



أثر هيكل الملكية على الدور التقييمي

للمعلومات المحاسبية

(دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية)

د/ حسام حسن محمود الشعراوي

مدرس المحاسبة بالمعهد العالي

للحاسب الآلي كينج مريوط - الاسكندرية

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر هيكل الملكية على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية). وقد اعتمد الباحث على عينة مكونة من ٥٣ شركة مساهمة مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية عن الفترة (٢٠١٤ - ٢٠١٧). وقد توصلت الدراسة إلى أن الدور التقييمي لربحية السهم كان أكبر من الدور التقييمي لكل من القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية. كما وجدت الدراسة أن الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في الشركات التي تتميز بتركز هيكل الملكية أكبر منه في الشركات التي تتميز بتشتت هيكل الملكية. كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في الشركات المملوكة للقطاع الخاص يزيد عن الدور التقييمي في الشركات المملوكة للقطاع الحكومي.

الكلمات الرئيسية: الدور التقييمي - ربحية السهم - القيمة الدفترية للسهم - التدفقات النقدية التشغيلية للسهم - هيكل الملكية.

The Impact of Ownership Structure on Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Study on Firms listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract

The purpose of this paper is to investigate the impact of ownership structure on value relevance of accounting information (earnings per share, book value per share and operating cash flows per share). The study used a sample of 53 firms of Egyptian listed firms for the period (2014-2017). The study revealed that the value relevance of earnings per share is greater than the value relevance of both book value per share and operating cash flows per share. It was found that the value relevance of concentrated ownership firms is higher than that of non-concentrated ownership firms. The study also found that the value relevance is greater in private-owned firms than that in government-owned firms.

Keywords: Value relevance; Earnings per share; Book value per share; Operating cash flows per share; Ownership structure.

١ - مقدمة

تهدف القوائم المالية إلي إعطاء صورة عادلة وحقيقية عن نتائج أعمال الشركة ومركزها المالي وتدفقاتها النقدية. لذا، فإن جودة القوائم المالية ترتبط بما توفره من معلومات تفيد مستخدميها في اتخاذ كافة أنواع القرارات، ودورها في زيادة مقدرة متخذي القرارات على التنبؤ بالأعمال المستقبلية. وتعد ملاءمة المعلومات Relevance إحدى أهم الخصائص الواجب توافرها في جودة القوائم المالية وما تحويها من معلومات محاسبية. لذلك زاد الإهتمام الباحثين في العقود الأخيرة بالدور التقييمي value relevance للمعلومات المحاسبية. فقد اتفق العديد من الدراسات على أن الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية يوضح أثر بعض المتغيرات المحاسبية على تحديد أسعار (أو عوائد) الأسهم وتفسير التغيرات فيها، بمعنى مقدرة الأرقام المحاسبية على تلخيص المعلومات التي ترتكز عليها أسعار (أو عوائد) الأسهم (Francis and Schipper 1999; Hung 2001; Jianwei & Chunjiao 2007). ولذلك قام معظم القائمين بقياس الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية من خلال قياس العلاقة الإحصائية بين المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية وأسعار الأسهم (أو عوائدها) (e.g., Amir and Lev 1996; Choi and Jang 2006; Kwon, 2009; Andriantomo & Yudianti 2013; Der et al. 2016). وقد ركز معظم هذه الدراسات على كل من الدور التقييمي لربحية السهم (قائمة الدخل)، والقيمة الدفترية للسهم (قائمة المركز المالي) كمدخلين بديلين لتحديد الأسعار السوقية للأسهم (e.g., Barth et al., 1998; Chen et al., 2001; Pirie & Simth 2008; Farag 2009; Al Mostafa 2016). حيث توفر قائمة الدخل معلومات عن فرص تحقيق الشركة لأرباح غير عادية، بينما تقوم قائمة المركز المالي بتوفير معلومات عن قيمة التصفية بما يساعد في تسهيل قرارات الإقراض ورقابة عقود الدين (طاحون 2000). ومن ناحية أخرى، اهتم عدد من الدراسات بالدور التقييمي لكل من قائمة الدخل (متمثلة في ربحية السهم)، وقائمة المركز المالي (متمثلة في القيمة الدفترية للسهم)، وقائمة التدفقات النقدية (متمثلة في التدفقات النقدية التشغيلية للسهم) كثلاثة مداخل بديلة لتحديد الأسعار السوقية للأسهم (e.g., Omokhudu & Ibadin 2015; Der et al., 2016; Tariverdi et al., 2016; Ogbonna & Briggs 2018).

وتوصل معظم الدراسات التى تناولت الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية إلى نتائج متباينة (سواء اعتمدت هذه الدراسات على مدخلين أو ثلاثة مداخل بديلة لتحديد الأسعار السوقية للأسهم) فيما يتعلق بأى هذه المتغيرات يكون له دور تقييمي في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها. ومن ناحية أخرى تناول العديد من الدراسات بعض العوامل المؤثرة على قوة أو ضعف تأثير قائمة الدخل (متمثلة في ربحية السهم)، وقائمة المركز المالي (متمثلة في القيمة الدفترية للسهم)، وقائمة التدفقات النقدية (متمثلة في التدفقات النقدية التشغيلية للسهم) في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغيرات فيها. فقد ركز معظم هذه الدراسات على أن الاختلافات البيئية من دولة لأخرى، وضعف آليات الحوكمة، ودرجة التقارب بين المحاسبة المالية والمحاسبة الضريبية، ومستوى التقدم الاقتصادي، وطبيعة الصناعة، وحجم الشركة، وغيرها تعد من العوامل المؤثرة على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية (e.g., Barth et., 1998; Chen et al., 2001; Pirie & Simth 2008; Farag 2009; Al Mostafa 2016).

ومن ناحية أخرى، تناول عدد قليل من الدراسات أثر هيكل الملكية (كآلية داخلية للحوكمة) كأحد العوامل المؤثرة على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في تحديد أسعار الأسهم وتفسير التغير فيها، وعلى سبيل المثال، وجدت دراسة Thomsen and Pederson (2000) علاقة إيجابية بين تركيز الملكية ونسبة سعر السهم السوقي إلى ربحيته، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية ونسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية. وتوصلت دراسة Chandrapala (2013) إلى أن الدور التقييمي لربحية السهم وقيمتها الدفترية يكون أكبر في الشركات التي تتميز بتركز هيكل الملكية عن الشركات التي تتميز بتشتت هيكل الملكية. بينما وجد Bae and Jeong (2007) زيادة في الدور التقييمي لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية في الشركات التي تتميز بتشتت هيكل الملكية في أيدي صغار المساهمين عن الشركات التي تتميز بتركز هيكل الملكية في أيدي كبار المساهمين.

وقد ركزت دراسة Shamki & Al-Arussi (2015) على بعد آخر من هيكل الملكية متمثلاً في نمط الملكية، حيث يمكن أن يتكون هيكل الملكية في معظمه من أموال المستثمرين المحليين أو المستثمرين الأجانب (ملكية محلية، ملكية أجنبية). وقد وجد في

الدراسة أن الدور التقييمى لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية يكون أكبر في الشركات التي تزيد فيها الملكية الأجنبية عن الشركات التي تزيد فيها الملكية المحلية.

ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة (Tariverdi et al., 2016) جانباً آخر من هيكل الملكية يعتمد على القطاع الذي يمتلك معظم أسهم الشركات سواء كان قطاعاً خاصاً أو عاماً. وقد خلصت الدراسة إلى أن الدور التقييمى المشترك لكل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية يزيد في الشركات المملوكة في معظمها للقطاع الخاص عن تلك المملوكة في معظمها للقطاع العام أو الحكومي.

يتضح مما سبق أن هناك تبايناً في النتائج فيما يتعلق بأهم متغير (هل ربحية السهم، أم قيمته الدفترية، أو التدفقات النقدية التشغيلية له) يكون له دور تقييمى أكبر في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها. ولذلك يقوم الباحث في الدراسة الحالية بتناول الدور التقييمى لثلاثة متغيرات محاسبية هي ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم بسوق الأوراق المالية في مصر. وبالإضافة إلى ذلك حاول الباحث تحديد المقدرة التفسيرية الإضافية لكل من قائمة الدخل (متمثلة في ربحية السهم)، وقائمة المركز المالي (متمثلة في القيمة الدفترية للسهم)، وقائمة التدفقات النقدية (متمثلة في التدفقات النقدية التشغيلية للسهم) في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها.

ومن ناحية أخرى، يتضح مما سبق أن هيكل الملكية كأحد الآليات الداخلية للحكومة يمثل عاملاً مؤثراً في الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية). لذا تناول بعض الدراسات أثر هيكل الملكية على الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية ولكن في ظل التركيز على بعد واحد من أبعاد هيكل الملكية سواء كان تركيز الملكية، أو نمط الملكية، أو طبيعة الملكية، ولذلك رأى الباحث دراسة أثر هيكل الملكية من زاويتين هما تركيز الملكية وطبيعتها على الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية) وانعكاس ذلك على الأسعار السوقية للأسهم في مصر وتفسير التغير فيها.

