

محددات عوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية

The Determinants Of the most Active Egyptian Stocks

د / ممدوح عبدالفتاح أحمد محمد ^ψ

Dr. Mamdouh Abd El- Fattah Ahmed Mohamed

مؤس بقسم إدارة الأعمال – كلية التجارة جامعة كفر الشيخ

lecturer of Business Administration

Faculty of Commerce – Kaf El-sheikh University

^ψ e-mail: dr.mmdouhyousef@gmail.com

المخلص:

ارتبط تطور البورصة المصرية أخيراً بتعدد وتنوع المتغيرات المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة فيها خاصة تلك المرتبطة بالمعلومات المالية، وتعد هذه الدراسة مساهمة علمية لتحري محددات عوائد أسهم الشركات النشطة بالبورصة المصرية ودراسة مدى وجود اختلافات بين متوسطات 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 والمرقب 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 توفير النتائج مرجعية تساعد الشركات في تعديل سياساتها المالية.

وقد تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار بطريقة التقدير المتدرج، أسلوب كآ، 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 متوسطات متغيرات الدراسة (الرافعة المالية، ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة، وعائد السهم) وفقاً لنوع القطاع الذي تنتمي 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 التقدم 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 للرقابة المالية منذ عام ٢٠٠٩ واختصت بحماية المستثمرين وتنمية وتنظيم سوق رأس المال ورقابة السوق والمؤسسات العامة والمتعاملين فيه.

واتفق 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 بآخر 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 الداخلة في تسعير أسهمه، حيث تسوده التقلبات السعرية التي لا تستند إلى أية مسببات موضوعية، وأن هناك اختلاف في تأثير المعلومات المالية وغير المالية عليه، كما أكد (بهوتي، ٢٠٠٣) على ضعف الدور الذي تلعبه الأرباح الفعلية للشركات في تحديد أسعار أسهمها، ووصف معظم المستثمرين في السوق المصرية بالمضاربين على العوائد وأنهم غير مهتمين بأرباح الشركات أو خسائرها، وهو ما يدفع أسعار أسهم الشركات المتداولة في اتجاه العرض والطلب بلا ديناميكية واضحة على أساس علمي مدروس، وهذا ما دعي 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 تنتمي 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 قائمة للأحداث المالية التالية:

- ساهمت عمليات الإصلاح الاقتصادي والمصرفي والسياسي بمصر في زيادة عدد المتعاملين 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 بجداول 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 مسوق بلغ ١٢ ألف نقطة في أول مايو ٢٠٠٨ ثم بدأ الأداء في التراجع خلال شهري مايو ويونيو انعكاساً لعوامل داخلية تمثلت في قرارات مايو الاقتصادية وأخرى خارجية تائراً بالأزمة المالية العالمية، وانضمت 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، وانخفض المؤشر العام لسوق المال بمعدل ٣.٦٪ ليبلغ ٨٥٠.٥ نقطة نتيجة لضربات 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 أُغلق المؤشر على ٥٦٤٦.٥ نقطة مقابل ٦١٣٣.٢ نقطة قبل بدء الأحداث، كما انخفض المؤشر خلال أولى جلسات التداول يوم ٢٣ مارس ٢٠١١ بمعدل ٢٣.٥٪ مسجلاً أكبر هبوط يومي منذ تشييده.
- حققت مؤشرات البورصة المصرية مكاسب قياسية خلال عام ٢٠١٢ وسط أحداث كثيرة هلمة وحقت نمو يقرب من ٥١٪ خلال العام وهو نمو لم تحققه البورصة منذ عام ٢٠٠٧، كما ارتفعت أحجام التداول بالبورصة إلى نحو ٣٤ مليار ورقة مالية، بينما سجلت قيمة التداول نحو ١٨٥ مليار جنية مقارنة بنحو ١٤٨ مليار جنية 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 السوقي ما يزيد عن ٨٢ مليار جنية ليصل إلى ٣٧٦ مليار جنية مقابل ٢٩٤ مليار جنية 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 ستاندر أند 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 تائراً بالضغط الاقتصادية، ثم ارتفعت بعدها المؤشرات وحققت مكاسب سوقية تجاوزت ٥١.٣ مليار جنية أو ما يعادل ١٣.٥٪ مسجلة ٤٢٦.٩ مليار جنية، واستطاعت في هذا العام (عام الأزمات) أن تعوض خسائرها التي مُنبت بها في عام الثورة حيث بلغ

تعوض خسائرها التي مُنيت 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 مغلقاً عند ٦٧٨٢.٨٤ نقطة.

