركات أو خسائرها، وهو ما يدفع أسعار أسهم الشركات المتداولة في اتجاه العرض والطلب بلا ديناميكية واضحة على أساس علمي مدروس، وهذا ما دعى الباحث إلى الاهتمام بهذه الظاهرة والكشف عن أسبابها وعن المعلومات المالية الأكثر تأثيراً في حركة أسعار الأسهم في البورصة المصرية وقرارات المستثمرين، حيث يحاول الباحث تحري العلاقة بين المعلومات المالية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية، ثم اختبار مدى وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين متوسطات تلك المتغيرات وفقاً لنوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة مع تحديد نوعية المتغيرات المحددة لعوائد أسهم تلك القطاعات.

وجاءت الدراسة بالتطبيق على الأسهم النشطة بالبورصة المصرية لما لها من حساسية لمتغيرات السوق ومعلوماته وأثارها الفورية على المؤشر الرئيسي وحركة وتوجه السوق بصورة عامة، حيث جاءت هذه الشركات قائدة للأحداث المالية^١ التالية:

- ساهمت عمليات الإصلاح الاقتصادي والمصرفي والسياسي بمصر في زيادة عدد المعاملين وتحسن مؤشرات التعامل بالبورصة، حيث ارتفع مؤشر (CASE₃₀) بمعدل ٦٣,٥٪ خلال العام المالي ٢٠٠٦/٢٠٠٧ ليصل إلى ٧٨٠٣,٤ نقطة، كما أسفرت عمليات القيد بجدول البورصة عن شطب عدد من الشركات التي لا تلتزم بالشروط والمعايير المحددة لذلك ليصبح عدد الشركات المقيدة ٥٤٤ شركة في يونيو ٢٠٠٧ مقابل ٦٥٦ شركة في يونيو ٢٠٠٦.

(١) - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي للسنة المالية من ٢٠٠٦/٢٠٠٧ إلى ٢٠١٢/٢٠١٣ .
- البورصة المصرية، التقرير السنوي للسنة المالية من ٢٠٠٦/٢٠٠٧ إلى ٢٠١٢/٢٠١٣ .

- ارتفع مؤشر البورصة (CASE₃₀) بمعدل ٢٥,٩ % خلال عام ٢٠٠٨ ليصل إلى ٩٨٢٧,٣ نقطة، كما ارتفع مؤشر الهيئة العامة لسوق المال بمعدل ٢١,٨ % ليصل إلى ٣٣٢٩,٧ نقطة، وبذلك فقد حقق مؤشر (CASE₃₀) مستوى غير مسبوق بلغ ١٢ ألف نقطة في أول مايو ٢٠٠٨ ثم بدأ الأداء في التراجع خلال شهر مايو ويونيو انعكساً لعوامل داخلية تمثلت في قرارات مايو الاقتصادية وأخرى خارجية تأثراً بالأزمة المالية العالمية، وانخفضت الشركات المقيدة بالبورصة إلى ٣٣٧ شركة.
- ارتفع مؤشر (EGX₃₀) ليصل إلى ٦٠٣٣,١ نقطة في نهاية يونيو ٢٠١٠ مقابل ٥٧٠٢,٩ نقطة في نهاية يونيو ٢٠٠٩، في حين تراجع مؤشر (EGX₇₀) بمعدل ١٥,٣ % ليبلغ ٥٢٧,٧ نقطة في نهاية يونيو ٢٠١٠، وبلغ مؤشر (EGX₁₀₀) ٩٠٨,٧ نقطة في نهاية يونيو ٢٠١٠ بتراجع ٢٠%.
- تراجع مؤشر (EGX₃₀) بمعدل ١٠,٩ % خلال السنة ٢٠١١/٢٠١٠ ليصل إلى ٥٣٧٣ نقطة في نهاية يونيو ٢٠١١، وانخفاض المؤشر العام لسوق المال بمعدل ٣٦ % ليبلغ ٨٥٠,٥ نقطة نتيجة للاضطرابات التي أعقبت ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١.
- في حين ارتفع مؤشر (EGX₇₀) بمعدل ١٩,٣ % ليصل إلى ٦٢٩,٦ نقطة في نهاية يونيو ٢٠١١ مع صعود مؤشر (EGX₁₀₀) إلى ٩٧٢,٩ نقطة.
- شهد الربع الثالث من السنة المالية ٢٠١١/٢٠١٠ إغلاق البورصة المصرية في الفترة من ٢٨ يناير ٢٠١١ وحتى ٢٢ مارس، وذلك في أعقاب أحداث ثورة ٢٥ يناير وجاء ذلك بعد التراجع الحاد في مؤشر (EGX₃₀) بمعدل ١٦ % خلال يومي ٢٧/٢٦ يناير، حيث أغلق المؤشر على ٥٦٤,٥ نقطة مقابل ٦٧٢٣,٢ نقطة قبل بدء الأحداث، كما انخفض المؤشر خلال أولى جلسات التداول يوم ٢٣ مارس ٢٠١١ بمعدل ٢٣,٥ % مسجلاً أكبر هبوط يومي منذ تشيشه.
- حققت مؤشرات البورصة المصرية مكاسب قياسية خلال عام ٢٠١٢ وسط أحداث كثيرة هامة وحققت نمو يقترب من ٥١ % خلال العام وهو نمو لم تتحققه البورصة منذ عام ٢٠٠٧، كما ارتفعت أحجام التداول بالبورصة إلى نحو ٣٤ مليار ورقة مالية، بينما سجلت قيمة التداول نحو ١٨٥ مليار جنيه مقارنة بنحو ١٤٨ مليار جنيه في عام ٢٠١١.
- ارتفع عدد العمليات المنفذة إلى ما يزيد على ٦ ملايين عملية مقارنة بنحو ٥,٦ مليون عملية في ٢٠١١، كما ربح رأس المال السوقى ما يزيد عن ٨٢ مليار جنيه ليصل إلى ٣٧٦ مليار جنيه مقابل ٢٩٤ مليار جنيه أواخر عام ٢٠١١.
- شهد عام ٢٠١٣ نمو ايجابي بالبورصة بمقدار ٢٤,٧ % نتيجة إعادة آلية الشراء والبيع في ذات الجلسة والتي قد توقفت منذ ثورة يناير ٢٠١١ مع إدخال بعض التعديلات عليها، كما ساهم الدعم الخليجي والذي اقترب من ١٢ مليار دولار في حماية الاقتصاد المصري من الانهيار، ورفعت مؤسسة ستاندرد آند بور التصنيف السيادي لمصر إلى B- لأول مرة بعد ثلاثة أعوام من الخفض المتواصل منذ فبراير ٢٠١٢ إلى يوليو ٢٠١٣ حيث انتهى التصنيف إلى CCC+.
- شهدت البورصة المصرية حركة هبوطية مع النصف الأول لعام ٢٠١٣ تأثراً بالضغوط الاقتصادية، ثم ارتفعت بعدها المؤشرات وحققت مكاسب سوقية جاوزت ٥١,٣ مليار جنيه أو ما يعادل ١٣,٥ % مسجلة ٤٢٦,٩ مليار جنيه، واستطاعت في هذا العام (عام الأزمات) أن

تعرض خسائرها التي مُنئت بها في عام الثورة حيث بلغ إجمالي قيمة التداول خلال العام نحو ١٦١,٩ مليار جنية، كما بلغت كمية التداول ٢٩,١٩٠ مليون ورقة منفذة على ٤,٧٩٠ ألف عملية، وصعد المؤشر الرئيسي EGX₃₀ بمقدار ٢٤,٧٪ ليقفز من ٥٤٦٢,٤٠ نقطة مغافلاً عند ٦٧٨٢,٨٤ نقطة.

الدراسات السابقة :

أوضح (هندى، ١٩٩٩) أنه في ظل نظرية السوق الكفاءة تكون القيمة السوقية قيمة عادلة تعكس تماماً القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفى لتعويض المستثمر عن ما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، وأنه في ظل كفاءة السوق فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات بحيث يصعب على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية، كما اتفقت دراسات (هندى، ١٩٩٩؛ حنفى، ٢٠٠٠) على أن مستويات كفاءة السوق ثلاثة وهي: الأول يقضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية، الثاني وهو السوق نصف القوى حيث تعكس الأسعار الحالية كل من المعلومات التاريخية والحالية المنسورة للجميع، الثالث وهو السوق قوي الكفاءة والذي تعكس أسعار الأسهم فيه المعلومات العامة والخاصة بحيث يستحيل تحقيق أرباح غير عادية.

وحاولت دراسة (Brad et al., 2002) قياس الأخطاء الناجمة عن اتخاذ القرارات المبنية على الفهم الخاطئ للبيانات المالية، وأكدت أن نسبة الخطأ الحاصل في قراءة البيانات المالية لا يُقاس من خلاله الوضع الحقيقي للشركة بقدر ما هو ناجم عن فهم خاطئ من القائمين على اتخاذ القرارات وخاصة إذا زادت نسبة الفهم الخاطئ عن ١٠٪ من مجموع البيانات المنسورة، ولاختبار مدى سرعة استجابة سوق الأسهم السعودي للمعلومات المالية المنسورة المرتبطة بأحداث معينة، قام (العبد، ٢٠٠٥) برصد ٤٥ حدث خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٤ ترتبط باثنين وعشرين شركة من الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي من خلال نافذتين للحدث ± يوم، ± ٢ يوم، وتوصلت الدراسة إلى سرعة استجابة السوق للمعلومات المنسورة وأنه توجد عائدات شاذة (إيجابية وسلبية) بعد الإعلان عن الأحداث داخل السوق.