مما سبق، تتلخص مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات التالية:

- ١- هل يوجد تأثير لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقات النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير بها في سوق الأوراق المالية المصرية؟
- ٢- هل يوجد إختلاف في المقدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية فيما يتعلق بتحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير بها في سوق الأوراق المالية المصرية؟

- ٣- هل يؤثر هيكل الملكية على الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية) في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير بها في سوق الأوراق المالية المصرية؟

ويهدف هذا البحث إلى دراسة أثر الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، والتدفقات النقدية التشغيلية له) في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير بها. ويهدف أيضا إلى دراسة أثر هيكل الملكية (تركيز الملكية، وطبيعة الملكية) على الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية) في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها، ويتم ذلك بالتطبيق على عينة من شركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

وتتبع أهمية هذا البحث من أنه يقدم دليلاً عملياً على تأثير المعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، والتدفقات النقدية التشغيلية له) على تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها في سوق الأوراق المالية المصرية. ومن ناحية أخرى ترجع أهمية هذا البحث إلى تحديد المقدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم كل على حدة وبشكل مشترك. كذلك تتبع أهمية هذا البحث من خلال اختباره لأثر هيكل الملكية كإحدى الآليات الداخلية لحوكمة الشركة على الدور التقييمى للمعلومات المحاسبية الثلاثة السابقة، وذلك من خلال التركيز على بعدين من أبعاد هيكل الملكية هما تركيز الملكية، وطبيعة الملكية وأثرهما على الدور التقييمى لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم.

وبالتالى يركز هذا البحث على دراسة أثر بعض المعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وندفقاته النقدية التشغيلية) على تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها لعينة من الشركات المساهمة المصرية خلال الفترة من 2014 إلى 2017. ويخرج عن نطاق هذا البحث الشركات المالية لما لها من طبيعة خاصة، نظراً لخضوعها لقواعد وإجراءات قانونية ونظامية وآليات حوكمة مختلفة. بالإضافة إلى ما سبق، فإن قابلية النتائج التى توصل إليها الباحث للتعميم مشروطة بقيود الدراسة التطبيقية.

ولتحقيق هدف البحث سيتم تقسيم ما تبقى منه إلى ثلاثة أقسام. وسيقوم الباحث في **القسم الثانى** بتناول الإطار النظري للبحث واشتقاق فروضه. وسيتم ذلك باستعراض الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وندفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم. وسوف يتم تناول أثر هيكل الملكية على هذا الدور في تحديد الأسعار السوقية للأسهم، بالإضافة إلى الدراسات السابقة ذات العلاقة بمشكلة البحث، ومن ثم اشتقاق فروض البحث. أما **القسم الثالث**، فيتناول الدراسة التطبيقية من خلال عرض مجتمع وعينة الدراسة، ومصادر البيانات، وقياس متغيرات الدراسة، والأساليب والنماذج الإحصائية المستخدمة، ونتائج اختبار فروض البحث. ويتناول **القسم الرابع**، والأخير خلاصة البحث وتوصياته.

٢ - الإطار النظري للبحث واشتقاق فروضه

تعتمد الشركات المقيدة بالبورصة على القوائم المالية كوسيلة للاتصال بكافة أصحاب المصالح. وتحاول المنظمات المهنية وواضعو المعايير المحاسبية تحسين جودة القوائم المالية من خلال تحسين مستوى الإفصاح والشفافية (Vishnani & Shah 2008). ولكي تكون القوائم المالية مفيدة يجب أن تتميز المعلومات المحاسبية بعدة خصائص أهمها ملاءمة المعلومة Relevance. ولذلك تناول العديد من الدراسات المعلومات المحاسبية ومدى ملاءمتها لتحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير بها. ويعرض الباحث فيما يلي الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، وعلاقة هيكل الملكية بهذا الدور في تحديد أسعار الأسهم وتفسير التغير بها.

أولاً: الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية

يعبر مفهوم الدور التقييمي *value relevance* في الدراسات المحاسبية عن مقدرة المتغيرات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية على تفسير التغيرات في أسعار (أو عوائد) الأسهم. وتعد دراسة Ball & Brown (1968) من أوائل الدراسات التي تناولت المحتوى المعلوماتي للأرقام المحاسبية وخاصة العلاقة بين ربحية السهم وعوائده. وقد توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط معنوي بين ربحية السهم غير المتوقعة وعوائد غير العادية. وقد تبعها المزيد من الدراسات التي إختبرت المحتوى المعلوماتي للأرقام المحاسبية في العديد من الأسواق المالية (e.g., Collins et al. 1997; Frankel & Lee, 1998; Brimble & Hodgson 2007; Chandrapala 2010). ونظراً لأن الغرض الرئيسي للقوائم المالية يتمثل في عرض رؤية حقيقية وعادلة لنتائج أعمال الشركة ومركزها المالي، وتدفعاتها النقدية، فإنه في حالة عدم وجود علاقة بين الأرقام المنشورة في القوائم المالية والقيمة السوقية للشركة تصبح هذه القوائم بدون دور تقييمي، وبالتالي إذا فقدت القوائم المالية دورها التقييمي فإنها تفقد اهتمام المستفيدين بها.

وقد ركز معظم الدراسات التطبيقية التي تناولت الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية على الشركات الأمريكية، حيث قامت Hayn (1995) باختبار الدور التقييمي لربحية السهم بالنسبة لعوائده عن الفترة من 1962 إلى 1990. وقد وجدت هذه الكاتبة علاقة إيجابية بين ربحية السهم وعوائده، وقد كانت هذه العلاقة أقوى في الشركات الرباحة عنها في الشركات الخاسرة.

بينما تناولت دراسة Collins et al., (1997) الدور التقييمي لكل من ربحية السهم والقيمة الدفترية له وأثرهما على القيمة السوقية للسهم عن الفترة من 1953 إلى 1993. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج التقييم الذي قدمه Ohlson (1995)، والذي يعبر عن سعر السهم كدالة في كل من ربحية السهم وقيمته الدفترية. واعتمدت الدراسة على معامل التحديد المعدل R^2 كمقياس للدور التقييمي لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تناقص في الدور التقييمي لربحية السهم مصحوباً بزيادة في الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم حيث أرجعت الدراسة ذلك إلى تزايد مقدار وتكرار عناصر

المصروفات والإيرادات غير المتكررة، وزيادة تكرار حدوث الخسائر، وتزايد كثافة الأصول غير الملموسة غير المسجلة دفترياً على مر الزمن.

وقد توصل Barth et al., (1998) إلى أن الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم يكون أعلى من ذلك الخاص بربحية السهم بالنسبة للشركات ذات السلامة المالية المنخفضة. كما أظهرت نتائج الدراسة أن المقدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم وقيمه الدفترية تختلف من قطاع صناعي لآخر. وقد اهتمت دراسة Frankel & Lee (1998) باختبار الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في تحديد أسعار الأسهم في 20 دولة. ووجدت هذه الدراسة أن كلا من ربحية السهم الحالية، والقيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم المتوقعة يفسرون 72% من التغير في أسعار الأسهم.

بينما توصلت دراسة King & Langli (1998) والتي أجريت في ثلاث دول مختلفة هي ألمانيا، والمملكة المتحدة، والنرويج إلى وجود دور تقييمي مشترك لكل من ربحية السهم وقيمه الدفترية ولكنه يختلف من دولة لأخرى، حيث بلغت المقدرة التفسيرية للإثنين معاً 70% في المملكة المتحدة، و60% في النرويج، و40% في ألمانيا. وتوصلت تلك الدراسة إلى أن الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم كان أكبر من الدور التقييمي لربحية السهم في كل من ألمانيا والنرويج، في الوقت الذي تلعب فيه ربحية السهم دوراً تقييمياً أكبر من القيمة الدفترية للسهم في المملكة المتحدة.

ومن ناحية أخرى، قام Graham (2000) باختبار الدور التقييمي لكل من القيمة الدفترية للسهم والدخل المتبقي في كل من أندونيسيا، وماليزيا، والفلبين، وكوريا الجنوبية، وتايوان، وتايلاند. وقد توصلت الدراسة إلى أن هذين المتغيرين لهما دور تقييمي في هذه الدول، وتراوحت المقدرة التفسيرية بين 24% في أندونيسيا إلى 90% في الفلبين.

وحاول Ben Ayed & Abaoub (2006) إستكشاف الدور التقييمي للأرباح ومكوناتها لعينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية التونسية خلال الفترة من 1997 إلى 2004. وقد توصل الباحث إلى وجود دور تقييمي لكل من ربحية السهم قبل الضرائب، والبنود الخاصة، وضرائب الدخل في تحديد أسعار الأسهم، بينما لا يوجد دور تقييمي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية للسهم والاستحقاقات. وفي حالة أخرى، تناولت دراسة Ben Naceur & Nachi (2007) التغير في الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمه

الدفترية، وتدفعاته النقدية التشغيلية قبل وبعد التعديلات المحاسبية التي تم إجراؤها في البيئة التونسية عام 1997، واستخدمت عينة من الشركات عن الفترة من عام 1992 إلى 2001. توصلت تلك الدراسة إلى أن الدور التقييمي لربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفعاته النقدية التشغيلية قد ارتفع بعد الإصلاحات المحاسبية التي تمت عام 1997.

وتوصلت دراسة (Chandrapala 2010) إلى أن كلا من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، والعائد على حقوق الملكية لهم دور تقييمي إيجابي بالنسبة للقيمة السوقية للأوراق المالية في سيريلانكا. ووجدت الدراسة أيضا أن ربحية السهم تعد أكثر المتغيرات التي لها دور تقييمي بينما يعد معدل العائد على حقوق الملكية أقل متغير له دور تقييمي. ووجدت الدراسة أيضا أن المقدرة التفسيرية للمتغيرات الثلاثة تزيد عبر الزمن. فقد زادت المقدرة التفسيرية للنموذج نتيجة تبني تكنولوجيا جديدة في سيريلانكا عام 2007، وخاصة ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية بينما انخفض الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم خلال هذه الفترة.

