

الميل العاطفي للمستثمر والعوائد غير العادية للإعلان عن تغير
التوزيعات النقدية في البورصة المصرية
Investor sentiment and abnormal returns to dividend
change announcements in the Egyptian exchange

محمود فتحي شلقامي *

الملخص

فسرت الدراسة العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغير التوزيعات النقدية بواسطة الميل العاطفي للمستثمر في البورصة المصرية، ولقد اشتملت الدراسة على بيانات 120 شركة اعلنت عن تغير التوزيعات النقدية للفترة (2016 - 2021)، وقد اظهرت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير ايجابي للميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية، وعدم وجود تأثير للتغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او (النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر. الكلمات المفتاحية: الميل العاطفي للمستثمر، الإعلان عن التغير في التوزيعات النقدية، العوائد غير العادية، البورصة المصرية.

* أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال- أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

Abstract

The study explained the abnormal returns after dividend change announcements by investor sentiment, by using data of 120 companies listed in Egyptian exchange, for the period of 2016-2021, The results indicated that investor sentiment has no significant impact on dividend changes and shows no evidence of dividend changes influencing the abnormal returns after dividend change announcements according to investor sentiment .

Keywords: Investor sentiment, Dividend change, Abnormal returns, Egyptian exchange .

1. المقدمة

أثارت فكرة ان التغييرات في التوزيعات ذات محتوى معلوماتي information content اهتمام الباحثين في مجال التمويل، حيث أكد لنتنر (Lintner, 1956) على أن الشركات تزيد فقط أرباح الأسهم عندما تعتقد الإدارة أن الأرباح تزداد بشكل دائم. كما أظهرت ادبيات علم التمويل منذ وقت مبكر وجود أثر للإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، ولكن مع اختلاف التفسيرات فقد فسّر ميللر وموديجلياني (Miller & Modigliani, 1961) وجود تأثير للإعلان عن التوزيعات على أسعار الأسهم، إلى عدم تناسق المعلومات بين المطلعين على الشركات والمستثمرين في السوق، لذلك فمن المحتمل أن يقوم المستثمرون بتفسير تغيير في معدل توزيع الأرباح على أنه تغيير في وجهات نظر الإدارة بشأن آفاق الربح المستقبلية للشركة.

وقد توصلت جهود الباحثين في تقديم تفسيراً مقبولاً حيث تم تطوير فرضية الإشارات signaling hypothesis بواسطة العديد من الدراسات (Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985; Kalay, 1980; Miller & Rock, 1985) والتي توضح انه في عالم من المعلومات غير المتماثلة، يستخدم المطلعون الأفضل دراية informed insiders سياسة توزيع الأرباح كإشارة مكلفة لتوصيل آفاق الشركة المستقبلية إلى جهات خارجية أقل معرفة. حيث تشير زيادة الأرباح إلى تحسن في أداء الشركة، بينما يشير الانخفاض إلى تدهور ربحيتها المستقبلية. وبالتالي، ينبغي أن تتبع زيادة (النقص) الأرباح تحسين (تخفيض) في ربحية الشركة وأرباحها ونموها. علاوة على ذلك، يجب أن تكون هناك علاقة إيجابية بين التغييرات في أرباح الأسهم وردود الفعل اللاحقة على سعر السهم.

وقد تم تقديم تفسير اخر وهو أن التغييرات في أرباح الأسهم تعكس التغييرات في سياسات الاستثمار للمديرين نظرًا لمجموعة الفرص المتاحة لهم، وهو التفسير الذي ذهبت اليه العديد من الدراسات (John & Lang, 1991; Lang & Litzemberger, 1989) ويستند هذا التفسير على فرضية التدفق النقدي الحر (free cash flow hypothesis) التي اقترحها جنسن (Jensen, 1986) ، حيث تؤكد فرضية التدفق النقدي الحر على أن المديرين ذوي التدفق النقدي الحر الكبير سيستثمرونها بأقل من تكلفة رأس المال أو يهدرونها على أوجه القصور التنظيمية بدلاً من توزيعها على المساهمين. ومن ناحية أخرى يمكن لهؤلاء المديرين تغيير سياساتهم الاستثمارية وزيادة توزيعات الأسهم بدلاً من ان يتم استثماره في مشاريع منخفضة العائد أو يضيع.