الدراسات السابقة :

أوضح (هندي، ١٩٩٩) أنه في ظل نظرية السوق الكفاء تكون القيمة السوقية قيمة عادلة تعكس تماماً القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي 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 (هندي، ١٩٩٩؛ حفي، 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 القوي حيث تعكس الأسعار الحالية كل من المعلومات التاريخية والحالية المنشورة 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 المنبئية 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 المنشورة، ولاختبار مدى سرعة استجابة سوق الأسهم السعودي للمعلومات المالية المنشورة المرتبطة بأحداث معينة، قام (العبد، ٢٠٠٥) برصد ٤٥ حدث خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٤ ترتبط بـ ٢٢١١ وعشرين شركة من الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي من خلال نافذتين للحدث \pm يوم، \pm ٢ يوم، وتوصلت الدراسة إلى سرعة استجابة السوق للمعلومات المنشورة وأنه توجد عائدات شاذة (إيجابية وسلبية) بعد الإعلان عن الأحداث داخل السوق.

وبينت دراسة (الكردي، ٢٠٠٥) التي أُجريت على ٦٤ شركة مساهمة ومدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة بين ١٩٩٤ - ٢٠٠٤ أن للمعلومات المالية والسوقية المنشورة 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 جوهرية 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 المُعلن عنها، وأن يكون للمستثمرين القدرة على قراءة واستخدام المعلومات المعلنة وبناء توقعات متماثلة مع الآخرين، وأن تتوافر السيولة بالسوق وأن تُزال جميع القيود.

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

القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف الثابتة، وأضاف (كراجيه 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 تكلفتها، 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 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 يحقق الثروة للملاك، وعليه يتطلب تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل الممتلك والمقترض في الهيكل نظراً لاختلاف درجة الخطر التي تتعرض له الشركة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي، وميزت دراسة (الحمودي؛ والصيحي، ٢٠١٢) بين الرفع المالي الإيجابي والسلبي وأثر كل منهما على العائد على الملكية وحصة السهم العادي من الأرباح، وأظهرت الدراسة العلاقة المعنوية والطرديّة 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 للشركات 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.

وَعرف (مطر، ٢٠٠٦) الاستثمار على أنه "التخلي 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 عامل 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 بالتنوع، وأشارت الدراسة أنه يمكن استخدام معامل بيتا (β) الذي قدمه شارب باعتباره من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ 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 الناتجة من التشغيل والاستثمار والتمويل، حيث تم قياس التدفقات النقدية لعدد (٤٤) شركة صناعية في الفترة ما بين ١٩٩٣-١٩٩٨ وبناءً على المعيار المحاسبي 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

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

وحاول (Attar & Al-khadash, 2005) المفاضلة بين العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية كمقياس للانجاز المالي، واستخدمت كل من استقرار العوائد ونموها وحجم المنشأة في توضيح القيمة 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؛ ويوسف، ٢٠٠٧) مدى قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وقدمت الدليل على أن المستثمر الأردني قد أصبح أكثر وعياً 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 (درغام، ٢٠٠٨) معنوية العلاقة بين كل من التدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية ومن النشاطات مجتمعة وبين عوائد الأسهم للمصارف الفلسطينية طبقاً للمعيار المحاسبي رقم (٧)، ووجهت الدراسة إلى ضرورة توجيه مستخدمي القوائم المالية بأهمية ودور 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 الداخلة والخارجة 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 (الشوارة 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 فهم يتعاملون بشكل مباشر مع رقم الربح ويعتمدون عليه في بناء القرار الاستثماري، وقد اتفقت دراسات (عطا 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 ذوي المصالح وفي التوقيت المناسب، كما اختبرت دراسة (Obeidat, 2009) أثر كل من نصيب السهم من الأرباح المحققة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة

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

أما عن النور الذي تلعبه التوزيعات النقدية في التأثير على عوائد الأسهم، فقد أعنتوت دراسة (Miller & Modigliani, 1961) والتي فت وجود علاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة بمثابة البداية الحقيقية لسلسلة من الدراسات حول هذا الموضوع، وتقوم الدراسة على نظرية أن المستثمرين يسولون بين الوصول على توزيعات الأرباح وبين إعادة استثمارها لتحقق النمو الذي يُفترض أن يؤدي إلى زيادة المكلب الرأسمالية عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم المملوكة، كما اتقت نتلج دراسة (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 مؤكدة 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 وأضلف 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 مقيد في البورصات الصينية، وتناولت الدراسة الفترة ما بين ٢٠٠٣ وحتى ٢٠٠٩، وتُظهر 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 سلبياً على القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وتفيد الدراسة في زيادة الأرباح المحققة من القروض التقليدية في صندوق الأمانات وخدمات البنوك الصينية خاصة القروض عالية المخاطر.