وهكذا، يتضح مما سبق أن معظم الدراسات السابقة قد ركزت على الدور التقييمي لبعض المعلومات المحاسبية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم، وخاصة ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفعاته النقدية التشغيلية (e.g.,Kwon 2009; Banker et al.,2009; Chandrapala 2013;Andriantomo & Yudianti 2013). وقد توصل بعض الدراسات إلى أن القيمة الدفترية للسهم كانت لها مقدرة تفسيرية أكبر من التدفقات النقدية التشغيلية للسهم وربحيته (e.g.,Kwon 2009; Chandrapala 2013;Andriantomo & Yudianti 2013). بينما توصل البعض الآخر إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية للسهم كانت لها مقدرة تفسيرية أكبر من ربحية السهم (Choi & Jang 2006;Kwon2009). ويرى الباحث أنه برغم اعتماد قرارات المستثمرين بشكل أساسي على القيمة الدفترية للسهم ، وأقل اعتماداً على ربحية السهم، وذلك نظراً لإمكانية التلاعب بربحية السهم، بالإضافة إلى أن ربحية السهم السلبية تتسبب في تدهور القيمة المحاسبية، إلا أن ربحية السهم لها تأثير أكبر على أسعار الأسهم في السوق المصرية. ولذلك يمكن للباحث اشتقاق الفرض الأول من البحث في صورته البديلة:

الفرض الأول: يوجد أثر إيجابي ومعنوي لربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفعاته النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

ومن ناحية أخرى، قام العديد من الدراسات باختبار الدور التقييمي المشترك للمعلومات المحاسبية في تحديد أسعار الأسهم. فقد قام (Pourheydari et al., 2008) بمقارنة الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتوزيعاته مع الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وربحيته في تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الإيرانية خلال الفترة من 1996 إلى 2004. وقد توصلت الدراسة إلى تساوي الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتوزيعاته بالدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وربحيته. بينما توصل (Kwon 2009) إلى وجود دور تقييمي مشترك لكل من القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية والذي يزيد عن الدور التقييمي المشترك لكل من القيمة الدفترية للسهم وربحيته.

ويرى الباحث أن الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية يكون أكبر من الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وقيمه الدفترية، والذي بدوره يكون أكبر من الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية. **ولذلك أمكن للباحث إشتقاق الفرض الثاني من البحث في صورته البديلة:**

الفرض الثاني: يزيد الدور التقييمي المشترك لكل من ربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية عن الدور التقييمي المشترك لكل من ربحية السهم وقيمه الدفترية، أو الدور التقييمي المشترك لكل من القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية.

ثانياً: العلاقة بين الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم وقيمه الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية) وهيكل الملكية

تفترض نظرية الوكالة أن الملاك يرغبون في تعظيم ثروتهم في الوقت الذي يركز فيه المديرون على زيادة مكافأاتهم أو تخفيض مجهوداتهم. وبالتالي، فإن تركيز الملكية يعد أحد الشروط المسبقة للتأثير على أنشطة المديرين. ويرى (Mishra & Kapil 2017) أن تركيز الملكية في أيدي عدد قليل من الملاك يعد أحد الحلول لمشكلات الوكالة، وربما يحسن أداء الشركة. وقد تناول العديد من الدراسات النظرية والعملية تركيز الملكية كإحدى الآليات الداخلية لحوكمة الشركة.

وتعد دراسة (Shleifer & Vishny 1997) من أوائل الدراسات النظرية التي تناولت هذه القضية، حيث رأى هذان الكاتبان أن كبار الملاك يكون لديهم دافع أكبر لمتابعة الإدارة

بما يؤدي إلى تقليل مشكلة التواكل Free rider والتي تظهر في حالة تشتت الملكية في أيدي عدد كبير من الملاك (Bukart et al., 1997). بالإضافة إلى ذلك، فإن تركيز الملكية في أيدي كبار الملاك يساعدهم على إتخاذ العديد من القرارات في مواجهة الإدارة عن حالة تشتت هيكل الملكية في أيدي صغار الملاك.

ومن ناحية أخرى، توصل العديد من الدراسات العملية إلى أن تركيز الملكية يرتبط إيجابياً بمقاييس الأداء، مثل العائد على الأصول (Ahmed Sheikh et al., 2013)، والعائد على حقوق الملكية (Ehikioya, 2009; Desoky and Mousa, 2013)، وربحية السهم (Ahmed Sheikh et al., 2013)، ومعدل القيمة السوقية للسهم بالنسبة لقيمتة الدفترية (Reddy et al., 2010)، ونسبة Tobin's Q (Reddy et al., 2010).

وعلى الرغم مما سبق، تناول القليل من الدراسات أثر تركيز هيكل الملكية على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية (خاصة ربحية السهم وقيمتة الدفترية)، فقد تناول Bae and Jeong (2007) أثر تركيز الملكية على الدور التقييمي لربحية السهم وقيمتة الدفترية لعينة من 4285 مشاهدة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية بكوريا الجنوبية خلال الفترة من 1987 إلى 1998. وقد توصل هذان الكاتبان إلى أن الدور التقييمي لربحية السهم وقيمتة الدفترية يكون أقل في الشركات ذات التركيز في الملكية عن الشركات ذات التشتت في الملكية.

وعلى العكس من ذلك، توصل (Thomsen and Pedersen 2000) إلى وجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية ونسبة السعر السوقى للسهم إلى ربحيته. كما توصلت الدراسة إلى أن تركيز الملكية له علاقة إيجابية بكل من العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية. وقد اتفق Chandrapala (2013) مع الدراسة السابقة في أن الدور التقييمي لربحية السهم وقيمتة الدفترية يكون أكبر في الشركات التي تتميز بتركز الملكية في أيدي كبار المساهمين عن الشركات التي تتميز بتشتت الملكية في أيدي صغار المساهمين. وقد توصل لهذه النتيجة باستخدام عينة من 882 مشاهدة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية بسيريلانكا خلال الفترة من 2005 إلى 2009.

ويتضح مما سبق، أن هناك تبايناً في النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة فمنها من وجد ارتفاعاً في الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في الشركات التي تتركز فيها الملكية في أيدي كبار المساهمين، ومنها من توصل إلى ارتفاع الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في الشركات التي تكون فيها الملكية مشتتة في أيدي عدد كبير من صغار المساهمين. وبالإضافة إلى ذلك، فقد ركزت الدراسات السابقة على مدخلين بديلين لتحديد الأسعار السوقية للأسهم هما قائمة الدخل (متمثلة في ربحية السهم)، وقائمة المركز المالي (متمثلة في القيمة الدفترية للسهم). تقاس بخارج قسمة القيمة السوقية للشركة إلى إجمالي قيمة الأصول

لذا سيحاول الباحث في الدراسة الحالية التركيز على ثلاثة مداخل بديلة لتحديد أسعار الأسهم، وهي قائمة الدخل (متمثلة في ربحية السهم)، وقائمة المركز المالي (متمثلة في القيمة الدفترية للسهم)، وقائمة التدفقات النقدية (متمثلة في التدفقات النقدية التشغيلية للسهم). كما يرى الباحث أن تركز الملكية في أيدي عدد قليل من الملاك يعد آلية داخلية فعالة لحوكمة الشركات يمكن من خلالها تحسين جودة ربحية السهم، وتدفقاته النقدية التشغيلية، والأداء المالي والتشغيلي في الشركة ككل. لذا يمكن للباحث إشتقاق الفرض الثالث للبحث في صورته البديلة:

الفرض الثالث: يزيد الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الاسهم في الشركات ذات تركز الملكية عن الشركات ذات تشتت الملكية.

ومن ناحية أخرى، يرى بعض الباحثين أن الشركات المملوكة للدولة تكون أقل كفاءة من الشركات المملوكة للقطاع الخاص. ويرجع ذلك لوجود تدخل حكومي زائد في إدارة هذه الشركات، ونقص السيولة النقدية، والبيروقراطية الشديدة كأسلوب لإدارة هذه الشركات (e.g., Chen & wang 2004; Bai et al.,2004). ومن ناحية أخرى فإن من أهم الانتقادات الموجهة للشركات المملوكة للدولة هو التدخل السياسي، والسيطرة المباشرة على إدارة هذه الشركات من خلال حقوق التصويت الناتجة عن ملكية معظم أسهم الشركة. بالإضافة إلى ذلك، فإن الحكومة تسعى لتحقيق مصالحها السياسية عند وجود تعارض بين الأهداف

السياسية وأهداف الشركة من خلال إجبار إدارة هذه الشركات على إتباع سياسات معينة على حساب ربحية الشركة (Tariverdi et al.,2016).

وقد تناول Tariverdi et al., (2016)، أثر طبيعة الملكية على الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها، وذلك لعينة من 96 شركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية الإيرانية خلال الفترة من 2004 إلى 2014. وقد توصل هؤلاء الكتاب إلى أن القيمة الدفترية للسهم لها دور تقييمي أكبر في تحديد الأسعار السوقية للأسهم، تليها التدفقات النقدية التشغيلية للسهم، ثم ربحية السهم. توصلت الدراسة إلى أن الدور التقييمي المشترك لكل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم، وتفسير التغير فيها يفسرون حوالي 27.5% من التغير في أسعار الأسهم. أما بالنسبة لأثر نوع هيكل الملكية على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، فقد توصل Tariverdi وزملاؤه إلى أن الدور التقييمي المشترك لكل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم يكون أكبر في الشركات الخاصة عنه في الشركات العامة، فقد بلغت المقدرة التفسيرية 62% في الشركات الخاصة، و31.4% في الشركات العامة.