ويمكن إضافة تفسيراً اخر حيث أوضح ميلر (Miller, 1986) ان التمويل السلوكي قد يساعد في تفسير الحالات الشاذة anomalies في مجال التمويل والمتعلقة بسياسة التوزيعات التي يشاهدها سوق الأوراق المالية، حيث قدمت أبحاث التمويل السلوكي الميل العاطفي للمستثمر لتفسير عملية صنع القرار لدى المستثمرين، وقد عرف بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2006) الميل العاطفي للمستثمر على أنه درجة التفاؤل المفرط أو التشاؤم لدى المشاركين في السوق تجاه الأسواق المالية. كما أوضح كلا من تشو وولش (Qiu & Welch, 2006) إلى أن المستثمرين متفائلون أو متشائمون بشكل مفرط بسبب الأخبار الجيدة أو السيئة أو العوائد، وبالتالي يجب أن يكون الميل العاطفي مرتبطة بالعائد، كما أكد بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2007) على ان الشركة ذات التوزيعات المستقرة (الثابتة) تكون اقل تأثراً للميل العاطفي.

2. مشكلة الدراسة

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في معرفة أثر الميل العاطفي للمستثمر على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغير التوزيعات النقدية في البورصة المصرية، ووفقا لذلك يمكن عرض التساؤلات الآتية:

- 1/2. هل يؤثر الميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية؟
- 2/2. هل يختلف تأثير التغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او (النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر؟

3. أهمية وهدف الدراسة

تتضح أهمية هذه الدراسة من موضوعها وهو الميل العاطفي للمستثمر، ويتمثل ذلك في ندرة الأبحاث العربية على مستوى السوق المصري وكذلك الاسواق العربية في هذا الموضوع، وكذلك يتبين أهمية موضوع الدراسة عن طريق دراسته تفسير العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغير التوزيعات النقدية بواسطة الميل العاطفي للمستثمر في البورصة المصرية، كما مهدت الدراسة الطريق للباحثين لإجراء الدراسات حول الميل العاطفي للمستثمر وكذلك استخدمه في تفسير العديد من غرائب السوق وذلك للسوق المصري والأسواق العربية. وبناءً لما سبق وتوافقا مع التساؤلات فيتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في تفسير العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغير التوزيعات النقدية بواسطة الميل العاطفي للمستثمر في البورصة المصرية. ويتحقق هدف الدراسة عن طريق الأهداف الفرعية الآتية:

1/3. التحقق من تأثير الميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية.

2/3. التحقق من تأثير التغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او (النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر.

4. الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات التطبيقية تناولت العلاقة بين الإعلان عن التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم ومنها بعض الدراسات التي أظهرت أن إعلانات تغيير التوزيعات ترتبط ارتباطاً إيجابياً بعوائد الأسهم في الأيام المحيطة بإعلان تغيير الأرباح. وقد تم اجراء العديد من تلك الدراسات على الولايات المتحدة، ومنها ما توصلت اليه دراسات بيتيت (Pettit, 1972, 1976)، حيث اثبت بيتيت ان إعلانات تغيير التوزيعات توصل المعلومات إلى السوق. وقد تم تأييد ذلك بواسطة العديد من الدراسات (Aharony & Swary 1980; Dhillon & Johnson, 1994). كما توجد العديد من الدراسات خارج الولايات المتحدة فقد أجريت دراسة ترافلوس واخرون (Travlos et al. 2001) على سوق الأوراق المالية القبرصي، خلال الفترة (1985 - 1995)، وفي اليابان فقد أجريت دراسة هارادا ونجوين (Harada & Nguyen, 2005) بالتطبيق على بورصة طوكيو خلال الفترة (1992 - 2002)، وقد أجريت دراسة مكلوسكي واخرون (McCluskey et al. 2006) على مستوى السوق الايرلندي للأوراق المالية من خلال عينة مكونة من 50 شركة وخلال الفترة (1987 - 2001)، وكذلك دراسة يلماز وجولاي (Yilmaz & Gulay 2006) على مستوى السوق التركي للأوراق المالية، حيث

أجريت الدراسة على بورصة إسطنبول خلال الفترة (1995 - 2003). وبالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي فقد اجريت دراسة (Felimban et al. 2018)، للفترة من (2010 - 2015). وأيضاً بالنسبة للسوق النيجيري دراسة (Ozo & Arun, 2019) التي أجريت بالفترة (2008 - 2012).