من ناحية أخرى، فقد أستطاع (Robert & Olsen, 2012) من تقديم تفسير سلوكي لتقلب 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 للإصلاح المالي على الكفاءة الإعلامية واستقرار سوق أسعار الأسهم الأساسية في أوروبا، وتم تطبيق الدراسة على ١١/٨٧ سهم في ٢٠ دولة أوروبية، وتشير النتائج أن رفض إلزامية اعتماد المعايير الدولية للإصلاح المالي يعزز من الكفاءة الإعلامية ويسهم في استقرار سوق الأسهم الأساسية، وقد جاء التحليل اعتماداً على

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

وبحثت دراسة (Jeffrey & Jones, 2014) الارتباط بين مؤشرات داوجونز لثلاثون سهماً والتنبؤ بالاتجاه الهبوطي للسوق وذلك في دراسة امتدت من ١٩٥٠ وحتى 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 عامة للاستثمار واتخاذ القرارات وجني الأرباح والمكاسب، وقد أشارت النتائج إلى تحقق الارتباط وزيادة المعنوية الإحصائية زمنياً، وتفيد النتائج مديري المحافظ المالية والأشخاص الممارسين وصناع السوق.

وتناولت دراسة (Michael & Lemmon, 2015) بحث العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم بعد الترجيح بالمخاطرة وهو ما يُعرف بآثر التوزيعات، وحاولت في جزء منها مناقشة الأثر الخاص برسملة الضريبة ثم بحثت أثر العوامل الأخرى بخلاف الضريبة باعتبارها المحرك لأثر التوزيعات، وأجريت الدراسة في سوق هونج كونج على نفس منهج دراسة (Sialm, 2009) في السوق الأمريكي والتي قامت على فرض رسملة الضرائب واختبار أثر العبء الضريبي، واختبار أثر التوزيعات تم استخدام منهج Fama- MacBeth حيث تم تحييد الصفات التنظيمية لبيان عوائد الأسهم فقط، ويقدم Michael and Lemmon الدراسة بافتراض عدم وجود عبء ضريبي وذلك لعدم فرض حكومة هونج كونج أيّاً من أشكال الضرائب على الدخل أو الضرائب الرأسمالية، وأفادت النتائج بوجود علاقة إيجابية بين العائد المرجع بالمخاطرة وعائد 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 مبالين 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 يلبى 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 والأنية لبناء توقعاته.
- يصعب الخروج بإطار مفاهيمي يحدد المتغيرات المالية الحرجة 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، والتدفقات النقدية على عوائد الأسهم وهو ما يسعى الباحث إليه في محاولة للتوصل لمحددات 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

علاقة إيجابية بين الإعلان عن التوزيعات و رد فعل السوق نحو القيم السوقية وعوائد الأسهم، كما جاءت دراسة (عطا الله، ١٩٩٥؛ فايد، ١٩٩٥) لتناقض 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 الأربعة الرئيسية (EGX_{30} , EGX_{70} , EGX_{100} , $CASE_{30}$) وإبعاد أثر المتغيرات الخارجية والتي لا تعكس الكفاءة الحقيقية للشركات النشطة في مصر.

متغيرات الدراسة :

يعتقد الباحث أن المعلومات المالية التالية (المتغيرات المستقلة) هي المحددة لعوائد الأسهم النشطة بالبورصة المصرية وهي ما ينبغي أن يُبنى عليها قرارات الاستثمار، كما أفادت مراجعة الدراسات السابقة في تحديد كيفية حساب كلاً من المتغيرات المستقلة والتابعة للدراسة، وأستطاع الباحث اعتماداً 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 وتأثيرها على عوائد الأسهم، وأشارت دراسة (الحمدي، والصبيحي، ٢٠١٢) أن الرافعة المالية تعادل إجمالي الالتزامات/ إجمالي حقوق الملكية.