وبينت دراسة (الكردي، ٢٠٠٥) التي أجريت على ٦٤ شركة مساهمة ومدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة بين ١٩٩٤ - ٢٠٠٤ أن للمعلومات المالية والسوقية المنسورة في التقارير السنوية القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم، وأوضحت دراسة (عبد ربه، ٢٠٠٦) أن الاعتماد على المعلومات الواردة بالقوائم المالية فقط دون غيرها من المعلومات غير المالية قد يؤدي إلى نتائج عكسية عند اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وأنه توجد فروق جوهيرية بين نتائج قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية اعتماداً على المعلومات المالية فقط واعتماداً على المعلومات المالية وغير المالية، وأوضح (Mandi, 2006) أن كفاءة السوق تكون مشروطة بأن تعكس أسعار الأسهم فيها كل المعلومات الجديدة بسرعة وبدون تحيز وأن يكون هناك وضوح في المبادئ المحاسبية المستخدمة، وأن تستجيب أسعار الأسهم للمعلومات المعلن عنها، وأن يكون للمستثمرين القدرة على قراءة واستخدام المعلومات المعلن عنها وبناء توقعات متماضية مع الآخرين، وأن توافر السيولة بالسوق وأن تزال جميع القيود.

ويبدأ الباحث بسرد الآراء بخصوص تأثير الرفع المالي على عوائد أسهم الشركات والتي تعمل على تخطيط هيكلها المالي بتقدير حجم الاقتراض طبقاً لاحتاجتها في تمويل استثماراتها وأنشطتها وقدرتها فيما بعد على الوفاء بالتزاماتها إذا كان هناك حاجة للاقتراض، حيث أكد (هندى، ٢٠٠٥) أن الرفع المالي ينشأ من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد

القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف الثابتة، وأضاف (كراجه وآخرون، ٢٠٠٦) أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي ويصبح الرفع فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكاليفها، وأشار (الشريف وآخرون، ٢٠١٠) أن الرفع المالي يشير إلى اعتماد الشركة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها وبالتالي تتمثل التكاليف المالية الثابتة لديها في الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد احتياجاتها فالتكاليف هنا تتمثل في أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها.

وفي هذا السياق أشار (العامري، ٢٠١٠) أن هيكل رأس المال الأمثل يُعبر عن التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن وهو ما يتحقق الثروة للملك، وعليه يتطلب تحديد النسبة المئوية لكل من التمويل الممتلك والمقترض في الهيكل نظراً لاختلاف درجة الخطير التي تتعرض له الشركة باختلاف نسبة كل منها في الهيكل المالي، وميزت دراسة (الحمدوني، والصبيحي، ٢٠١٢) بين الرفع المالي الإيجابي والسلبي وأشار كل منهما على العائد على الملكية وحصة السهم العادي من الأرباح، وأظهرت الدراسة العلاقة المعنوية والطردية بين الرفع المالي والمخاطر النظامية، كذلك التأثير المعنوي ذو الدلالة الإحصائية للرفع المالي والمخاطر الكلية، وخلصت إلى أن الرفع المالي ذو تأثير معنوي في ربحية السهم العادي.

أما عن علاقة المخاطر النظامية بعوائد الأسهم، فقد حاولت دراسة (العبدلات، ١٩٩٥) اختبار أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم لشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية، وقد خرجت الباحثة بنتيجة مفادها عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين (المخاطر النظامية، السيولة، الحجم) وعائد السهم، بينما توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر غير النظامية وعائد السهم.

وعرف (مطر، ٢٠٠٦) الاستثمار على أنه "التخلّي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الأموال المستثمرة وعن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل التضخم، مع توفير عائد معقول مقابل تحمل المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات"، حيث ينطوي على الاستثمار في الأسهم درجة عالية من المخاطر وذلك لطبيعة التقلبات التي تتعرض لها أسواق الأسهم نتيجة للتغيرات المستمرة في الأوضاع السياسية والاقتصادية وهو ما يسمى بالمخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتتوسيع، وأشارت الدراسة أنه يمكن استخدام معامل بيتا (β) الذي قدمه شارب باعتباره من أهم المؤشرات المستخدمة للتتبؤ بالمخاطر النظامية، وعليه يمكن القول بأن معامل بيتا للسهم يمثل التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد السهم بالقياس مع التغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة.

وفيما يتعلق بتأثير التدفقات النقدية على عوائد الأسهم، توصلت دراسة (حداد، ٢٠٠١) إلى وجود علاقة بين العوائد غير العادية للأسهم وبين التدفقات النقدية الناجمة من التشغيل والاستثمار والتمويل، حيث تم قياس التدفقات النقدية لعدد (٤) شركة صناعية في الفترة ما بين ١٩٩٣ - ١٩٩٨ وبناءً على المعيار المحاسبى الأردني رقم (٧) ومتطلبات قانون الشركات الأردني وتعليمات هيئة سوق الأوراق المالية، كما أثبتت دراسة (خريوش، ٢٠٠٣) وجود تلك العلاقة في المدى الطويل والقصير بالتطبيق على (١٦) منشأة من المنشآت التجارية المدرجة في سوق عمان خلال الفترة من ١٩٩٨ إلى ٢٠٠١، وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام والتوعية

بقائمة التدفقات النقدية، واتفق العديد من الباحثين على أن سعر السهم يتوقف على التدفقات النقدية المتولدة عن عمليات المنظمة (هندى، ٢٠٠٥).

وحاول (Attar & Al-khadash, 2005) المفاضلة بين العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية كمقياس للإنجاز المالي، واستخدمت كل من استقرار العوائد ونموها وحجم المنشأة في توضيح الفيورة التفضيلية بين العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية، وشملت عينة الدراسة على المنشآت الصناعية في سوق عمان المالي للفترة ١٩٩٣ - ٢٠٠١، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة بين عوائد الأسهم وكل من التدفقات النقدية والعوائد المحاسبية وتزداد العلاقة في حالة انخفاض النمو والحجم.

واختبرت دراسة (الفضل؛ يوسف، ٢٠٠٧) مدى قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وقدمت الدليل على أن المستثمر الأردني قد أصبح أكثر وعيًا لأهمية المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير السنوية للشركات، خاصة تلك المتعلقة بالتدفقات النقدية، وأوضحت النتائج ارتفاع معنوية مقاييس التدفقات النقدية التشغيلية مقارنة بالنشاط التحويلي والاستثماري، وأكدت دراسة (در غام، ٢٠٠٨) معنوية العلاقة بين كل من التدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية والتنمويلية والاستثمارية ومن النشاطات مجتمعة وبين عوائد الأسهم للمصارف الفلسطينية طبقاً للمعيار المحاسبى رقم (٧)، ووجهت الدراسة إلى ضرورة توجيه مستخدمي القوائم المالية بأهمية دور قائمة التدفقات النقدية وإلى ضرورة فهمها وتحليلها كونها توفر معلومات خالية من التضليل، ووجه (العامري، ٢٠١٠) إلى ضرورة الاهتمام بإعداد قائمة التدفقات النقدية لأنها تساعد في تقديم المعلومات الهامة عن التدفقات النقدية الداخلية والخارجية للفترة الماضية، تقديم المساعدة في تقييم قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية مستقبلاً، توضيح مصادر واستخدامات الأموال على أساس تشغيلي واستثماري وتمويلي، تقييم مدى الكفاءة في إدارة الأموال المتاحة في الشركة وفقاً لمعايير التمويل والاستثمار الرشيدة.

كما توصلت دراسة (الشواورة وآخرون، ٢٠١٢) إلى إمكانية بناء نموذج إحصائي يساعد مستخدمي القوائم المالية على التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم العادية لشركات قطاع البنوك الأردنية المقيدة والمدرج أسهمها في بورصة عمان خلال أعوام ٢٠٠٨، ٢٠٠٩، وتم الاعتماد على البيانات المالية التي توفرها الأسعار السوقية وقوائم التدفقات النقدية المنشورة والمعلنة، وأوصت الدراسة بضرورة تشجيع البنوك على إعداد ونشر قائمة تقديرية ربع سنوية عن صافي التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها خلال الفترة القادمة.

ويعتقد الباحث عجز بعض المستثمرين أحياناً عن فهم وتحليل جميع المعلومات المالية، وبالتالي فهو يتعاملون بشكل مباشر مع رقم الربح ويعتمدون عليه في بناء القرار الاستثماري، وقد اتفقت دراسات (عط الله، ١٩٩٥؛ فايد، ١٩٩٥) على أنه لا توجد علاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الربحية التي اعتمدت فيها على معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على رأس المال في سوق الأوراق المالية، ويرى (Barker & Imam, 2008) أن قياس الأرباح يعد الأساس في استخدام القوائم المالية عند تقييم الأداء التاريخي للشركة، التنبؤ بالأداء المستقبلي لها وتقييم حقوق الملكية، كما أن مصطلح "جودة الأرباح" يستخدم للدلالة على مدى فعالية قياس الأرباح ومدى منفعتها ومدى انعكاسها للواقع الاقتصادي.

وأشار (Krishnan & Parsons, 2008) أنه في إطار ذلك يقع على المديرين مسؤولية مهنية والتزامات أخلاقية للتقرير عن جودة الأرباح للأطراف ذوى المصالح وفي التوقيت المناسب، كما اختبرت دراسة (Obeidat, 2009) أثر كل من نصيب السهم من الأرباح المحققة

ونصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة الدفترية للسهم على القيمة السوقية للأسهم العادي للشركات المدرجة في سوق أبو ظبي المالي، حيث وجدت الدراسة أثراً ذو دلالة منطقية لكل من نصيب السهم من الأرباح الحقيقة والقيمة الدفترية على أسعار الأسهم العادية، ولم يتحقق هذا الأثر مع الأرباح الموزعة.