ومن ناحية أخرى اظهرت العديد من الدراسات عدم وجود تلك العلاقة التي توصلت اليها الدراسات التي سبق عرضها بين الإعلان عن التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم، فعلى مستوى السوق الأمريكي تم تأييد هذه النتائج بواسطة دراسة كلا من لانج وليتزنبرجر (Lang & Litzenberger, 1989) لعينة مكونة من 429 اعلان عن تغيير في التوزيعات خلال الفترة (1979 - 1984). كما أجريت دراسة بينارتزي واخرون (Benartzi et al. 1997) للفترة (1979 - 1991)، ودراسة دينس واخرون (Denis et al. 1994) التي أجريت علي 6777 اعلان عن تغيير في التوزيعات خلال الفترة (1962 - 1988) ، ودراسة يون وستاركس (Yoon & Starks, 1995) التي أجريت علي 3748 اعلان عن تغيير في التوزيعات خلال الفترة (1969 - 1988)، وكذلك دراسة برنهاردت واخرون (Bernhardt et al. 2005) والتي أجريت خلال الفترة (1962 - 1992)، وعلى مستوى السوق الياباني توجد العديد من الدراسات منها دراسة كونروي واخرون (Conroy et al. 2000) والتي أجريت للفترة (1988 - 1993) ، وعلى مستوى السوق الصيني دراسة تشين واخرون (Chen et al. 2002) ، أجريت الدراسة على 1232 اعلان عن تغيير التوزيعات للفترة (1994 - 1997)، وعلى مستوى المملكة المتحدة دراسة أبيراتنا وباور (Abeyratna & Power 2002) والتي أجريت خلال الفترة (1989 - 1993).

يوجد تفسير آخر يستند الي التمويل السلوكي حيث قدم كلا من بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004) نظرية التزود catering theory بحيث يكون قرار دفع أرباح الأسهم مدفوع بطلب المستثمرين. بمعنى ان الشركات تميل إلى دفع توزيعات الأسهم عندما يضع المستثمرون مكافأة سعر سهم على الشركات التي تقوم بإجراء التوزيعات ولا تقوم بدفع التوزيعات عندما يفضل المستثمرون الشركات التي لا تقوم بإجراء التوزيعات. لذلك فقد تم التعبير عن رغبة المستثمرين في دفع التوزيعات بمكافأة التوزيعات والتي تتمثل في الفرق بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات التي دفعت التوزيعات والتي لم تدفع في سنة معينة. ودعمت تلك النظرية على المستوى التطبيقي دراسات كلا من (Chazi et al. 2018; Kulchania, 2013; Jiang et al. 2013; Li & Lie 2006; Manglee, 2017; Yang et al. 2017). كما أجريت دراسة (شلقامي، 2018) على السوق المصري للفترة (2006 - 2016). ودعمت تلك النتائج دراسة (EIBannan, 2020) التي أجريت على عينة مكونة من 11 دولة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة (2005 - 2015). وتم تأييد نتائج دراسة (EIBannan, 2020) بواسطة دراسة (Bilel & Mondher, 2020) التي أجريت على نفس المنطقة ولكن بالفترة (2004 - 2010)، وكذلك دراسة (Rochmah & Ardianto, 2020) والتي أجريت على السوق الاندونيسي للفترة (2015-2018)، وقد تم تدعيم تلك النتائج بالنسبة للسوق التركي بواسطة دراسة (Takmaz et al. 2021) التي أجريت بالفترة (1999 - 2015)، كما توصلت دراسة (Byun et al. 2021) الي أن دوافع التزود Catering Incentives تكون أقوى عندما يكون الميل العاطفي للمستثمرين منخفض.