ويرى الباحث أن الشركات المملوكة في معظمها للقطاع الخاص تسعى غالباً إلى الإهتمام بالدور التقييمي للمعلومات المحاسبية بشكل يفوق الإهتمام من قبل الشركات المملوكة لقطاع الأعمال العام أو القطاع الحكومي، ويرجع ذلك إلى تركيز الشركات المملوكة للقطاع الخاص في المقام الأول على تحقيق معدلات ربحية عالية من خلال تفعيل كافة آليات الحوكمة لتحسين جودة المعلومات المحاسبية، والتخلص من البيروقراطية المتأصلة في قطاع الأعمال العام أو القطاع الحكومي. وهكذا يمكن للباحث اشتقاق الفرض الرابع من البحث في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الرابع: يزيد الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم في الشركات الخاصة عن الشركات العامة.

٣ - الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى تحقيق هدف البحث واختبار فروضه. وسيتم ذلك من خلال تناول مجتمع وعينة الدراسة، ومصادر البيانات، وقياس متغيرات الدراسة، ونموذج الدراسة،

والأساليب والنماذج الإحصائية المستخدمة فى دراسة ثم تحليل نتائج الدراسة، وذلك على النحو التالى.

٣-١ مجتمع وعينة الدراسة

يعتمد اختبار فروض البحث على تحليل التقارير السنوية لعينة من شركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. ويتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية. وقد اعتمد الباحث على عينة تحكيمية من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية فى مختلف القطاعات، مع استبعاد قطاعي البنوك وشركات التأمين لما لهما من طبيعة، وظروف، وخصائص مختلفة. وتكونت عينة الدراسة من 53 شركة بعدد 212 مشاهدة، وقد تم استبعاد 3 مشاهدات من عينة الدراسة لعدم توافر البيانات المتاحة لأغراض التحليل الإحصائي منها (مشاهدتين من قطاع الكيماويات، ومشاهدة واحدة من قطاع التشييد ومواد البناء) ليصبح الحجم النهائي لعينة الدراسة مكوناً من 209 مشاهدة عن فترة أربع سنوات 2014 - 2017. ويبين الجدول رقم (1) قطاعات الصناعة المختلفة التى شملتها عينة الدراسة.

جدول رقم (1) توزيع مفردات العينة

| النسبة المئوية (تقريباً) | عدد المشاهدات | القطاع |
|--------------------------|---------------|---------------------------------|
| 9.56% | 20 | قطاع الموارد الأساسية |
| 14.83% | 31 | قطاع التشييد ومواد البناء |
| 9.56% | 20 | قطاع العقارات |
| 14.35% | 30 | قطاع الكيماويات |
| 9.56% | 20 | قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية |
| 7.65% | 16 | قطاع المنتجات المنزلية والشخصية |
| 9.56% | 20 | قطاع الرعاية الصحية |
| 7.65% | 16 | قطاع الأغذية والمشروبات |
| 5.74% | 12 | قطاع السياحة والترفيه |
| 11.48% | 24 | قطاع التشييد والبناء |
| 100% | 209 مشاهدة | |

٣-٢ مصادر البيانات

قام الباحث بالحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية من واقع القوائم والتقارير المالية السنوية المنشورة بكتيب الإفصاح للخمسين شركة الأكثر نشاطاً الصادر عن بورصتى القاهرة والإسكندرية، وتقارير مجلس الإدارة. كما تم الحصول على بعض البيانات عن طريق المواقع الإلكترونية للشركات محل الدراسة وكذلك الموقع الإلكتروني لسوق الأوراق المالية (www.egyptse.com)، وموقع مباشر مصر (www.mubasher.info).

٣-٣ قياس متغيرات الدراسة

اعتمد الباحث على أسلوب تحليل الانحدار وفقاً لنموذج Ohlson (1995) لتحديد الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، والتي تعتبر السعر السوقي للسهم دالة في كل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية. كما يعتمد الباحث أيضاً على أسلوب تحليل الانحدار وفقاً لدراستي (Omokhudu & Ibadin (2015)، Tariverdi et al., (2016)، واللذان تعتبران السعر السوقي للسهم دالة في كل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية. وسيتم عرض كيفية قياس متغيرات الدراسة (المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة) كما يلي:

أولاً: المتغير التابع

يُمثل السعر السوقي P_{jt} لسهم الشركة j بعد ثلاثة شهور من نهاية السنة t وفقاً للعديد من الدراسات (e.g., Khanna 2014; Omokhudu & Ibadin 2015; Tariverdi et al 2016).

ثانياً: المتغيرات المستقلة

تتمثل المتغيرات المستقلة في بعض المعلومات المحاسبية ذات التأثير على السعر السوقي للسهم مثل:

- ١- ربحية السهم **EPS**: وتقاس بخارج قسمة صافي الأرباح عن السنة على عدد أسهم الشركة في نهاية العام.
- ٢- القيمة الدفترية للسهم **BV**: وتقاس بخارج قسمة القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية العام على عدد أسهم الشركة في نهاية العام.

٣- **التدفقات النقدية التشغيلية للسهم CF:** وتقاس بخارج قسمة التدفقات النقدية التشغيلية عن السنة على عدد أسهم الشركة في نهاية العام.

٣-٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة

استخدم الباحث حزمة برامج التحليل الإحصائي SPSS - بعد تحديد الأساليب الإحصائية المناسبة لطبيعة البيانات، وفروض البحث- في تحليل البيانات التي تم جمعها من مفردات العينة واختبار فروض البحث. وقد تم استخدام الأساليب التالية:

١- أسلوب الإنحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، مع التأكد من مدى توافر شروط الإنحدار، والتي تتمثل في الخطية، واعتدالية توزيع البواقي من خلال اختبارى Kolmogorov-Smirnov وتجانس البواقي، واستقلال البواقي من خلال اختبار دارين واتسون. وسيتم اختبار مدى معنوية نموذج الإنحدار ككل اعتماداً على إحصائية اختبار F، وكذلك اختبار مدى معنوية معاملات الإنحدار باستخدام اختبار t (في ظل مستوى المعنوية المقبول 5% أو أقل). (Hair et al.2010).

٢- أسلوب الارتباط الخطى البسيط اعتماداً على معامل ارتباط بيرسون لتحديد الارتباط بين متغيرات الدراسة. وسيتم الحكم على مدى معنوية إحصائية الاختبار في ظل مستوى المعنوية المقبول سوف يكون 5% أو أقل.

٣- الإحصاءات الوصفية، والتي تشمل الوسط الحسابى لتحديد متوسط القيم لجميع متغيرات الدراسة، والانحراف المعياري لتحديد مدى التشتت أو الانحراف لكل متغير عن وسطه الحسابى.

٣-٥ النماذج الإحصائية المستخدمة

يعتمد الباحث على نماذج الإنحدار البسيط والمتعدد لاختبار الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية (ربحية السهم، وقيمه الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية) في تحديد أسعار الأسهم، بالإضافة إلى اختبار أثر إختلاف هيكل الملكية على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في تحديد أسعار الأسهم، والتي تشمل النماذج التالية:

أولاً: قياس أثر ربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية على تحديد الأسعار السوقية للأسهم

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{jt} + \beta_2 BV_{jt} + \beta_3 CF_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (2)$$

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 BV_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (3)$$

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CF_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (4)$$

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{jt} + \beta_2 BV_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (5)$$

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{jt} + \beta_2 CF_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (6)$$

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 BV_{jt} + \beta_2 CF_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (7)$$

حيث:

P_{jt}: السعر السوقى للسهم بعد ثلاثة شهور من نهاية السنة المالية.

EPS_{jt}: ربحية السهم عن السنة المالية،

BV_{jt}: القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة المالية،

CF_{jt}: التدفق النقدى التشغيلى للسهم عن السنة المالية،

ε_{jt}: بواقي النموذج، **β₁**، **β₂**، **β₃**: معلمات النموذج.

ثانياً: قياس علاقة تركيز الملكية بالدور التقييمى لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم

$$P_{cjt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{cjt} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

$$P_{cjt} = \beta_0 + \beta_1 BV_{cjt} + \epsilon_{jt} \quad (2)$$

$$P_{cjt} = \beta_0 + \beta_1 CF_{cjt} + \epsilon_{jt} \quad (3)$$

$$P_{cjt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{cjt} + \beta_2 BV_{cjt} + \beta_3 CF_{cjt} + \epsilon_{jt} \quad (4)$$

$$P_{njt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{njt} + \epsilon_{jt} \quad (5)$$

$$P_{njt} = \beta_0 + \beta_1 BV_{njt} + \epsilon_{jt} \quad (6)$$

$$P_{njt} = \beta_0 + \beta_1 CF_{njt} + \epsilon_{jt} \quad (7)$$

$$P_{njt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{njt} + \beta_2 BV_{njt} + \beta_3 CF_{njt} + \epsilon_{jt} \quad (8)$$

وقد تم إضافة حرف c لتمثل الشركات التى تتميز بتركيز الملكية في أيدي 5% فقط من

المساهمين، بينما تم إضافة حرف n لتمثل الشركات التى لديها تشتت في هيكل الملكية.