– المخاطر النظامية للشركة β Stock Beta:

تعبّر عن مدى حساسية التغير في عائد سهم الشركة للمتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وقد تم تقدير قيمة β لكل سنة باستخدام عائد السهم وعائد السوق للسنوات الخمس السابقة حيث تم تجميع البيانات بصورة يومية لكل شركة باستخدام برنامج **Meta Stock e Signal** والذي ينظم وض بيانات البورصة المصرية ويتيح استخدامها بسهولة، وبالتطبيق في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **CAPM** يمكن احتساب قيمة المخاطر β (شيطة، وحداد، ٢٠١٠؛ الجبلي، ٢٠١١): $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{it}$ حيث أن:

$R_{i,t}$ هو عائدسهم الشركة i لليوم t ، β_i هي المعامل الثابت، β_i هي معامل بيتا لسهم الشركة i ، $R_{m,t}$ 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 المعبرة عن عمليات التمويل طويل الأجل والتي تعد مؤشراً على السياسات المالية للشركة في تمويل عملياتها، وأخيراً التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتي تفصح عن عمليات منح القروض وتحصيلها وشراء الأصول الثابتة وبيعها وتعد مؤشراً على نمو الشركة، ويحسب رصيد النقدية حسب ما أشارت دراسات (درغام، ودرغام، ٢٠١٠؛ العمودي، والخيال، ٢٠١١) كالآتي:

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 يُستخدم هذا المقياس كأداة رقابية من قبل الشركة، ولا بد أن نأخذ بعين الاعتبار تأثير 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، وتتفق دراسة (شبيطة، وحداد، ٢٠١٠) مع دراسات (Ogden, 1994; McManus et al., 2002) أنه يمكن قياسها من خلال المعادلة التالية:

عائد التوزيعات النقدية٪ = (الأرباح الموزعة نقداً $\times 100$) / القيمة السوقية للأسهم

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

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

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad \text{حيث أن:}$$

$R_{i,t}$ هو عائد سهم الشركة i خلال السنة t والشهر t ، $P_{i,t-1}$ ، $P_{i,t}$ هو سعر الإغلاق الشهري للشركة i خلال السنة t والشهر $t-1$ ، وقد تم استبعاد التوزيعات النقدية للأسهم في الفترة $t-1$ 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 تنتمي إليه الشركات محل الدراسة.
- تقديم نموذج للتنبؤ بعوائد 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 أصالة 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 المخطر النظامية وعوائد الأسهم النشطة بالبورصة؟
- هل توجد علاقة بين التدفقت 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 تنتمي إليه الشركات محل الدراسة؟
- ٣/٥ ما هي المتغيرات المحددة لعوائد أسهم القطاعات النشطة بالبورصة المصرية؟

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

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

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم النشطة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخطر النظامية وعوائد الأسهم النشطة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقت 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 HO_2 :

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

٣/٦ الفرضية العدمية الثالثة HO_3 :

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 والقائدة 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 الكفء لرأس المال ورفع الكفاءة الاقتصادية وخلق حوافز الاستثمار.
- تأصيل الفهم بمحددات عوائد الأسهم النشطة في البورصة المصرية وإمكانية التنبؤ به، بما يفيد المستثمر الحالي والمرقب 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 المُجمعة 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 الحالية بالشركات النشطة بالبورصة المصرية والتي بلغ عددها ٥٠ شركة مقيدة ومتداول أسهمها وفقاً لبيانات الإفصاح السنوي الصادرة من البورصة المصرية في نهاية أعوام ٢٠٠٩، ٢٠١٠، ٢٠١١ (البورصة المصرية، ٢٠١٤)، حيث تشترط الدراسة أن تكون الشركات محل الدراسة مدرجة على لوائح البورصة خلال فترة الدراسة، وأن تتوافر 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 الأنشطة وتكون 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.
- تناول الدراسة في جزء منه دراسة تأثير المتغيرات الديموجرافية ممثلة في نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة النشطة على قيم متوسطات متغيرات الدراسة.

٣/٨ أساليب التحليل الإحصائي والاختبارات الإحصائية :

- أساليب الإحصاء الوصفي **Descriptive Statistics** لتوصيف عينة الدراسة من الشركات النشطة وفقاً للمتغيرات الديموجرافية، كما تُستخدم أساليب الإحصاء الوصفي لتوصيف متغيرات الدراسة والعلاقة بينها من خلال الوسط الحسابي (كمقياس للنزعة المركزية) والانحراف المعياري والتباين (كمقياس للتشتت).
- أسلوب كولومجروف سيمرروف واختبار شابيرو ومعامل تضخيم 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 كآ^٢ لدراسة مدى وجود استقلالية بين قيم متوسطات متغيرات الدراسة ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركات محل الدراسة.