أما عن الدور الذي تلعبه التوزيعات النقدية في التأثير على عوائد الأسهم، فقد أعتبرت دراسة (Miller & Modigliani, 1961) والتي نفت وجود علاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة بمثابة البداية الحقيقة لسلسلة من الدراسات حول هذا الموضوع، وتقوم الدراسة على نظرية أن المستثمرين يساوون بين الحصول على توزيعات الأرباح وبين إعادة استثمارها لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم المملوكة، كما اتفقت نتائج دراسات (عثمان، ١٩٩٣؛ أبو فخرة، ٢٠٠٠) على أن الأرباح الموزعة نقداً تعد مؤشراً هاماً وأن المستثمر عادة ما يقوم بمقارنة نسبة التوزيعات الحالية مع التوزيعات المستقبلية لمعرفة مدى التطور الذي يمكن أن يلحق بهذه النسبة.

وقدمت دراسات (Ogden, 1994; McManus et al., 2002) أفكاراً بديلة لما قدمه Miller and Modigliani مؤكدةً تلك العلاقة وأهميتها، وأشارت إلى أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في حالة واحدة فقط وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب مساوياً لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار، حيث يمثل سعر السهم في السوق ربحية السهم مقسوماً على معدل العائد المطلوب والذي يعكس المخاطرة التي تتعرض لها هذه الربحية، وكشفت دراسة (Jais et al., 2009) عن اتفاق بين معظم الأبحاث السابقة على وجود علاقة إيجابية بين الإعلان عن التوزيعات ورد فعل السوق والتي تترجم في صورة أخبار جيدة أو سيئة في حالة الإعلان عن التوزيعات وأضاف أن زيادة التوزيعات ترفع قيمة المنشأة والانطباع الجيد للمستثمرين حول مستقبلها.

تناولت دراسة (Yong & Christos, 2012) تقلبات البورصة والبنوك في الصين والعوامل المحددة لأداء البنوك، كما تعالج الدراسة آثار تقلبات سوق المنافسة والملكية على أداء البنوك، واشتملت الدراسة على ١١ بنك حكومي مقيدين في البورصات الصينية، وتناولت الدراسة الفترة ما بين ٢٠٠٣ و حتى ٢٠٠٩، وُظهر النتائج التجريبية أن ارتفاع مستوى عدم استقرار سوق الأسهم يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على رأس المال ROE وتحسين مستوى الربحية EROE وإنتاجية العمل، كما انه يحمل تأثيراً سليماً على القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وتفيد الدراسة في زيادة الأرباح الحقيقة من القروض التقليدية في صندوق الأمانات وخدمات البنوك الصينية خاصة القروض عالية المخاطر.

من ناحية أخرى، فقد أستطيع (Robert & Olsen, 2012) من تقديم تفسير سلوكي لثقل أسعار الأسهم وفقاً لنظرية القيمة، وتضمنت الاختبارات التي أجريت عمل مسح للبيانات التي تم جمعها من عينة شبه احترافية من المستثمرين وذلك لاختبار مدى تأثير المعلومات الجيدة كانت أو الرديئة على تقييم أسعار الأسهم، وأشارت النتائج أن الأسعار المستقبلية للأسهم قد تكون أكثر استجابة للتغيرات الناتجة عن المعلومات ذات الصلة بالمزايا والمخاطر المتوقعة مستقبلاً.

كما حاولت دراسة (Neophytos & Khelifa, 2013) اختبار أثر تطبيق المعايير الدولية للإفصاح المالي على الكفاءة الإعلامية واستقرار سوق أسعار الأسهم الأساسية في أوروبا، وتم تطبيق الدراسة على ١١٨٧ سهم في ٢٠ دولة أوروبية، وتشير النتائج أن فرض إلزامية اعتماد المعايير الدولية للإفصاح المالي يعزز من الكفاءة الإعلامية ويسهم في استقرار

سوق الأسهم الأساسية، وقد جاء التحليل اعتماداً على بيانات الأسعار اليومية خلال أعوام ٢٠٠٤ و حتى ٢٠٠٦.

وبحثت دراسة (Jeffrey & Jones, 2014) الارتباط بين مؤشرات داوجونز لثلاثون سهماً والتباين بالاتجاه الهبوطي للسوق وذلك في دراسة امتدت من ١٩٥٠ حتى ٢٠٠٨، وقد استخدمت الدراسة البيانات الشهرية للعوائد والتوزيعات المالية على مؤشر S&P 500، وقد تم إجراء تحليل الانحدار لبيانات المؤشر ودراسة علاقة الوساطة بعد إضافة المتغيرات الضابطة اللازمة لزيادة جودة النموذج، كما حاولت الدراسة في جزء منها تقديم إستراتيجية عاممة للاستثمار واتخاذ القرارات وجني الأرباح والمكاسب، وقد أشارت النتائج إلى تحقق الارتباط وزيادة المعنوية الإحصائية زمنياً، وتفيد النتائج مديرى المحافظ المالية والأشخاص الممارسين وصناع السوق.

وتناولت دراسة (Michael & Lemmon, 2015) بحث العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم بعد الترجيح بالمخاطر وهو ما يُعرف بأثر التوزيعات، وحاولت في جزء منها مناقشة الأثر الخاص برسملة الضريبة ثم بحث أثر العوامل الأخرى بخلاف الضريبة باعتبارها المحرك لأثر التوزيعات، وأجريت الدراسة في سوق هونج كونج على نفس منهج دراسة (Salm, 2009) في السوق الأمريكي والتي قامت على فرض رسملة الضرائب واختبار أثر العباء الضريبي، ولاختبار أثر التوزيعات تم استخدام منهج Fama-MacBeth حيث تم تحديد الصفات التنظيمية لبيان عوائد الأسهم فقط، ويقدم Michael and Lemmon الدراسة بافتراض عدم وجود عباء ضريبي وذلك لعدم فرض حكومة هونج كونج أيّاً من أشكال الضرائب على الدخل أو الضرائب الرأسمالية، وأفادت النتائج بوجود علاقة إيجابية بين العائد المرجع بالمخاطر وعوائد التوزيعات، وأن العلاقة تتحقق بعوامل بخلاف الضرائب.

وبعد استعراض الدراسات السابقة يمكن الخروج بالنقاط التالية :

- أن النمط الغالب للاستثمار في السوق المصرية هو المضاربة على العوائد، وأن غالبية المستثمرين غير مبالغين بأرباح الشركات أو خسائرها، وهو ما يدفع أسعار أسهم الشركات المتداولة في اتجاه العرض والطلب بلا ديناميكية علمية واضحة.
- أن السوق المصري يفتقر إلى الإفصاح المطلوب والكافي للمعلومات المالية وهو ما يلبي غرض فئة معينة يحلو لها تحقيق عوائد غير عادية نتيجة المضاربات على أسعار الأسهم وهو ما يؤثر سلباً على تحقق كفاءة السوق.
- أن المستثمر في السوق المصري يبني قراراته في غالبيتها بناءً على معلومات عشوائية وغير مالية، كما لا تُتاح له المعلومات المالية الكافية والآنية لبناء توقعاته.
- يصعب الخروج بإطار مفاهيمي يحدد المتغيرات المالية الحرجية والحاكمة لعوائد الأسهم، وقد جاء عدم الاتفاق في تضارب نتائج أبحاث (العبدلات، ١٩٩٥؛ حداد، ٢٠٠١؛ هندي، ٢٠٠٥؛ درغام، ٢٠٠٨) فيما يتعلق بتأثير المخاطر النظامية، السيولة، الحجم، والتذبذبات النقية على عوائد الأسهم وهو ما يسعى الباحث إليه في محاولة للتوصل لمحدثات عوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية.
- تضاربت نتائج دراسات (Jais et al., 2009; Michael & Lemmon, 2015) مع ما توصل إليه (Obeidat, 2009; Ogden, 1994; McManus et al., 2002) حول وجود

علاقة إيجابية بين الإعلان عن التوزيعات ورد فعل السوق نحو القيم السوقية وعوائد الأسهم، كما جاءت دراسة (عط الله، ١٩٩٥؛ فايد، ١٩٩٥) لتناقص القاعدة العامة للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الربحية.

- تأثر السوق المصري خلال الفترة محل الدراسة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية حيث تبين أداء السوق في ظل آثار الأزمة المالية العالمية ونتائج قرارات مايو الاقتصادية ثم التعرض لآثار الضغوط الاقتصادية المصاحبة للاضطرابات التي أعقبت ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، ويحاول الباحث استخلاص التأثير الخاص بالمعلومات المالية الداخلية للشركات النشطة بالبورصة المصرية والمسئولة عن قيادة المؤشرات الأربع الرئيسية (CASE₃₀, EGX₃₀, EGX₇₀, EGX₁₀₀) وإبعاد أثر المتغيرات الخارجية والتي لا تعكس الكفاءة الحقيقية للشركات النشطة في مصر.

م تغيرات المدرسة :

يعتقد الباحث أن المعلومات المالية التالية (المتغيرات المستقلة) هي المحددة لعوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية وهي ما ينبغي أن يُبني عليها قرارات الاستثمار، كما أفادت مراجعة الدراسات السابقة في تحديد كيفية حساب كلًا من المتغيرات المستقلة والتابعة للدراسة، وأستطيع الباحث اعتمادًا على البيانات المنشورة بكتاب الإفصاح السنوي الصادر عن البورصة المصرية لأعوام ٢٠٠٩ (إصدار ٦)، ٢٠١٠ (إصدار ٧)، ٢٠١١ (إصدار ٨) من تحديد قيم تلك المتغيرات :

١/٣ المتغيرات المستقلة (المعلومات المالية) :

- الرافعة المالية : Financial Leverage

هي إحدى أوجه المخاطرة اللانظامية والتي تعكس التقلب الحاصل في شركة بعينها نتيجة أسباب تتعلق بالشركة ذاتها وبالتالي فهي مستقلة عن محفظة السوق، أما المخاطرة اللانظامية التشغيلية فهي تعكس تقلب الأرباح التشغيلية بفعل عوامل تشغيلية يمكن التحكم فيها مثل كفاءة الإدارة والعاملين ونوعية الموجودات التشغيلية، وتقتصر الدراسة على الرافعة المالية وتتأثيرها على عوائد الأسهم، وأشارت دراسة (الحمدوني، والصبيحي، ٢٠١٢) أن الرافعة المالية تعادل إجمالي الالتزامات / إجمالي حقوق الملكية.