وقد توصلت دراسة (Neves, 2018) الي أن الميل العاطفي للمستثمرين يؤثر على نسب المدفوعات في منطقة اليورو، كما توصلت دراسة كلا من (Baker & Wurgler, 2006; Lemmon & Portniaguina, 2006; Zhou & Yang, 2019) الي أن الأسهم تسعر بأقل من قيمتها الحقيقية (underpriced) (تسعر بأكثر من قيمتها (overpriced) خلال فترات انخفاض (ارتفاع) الميل العاطفي للمستثمر على الشركات التي لم تدفع التوزيعات بالمقارنة بالشركات التي دفعت التوزيعات. واستندا الي نتائج تلك الدراسات أجريت دراسة فييرا (Vieira, 2011) لاختبار أثر الميل العاطفي للمستثمرين على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغيير التوزيعات، باستخدام عينة من ثلاثة أسواق أوروبية وهي البرتغال وفرنسا والمملكة المتحدة، خلال الفترة الزمنية من (1995 - 2002) بالنسبة الي السوق الفرنسي وكذلك المملكة المتحدة، وخلال الفترة من (1989 - 2002) بالنسبة الي السوق البرتغالي، وتوصلت نتائج الدراسة الي عدم وجود أي دليل على تأثير الميل العاطفي للمستثمر على أسعار الاسهم لإعلانات تغيير التوزيعات وذلك بالنسبة للسوق الفرنسي وكذلك بالنسبة للسوق البرتغالي، ولكن علي مستوى سوق المملكة المتحدة كانت النتائج مختلفة وذلك لان أسعار الأسهم كانت أقل حساسية لانخفاض توزيعات الأسهم عندما يزداد الميل العاطفي للمستثمر، في حين أن أسعار الأسهم كانت أكثر حساسية لزيادة التوزيعات عندما يزداد الميل العاطفي للمستثمر. واستنادا على تلك الدراسات فقد اختبرت الدراسة الحالية أثر الميل العاطفي للمستثمر على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغيير التوزيعات النقدية في البورصة المصرية

5. فروض الدراسة

وفقا لما تم عرضه للنتائج التي توصلت اليها الدراسات السابقة ومن اجل تحقيق أهداف الدراسة، تم صياغة الفرضين التاليين:

الفرض الأول:

يوجد تأثير ايجابي للميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية.

الفرض الثاني:

يختلف تأثير للتغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او(النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر.

6. مجتمع الدراسة

بغرض تحقيق أهداف الدراسة فقد تم تحديد مجتمع الدراسة بأنه يشمل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمعلنة عن اجراء توزيعات نقدية للفترة (2016 – 2021)، ويشمل مجتمع الدراسة 120 شركة أعلنت عن اجراء توزيعات نقدية خلال فترة الدراسة كما موضح في الملحق رقم (1)، وقامت الشركة بدفع التوزيعات خلال عام الاعلان والسنة السابقة له، ونظرا لاختلاف خصائص المؤسسات المالية فقد تم استبعادها من مجتمع الدراسة، وتعد شركة (EGID Egypt) مصدر الحصول على البيانات www.egidegypt.com.

7. متغيرات الدراسة وأساليب قياسها:

1/7. متغيرات الدراسة:

• $\Delta D_{i,t}$ يعبر عن التغير السنوي في الأرباح الموزعة والذي يمكن تعريفه على أنه الفرق بين التوزيعات النقدية المعلن في السنة t والتوزيعات النقدية في العام السابق، مقسومًا على سعر سهم يوم الإعلان وذلك كما يلي:

(1)

$$\Delta D_{i,t} = \frac{D_{i,t} - D_{i,t-1}}{P_{i,0}}$$

$\Delta D_{i,t}$ تغيير التوزيعات النقدية للسهم (i) للعام (t)

$D_{i,t}$ التوزيعات النقدية للسهم (i) للعام (t)

$D_{i,t-1}$ التوزيعات النقدية للسهم (i) في العام السابق للعام (t)

$P_{i,0}$ سعر السهم (i) في يوم الإعلان.