– أسلوب تحليل التباين أحادي الاتجاه One Way ANOVA لبحث الاختلافات بين متوسطات متغيرات الدراسة وفقاً لنوع القطاع الذي تنتمي إليه شركات الدراسة.

تحليل التباين أحادي الاتجاه في نتائج محل الدراسة :

أشار التحليل الإحصائي لنتائج أعمال الشركات، أن حجم عينة الدراسة بلغت ٤٥٠ حالة وهي تُعبر عن المعلومات المالية لعدد ٥٠ شركة هي الأنشطة وفقاً لبيانات الإفصاح السنوي الصادرة من البورصة المصرية في نهاية أعوام ٢٠٠٩، ٢٠١٠، ٢٠١١، كما جاء توزيع الشركات على القطاعات كما هو وارد بالجدول رقم (١):

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

القطاع	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	التكرار	النسبة %
عدد الشركات					
البنوك	١	٢	٣	١٨	٤
الموارد الأساسية	٤	٣	١	٢٤	٥.٣
الكيمويات	٣	٣	١	٢١	٤.٧
مواد البناء والتشييد	٤	٦	٦	٤٨	١٠.٧
الخدمات المالية بخلاف البنوك	٨	٥	٦	٥٧	١٢.٧
الأغذية والمشروبات	٤	٤	٤	٣٦	٨
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤	٨	٦	٥٤	١٢
الإعلام	١	١	١	٩	٢
الغاز والتعدين	١	-	١	٧	١.٦
المنتجات المنزلية والشخصية	٨	٥	٣	٤٨	١٠.٧
الإسكان والعقارات	٦	٨	١٢	٧٨	١٧.٣
تكنولوجيا المعلومات	١	١	١	٩	٢
الاتصالات	٣	٣	٣	٢٧	٦
السياحة والترفيه	٢	١	٢	١٤	٣.١
إجمالي عدد الشركات	٥٠	٥٠	٥٠	٤٥٠	١٠٠

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	٠.٠١٤٥-	٠.٤٠١	٠.١٦١
التدفقات النقدية	١٢٣٨٢٤	٢.٥٥E+7	٦٥٠٢٥E+10
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 Kolomogorov Smirnov بلغت ٠.٢٧٦ في حين أن قيمة معامل اختبار Shapiro-Wilk بلغت ٠.٤٩٧ وهي نتائج معنوية عند مستوى ٠.٠٥ 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

اختبار		كولومجروف سيمروف			شابيرو	
القيم المعيارية:	إحصاء الاختبار	درجات الحرية	مستوى المعنوية	إحصاء الاختبار	درجات الحرية	مستوى المعنوية
		٠.٢٧٦	٤٥٠	٠.٠٠٠	٠.٤٩٧	٤٥٠

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وفيما يخص التحقق من عدم وجود ازدواج خطي بين المتغيرات، تم استخدام معامل تضخيم 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 خطي بين المتغيرات.

جدول رقم (٤) معامل تضخيم التباين (VIF)

المتغير	الرافعة المالية	المخاطر النظامية	التدفقات النقدية	ربحية السهم	العائد على التوزيعات
VIF	١	١.٠٠٢	١	١.٠٥٢	١.٠٥٣
Tolerance	١	٠.٩٩٨	١	٠.٩٥٠	٠.٩٤٩

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 وموجبة عند مستوى معنوية ٠.٠١، الأولى بين العائد على التوزيعات النقدية وربحية السهم (٢٢.٢٪)، الثانية بين عائد السهم وربحيته (٧٢.٤٪)، والثالثة بين عائد السهم والعائد على التوزيعات النقدية (١٩.٤٪).