- المخاطر النظامية للشركة : Stock Beta β

تعبر عن مدى حساسية التغير في عائد سهم الشركة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وقد تم تقدير قيمة β لكل سنة باستخدام عائد السهم وعائد السوق لسنوات الخمس السابقة حيث تم تجميع البيانات بصورة يومية لكل شركة باستخدام برنامج Meta Stock e Signal والذي ينظم عرض بيانات البورصة المصرية ويتتيح استخدامها بسهولة، وبالتطبيق في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM يمكن احتساب قيمة المخاطر β (شبيطة، وحداد، ٢٠١٠)

$$\text{الجيري، } 2011 : R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \text{ حيث أن:}$$

R_{it} هو عائد سهم الشركة α_i لليوم t , α_i هي المعامل الثابت، β_i هي معامل بيتاً لسهم الشركة α_i , R_{mt} تمثل عائد السوق في اليوم t .

- التدفقات النقدية :Cash Flow

والتي تحمل البيانات التي تعبر عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية حيث تدخل في تحديد رقم صافي الدخل باعتبارها مؤشراً للربحية، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية المعبورة عن عمليات التمويل طويل الأجل والتي تعد مؤشراً على السياسات المالية للشركة في تمويل عملياتها، وأخيراً التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتي توضح عن عمليات منح القروض وتحصيلها وشراء الأصول الثابتة وبيعها وتعد مؤشراً على نمو الشركة، وبحسب رصيد النقدية حسب ما أشارت دراسات (در غام، ودر غام، ٢٠١٠؛ العمودي، والخيال، ٢٠١١) كالتالي:

التدفقات النقدية التشغيلية \pm التدفقات النقدية الاستثمارية \pm التدفقات النقدية التمويلية.

- ربحية السهم :Earnings per Share

هي نسبة الأرباح المحققة من المبيعات، بحيث يتحرك هذا المقياس مع تكاليف الإنتاج والسعر لذلك يستخدم هذا المقياس كأداة رقابية من قبل الشركة، ولابد أن نأخذ بعين الاعتبار تأثر هذا المقياس بعدة عوامل منها درجة المنافسة في السوق وطبيعة السلعة ودرجة استقرار الأسعار وسياسة البيع والتوزيع، وحدد (العمودي، والخيال، ٢٠١١) أن هذا المؤشر يحسب بقسمة صافي الربح بعد توزيعات العاملين ومجلس الإدارة على عدد الأسهم.

- الأرباح النقدية الموزعة :Cash Dividends

وهي الأرباح النقدية التي تقوم الشركات بتوزيعها على المساهمين في نهاية كل سنة مالية، وتفق دراسة (شبيطة، وحداد، ٢٠١٠) مع دراسات (Ogden, 1994; McManus et al., 2002) أنه يمكن قياسها من خلال المعادلة التالية:

$$\text{عائد التوزيعات النقدية} = \frac{\text{(الأرباح الموزعة نقداً)}}{\text{(القيمة السوقية للأسهم}}} \times 100$$

٢/٣ المتغير التابع (عائد السهم :Stock Return)

تم قياس عائد السهم من خلال العائد الشهري للسهم والمجمع لمدة أثني عشر شهراً والمقدر وفقاً للمعادلة التالية حسبما أشارت دراسات (شبيطة، وحداد، ٢٠١٠؛ الجبالي، ٢٠١١):

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \quad \text{حيث أن:}$$

R_{it} هو عائد سهم الشركة i خلال السنة t والشهر t , P_{it} , P_{it-1} هو سعر الإغلاق الشهري للشركة i خلال السنة t والشهر $t-1$, وقد تم استبعاد التوزيعات النقدية للأسهم في الفترة t (D_{it}) من المعادلة بسبب عدم توافر بيانات التوزيعات الشهرية للشركات، وتم استخدام مضروب العوائد الشهرية للوصول إلى العائد الشهري المجمع لكل سنة.

أهداف الدراسة :

- بحث العلاقة بين المعلومات المالية (الرافعة المالية، المخاطر النظامية، التدفقات النقدية، ربحية السهم، والأرباح النقدية الموزعة) وعوائد الأسهم النشطة في البورصة المصرية مع ترتيب تلك المتغيرات حسب درجة تأثيرها.
- دراسة مدى وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين متوسطات متغيرات الدراسة وفقاً لنوع القطاع الذي تتنمي إليه الشركات محل الدراسة.
- تقديم نموذج للتبيؤ لعوائد أسهم القطاعات النشطة في البورصة المصرية.

مشكلة الدراسة :

ينظر الباحث للمعلومات المالية على أنها المسئولة عن توازن العرض والطلب في سوق الأوراق المالية وأن الإفصاح غير الكافي عن تلك المعلومات يعد هو المسئول عن تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وبالتالي حركة عشوائية لمؤشرات أداء السوق وقطاعاته، ويتناول الباحث تحليل هذه المشكلة في البورصة المصرية مستخدماً بيانات ذات أصلية عالية في محاولة للإجابة على الأسئلة التالية:

- ١/٥ هل توجد علاقة بين المعلومات المالية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية؟ ويندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:
 - هل توجد علاقة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة؟
 - هل توجد علاقة بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة؟
 - هل توجد علاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة؟
 - هل توجد علاقة بين الربحية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة؟
 - هل توجد علاقة بين الأرباح النقدية الموزعة وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة؟
- ٢/٥ هل توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين متوسطات متغيرات الدراسة وفقاً لنوع القطاع الذي تتنمي إليه الشركات محل الدراسة؟
- ٣/٥ ما هي المتغيرات المحددة لعوائد أسهم القطاعات النشطة بالبورصة المصرية؟

فرضيات الدراسة :**١/٦ الفرضية العدمية الأولى: HO₁**

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المعلومات المالية (الرافعة المالية، المخاطر النظامية، التدفقات النقدية، ربحية السهم، والأرباح النقدية الموزعة) وعوائد الأسهم النشطة في البورصة المصرية، ويندرج منها الفرضيات الفرعية التالية:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم النشطة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم النشطة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم النشطة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية وعوائد الأسهم النشطة.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح النقدية الموزعة وعوائد الأسهم النشطة في البورصة المصرية.

٢/٦ الفرضية العدمية الثانية HO₂:

لا توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين متواسطات متغيرات الدراسة وفقاً لنوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركات محل الدراسة.

٣/٦ الفرضية العدمية الثالثة HO₃:

لا توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية في نوعية المتغيرات المحددة لعوائد أسهم القطاعات النشطة بالبورصة المصرية.
أهمية الدراسة :

- يحاول الباحث الوصول لمحددات عوائد الأسهم النشطة والقادمة لمؤشرات السوق المصري (EGX₃₀, EGX₇₀, EGX₁₀₀)، والوقوف على مدى جدوى المعلومات المالية وضرورة الإلزام بالإفصاح عنها.
- يمكن أن تساهم نتائج الدراسة في تحسين وترشيد الأداء والتخصيص الكفاءة لرأس المال ورفع الكفاءة الاقتصادية وخلق حواجز الاستثمار.
- تأصيل الفهم بمحددات عوائد الأسهم النشطة في البورصة المصرية وإمكانية التنبؤ به، بما يفيد المستثمر الحالي والمرتقب في تقييم الجدارة والكفاءة الإدارية للشركات المتداولة وترشيد قرارات المستثمرين.
- المساهمة في الحد من تذبذب الأسعار الذي تشهده البورصة المصرية مع تجنب التعرض لهزات مالية وتحركات سعرية عشوائية لا يعكس حقيقة الأداء.
- توفير مرجعية تساعد الشركات في تعديل سياساتها المالية بشكل ينعكس إيجاباً على قيمتها السوقية.

منهجية الدراسة :

تستخدم الدراسة المنهج الوصفي للبيانات المجمعة عبر المراحل المنهجية الآتية :

١/٨ مجتمع وعينة الدراسة :

يبلغ عدد الشركات المقيدة والمتداولة داخل مقصورة البورصة المصرية حتى نهاية عام ٢٠١٠ نحو ٢١٥ شركة والتي تبلغ نسبتها ٩٩,٥٣٪ من إجمالي الشركات المقيدة بالبورصة، وقد وصل رأس المال السوقي لهذه الشركات في نهاية عام ٢٠١٠ إلى ٤٨٨,٢٠ مليار جنية بمعدل دوران للسهم وصل إلى ٤٢,٨٩٪ (البورصة المصرية، ٢٠١٤)، ويختص مجتمع الدراسة حالياً بالشركات النشطة بالبورصة المصرية والتي بلغ عددها ٥٠ شركة مقيدة ومتداولة أسهمها وفقاً لبيانات الإفصاح السنوي الصادرة من البورصة المصرية في نهاية أعوام ٢٠١٠، ٢٠٠٩، ٢٠١١ (البورصة المصرية، ٢٠١٤)، حيث تشرط الدراسة أن تكون الشركات محل الدراسة مدرجة على لوائح البورصة خلال فترة الدراسة، وأن تتوفر البيانات المحاسبية وأسعار الإغلاق الشهرية وألا يكون حدث لها أحداث مشوهة خلال الفترة.