ثالثاً: قياس علاقة الملكية الخاصة والعامّة بالدور التقييمي للمعلومات المحاسبية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم

$$P_{pjt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{pjt} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

$$P_{pjt} = \beta_0 + \beta_1 BV_{pjt} + \epsilon_{jt} \quad (2)$$

$$P_{pjt} = \beta_0 + \beta_1 CF_{pjt} + \epsilon_{jt} \quad (3)$$

$$P_{pjt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{pjt} + \beta_2 BV_{pjt} + \beta_3 CF_{pjt} + \epsilon_{jt} \quad (4)$$

$$P_{sjt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{sjt} + \epsilon_{jt} \quad (5)$$

$$P_{sjt} = \beta_0 + \beta_1 BV_{sjt} + \epsilon_{jt} \quad (6)$$

$$P_{sjt} = \beta_0 + \beta_1 CF_{sjt} + \epsilon_{jt} \quad (7)$$

$$P_{sjt} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{sjt} + \beta_2 BV_{sjt} + \beta_3 CF_{sjt} + \epsilon_{jt} \quad (8)$$

وقد تم إضافة حرف p للدلالة على الشركات التي تزيد نسبة الملكية الخاصة فيها عن 50%، بينما تم إضافة حرف s لتدل على الشركات التي تزيد نسبة الملكية العامة فيها عن 50%.

٣-٦ نتائج اختبارات فروض البحث

يظهر الجدول رقم (2) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، والتي تبين أن متوسط سعر السهم السوقي كان 49.85 جنيه، وأن هناك فرقاً بين أعلى سعر سوقي للسهم 725 جنيه وأقل سعر سوقي للسهم 0.66 جنيه، لذلك بلغ الإنحراف المعياري 104.64 جنيه وهو أعلى من المتوسط نفسه، والذي يرجع لتعدد قطاعات الشركة المكونة للعينة. وينطبق ما سبق على باقي متغيرات الدراسة، حيث بلغ متوسط ربحية السهم 5.81 جنيه بينما كانت أعلى ربحية 107.41 جنيه، وأقل ربحية -27.49 جنيه. وبلغ متوسط القيمة الدفترية للسهم 39.42 جنيه بينما كانت أعلى قيمة 565.79 جنيه، وأقل قيمة 0.14 جنيه. وقد بلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية للسهم 10.83 جنيه بينما بلغ أعلى تدفق نقدي 132.58 جنيه، وأقل تدفق نقدي -4.49 جنيه.

جدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (*)

| الحد الأدنى | الحد الأعلى | الانحراف المعياري | المتوسط | عدد المشاهدات | المتغير |
|-------------|-------------|-------------------|---------|---------------|----------------------------------|
| 0.66 | 725 | 104.65 | 49.85 | 209 | السعر السوقي للسهم |
| -27.49 | 107.41 | 13.76 | 5.81 | 209 | ربحية السهم |
| 0.14 | 565.79 | 83.39 | 39.42 | 209 | القيمة الدفترية للسهم |
| -4.49 | 132.58 | 22.68 | 10.83 | 209 | التدفقات النقدية التشغيلية للسهم |

* كل أرقام المتوسط والانحراف المعياري والحد الأعلى والحد الأدنى بالجنيه المصري

ويظهر الجدول رقم (3) معاملات ارتباط بيرسون الخاصة بعلاقات الارتباط بين جميع متغيرات الدراسة وبعضها البعض. إذ يوضح الجدول وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين كل من السعر السوقي للسهم وكل من ربحية السهم، وقيمه الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية، حيث بلغت معاملات الارتباط 0.861، 0.727، 0.642 على التوالي. كما يظهر الجدول أيضا علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة الثلاثة والتي كانت إيجابية ومعنوية ولكن تتفاوت من حيث قوتها، حيث بلغ معامل الارتباط بين ربحية السهم، وقيمه الدفترية 0.619، بينما بلغ معامل الارتباط بين ربحية السهم، وتدفقاته النقدية التشغيلية 0.332، في حين بلغ معامل الارتباط بين القيمة الدفترية للسهم، والتدفقات النقدية التشغيلية له 0.550.

جدول رقم (3) معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة (209 مشاهدة)

| المتغير | السعر السوقي للسهم | ربحية السهم | القيمة الدفترية للسهم |
|----------------------------------|--------------------|-------------|-----------------------|
| السعر السوقي للسهم | 1 | .861** | .727** |
| ربحية السهم | .861** | 1 | .619** |
| القيمة الدفترية للسهم | .727** | .619** | 1 |
| التدفقات النقدية التشغيلية للسهم | .642** | .332** | .550** |

(**) معنوية عند 1% أو أقل.

ويعرض الجدول رقم (4) نتائج تحليل الإنحدار الخاصة بسعر السهم (كمتغير تابع) على كل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية معاً (كمتغيرات مستقلة) وعلى كل منهم بمفرده، كما ورد بالمعادلات الأربع السابقة أرقام (1، 2، 3، 4) على التوالي بالفقرة (3-5 أولاً). ففي النموذج رقم (1) من الجدول تم اختبار الأثر الكلي لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها. وقد إتضح للباحث أن جميع معاملات الإنحدار كانت موجبة ومعنوية عند مستوى معنوية أقل من 5%. كما يبين معامل التحديد المعدل R^2 أن ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية يفسرون حوالي 88.8% من التغيرات في أسعار الأسهم.

وقد قام الباحث باختبار أثر كل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية (لكل متغير منهم على حده) في تحديد أسعار الأسهم، كما يتبين من النماذج أرقام (2 و 3 و 4) بالجدول رقم (4). وقد أظهر هذا الاختبار وجود مقدرة تفسيرية متفاوتة لكل متغير من هذه المتغيرات، حيث بلغ معامل التحديد المعدل R^2 حوالي 73.9%، 52.6%، 40.9% لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية على التوالي. ويشير ذلك إلى أن ربحية السهم هي أكثر متغير له تأثير في تحديد أسعار الأسهم في السوق المصري، يليه القيمة الدفترية للسهم، وأخيراً التدفقات النقدية التشغيلية للسهم. على ذلك يمكن القول بأن المتغيرات الثلاثة لها تأثير في تحديد أسعار الأسهم وتفسير التغير فيها، ومن ثم يمكن قبول الفرض الأول للبحث. ويتفق ذلك مع دراستي (Omokhudu & Ibadin (2015)، و Tariverdi et al.,(2016) واللذان توصلتا إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم وتفسير التغير فيها.

من ناحية أخرى، قام الباحث باختبار الأثر المشترك لكل متغيرين على حدة (ربحية السهم وقيمتة الدفترية)، و(ربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية)، و(القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية) في تحديد أسعار الأسهم كما يظهر بالنماذج أرقام (5 و 6 و 7) بالجدول رقم (4) كما ورد بالمعادلات الثلاث السابقة بالفقرة (3-5 أولاً). وقد أظهرت النتائج وجود فروق في المقدرة التفسيرية لكل نموذج من النماذج الثلاثة السابقة. إذ بلغ معامل

التحديد المعدل R^2 حوالي 80%، 88.2%، 60.9% على التوالي، بما يدل على أن الأثر المشترك لكل من ربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية يكون أكبر في تحديد أسعار الأسهم، حيث بلغت المقدرة التفسيرية لهما 88.2%، يليه الأثر المشترك لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية، حيث بلغت المقدرة التفسيرية لهما 80%. وأخيراً، يأتي الأثر المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية، حيث بلغت المقدرة التفسيرية لهما 60.9%.

جدول رقم (4)

نتائج تحليل الانحدار الخاصة بسعر السهم كمتغير تابع على كل من ربحية السهم، وقيمتها الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية (كمغيرات مستقلة معاً)، وعلى كل واحد منهم بمفرده

| المتغيرات | النموذج (1) | النموذج (2) | النموذج (3) | النموذج (4) | النموذج (5) | النموذج (6) | النموذج (7) |
|------------------------------|---|---------------------------------------|---|---|--|--|--|
| | أثر ربحية السهم وقيمتها الدفترية وتدفقاته النقدية في تحديد أسعار الاسهم | أثر ربحية السهم في تحديد أسعار الاسهم | أثر القيمة الدفترية للسهم في تحديد أسعار الاسهم | أثر التدفق النقدي في تحديد أسعار الاسهم | أثر ربحية السهم وقيمتها الدفترية في تحديد أسعار الاسهم | أثر ربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الاسهم | أثر القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية في تحديد أسعار الاسهم |
| ربحية السهم | cof | 5.102 | 6.545 | ----- | 5.06 | 5.533 | ----- |
| | sig | .000 | .000 | ----- | .000 | .000 | ----- |
| القيمة الدفترية للسهم | cof | .145 | ----- | .912 | .394 | ----- | .672 |
| | sig | .001 | ----- | .000 | .000 | ----- | .000 |
| التدفق النقدي التشغيلي للسهم | cof | 1.640 | ----- | ----- | 2.963 | 1.847 | 1.603 |
| | sig | .000 | ----- | ----- | .000 | .000 | .000 |
| معامل التحديد المعدل R^2 | | 88.8% | 73.9% | 52.6% | 40.9% | 88.2% | 60.9% |
| إحصائية F | | 551 | 591.35 | 231.69 | 145.22 | 778.91 | 162.60 |
| مستوى مغنوية النموذج ككل | | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 |

(1) Pjt : السعر السوقى للسهم في نهاية السنة المالية، $EPSjt$: ربحية السهم عن السنة المالية، $BVjt$: القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة المالية،

$CFjt$: التدفق النقدي للسهم من النشاط التشغيلي عن السنة المالية.