جدول رقم (٥) معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات الدراسة

المتغير:	الرافعة المالية	المخاطر النظامية	التدفقات النقدية	ربحية السهم	الأرباح الموزعة	عائد السهم
الرافعة المالية	١					
المخاطر النظامية	٠.٠٠٣	١				
التدفقات النقدية	٠.٠٠٦	٠.٠٠٨	١			
ربحية السهم	٠.٠٠٣	٠.٠١٢	٠.٠٠٣	١		
الأرباح الموزعة	٠.٠٠٢	٠.٠٣٥	٠.٠٠٠	٠.٢٢٢	١	
عائد السهم	٠.٠٧٣	٠.٠٣٦	٠.٠٠١	٠.٧٢٤	٠.١٩٤	١

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 والأساليب الإحصائية المصاحبة له (اختبار "ت"، اختبار "ف") وذلك للإجابة على السؤال الأول للدراسة والمتعلق 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):

متغيرات الدراسة:	معاملات الانحدار B	معاملات الانحدار المعيارية Beta	قيمة "ت" المحسوبة	مستوى المعنوية
ثابت العلاقة:	٢٥.٨٨١		٦.٣٩٥	٠.٠٠٠
ربحية السهم X_4	٣.٤٤٥	٠.٧٢٤	٢٢.٢٩٥	٠.٠٠٠
الرافعة المالية X_1	٢.٥٧٤	٠.٠٧١	٢.٢٠١	٠.٠٢٨
معامل الارتباط في النموذج R	٠.٧٢٧		العائد المتوقع للسهم Y	
معامل التحديد في النموذج R^2	٠.٥٢٩		$Y = 25.881 + 2.574 X_1 + 3.445 X_4$	
قيمة "ف"	٢٥١.٠٨١			
درجات الحرية	(٤٤٧، ٢)			
مستوى المعنوية	٠.٠٠٠			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يسمح تحليل الانحدار التدريجي بإدخال المتغيرات المستقلة متغير تلو الآخر وبحث تأثيرها على المتغير التابع وحتى يتم تلافي الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، وتشير النتائج إلى وجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين متغيرات المعلومات المالية (مأخوذة بصورة إجمالية) كمتغير مستقل وعوائد الأسهم كمتغير تابع، حيث بلغت قيمة "ف" المحسوبة للنموذج ٢٥١.٠٨١ بدرجات حرية (٤٤٧، ٢) وهو ما يشير إلى الدلالة الإحصائية الكلية بمستوى معنوية ($\text{Sig} = 0.000 < 0.05$)، كما أن المتغيرات المستقلة مجتمعة ترتبط معنوية بعوائد الأسهم بمعامل ارتباط إيجابي متعدد وقوي يبلغ ٧٢.٧٪، وأن القوة التفسيرية للنموذج بدلالة معامل التحديد (R^2) تبلغ ٥٢.٩٪ وهو ما يعني أن ٤٧.١٪ من التغير في عوائد الأسهم يرجع إلى عوامل غير موجودة بالدراسة وهو ما يفتح الباب لتحري تلك العوامل، كما تحدد النتائج أن كل من ربحية السهم والرافعة المالية تتمتع 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 الكلي في مستوى العائد.

وتشير النتائج أنه في المرحلة الثانية للتحليل تم إخراج متغير المخاطر النظامية X_2 من علاقة الانحدار حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار المعياري Beta له إلى -٠.٠٢٨، كما انخفض معامل الارتباط الجزئي الخاص به ليصل إلى -٠.٠٤٠، وبلغت قيمة "ت" المحسوبة له -٠.٨٤٨ وهي نتيجة غير معنوية

-0.848 وهي نتيجة غير معنوية عند مستوى دلالة إحصائية ($Sig=0.397>0.05$)، كما تم إخراج متغير التدفقات النقدية X_3 من علاقة الانحدار حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار المعياري له إلى -0.003، وانخفض معامل الارتباط الجزئي ليصل إلى -0.005، وقيمة "ت" المحسوبة له -0.103 وهي نتيجة غير معنوية ($Sig=0.918>0.05$)، كذلك تم إخراج متغير الأرباح الموزعة X_5 من علاقة الانحدار حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار المعياري إلى 0.035، وانخفض معامل الارتباط الجزئي الخاص به ليصل إلى 0.050، وبلغت قيمة "ت" المحسوبة له 1.053 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 طرحه (العبد، 2005) وتؤكد ما قدمه (الكردي، 2005) بأن للمعلومات 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 المعلنه 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 وذات الدلالة الإحصائية بين ربحية السهم وعوائد الأسهم وهو ما يتفق مع ما توصل إليه (Barker & Imam, 2008; Obeidat, 2009) بأنه يوجد أثراً ذو دلالة منطقية لكل من نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة الدفترية على أسعار الأسهم العادية مما يجعلها معياراً لتقييم الأداء التاريخي للشركة، التنبؤ بالأداء المستقبلي لها، في حين تتفق النتائج مع ما توصلت إليه دراسات (عطا الله، 1995؛ فايد، 1995)، كما تحققت العلاقة الخطية الموجبة ذو الدلالة الإحصائية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (العبدلات، 1995؛ الحمدوني والصبيحي، 2012)، وتبرر تلك النتائج رفض الفرض الفرعي الأول والثاني للدراسة.