ويتضمن إطار المعاينة القطاعات الاقتصادية التي تعمل الشركات وفقاً لها، حيث تدرج هذه الشركات تحت ١٤ قطاع هي قطاعات: البنوك، الموارد الأساسية، الكيماويات، مواد البناء

والتشييد، الخدمات المالية، الأغذية والمشروبات، خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، الإعلام، الغاز والتعدين، المنتجات المنزلية والشخصية، الإسكان والعقارات، تكنولوجيا المعلومات، الاتصالات، والنشاطات الترفيهية، وتعد هي أيضاً الشركات المكونة للمؤشر الرئيسي للبورصة المصرية EGX₃₀، أما عن عينة الدراسة، فقد أستقر الباحث على إجراء حصر شامل لجميع الشركات النشطة (٥٠ شركة) المكونة لمجتمع الدراسة، بحيث تكون كل شركة هي وحدة معاينة في حد ذاتها، وقد تم تجميع البيانات الخاصة بتلك الشركات للفترة ما بين أعوام ٢٠٠٦ - ٢٠١٠ على أن تتضمن تلك المعلومات مؤشرات: الرافعة المالية، المخاطر النظامية، التدفقات النقدية، ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة، وعوائد الأسهم.

٢/٨ حدود الدراسة :

- تعد الدراسة امتداداً لجهود الباحثين السابقين، إلا أنه جاءت بالتطبيق على ٥٠ شركة هي الأنشط و تكون في مجموعها المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية EGX₃₀ وهي الشركات التي تعمل ضمن ١٤ قطاع اقتصادي رئيسي في مصر.
- تحاول الدراسة تحري العلاقة بين المعلومات المالية (الرافعة المالية، المخاطر النظامية، التدفقات النقدية، ربحية السهم، والأرباح النقدية الموزعة) وعوائد الأسهم النشطة خلال سلسلة زمنية تمتد للفترة من عام ٢٠٠٦ وحتى عام ٢٠١٠.
- تتناول الدراسة في جزء منه دراسة تأثير المتغيرات الديموجرافية مثله في نوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة النشطة على قيم متوسطات متغيرات الدراسة.

٣/٨ أساليب التحليل الإحصائي والاختبارات الإحصائية :

- أساليب الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics لتوصف عينة الدراسة من الشركات النشطة وفقاً للمتغيرات الديموجرافية، كما تُستخدم أساليب الإحصاء الوصفي لتوصيف متغيرات الدراسة والعلاقة بينها من خلال الوسط الحسابي (كمقياس للنوعية المركزية) والانحراف المعياري والتباين (كمقياس للتشتت).
- أسلوب كولومجروف سيمرووف واختبار شابир ومعامل تضخم التباين VIF للتأكد من تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي وإمكانية بدء إجراء التحليل الإحصائي.
- معامل الارتباط "بيرسون" للكشف عن العلاقات الارتباطية بين متغيرات الدراسة.
- أسلوب تحليل الانحدار بطريقة التقدير المتدرج Stepwise Regression والأساليب الإحصائية المصاحبة له (اختبار "ت"، اختبار "ف") للتحقق من وجود علاقة بين المعلومات المالية وعوائد الأسهم (الفرض الأول) ثم تحليل المتغيرات المحددة لعوائد الأسهم وفقاً لكل قطاع على حده (الفرض الثالث).
- أسلوب كا٢ لدراسة مدى وجود استقلالية بين قيم متوسطات متغيرات الدراسة ونوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركات محل الدراسة.
- أسلوب تحليل التباين أحادي الاتجاه One Way ANOVA لبحث الاختلافات بين متوسطات متغيرات الدراسة وفقاً لنوع القطاع الذي تنتهي إليه شركات الدراسة.

تحليل نتائج الدراسة الميدانية :

١/٩ الوصف الديموجرافي للشركات محل الدراسة :

أشار التحليل الإحصائي لنتائج أعمال الشركات، أن حجم عينة الدراسة بلغت ٤٥٠ حالة وهي تُعبر عن المعلومات المالية لعدد ٥٠ شركة هي الأنشط وفقاً لبيانات الإفصاح السنوي الصادرة من البورصة المصرية في نهاية أعوام ٢٠١٠، ٢٠١١، ٢٠١٢، كما جاء توزيع الشركات على القطاعات كما هو وارد بالجدول رقم (١) :

جدول رقم (١) توزيع الشركات الخاضعة للدراسة على قطاعات البورصة

النسبة %	النكرار	القطاع			عدد الشركات
		٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	
٤	١٨	٣	٢	١	البنوك
٥,٣	٢٤	١	٣	٤	الموارد الأساسية
٤,٧	٢١	١	٣	٣	الكيماويات
١٠,٧	٤٨	٦	٦	٤	مواد البناء والتشييد
١٢,٧	٥٧	٦	٥	٨	الخدمات المالية بخلاف البنوك
٨	٣٦	٤	٤	٤	الأغذية والمشروبات
١٢	٥٤	٦	٨	٤	خدمات ومنتجات صناعية
٢	٩	١	١	١	سيارات
١,٦	٧	١	-	١	الإعلام
١٠,٧	٤٨	٣	٥	٨	الغاز والتدعين
١٧,٣	٧٨	١٢	٨	٦	المنتجات المنزلية والشخصية
٢	٩	١	١	١	الإسكان والعقارات
٦	٢٢	٣	٣	٣	تكنولوجيا المعلومات
٣,١	١٤	٢	١	٢	الاتصالات
١٠٠	٤٥٠	٥٠	٥٠	٥٠	السياحة والترفيه
					اجمالي عدد الشركات

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

٢/٩ التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة :

وفيما يخص التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة، فيعرض الجدول (٢) نتائج التحليل الإحصائي لبيانات الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، والتباين للمتغيرات:

جدول رقم (٢) التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	التباين
الرافعة المالية	١,٨٤٧	٢,٨٧٧	٨,٢٧٧
المخاطر النظامية	٠,٠٤٥-	٠,٤٠١	٠,١٦١
التدفقات النقدية	١٢٣٨٢٤	٢,٥٥E+٧	٦٥٠٢٥E+١٠
ربحية السهم	٤,١٨٤٧	٢١,٧٨١	٤٧٤,٤١١
الأرباح النقدية الموزعة	١,٢٠٦	٤,٥٦٦	٢٠,٨٤٨
عائد السهم	٤٥,٠٥٣	١٠٣,٦٨٨	١٠٧٥١,٢

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

٣/٩ اختبار تبعية المتغيرات المالية الخاضعة للدراسة للتوزيع الطبيعي :

تشير نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة معامل اختبار Kolmogorov Smirnov بلغت ٠,٢٧٦، في حين أن قيمة معامل اختبار Shapiro-Wilk بلغت ٠,٤٩٧، وهو ما يجعلنا نقبل الفرض بأن التوزيع طبيعي وبصلاحية تلك المتغيرات للتعامل مع تحليل الانحدار الخطي.

جدول رقم (٣) اختبار تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي

الاختبار					
كولومجروف سيمرووف شابيرو			القيم المعيارية:		
مستوى المعنوية	درجات الحرية	إحصاء الاختبار	مستوى المعنوية	درجات الحرية	إحصاء الاختبار
٠,٠٠٠	٤٥٠	٠,٤٩٧	٠,٠٠٠	٤٥٠	٠,٢٧٦

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وفيما يخص التحقق من عدم وجود ازدواج خطى بين المتغيرات، تم استخدام معامل تصخيم التباين (VIF) وجاءت النتيجة على النحو الوارد بالجدول رقم (٤) حيث أن جميع قيم هذا المعامل جاءت أقل من (٥) وبالتالي لا يوجد مشكلة ازدواج خطى بين المتغيرات.

جدول رقم (٤) معامل تصخيم التباين (VIF)

العائد على التوزيعات	ربحية السهم	التدفقات النقدية	المخاطر النظامية	الرافعة المالية	المتغير الاختبار
١,٠٥٣	١,٠٥٢	١	١,٠٠٢	١	VIF
٠,٩٤٩	٠,٩٥٠	١	٠,٩٩٨	١	Tolerance

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

٤/٩ معاملات الارتباط بين المتغيرات المالية :

يُظهر الجدول رقم (٥) معاملات الارتباط (بيرسون) بين متغيرات الدراسة، حيث تشير النتائج أنه توجد ثلاثة علاقات ارتباط معنوية ومحببة عند مستوى معنوية ٠,٠١، الأولى بين العائد على التوزيعات النقدية وربحية السهم (٢٢,٢٪)، الثانية بين عائد السهم وربحيته (١٩,٤٪)، والثالثة بين عائد السهم والعائد على التوزيعات النقدية (٧٢,٤٪).

جدول رقم (٥) معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات الدراسة

عائد السهم	الأرباح الموزعة	ربحية السهم	التدفقات النقدية	المخاطر النظامية	الرافعة المالية	المتغير:
					١	الرافعة المالية
				١	٠,٠٠٣	المخاطر النظامية
			١	٠,٠٠٨-	٠,٠٠٦	التدفقات النقدية
		١	٠,٠٠٣	٠,٠١٢-	٠,٠٠٣	ربحية السهم
١	"٠,٢٢٢	٠,٠٠٠		٠,٠٣٥	٠,٠٠٢-	الأرباح الموزعة
١	"٠,١٩٤	"٠,٧٢٤	٠,٠٠١-	٠,٠٣٦-	٠,٠٧٣	عائد السهم

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي "Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

٥/٩ اختبار مدى وجود علاقة ذات دلالة بين المعلومات المالية وعوائد الأسهم :

يعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار بطريقة التقدير المتدرج Stepwise Regression وأساليب الإحصائية المصاحبة له (اختبار "ت"، اختبار "ف") وذلك للإجابة على السؤال الأول للدراسة والمتصل ببحث نوع ودرجة العلاقة بين المعلومات المالية (الرافعة المالية)، X_1 ، المخاطر النظامية X_2 ، التدفقات النقدية X_3 ، ربحية السهم X_4 ، والأرباح الموزعة X_5 وعوائد الأسهم النشطة Y .