(2) عدد المشاهدات 209 مشاهدة للأربع سنوات مجتمعة.

ولتحديد الدور التقييمى (المقدرة التفسيرية الإضافية) لكل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية يجب تجزئة معامل التحديد الإجمالى (المقدرة التفسيرية المتمثلة في R^2) للمعادلة رقم (١) (باعتبارها تشير إلى النسبة المئوية للتغير في أسعار الأسهم، والتي يفسرها كل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية معاً) إلى أربعة أجزاء. ويوضح الجدول رقم (٤-١) الدور التقييمى لكل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية، والذي يبين أن ربحية السهم وحدها تفسر ٢٧.٩% (الدور التقييمى لها)، بينما تفسر القيمة الدفترية للسهم ٠.٦% (الدور التقييمى لها)، في حين تفسر التدفقات النقدية التشغيلية للسهم ٨.٨% (الدور التقييمى له)، بينما تفسر ربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية معاً ٥١.٥% (الدور التقييمى المشترك لهم).

جدول رقم (٤-١) الدور التقييمى (المقدرة التفسيرية الإضافية)

لكل من ربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية (١)

| الدور التقييمى المشترك لربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية | الدور التقييمى للتدفق النقدى التشغيلى للسهم | الدور التقييمى للقيمة الدفترية للسهم | الدور التقييمى لربحية السهم | المقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية في النموذج رقم (٧) | المقدرة التفسيرية لربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية في النموذج رقم (٦) | المقدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية في النموذج رقم (٥) | المقدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في النموذج رقم (١) |
|--|---|--------------------------------------|-----------------------------|---|--|---|--|
| ٥١.٥% | ٨.٨% | ٠.٦% | 27.9% | ٦٠.٩% | ٨٨.٢ | ٨٠% | ٨٨.٨% |

(١) تم احتساب الدور التقييمى لكل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية كما يلي:

- الدور التقييمى لربحية السهم = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (١) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٧)
- الدور التقييمى للقيمة الدفترية للسهم = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (١) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٦)
- الدور التقييمى للتدفقات النقدية التشغيلية = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (١) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٥)
- الدور التقييمى المشترك = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (١) - الدور التقييمى لربحية السهم - الدور التقييمى للقيمة الدفترية للسهم - الدور التقييمى للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم

ومن ناحية أخرى، قام الباحث بقياس الدور التقييمي المشترك لكل متغيرين على حده، ولكل واحد منهما بمفرده. ويظهر الجدول رقم (٤-٢) أن المقدرة التفسيرية للنموذج رقم (٥) لتأثير ربحية السهم وقيمه الدفترية على أسعار الأسهم تبلغ ٨٠%، والتي يمكن تجزئتها إلى ثلاثة أجزاء كما هو موضح بالجدول، والذي يبين أن ربحية السهم وحدها تفسر ٢٧.٤% (الدور التقييمي له)، بينما تفسر القيمة الدفترية للسهم ٦.١% (الدور التقييمي لها)، في حين تفسر ربحية السهم وقيمه الدفترية معاً ٤٦.٥% (الدور التقييمي المشترك لهما).

جدول رقم (٤-٢) الدور التقييمي (المقدرة التفسيرية الإضافية) لكل من ربحية السهم وقيمه الدفترية (١)

| المقدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمه الدفترية في النموذج رقم (٥) | المقدرة التفسيرية لربحية السهم في نموذج رقم (٢) | المقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم في نموذج رقم (٣) | الدور التقييمي لربحية السهم | الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم | الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وقيمه الدفترية |
|--|---|--|-----------------------------|--------------------------------------|--|
| ٨٠% | ٧٣.٩% | ٥٢.٦% | ٢٧.٤% | ٦.١% | ٤٦.٥% |

- (١) تم احتساب الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمه الدفترية، والدور التقييمي المشترك لهما كما يلي:
- الدور التقييمي لربحية السهم = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (٥) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٣)
 - الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (٥) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٢)
 - الدور التقييمي المشترك لهما = المقدرة التفسيرية لربحية السهم وقيمه الدفترية - الدور التقييمي لربحية السهم - الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم

ويبين الجدول رقم (٤-٣) أن المقدرة التفسيرية للنموذج رقم (٦) لتأثير ربحية السهم وتدفعاته النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم تبلغ ٨٨.٢%، والتي يمكن تجزئتها إلى ثلاثة أجزاء كما هو مبين بالجدول. والذي يبين أن ربحية السهم وحدها تفسر ٤٧.٣% (الدور التقييمي له)، بينما تفسر التدفقات النقدية التشغيلية للسهم ١٤.٣% (الدور التقييمي له)، في حين تفسر ربحية السهم وتدفعاته النقدية التشغيلية معاً ٢٦.٦% (الدور التقييمي المشترك لهما).

جدول رقم (٤-٣) الدور التقييمي (المقدرة التفسيرية الإضافية)

لكل من ربحية السهم والتدفقات النقدية التشغيلية للسهم (١)

| الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية | الدور التقييمي للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم | الدور التقييمي لربحية السهم | المقدرة التفسيرية للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم نموذج رقم رقم (٤) | المقدرة التفسيرية لربحية السهم نموذج رقم (٢) | المقدرة التفسيرية لربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية في النموذج رقم (٦) |
|---|--|--------------------------------------|---|--|--|
| %٢٦.٦ | %١٤.٣ | %٤٧.٣ | %٤٠.٩ | %٧٣.٩ | %٨٨.٢ |

(١) تم إحتساب الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وتدفقاته النقدية التشغيلية، والدور التقييمي المشترك لهما كما يلي:

- الدور التقييمي لربحية السهم = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (٦) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٤)
- الدور التقييمي للتدفقات النقدية التشغيلية = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (٦) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٢)
- الدور التقييمي المشترك لهما = المقدرة التفسيرية لربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية - الدور التقييمي لربحية السهم - الدور التقييمي للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم

ويظهر الجدول رقم (٤-٤) أن المقدرة التفسيرية للنموذج رقم (٦) لتأثير القيمة الدفترية

للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم تبلغ ٦٠.٩%، والتي يمكن تجزئتها إلى ثلاثة أجزاء كما هو موضح بالجدول. إذ يبين الجدول أن القيمة الدفترية للسهم وحدها تفسر ٢٠% (الدور التقييمي لها)، بينما تفسر التدفقات النقدية التشغيلية ٨.٣% (الدور التقييمي له)، في حين تفسر القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية معاً ٣٢.٦% (الدور التقييمي المشترك لهما).

جدول رقم (٤-٤) المقدرة التفسيرية الإضافية لكل من القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية (١)

| الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية | الدور التقييمي للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم | الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم | المقدرة التفسيرية للتدفقات النقدية التشغيلية نموذج رقم (٤) | المقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم نموذج رقم (٣) | المقدرة التفسيرية لكل من القيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية في النموذج رقم (٧) |
|---|---|--------------------------------------|--|---|--|
| %٣٢.٦ | %٨.٣ | %٢٠ | %٤٠.٩ | %٥٢.٦ | %٦٠.٩ |

(١) تم إحتساب الدور التقييمي لكل من القيمة الدفترية للسهم، وتدفقاته النقدية التشغيلية، والدور التقييمي المشترك لهما كما يلي:

- الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (٧) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٤)
- الدور التقييمي للتدفقات النقدية التشغيلية = المقدرة التفسيرية في نموذج رقم (٧) - المقدرة التفسيرية في النموذج رقم (٣)
- الدور التقييمي المشترك لهما = المقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم، وتدفقاته النقدية التشغيلية - الدور التقييمي لربحية السهم - الدور التقييمي للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم

يتضح مما سبق أن الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وقيمه الدفترية يفوق كلا من الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية، والدور التقييمي المشترك لربحية السهم وقيمه الدفترية، حيث بلغت المقدرة التفسيرية الإضافية (الدور التقييمي المشترك) %٤٦.٥، %٣٢.٦، %٢٦.٦ على التوالي، بما يشير إلى عدم قبول الفرض الثاني للبحث والذي يتفق جزئياً مع دراسة (Kwon, 2009).

ويظهر الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الإنحدار لاختبار أثر تركيز الملكية على الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمه الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم. وقد قام الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى ٨٣ مشاهدة لديها تركيز في هيكل الملكية، و١٢٦ مشاهدة لديها تشتت في هيكل الملكية.

ويظهر هذا الجدول من خلال نتائج الإنحدار البسيط لكل متغير على حده أن المقدرة التفسيرية لربحية السهم قد بلغت %٧٢.٣ في الشركات ذات تركيز الملكية بينما بلغت %٦١.٤ في الشركات ذات تشتت الملكية. كما بلغت المقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم %٩١.٥ في الشركات ذات تركيز الملكية مقابل %٢٧.٩ في الشركات ذات تشتت الملكية. كما أظهرت النتائج أن المقدرة التفسيرية للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم %٣٩.٦ في الشركات ذات تركيز الملكية مقابل %٢.٣ في الشركات ذات تشتت الملكية.