كما تدعو النتائج إلى قبول الفرض الفرعي الثالث والرابع والخامس حيث انتفت العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم، وهو ما يتفق على نحو كبير مع نتائج دراسة (العبدلات، 1995)، ويتفق الباحث في ذلك مع ما طرحه (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 منقوضاً لما قدمه (عثمان، 1993؛ أبو فخر، 2000؛ حداد، 2001؛ خريوش، 2003؛ هندي، 2005؛ الفضل ويوسف، 2007؛ درغام، 2008؛ العامري، 2010) والتي اعتبرت أن التدفقات النقدية هي المحدد الهام لعوائد الأسهم، كما جاءت النتائج مغايرة أيضاً لما قدمه (Ogden, 1994; McManus et al., 2002; Jais et al., 2009; Obeidat, 2009; Michael & Lemmon, 2015) لتؤكد أفكار (Miller & Modigliani, 1961) والتي نفت وجود علاقة بين توزيعات الأرباح النقدية وعوائد الأسهم.

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

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

جدول (٧) نتائج اختبار كلاً 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 تنتمي 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 ($\text{Sig} = 0.000 < 0.05$) 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 ($\text{Sig} = 0.002 < 0.05$) 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 تنتمي إليه الشركة ($\text{Sig} = 0.016 < 0.05$) حيث بلغت قيمة اختبار "ف" المحسوبة ٢.٠٥٧ بدرجات حرية (١٣، ٤٣٦) وقد جاءت النتائج لصالح قطاع الغاز والتعدين بمتوسط ٥.٤٤٣ وانحراف معياري ٦.٩، كما أنه توجد اختلافات معنوية ذات دلالة إحصائية في مستوى عائد السهم وفقاً لنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ($\text{Sig} = 0.000 < 0.05$) 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، وتفيد 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	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	"ف" (ح.د)	مستوى الدلالة
الرافعة المالية X_1	بين المجموعات	١٥٢٦.٦٨٠	١٣	١١٧.٤٣٧	٢٣.٣٧٦	دالة إحصائياً ٠.٠٠٠
	داخل المجموعات	٢١٩٠.٤٢٤	٤٣٦	٥.٠٢٤		
	الإجمالي	٣٧١٧.١٠٤	٤٤٩			
المخاطر النظامية X_2	بين المجموعات	٣.٥٠٤	١٣	٠.٢٧٠	١.٧١٤	غير دالة ٠.٠٥٥
	داخل المجموعات	٦٨.٥٥٦	٤٣٦	٠.١٥٧		
	الإجمالي	٧٢.٠٦٠	٤٤٩			
التدفقات النقدية X_3	بين المجموعات	٣.٤٣٧ _{E13}	١٣	٢.٦٤٤ _{E12}	٠.٠٠٤	غير دالة ١.٠٠٠
	داخل المجموعات	٢.٩١٩ _{E17}	٤٣٦	٦.٦٩٥ _{E14}		
	الإجمالي	٢.٩١٩ _{E17}	٤٤٩			
ربحية السهم X_4	بين المجموعات	١٥٠٧٨.٢٢٤	١٣	١١٥٩.٨٦٣	٢.٥٥٥	دالة إحصائياً ٠.٠٠٢
	داخل المجموعات	١٩٧٩٣٥.٣٤	٤٣٦	٤٥٣.٩٨٠		
	الإجمالي	٢١٣٠١٣.٥٧	٤٤٩			
الأرباح الموزعة X_5	بين المجموعات	٥٤٠.٨٤٩	١٣	٤١.٦٠٤	٢.٠٥٧	دالة إحصائياً ٠.٠١٦
	داخل المجموعات	٨٨١٨.٤٠٢	٤٣٦	٢٠.٢٢٦		
	الإجمالي	٩٣٥٩.٢٥٢	٤٤٩			
المعلومات المالية FI	بين المجموعات	١.٣٧٥ _{E12}	١٣	١.٠٥٨ _{E11}	٠.٠٠٤	غير دالة ١.٠٠٠
	داخل المجموعات	١.١٦٨ _{E16}	٤٣٦	٢.٦٧٨ _{E13}		
	الإجمالي	١.١٦٨ _{E16}	٤٤٩			
عائد السهم Y	بين المجموعات	٥٥٥٣٩٤.٣٥	١٣	٤٢٧٢٢.٦٤	٤.٣٦٠	دالة إحصائياً ٠.٠٠٠
	داخل المجموعات	٤٢٧١٨٧٦.١٥	٤٣٦	٩٧٩٧.٨٨١		
	الإجمالي	٤٨٢٧٢٧٠.٥١	٤٤٩			