جدول رقم (٦) العلاقة بين المعلومات المالية وعوائد الأسهم (نتائج تحليل الانحدار):

مستوى المعنوية	قيمة "ت" المحسوبة	معاملات الانحدار Beta المعيارية	معاملات الانحدار B	متغيرات الدراسة:
٠,٠٠٠	٦,٣٩٥		٢٥,٨٨١	ثابت العلاقة:
٠,٠٠٠	٢٢,٢٩٥	٠,٧٧٤	٣,٤٤٥	ربحية السهم X_4
٠,٠٢٨	٢,٢٠١	٠,٠٧١	٢,٥٧٤	الرافعة المالية X_1
العائد المتوقع للسهم Y $Y = 25.881 + 2.574 X_1 + 3.445 X_4$			٠,٧٢٧ ٠,٥٢٩ ٢٥١,٠٨١ (٤٤٧,٢) ٠,٠٠٠	معامل الارتباط في النموذج R معامل التحديد في النموذج R^2 قيمة "ف" درجات الحرية مستوى المعنوية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يسمح تحليل الانحدار التدريجي بادخال المتغيرات المستقلة متغير تلو الآخر ويبحث تأثيرها على المتغير التابع وحتى يتم تلافي الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة، وتشير النتائج إلى وجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين متغيرات المعلومات المالية (ما خوذة بصورة إجمالية) كمتغير مستقل وعوائد الأسهم كمتغيرتابع، حيث بلغت قيمة "ف" المحسوبة للنموذج ٢٥١,٠٨١ بدرجات حرية (٤٤٧،٢) وهو ما يشير إلى الدلالة الإحصائية الكلية بمستوى معنوية ($Sig=0.000<0.05$)، كما أن المتغيرات المستقلة مجتمعة ترتبط معنويًا بعوائد الأسهم بمعامل ارتباط إيجابي متعدد وقوي يبلغ ٧٢,٧٪، وأن القوة التفسيرية للنموذج بدلاله معامل التحديد (R^2) تبلغ ٥٢,٩٪ وهو ما يعني أن ٤٧,١٪ من التغيير في عوائد الأسهم يرجع إلى عوامل غير موجودة بالدراسة وهو ما يفتح الباب لتحرى تلك العوامل، كما تحدد النتائج أن كل من ربحية السهم والرافعة المالية تتمنع دون غيرها من المعلومات المالية بعلاقات خطية موجبة وذات دلالة إحصائية مع عوائد الأسهم، وأن ربحية الأسهم تفسر بمفردها ٥٢,٤٪ من التباين في عوائدها، وأن إضافة الرافعة المالية قد يساهم في ارتفاع النسبة المفسرة من التباين إلى ٥٢,٩٪ من التباين الكلى في مستوى العائد.

وتشير النتائج أنه في المرحلة الثانية للتحليل تم إخراج متغير المخاطر النظامية X_2 من علاقه الانحدار حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار المعياري Beta له إلى -٠,٠٢٨، مما انخفض معامل الارتباط الجزئي الخاص به ليصل إلى -٤٠،٠، وبلغت قيمة "ت" المحسوبة له -٨٤٨،٠، وهي نتيجة غير معنوية عند مستوى دلالة إحصائية ($Sig=0.397>0.05$)، كما تم إخراج متغير التدفقات النقدية X_3 من علاقه الانحدار حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار

المعياري له إلى -٣٠٠، وانخفض معامل الارتباط الجزئي ليصل إلى -٥٠٠٥، وقيمة "ت" المحسوبة له -٣٠١، وهي نتيجة غير معنوية ($Sig=0.918>0.05$)، كذلك تم إخراج متغير الأرباح الموزعة ΣX من علاقة الانحدار حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار المعياري إلى -٣٥٠٠، وانخفض معامل الارتباط الجزئي الخاص به ليصل إلى -٥٠٠٥، وبلغت قيمة "ت" المحسوبة له -٥٣١، وهي نتيجة غير معنوية ($Sig=0.293>0.05$).

وتأسيساً على ما سبق، تتأكد العلاقة محل الدراسة بأنه توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المعلومات المالية وعوائد أسهم الشركات النشطة بالبورصة المصرية، وهو ما يعني رفض الفرضية العدمية الأولى للدراسة وقبول الفرضية البديلة لها، وتعكس استجابة السوق للمعلومات المالية المنشورة ما طرحته (العبد، ٢٠٠٥) وتؤكد ما قدمه (الكردي، ٢٠٠٥) بأن المعلومات المالية والسوقية المنشورة في التقارير السنوية القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم، ووفقاً لما أشار إليه (Robert & Olsen, 2012) فإن تلك العلاقة تعد مؤشراً لكفاءة السوق المصري طالما استجابت أسعار الأسهم للمعلومات المعلن عنها، على أن يكون للمستثمرين القدرة على قراءة واستخدام المعلومات المعلنة وبناء توقعات متماثلة مع الآخرين، كما تتفق النتائج مع ما قدمه (Neophytos & Khelifa, 2013) حول الكفاءة الإعلامية ودورها في دعم السوق.

وعلى مستوى الفروض الفرعية، فقد تحققت العلاقة الخطية الموجبة ذات الدلالة الإحصائية بين ربحية السهم وعوائد الأسهم وهو ما يتفق مع ما توصل إليه (Barker & Imam, 2009; Obeidat, 2008) بأنه يوجد أثراً ذو دلالة منطقية لكل من نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة الدفترية على أسعار الأسهم العادلة مما يجعلها معياراً لتقييم الأداء التاريخي للشركة، التتبُّؤ بالأداء المستقبلي لها، في حين تناقضت النتائج مع ما توصلت إليه دراسات (عطاء الله، ١٩٩٥؛ فايد، ١٩٩٥)، كما تحققت العلاقة الخطية الموجبة ذو الدلالة الإحصائية بين المالية وعوائد الأسهم وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (العبدلات، ١٩٩٥؛ الحمدوني والصبيحي، ٢٠١٢)، وتبرر تلك النتائج رفض الفرض الفرعى الأول والثانى للدراسة.

كما تدعى النتائج إلى قبول الفرض الفرعى الثالث والرابع والخامس حيث انتفت العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين المخاطر النظمية وعوائد الأسهم، وهو ما يتفق على نحو كبير مع نتائج دراسة (العبدلات، ١٩٩٥)، ويتفق الباحث في ذلك مع ما طرحته (Yong & Christos, 2012) بأن ارتفاع مستوى عدم استقرار سوق الأسهم يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على رأس المال وتحسين مستوى الربحية بحيث لا تعكس مستويات الأسعار المستوى الحقيقي للمخاطر، كما جاء رفض العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم مناقضاً لما قدمه (عثمان، ١٩٩٣؛ أبو فخرة، ٢٠٠٠؛ حداد، ٢٠٠١؛ خريوش، ٢٠٠٣؛ هندي، ٢٠٠٥؛ الفضل ويوسف، ٢٠٠٧؛ درغام، ٢٠٠٨؛ العامری، ٢٠١٠) والتي اعتبرت أن التدفقات النقدية هي المحدد الهام لعوائد الأسهم، كما جاءت النتائج مغايرةً أيضاً لما قدمه (Ogden, 1994; McManus et al., 2009; Obeidat, 2009; Michael & Lemmon, 2015) (Miller & Modigliani, 1961) والتي نفت وجود علاقة بين توزيعات الأرباح النقدية وعوائد الأسهم.

٦/٩ دراسة مدى وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة وفقاً لنوع القطاع الذي تتنمي إليه الشركات محل الدراسة:

يوضح الجدول رقم (٧) نتائج تطبيق أسلوب كا٢ لدراسة الاستقلالية بين متغيرات الدراسة ونوع القطاع، حيث تشير النتائج إلى المعنوية الإحصائية وقبول فرض عدم الاستقلال لجميع المتغيرات ($Sig = 0.000 < 0.05$)، بحيث تؤكد النتائج علاقة الارتباط بين المعلومات المالية (فردية ومجمعة) ونوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة.

جدول (٧) نتائج اختبار كا٢ لبحث الاستقلالية

معامل ارتباط بيرسون للمتغير:	عدد الحالات	إحصاء الاختبار	درجات الحرية	مستوى المعنوية
الرافعة المالية	٤٥٠	٥٣٢٣,٥٦٣	٣٩٠٠	٠,٠٠٠
المخاطر النظامية	٤٥٠	٣٣٦٦,٩٠٧	٢٠٤١	٠,٠٠٠
التدفقات النقدية	٤٥٠	٥٨٢٨,٩٣٥	٤١٨٦	٠,٠٠٠
ربحية السهم	٤٥٠	٤٦٥٩,٩٦٦	٣٩٢٦	٠,٠٠٠
الأرباح الموزعة	٤٥٠	٩٥٦,٩٦١	٧٠٢	٠,٠٠٠
المعلومات المالية	٤٥٠	٥٨٥٠	٥٣٩٥	٠,٠٠٠
عائد السهم	٤٥٠	٥٧٠٠,٧٠٨	٣٧١٨	٠,٠٠٠