وفي نفس الوقت يظهر الجدول من خلال نتائج تحليل الانحدار المتعدد للثلاثة متغيرات مجتمعة أن المقدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم، وقيمتة الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم والتغير فيها كانت أكبر في الشركات ذات تركيز الملكية عن الشركات ذات تشتت الملكية، حيث بلغت المقدرة التفسيرية لهذه المتغيرات مجتمعة ٩٤.١% في الشركات ذات تركيز الملكية مقابل ٨٤.٤% في الشركات ذات تشتت الملكية. وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث للبحث والذي يتفق مع دراسة (Chandrapala, 2013).

جدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار لسعر السهم كمتغير تابع على كل من ربحية السهم وقيمتة الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في ظل تركيز وتشتت الملكية

| تشتت الملكية (N=126) | | | | تركيز الملكية (N=83) | | | | | |
|---|--|---|---|---|--|---|---|--------------------------|----------------------------------|
| النموذج (٨) الدور المشترك لربحية السهم وقيمتة الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد سعر السهم | النموذج (٧) دور التدفقات النقدية التشغيلية في تحديد سعر السهم | النموذج (٦) دور القيمة الدفترية للسهم في تحديد سعر السهم | النموذج (٥) دور ربحية السهم في تحديد سعر السهم | النموذج (٤) الدور المشترك لربحية السهم وقيمتة الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد سعر السهم | النموذج (٣) دور التدفقات النقدية التشغيلية للسهم في تحديد سعر السهم | النموذج (٢) دور القيمة الدفترية للسهم في تحديد سعر السهم | النموذج (١) دور ربحية السهم في تحديد سعر السهم | المتغيرات | |
| 0.000 | | | 0.000 | 0.000 | | | 0.000 | sig | ربحية السهم |
| 6.04 | | | 4.610 | 2.421 | | | 6.346 | cof | |
| 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | | sig | القيمة الدفترية للسهم |
| 0.181 | | 0.535 | | 1.004 | | 1.542 | | cof | |
| 0.000 | ٠.٠٠٠ | | | 0.024 | 0.000 | | | sig | التدفقات النقدية التشغيلية للسهم |
| -0.94 | 0.303 | | | 0.509 | 2.99 | | | cof | |
| 80.4% | 2.3% | 27.9% | 61.4% | 94.1% | 39.6% | 91.5% | 72.3% | R ² المعدلة | |
| 172.29 | 3.957 | 49.45 | 199.44 3 | 434.29 | 54.81 | 889.17 | ٢١٤.٨٢ | إحصائية F | |
| 0.000 | ٠.٠49 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | مستوى معنوية النموذج ككل | |

ويظهر الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الإنحدار لاختبار أثر إختلاف طبيعة الملكية على الدور التقييمي لكل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم والتغير فيها. وقد قام الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى ٩٠ مشاهدة لديها ملكية خاصة، و ١١٩ مشاهدة لديها ملكية عامة.

ويبين الجدول من خلال نتائج الإنحدار البسيط لكل متغير على حده أن المقدرة التفسيرية لربحية السهم بلغت ٧٤.٥% في الشركات ذات الملكية الخاصة مقابل ١٢.٩% في الشركات ذات الملكية العامة. كما بلغت المقدرة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم ٥٥.٥% في الشركات ذات الملكية الخاصة مقابل ٢٤.٨% في الشركات ذات الملكية العامة. وعلى العكس، أظهرت النتائج أن المقدرة التفسيرية للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم بلغت ٤٠.٩% في الشركات ذات الملكية الخاصة مقابل ٥٤% في الشركات ذات الملكية العامة.

بينما يظهر الجدول من خلال نتائج الإنحدار المتعدد للثلاثة متغيرات مجتمعة أن المقدرة التفسيرية لكل من ربحية السهم، وقيمته الدفترية، وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد أسعار الأسهم والتغير فيها تكون أكبر في الشركات ذات الملكية الخاصة عنها في الشركات ذات الملكية العامة، حيث بلغت المقدرة التفسيرية لهذه المتغيرات مجتمعة ٨٨.٥% في الشركات ذات الملكية الخاصة مقابل ٥٨.٧% في الشركات ذات الملكية العامة. وبالتالي يتم قبول الفرض الرابع للبحث والذي يتفق مع دراسة (Tariverdi et al ., 2016).

جدول رقم (6) نتائج تحليل الانحدار لسعر السهم كمتغير تابع
على كل من ربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية
في ظل الملكية الخاصة والعامة

| ملكية عامة (N=119) | | | | ملكية خاصة (N=90) | | | | | |
|--|---|--|--|--|---|--|--|--------------------------|----------------------------------|
| النموذج (٨) الدور المشترك لربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد سعره | النموذج (٧) دور التدفقات النقدية التشغيلية للسهم في تحديد سعره | النموذج (٦) القيمة الدفترية للسهم في تحديد سعره | النموذج (٥) دور ربحية السهم في تحديد سعره | النموذج (٤) الدور المشترك لربحية السهم وقيمته الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد سعره | النموذج (٣) دور التدفقات النقدية التشغيلية للسهم في تحديد سعره | النموذج (٢) دور القيمة الدفترية للسهم في تحديد سعره | النموذج (١) دور ربحية السهم في تحديد سعره | المتغيرات | |
| 0.000 | | | 0.000 | 0.000 | | | 0.000 | sig | ربحية السهم |
| 0.725 | | | 1.812 | 5.153 | | | 6.72 | cof | |
| 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | | sig | القيمة الدفترية للسهم |
| 0.174 | | 0.454 | | 0.162 | | 0.938 | | cof | |
| 0.000 | 0.000 | | | 0.000 | 0.000 | | | sig | التدفقات النقدية التشغيلية للسهم |
| 1.808 | 2.208 | | | 1.546 | 2.921 | | | cof | |
| 58.7% | 54% | 24.8% | 12.9% | 88.5% | 40.9% | 55.5% | 74.5% | المعدلة R ² | |
| 56.84 | 139.47 | 39.83 | 18.47 | 230.36 | 62.47 | 112 | 260.37 | إحصائية F | |
| 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | مستوى معنوية النموذج ككل | |

٤ - خلاصة البحث والبحوث المستقبلية المقترحة

نظراً لأهمية المعلومات المحاسبية في مساعدة متخذي القرارات وزيادة معرفتهم وتنبؤهم بالأعمال المستقبلية، فقد زاد إهتمام الباحثين في العقود الأخيرة من القرن الحالي بالدور التقييمي للمعلومات المحاسبية. لذا إهتم الباحث في هذه الدراسة بقياس الدور التقييمي لبعض المعلومات المحاسبية في تحديد أسعار الأسهم، بالإضافة إلى قياس أثر هيكل الملكية على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية. وقد تم ذلك باستخدام عينة من ٥٣ شركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية عن الفترة من 2014 إلى 2017.

وقد قام الباحث في البداية باختبار مدى وجود أثر لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية على تحديد الأسعار السوقية للأسهم بسوق الأوراق المالية المصرية. وقد تبين للباحث أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تحديد الأسعار السوقية للأسهم وتفسير التغير فيها. وقد قام الباحث باختبار الأثر المشترك لكل متغيرين من المتغيرات الثلاثة السابقة في تحديد الأسعار السوقية للأسهم. وقد وجد الباحث أن التأثير المشترك لكل من ربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية هو الأقوى في تحديد أسعار الأسهم في السوق المصرية، يليه التأثير المشترك لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية ثم يأتي التأثير المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية.

ولتحديد الدور التقييمي (المقدرة التفسيرية الإضافية) لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في تفسير التغير في الأسعار السوقية للأسهم، قام الباحث بقياس الدور التقييمي لكل متغير على حدة. وقد توصل الباحث إلى أن ربحية السهم وحدها لها أكبر دور تقييمي يليها تدفقاته النقدية التشغيلية ثم قيمته الدفترية، بينما يمثل الدور التقييمي للمتغيرات الثلاثة مجتمعة أكثر من ضعف الدور التقييمي لكل متغير من المتغيرات الثلاثة على حدة. كما قام الباحث بقياس الدور التقييمي المشترك لكل متغيرين على حدة. وقد توصل الباحث إلى أن الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وقيمتها الدفترية كان أكبر من كل من الدور التقييمي المشترك للقيمة الدفترية للسهم وتدفقاته النقدية التشغيلية أو الدور التقييمي المشترك لربحية السهم وتدفقاته النقدية التشغيلية.

وبتقسيم عينة الدراسة إلى مشاهدات ذات تركيز في هيكل الملكية ومشاهدات ذات تشتت في هيكل الملكية، توصل الباحث إلى أن الدور التقييمي لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية يكون أكبر في الشركات ذات تركيز هيكل الملكية عن الشركات ذات تشتت هيكل الملكية. كما اتضح للباحث من خلال تقسيم عينة الدراسة إلى شركات ذات ملكية خاصة، وشركات ذات ملكية عامة أن الدور التقييمي لكل من ربحية السهم وقيمتها الدفترية وتدفقاته النقدية التشغيلية في الشركات ذات الملكية الخاصة يزيد عن الدور التقييمي في الشركات ذات الملكية العامة.