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 المترج، 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 ٠.٠٥، وهو ما يعني وجود تأثير لنوع القطاع الذي تنتمي 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 للعائد:	العائد المتوقع للقطاع $Y=$
البنوك	٠.٠٢٣	دال	ربحية السهم	$28.999+3.5X_4$
الموارد الأساسية	٠.٠٠٠	دال	ربحية السهم	$42.174+4.677 X_4$
الكيمويات	٠.٠٠٠	دال	ربحية السهم	$-0.167+12.194 X_4$
مواد البناء والتشييد	٠.٠٠٠	دال	ربحية السهم	$53.494+1.663 X_4$
الخدمات المالية بخلاف البنوك	٠.٠٠٠	دال	الرافعة المالية، ربحية السهم	$5.866+1.5X_1+10.27 X_4$
الأغذية والمشروبات	٠.٠٠٠	دال	ربحية السهم	$10.456+6.763 X_4$
خدمات ومنتجات صناعية	٠.٠٠٠	دال	التدفقات النقدية، ربحية السهم	$13.286+3.5E-5X_3+10.1 X_4$
الإعلام	٠.٠٣٢	دال	المخاطر النظامية	$5.431+148.7 X_2$
الغاز والتعدين	٠.٠٢٩	دال	المخاطر النظامية	$48.181-434.971 X_2$
المنتجات المنزلية والشخصية	٠.٠٠٠	دال	ربحية السهم	$-0.266+13.436 X_4$
الإسكان والعقارات	٠.٠٠٠	دال	الرافعة المالية، ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة	$-14.18+12.73X_1+22X_4-3.57 X_5$
تكنولوجيا المعلومات	٠.٠٠٠	دال	الرافعة 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	دال	ربحية السهم، الأرباح النقدية الموزعة	$29.34+12.942 X_4-13.623 X_5$
النشاطات الترفيهية	٠.٠٠٠	دال	ربحية السهم	$-1.034+12.892 X_4$

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

قصيت الدراسة :

- الدعم الايجابي 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 المتداول 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 ودور الوساطة المالية على احتساب بيتا 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 سليمة 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.

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. الحمودني، الياس خضير؛ الصبيحي، فائز هليل سريح. (٢٠١٢). "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم" - دراسة على الشركات الأردنية المساهمة. *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*. مج ٤، ع ٨. ص ص ١٤٧ - ١٦٩.
٤. الشريف، عليان؛ العصار، رشاد؛ الجعبري، أحمد؛ الأخرس، عاطف؛ الهنيبي، إيمان. (٢٠١٠). *الإدارة والتحليل المالي*. عمان: البركة للنشر.
٥. الشواورة، فيصل؛ 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. العامري، 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، أمال 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. *القياسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*. مج ٩، ع ٤. ص ص ١٢٦ - ١٤٧.
١١. الكردي، الطاهر أحمد. (٢٠٠٥). "مدي 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. بهوتي، 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 العادية". *مجلة دراسات، الجامعة الأردنية*. مج ٢٥، ع ١. ص ص ١ - ١٤.
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 البنوك والشركات 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 المصارف الوطنية العاملة في فلسطين. رسالة ماجستير غير منشورة. الجامعة الإسلامية، غزة.
١٧. درغام، ماهر موسي؛ درغام، سوزان عطا. (٢٠١٠). "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (٧) - دراسة تطبيقية على المصارف 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 النظامية 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 ٢٠٤ - ٢٢١.
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. كراجة، عبد الحليم؛ رابعة، علي؛ السكران، ياسر؛ مطر، موسي؛ 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 والائتماني. 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 audition 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/abstract;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.