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

كما تم تطبيق أسلوب تحليل التباين في اتجاه واحد One Way ANOVA لدراسة الاختلافات بين متغيرات الدراسة على أساس نوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركات محل الدراسة، وقد أوضحت النتائج وفقاً لما هو وارد بالجدول رقم (٨) أنه بخلاف المخاطر النظامية والتدفقات النقدية فإنه توجد اختلافات معنوية ذات دلالة إحصائية في مستوى الرافعة المالية ($Sig = 0.000 < 0.05$) حيث بلغت قيمة اختبار "ف" المحسوبة ٢٣,٣٧٦ بدرجات حرية (١٣، ٤٣٦) وقد جاءت النتائج لصالح قطاع البنوك بمتوسط ٩,٧٥ وانحراف معياري ٥,٥٧٧، كما تشير النتائج إلى وجود اختلافات معنوية ذات دلالة إحصائية في مستوى ربحية السهم وفقاً لنوع القطاع ($Sig = 0.002 < 0.05$) حيث بلغت قيمة اختبار "ف" المحسوبة ٢,٥٥٥ بدرجات حرية (١٣، ٤٣٦) وقد جاءت النتائج لصالح قطاع الموارد الأساسية بمتوسط ٢٥,٢١٥ وانحراف معياري ٦١,٩٨، يضاف لما سبق وجود اختلافات معنوية ذات دلالة إحصائية في مستوى الأرباح النقدية الموزعة وفقاً لنوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة ($Sig = 0.016 < 0.05$) حيث بلغت قيمة اختبار "ف" المحسوبة ٢,٠٥٧ بدرجات حرية (١٣، ٤٣٦) وقد جاءت النتائج لصالح قطاع الغاز والت Utilities بمتوسط ٥,٤٤٣ وانحراف معياري ٦,٩، كما أنه توجد اختلافات معنوية ذات دلالة إحصائية في مستوى عائد السهم وفقاً لنوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة ($Sig = 0.000 < 0.05$) حيث بلغت قيمة اختبار "ف" المحسوبة ٤,٣٦٠ بدرجات حرية (١٣، ٤٣٦) وقد جاءت النتائج لصالح قطاع الموارد الأساسية بمتوسط ١٦٠,١ وانحراف معياري ٣١٠,٦١، وتؤيد تلك النتائج في قبول الفرض الثاني للدراسة جزئياً فيما يخص متغيرات المخاطر النظامية والتدفقات النقدية ورفض الفرض فيما يخص متغيرات الرافعة المالية وربحية السهم والأرباح النقدية الموزعة وعائد السهم.

جدول رقم (٨) تحليل التباين في اتجاه واحد على أساس نوع القطاع

متغيرات الدراسة	مصدر التباين	المربعات المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	"ف" (د.ح)	مستوى
-----------------	--------------	-------------------	----------------	--------------	----------------	-----------	-------

الدلالة							
٠,٠٠٠ دالة إحصائيةً	٢٣,٣٧٦	١١٧,٤٣٧	١٣	١٥٢٦,٦٨٠	بين المجموعات	الرافعة المالية X_1	
		٥,٠٢٤	٤٣٦	٢١٩٠,٤٢٤	داخل المجموعات		
			٤٤٩	٣٧١٧,١٠٤	الإجمالي		
٠,٠٥٥ غير دالة	١,٧١٤	٠,٢٧٠	١٣	٣,٥٠٤	بين المجموعات	المخاطر النظامية X_2	
		٠,١٥٧	٤٣٦	٦٨,٥٥٦	داخل المجموعات		
			٤٤٩	٧٢,٠٦٠	الإجمالي		
١,٠٠٠ غير دالة	٠,٠٠٤	٢,٦٤٤ _{E12}	١٣	٣,٤٣٧ _{E13}	بين المجموعات	التدفقات النقدية X_3	
		٦,٦٩٥ _{E14}	٤٣٦	٢,٩١٩ _{E17}	داخل المجموعات		
			٤٤٩	٢,٩١٩ _{E17}	الإجمالي		
٠,٠٠٢ دالة إحصائيةً	٢,٥٥٥	١١٥٩,٨٦٣	١٣	١٥٠٧٨,٢٢٤	بين المجموعات	ربحية السهم X_4	
		٤٥٣,٩٨٠	٤٣٦	١٩٧٩٣٥,٣٤	داخل المجموعات		
			٤٤٩	٢١٣٠١٣,٥٧	الإجمالي		
٠,٠١٦ دالة إحصائيةً	٢,٠٥٧	٤١,٦٠٤	١٣	٥٤٠,٨٤٩	بين المجموعات	الأرباح الموزعة X_5	
		٢٠,٢٢٦	٤٣٦	٨٨١٨,٤٠٢	داخل المجموعات		
			٤٤٩	٩٣٥٩,٢٥٢	الإجمالي		
١,٠٠٠ غير دالة	٠,٠٠٤	١,٠٥٨ _{E11}	١٣	١,٣٧٥ _{E12}	بين المجموعات	المعلومات المالية $F1$	
		٢,٦٧٨ _{E13}	٤٣٦	١,١٦٨ _{E16}	داخل المجموعات		
			٤٤٩	١,١٦٨ _{E16}	الإجمالي		
٠,٠٠٠ دالة إحصائيةً	٤,٣٦٠	٤٢٧٢٢,٦٤	١٣	٥٥٥٣٩٤,٣٥	بين المجموعات	عائد السهم γ	
		٩٧٩٧,٨٨١	٤٣٦	٤٢٧١٨٧٦,١٥	داخل المجموعات		
			٤٤٩	٤٨٢٧٢٧٠,٥١	الإجمالي		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

٧/٩ تحليل المتغيرات المحددة لعوائد الأسهم وفقاً لكل قطاع على حده :

يساعد هذا التحليل في توفير مرجعية تساعد الشركات في تعديل سياساتها المالية بشكل ينعكس إيجاباً على قيمتها السوقية وعوائدها المالية، حيث تستدعي نتائج الدراسة السابقة تحليل المتغيرات المحددة لعائد السهم وفقاً لكل قطاع على حده من خلال تطبيق أسلوب تحليل الانحدار بطريقة التقدير المتدرج، وقد أشارت النتائج إلى تنوع المتغيرات المفسرة لعوائد الأسهم باختلاف القطاعات محل الدراسة، كذلك اختلفت القوة التفسيرية لكل نموذج حسب نوع القطاع، وجاءت جميع النماذج معنوية وذات دلالة إحصائية عند مستوى ٠٠٠٥، وهو ما يعني وجود تأثير لنوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة في تحديد المتغيرات الحاكمة لعوائد أسهمها، بمعنى أنه يمكن رفض الفرضية العدمية الثالثة وقبول الفرضية البديلة لها بأنه توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية في نوعية المتغيرات المحددة لعوائد أسهم القطاعات النشطة بالبورصة المصرية ويمكن تلخيص نتائج هذا الاختبار في الجدول رقم (٩).

جدول رقم (٩) تأثير نوع القطاع على العلاقة بين المعلومات المالية وعائد السهم

القطاع:	مستوى الدلالة:	دلالة النموذج:	المتغيرات المحددة لعائد:	العائد المتوقع للقطاع $\gamma =$
البنوك	٠,٠٢٣	DAL	ربحية السهم	28.999+3.5X ₄
المصارف وارادات الأساسية	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم	42.174+4.677 X ₄
الكيماويات	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم	-0.167+12.194 X ₄
مواد البناء والتشييد	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم	53.494+1.663 X ₄
الخدمات المالية بخلاف البنوك	٠,٠٠٠	DAL	الارتفاع المالية، ربحية السهم	5.866+1.5X ₁ +10.27 X ₄
الأغذية والمشروبات	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم	10.456+6.763 X ₄
خدمات ومنتجيات صناعية	٠,٠٠٠	DAL	التدفقات النقدية، ربحية السهم	13.286+3.5E-5X ₃ +10.1 X ₄
الإعلام	٠,٠٣٢	DAL	المخاطر النظامية	5.431+148.7 X ₂
الغاز والتعدين	٠,٠٢٩	DAL	المخاطر النظامية	48.181-434.971 X ₂
المنتجات المنزلية والشخصية	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم	-0.266+13.436 X ₄
الإسكان والعقارات	٠,٠٠٠	DAL	الارتفاع المالية، ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة	-14.18+12.73X ₁ +22X ₄ -3.57 X ₅
تكنولوجيـا المعلومات	٠,٠٠٠	DAL	الارتفاع المالية، المخاطر النظامية، التدفقات النقدية، ربحية السهم	43.762-25.206X ₁ +7.645 X ₂ +3.44E-5 X ₃ +0.531 X ₄
الاتصالات	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة	29.34+12.942 X ₄ -13.623 X ₅
النشاطات الترفيهية	٠,٠٠٠	DAL	ربحية السهم	-1.034+12.892 X ₄

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

توصيات الدراسة :

- الدعم الإيجابي لعوائد الأسهم من خلال اعتماد معايير محاسبية دولية في إعداد التقارير المالية، زيادة درجة الإفصاح المعلوماتي، وتخفيض تكاليف المعاملات.
- تعزيز التعاون بين البورصة المصرية والبورصات الدولية واستغلال مختلف التقنيات التكنولوجية الحديثة لتسهيل عملية نشر البيانات المتعلقة بالشركات مع توعية وإعلام المتعاملين بتقنيات اتخاذ القرارات.
- ضرورة العمل على إنشاء شركات متخصصة تعمل على تقديم المعلومات والخدمات الاستشارية وتقديم التوصيات المناسبة لسلوك المستثمر وخصائصه.
- مطالبة الشركات المتداولة أسهمها بالبورصة بالنشر الدوري لبعض المؤشرات المالية ذات التأثير الجوهري على عوائد الأسهم مثل ربحية السهم والرافعة المالية.
- وضع آليات متابعة ومراقبة إدارة الأرباح بالشركات وتوقيع الجزاءات المناسبة.
- أن تحرص الشركات ذات الرافعة المالية العالية على وضع الخطط والبرامج الإنتاجية الرشيدة والتخلص من الأصول العاطلة عن العمل الإنتاجي، وأن تحرص على استخدام الأموال المقترضة لتحقيق عائد يفوق فائدة تلك الأموال.
- تشجيع المؤسسات الاستشارية دور الوساطة المالية على احتساب بيتاً للشركات بصورة دورية واحتساب السعر العادل للأسهم باستخدام نموذج CAPM.
- تنظيم كيانات مهنية متخصصة للأطراف المتعاملة بالبورصة لنشر ثقافة الاستثمار والتوافق على أخلاقيات التعامل.
- تدعيم دور الأنظمة الضريبية وإبراز دورها المالي من خلال تخفيض ضرائب الشركات والضرائب على الأرباح الرأسمالية.
- إعادة النظر في تشريعات السوق لتحقيق الأمان للمتعاملين وحماية المستثمرين من التصرفات الغير سلية وبالتالي ضمان السوق وزيادة الشفافية.