من ناحية أخرى، قام الباحث باختبار إضافي لدراسة مدى التغير في الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية قبل تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة الصادرة عام ٢٠١٥ والتي بدأ تطبيقها بداية من عام ٢٠١٦. وبالتالي قام الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى مشاهدات قبل تطبيق المعايير (تشمل عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٥) ومشاهدات بعد تطبيق المعايير (تشمل عامي ٢٠١٦ و ٢٠١٧). وقد توصل الباحث^١ إلى زيادة الدور التقييمي لربحية السهم بعد تطبيق النسخة المعدلة من معايير المحاسبة المصرية، حيث زادت المقدرة التفسيرية الإضافية لربحية السهم بنسبة ١٤.٩%، ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى التعديل الصادر وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية الصادرة عام ٢٠١٥ بضرورة الإفصاح عن كافة بنود الدخل والمصروفات في قائمتين منفصلتين هما قائمة الدخل (الأرباح والخسائر) وقائمة الدخل الشامل مما أدى إلى زيادة الدور التقييمي لربحية السهم بعد صدور النسخة الجديدة من المعايير. كما زادت المقدرة التفسيرية الإضافية للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم بنسبة ١٣.١%. بينما إنخفضت المقدرة التفسيرية الإضافية للقيمة الدفترية للسهم بنسبة ٤.٨% ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى إصدار معيار محاسبي جديد رقم ٤٥ لقياس القيمة العادلة عام ٢٠١٥ مما أدى إلى زيادة الإهتمام بقياس القيمة العادلة للسهم والإفصاح عنها وإنخفاض الإهتمام بالقيمة الدفترية للسهم مما أدى بدوره إلى إنخفاض الدور التقييمي للقيمة الدفترية للسهم.

واستناداً إلى النتائج السابقة يوصي الباحث بضرورة القيام بالمزيد من الدراسات والبحوث فيما يتعلق بتأثير المعلومات المحاسبية على تحديد أسعار الأسهم وتفسير التغير فيها، وذلك من خلال إدخال العديد من المتغيرات المحاسبية التي يمكن أن يكون لها تأثير على الأسعار السوقية للأسهم مثل معدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول وغيرها. ويمكن دراسة أثر آليات الحوكمة المختلفة على الدور التقييمي لهذه المعلومات المحاسبية، وخاصة إدارة المخاطر كأحد أهم الآليات الداخلية لحوكمة الشركات. ويرى الباحث أيضاً ضرورة دراسة العديد من العوامل المؤثرة على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، والتي تم تناولها في الدراسات السابقة مثل حجم الشركة، والقطاع الصناعي، وتطبيق المعايير الدولية

^١ يشير الباحث هنا فقط إلى ملخص النتائج التي توصل إليها من هذا الاختبار الإضافي بدون إدراج الجداول الإحصائية المفصلة لنتائج هذا الاختبار.

للتقرير المالي IFRS، وتحفظ الشركة، وقدرة المنشأة على الاستمرار وغيرها. كما يوصي الباحث أيضا بدراسة أثر مرور الزمن على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية من خلال دراسة الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية لعدة سنوات قبل ثورة بنابر ٢٠١١ وعدة سنوات بعدها لدراسة التغير في الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- طاحون، محمد عبد الحميد (٢٠٠٠). " دور الأرباح والقيمة الدفترية للسهم في تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية". مجلة البحوث المحاسبية- الجمعية السعودية للمحاسبة. العدد الثاني، ص ٩٧-١٣٤.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Ahmed Sheikh, N., Z, Wang., and S, Khan .(2013). The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance: evidence from Pakistan. **International Journal of Commerce and Management**, 23 (1): 38-55.
- Al-Sehali, M. and N, Spear .(2004). The decision relevance and timeliness of accounting earnings in Saudi Arabia. **The International Journal of Accounting**, 39: 197-217.
- Amir, E., and B, Lev .(1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications Industry. **Journal of Accounting and Economics**, 22: 2-30.
- Andriantomo and Yudianti. (2013). The Value Relevance of Accounting Information at Indonesia Stock Exchange. **The 2013 IBEA, International Conference on Business, Economics, and Accounting, Bangkok**.
- Bae, K. H., and S. W, Jeong. (2007). The value-relevance of earnings and book value, ownership structure, and business group affiliation: Evidence from Korean business groups. **Journal of Business Finance & Accounting**, 34(5-6): 740-766.

- Ball, R. and P, Brown. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, 6: 159–178
- Banker, R. D., R, Huang., and R, Natarajan. (2009). Incentive contracting and value relevance of earnings and cash flows. **Journal of Accounting Research**, 47(3): 647-678.
- Ben Ayed, M. R., and E, Abaoub. (2006). Value relevance of accounting earnings and the information content of its components: Empirical evidence in Tunisian Stock Exchange. **Available at SSRN: - <https://ssrn.com/abstract=940791> .**
- Ben Naceur, S., and W, Nachi. (2006). Does the Tunisian accounting reform improve the value relevance of financial information? **.Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=888922> .**
- Bremer, J. and N, Ellias. (2007). Corporate governance in developing economies: the case of Egypt. **International Journal of Business Governance and Ethics**, 3 (4): 430-445.
- Brimble, M., and A, Hodgson. (2007). On the intertemporal value relevance of conventional financial accounting in Australia. **Accounting and Finance**, 47(4): 599–622.
- Burkart, M., D, Gromb and F, Panunzi. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. **The Quarterly Journal of Economics**, 112 (3): 693-728.
- Chandrapala, P. (2010). Value relevance of accounting information: evidence from Sri Lanka. **International Journal of Research in Commerce and Management (IJRCM)**, 1(8): 13-20.
- Chandrapala, P. (2013). The value relevance of earnings and book value: The Importance of ownership concentration and firm size. **Journal of Competitiveness**, 5(2): 98-107.
- Chen, C., S, Chen and X, Su. (2001). Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese Stock Market?. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, 10: 1-22.

- Choi, H.S. and S.C, Jang. (2006). The relative value relevance of earnings and cash flow measures in each life-cycle stage. **Korean Management Review**, 35(5):1339-1360.
- Collins, D., E, Maydew and I, Weiss. (1997). Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, 24: 39-67.
- Der, B. A., P, Polak and M, Masri. (2016). Investigation on the value relevance of accounting information: evidence from incorporated companies in the Singapore capital market. **Investment Management and Financial Innovations**, 13(3): 9-21.
- Desoky, A.M. and G.A, Mousa. (2013). An empirical investigation of the influence of ownership concentration and identity on firm performance of Egyptian listed companies. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 3 (2) :164-188.
- Ehikioya, B.I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria, Corporate Governance. **The International Journal of Business in Society**, 9 (3) : 231-243.
- Farag, S.M. (2009). The accounting profession in Egypt: its origin and development. **The International Journal of Accounting**, 44: 403-414.
- Francis, J. and K, Schipper. (1999). Have financial statements lost their relevance?. **Journal of Accounting Research**, 37: 319-352.
- Frankel, R., and C, Lee. (1998). Accounting diversity and international valuation. **Working paper. University of Michigan and Cornell University**.
- Graham, R., and R, King. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. **The International Journal of Accounting**, 35(4): 445-470.

- Hair, J. F., W. C, Black., B. J. Babin, and R. E. Anderson. (2010). Multivariate data analysis. **Pearson Prentice Hall. 7th Edition**
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. **Journal of Accounting & Economics**, 20(2): 125-153.
- Healy, P. and K, Palepu. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, 31:405-440.
- Hung, M. (2001). Accounting standards and value relevance of financial statements: an international analysis. **Journal of Accounting and Economics**, 30: 401-420.
- Jianwei L and L, Chunjiao .(2007). Value Relevance of Accounting Information in Different Stock Market Segments: The Case of Chinese A-, B-, and H-Shares. **Journal of International Accounting Research**, 6(2):55-81
- King, R.D., and J.C, Langli. (1998). Accounting diversity and firm valuation. **International Journal of Accounting**, 33(4):529-567.
- Kwon, G.-J. (2009). The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash Flows: Evidence from Korea. **International Journal of Business Management**, 4: 28-42.
- Mostafa, W. (2016). The value relevance of earnings, cash flows and book values in Egypt. **Management Research Review**, 39(12):-1752-1778.
- Musthafa, S.L. & Jahfer, A. (2013). Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Sri Lanka. **Proceedings of the Third International Symposium**, SEUSL. Oluvil, Sri Lanka.
- Omokhudu, O. O., and P. O, Ibadin. (2015). The value relevance of accounting information: Evidence from Nigeria. **Accounting and Finance Research**, 4(3):20-30.
- Pirie, S. and M, Smith. (2008). Stock prices and accounting information: evidence from Malaysia. **Asian Review of Accounting**, 16(2): 109-133.

- Reddy, K., S, Locke and F, Scrimgeour. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: an empirical investigation. **International Journal of Managerial Finance**, 6 (3) : 190-219.
- Shamki, D., and A, Al-Arussi. (2015). Ownership Structure Impacting Value Relevance of Accounting Information. **International Journal of Emerging Research in Management & Technology**, 4(1) :2278-9359 .
- Shleifer, A. and R, Vishny. (1997). A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, 52 (2): 737-783.
- Tariverdi1, Y., S, Leila and N, Saeed.(2016).The effect of ownership structure on value relevance os accounting information : An empirica evidence from Iran. **International Journal of Recent Scientific Research**, 7(5): 10980-10987. Available Online at <http://www.recentscientific.com>.
- Thomsen, S., & T, Pedersen. (2000). Ownership structure and value of the largest European frms: The importance of owner identity. **Strategic Management Journal**, 21(6): 689- 705. [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID_SMJ_115>3.0.CO;2](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID_SMJ_115>3.0.CO;2)
- Thomsen, S., and T, Pedersen. (2003). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. **Journal of Management and Governance**, 7(1): 27–55.
- Zeckhauser, R. J., and J, Pound. (1990). Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. In *Asymmetric information, corporate finance, and investment* .**University of Chicago Press**, 149-180.