الدراسات المستقبلية :

- إجراء دراسات مقارنة لمحددات عوائد الأسهم بين البورصة المصرية وبورصات أخرى.
- إجراء دراسات أخرى لفترات أطول وأكثر استقراراً من فترة الدراسة الحالية.
- إجراء دراسات تتناول بحث أثر يوم التداول، شهر التداول، نمط الأرباح، الرفع التشغيلي، حجم الشركة، هيكل الملكية، الالتزام بالحوكمة على عائد السهم.

مراجع البحث

المراجع العربية :

١. أبو فخرة، نادية. (٢٠٠٠). "تحليل ودراسة محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك المصرية وأثرها على أسعار أسهمها في السوق". *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*, ع ١. ص ١٩١.
٢. الجبالي، محمود علي. (٢٠١١). "أثر الإعلان عن الاندماج على أسعار أسهم الشركات الدامجة"- دراسة العوائد غير العادية، دليل من الأردن خلال فترة ١٩٩٩ - ٢٠٠٤. *المجلة العربية للإدارة*. مج ٣١، ع ٢. ص ص ٢١ - ٣٦.
٣. الحمدوني، الياس خضرير؛ الصبيحي، فائز هليل سريج. (٢٠١٢). "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم"- دراسة على الشركات الأردنية المساهمة. *مجلة جامعة الإنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*. مج ٤، ع ٨. ص ص ١٤٧ - ١٦٩.
٤. الشريف، عليان؛ العصار، رشاد؛ الجعبري، أحمد؛ الآخرس، عاطف؛ الهنزي، إيمان. (٢٠١٠). *الإدارة والتحليل المال*. عمان: البركة للنشر.
٥. الشواورة، فصل؛ الخطيبات، خالد؛ المناصير، موسى. (٢٠١٢). "أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم شركات البنوك الأردنية المقيدة في بورصة عمان". *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*. ص ص ١٣١ - ١٧٤.
٦. العماري، محمد علي. (٢٠١٠). *الإدارة المالية المتقدمة*. الأردن: دار إثراء للنشر والتوزيع. ط ١.
٧. العبد، جلال إبراهيم. (٢٠٠٥). "تأثير المعلومات المالية المنشورة على أسعار الأسهم بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي". *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*, كلية التجارة جامعة الإسكندرية. مج ٤٢، ع ١.
٨. العبدلات، مها. (١٩٩٥). "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم"- دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية الأردن، عمان.
٩. العمودي، آمال أحمد؛ الخيال، توفيق عبد المحسن. (٢٠١١). "دراسة العلاقة بين نسب التدفقات النقدية والقيمة الاسمية للأسهم"- دراسة تحليلية على الشركات المساهمة السعودية. *مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة*. مج ٢٥، ع ٢. ص ص ١٣٥ - ١٨١.
١٠. الفضل، مؤيد محمد علي؛ يوسف، توفيق. (٢٠٠٧). "قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم"- دراسة ميدانية في الشركات الصناعية الأردنية. *القاسمية للعلوم الإدارية والاقتصادية*. مج ٩، ع ٤. ص ص ١٢٦ - ١٤٧.
١١. الكردي، الطاهر أحمد. (٢٠٠٥). "مدى مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على التنبؤ بأسعار الأسهم"- دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان. رسالة دكتوراة غير منشورة. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
١٢. بهوتى، رشا محمد حامد. (٢٠٠٣). "العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية"- دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية" رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة وإدارة الأعمال جامعة حلوان.

١٣. حداد، فايز. (٢٠٠١). "العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادلة". مجلة دراسات، الجامعة الأردنية. مج ٢٥، ع ١. ص ص ١٤ - ١.
١٤. حنفي، عبد الغفار. (٢٠٠٠). الاستثمار في الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات. الإسكندرية: الدار الجامعية.
١٥. خريوش، حسني. (٢٠٠٣). "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنك ووكال الشركات المساهمة الأردنية". المجلة العربية الإدارية. مج ١٠، ع ١. ص ص ٣٨ - ٥٥.
١٦. درغام، سوزان. (٢٠٠٨). "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (٧)" - دراسة تطبيقية على المصادر الوطنية العاملة في فلسطين. رسالة ماجستير غير منشورة. الجامعة الإسلامية، غزة.
١٧. درغام، ماهر موسى؛ درغام، سوزان عطا. (٢٠١٠). "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (٧)" - دراسة تطبيقية على المصادر الوطنية العاملة في فلسطين. المجلة العربية للإدارة. مج ٣٠، ع ٢. ص ص ٤٥ - ٨٠.
١٨. شبيطة، دعاء فوزي؛ حداد، فايز سليم. (٢٠١٠). "تأثير المخاطرة النظمية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم" - دراسة تطبيقية على بورصة عمان. دراسات، العلوم الإدارية. مج ٣٧، ع ١. ص ص ٢٢١ - ٢٠٤.
١٩. عبد الرحمن، أحمد رجب عبد الملك. (٢٠٠٩). "مدى تأثير أسعار الأسهم بالمعلومات المالية وغير المالية" - دراسة تطبيقية مقارنة بين البورصة المصرية وبورصة دبي. مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القصيم. مج ٣، ع ١. ص ص ١٤٣ - ١٨٥.
٢٠. عبد ربه، محمد محمود. (٢٠٠٦). "مخاطر الاعتماد على المعلومات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية المصري". مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة جامعة عين شمس. ع ١. ص ٢٥٧.
٢١. عثمان، محمد حميد. (١٩٩٣). أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال. القاهرة: دار النهضة العربية.
٢٢. عطا الله، محمد السيد منصور. (١٩٩٥). "أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية". مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة جامعة الزقازيق. ع ١. ص ص ٣٢٦ - ٣٦٠.
٢٣. فايد، متولي أحمد السيد. (١٩٩٥). "تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الكويتية". مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة جامعة المنوفية. ع ١. ص ص ٣ - ٢٩.
٢٤. كراجه، عبد الحليم؛ ربابة، على؛ السكران، ياسر؛ مطر، موسى؛ يوسف، توفيق عبد الرحيم. (٢٠٠٦). الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات). عمان: صفاء للنشر. ط ٢.
٢٥. مطر، محمد. (٢٠٠٦). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والانتمني.الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع. ط ٢.
٢٦. هندي، منير إبراهيم. (١٩٩٩). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر.

٢٧. هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٥). *الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات*. الإسكندرية: المعارف للنشر.

المراجع الأجنبية :

1. Attar, AM. and Al-khadash, H. (2005). "The effect of contextual factors on the information content of cash flow in explaining stock prices": the case of Amman exchange. *Jordan Journal of Business Administration*. Vol. 1, No. 1. pp. 120– 140.
2. Barker, R. and Imam, S. (2008). "Analysts, perceptions of earnings quality". *Accounting and Business Research*. Vol. 38, No. 4. pp. 313– 329.
3. Brad, T. Maribeth, C. and Plumlee, RD. (2002). "The effect of misstatements on decisions of financial statement users": an experimental investigation of audit materiality. *Journal of Practice and Theory*. Vol. 21, No. 1. pp. 11– 27.
4. Jais, M. Abdul Karim, B. Funaoka, K. and abiding, A. (2009). *Dividend announcements and stock market reaction*. Japan securities research institute. Malaysia Sarawak University. MPRA paper No. 19779, Posted 12. January 2010.
5. Jeffrey, S. Jones B. (2014). "Can the correlation among Dow 30 stocks predict market declines?". *Managerial Finance*. Vol. 40. Iss 1. pp. 33- 50.
6. Krishnan, GV. and Parsons, LM. (2008). "Getting to the bottom line": an exploration of gender and earnings quality. *Journal of Business Ethics*. Vol. 78, No. 1-2. pp. 65– 76.
7. Mandi, M. (2006). *Review of capital market efficiency: some evidence from Jordanian market*. International Research Journal of Finance and Economics. ISSN, Issue 3.
8. McManus, ID. Gwilym, OA. and Thomas, S. (2002). *A robust estimation of the relation between stock return, size, dividend yield and payout ratio*. Working Paper.
9. Michael, L. and Lemmon, T. (2015). "Dividend yields and stocks returns in Hong Kong". *Managerial Finance*. Vol. 41, Iss. 2. pp. 164- 181.
10. Miller, M. and Modigliani, F. (1961). "Dividend policy, growth and the valuation of shares". *Journal of Business*. Vol. 34, No. 4. pp. 411- 433.
11. Neophytos, L. Khelifa M. (2013). "Stock price volatility and informational efficiency following the mandatory adoption of IFRS in Europe". *Journal of Applied Accounting Research*. Vol. 14. Iss 1. pp. 4- 17.
12. Obeidat, MI. (2009). "The internal financial determinants of common stock market price": Evidence from Abu Dhabi Securities Market.

- Journal of Economic & Administrative Sciences*, United Arab Emirates. Vol. 25, No. 1. pp. 21– 56. Retrieved Oct 5, 2014
13. <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/10264116200900002>.
14. Ogden, JP. (1994). "A dividend payment effect in stock return". *The Financial Review*. Vol. 29, No. 3. pp. 345–369. Retrieved Oct 12, 2014
15. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.15406288.1994.tb00401.x/a>bstract;jsessionid=CC2AE68ECF5414003B0EFA5B76989D3A.f.
16. Robert A. Olsen. (2012). "The influence of affect on stock price volatility: new theory and evidence". *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 4. Iss 1. pp. 26 – 35.
17. Sialm, C. (2009). "Tax changes and asset pricing". *American Economic Review*. Vol. 99, No. 4. pp. 1356- 1383.
18. Yong, T. Christos, F. (2012). "Stock market volatility and bank performance in China". *Studies in Economics and Finance*, Vol. 29. Iss 3. pp. 211- 228.