جدول (1)

الأعداد والنسب المئوية للتغيرات في التوزيعات النقدية

النسبة المئوية	العدد	
60%	72	زيادة التوزيعات
5%	6	عدم حدوث تغيير
35%	42	نقص التوزيعات
100%	120	المجموع

- $SENT$ للتعبير عن الميل العاطفي وقد تم حسابه بواسطة حجم التداول، وذلك باتباع أسلوب دراسة كلا من (Baker & Stein, 2004; Liu, 2015)، وتم قياسه بواسطة معدل دوران السهم ولذلك تم حساب المتغير شهريا كما يلي: (الأسهم المتداولة / عدد الأسهم المصدرة outstanding shares).
- $BHAR_{i(-1to+1)}$ للتعبير عن العائد غير الطبيعي من الفترة الزمنية -1 الي الفترة +1، ولقد حددت نافذة الحدث event window لمدة ثلاثة أيام، حيث $t = 0$ هو يوم توزيع الأرباح وتم قياسه كما يلي:

$$BHAR_{i(-1to+1)} = \prod_{t=-1}^1 (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=-1}^1 (1 + R_{m,t}) \quad (2)$$

حيث تعبر $R_{i,t}$ عن عائد السهم (i) في اليوم (t). و $R_{m,t}$ عن عائد السوق في اليوم (t).

- $ROE_{i,t}$ يمثل معدل العائد على حقوق الملكية للسهم (i) في السنة (t)، وتم قياسه بقسمة صافي الربح على حقوق الملكية. وقد تم استخدامه كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة (Vieira, 2011).
- $SIZE_i$ للتعبير عن متغير الحجم للسهم (i) وتم حسابه بلوغاريتم إجمالي الأصول في نهاية السنة. وقد تم استخدام متغير الحجم كمتغير رقابي وذلك باتباع دراسة كلا من (Barth & Kallapur, 1996; Chen, Chou & Lin, 2019; Vieira, 2011). حيث انه من المتوقع وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة والعوائد غير العادية للشركات التي تزيد توزيعات الأسهم (Eddy & Seifert, 1988; Haw & Kim, 1991)

- DI متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة زيادة التوزيعات و(الصفر) بخلاف ذلك.
- DD متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة انخفاض التوزيعات و(الصفر) بخلاف ذلك.

2/7. اختبار صحة البيانات:

1/2/7. Normality:

تم بإجراء اختبار كولموجوروف - سميرنوف التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة، حيث تبين من نتائج الاختبار ان $(P-Value < 0,05)$ ، ويشير ذلك الي التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة.

2/2/7. heteroskedasticity:

تم بواسطة اختبار white التحقق من ثبات تباين الخطاء العشوائي، حيث تبين من نتائج الاختبار ان $(11,74 < 0,05)$ ، وبذلك يتبين ثبات تباين (ϵ) .

3/2/7. Autocorrelation:

تم فحص مشكلة الارتباط الذاتي بواسطة اختبار Durbin- Watson، وتبين من النتائج ان نماذج الدراسة لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وذلك باستخدام برنامج Spss.

:Multicollinearity .4/2/7

تم باستخدام معامل تضخم التباين (VIF) ، وكذلك حدود التسامح (Tolerance) ، فحص استقلالية متغيرات الدراسة، وتبين ان (قيم $VIF > 10$)، و(قيم $0,20 < Tolerance$)، ويتبين من النتائج استقلالية متغيرات الدراسة.

8. اختبار تأثير الميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية
تم اختبار تأثير الميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية بواسطة النموذج التالي:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 SENT + \beta_2 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

1/8. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

يظهر الجدول (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج وذلك كما يلي:

جدول (2)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

بيان	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري
$\Delta D_{i,t}$	0,038	0,025	0,37
$SENT$	0,031	0,034	0,33
$ROE_{i,t}$	0,035	0,030	0,32

2/8. نتائج اختبار النموذج

يظهر معامل التحديد للنموذج كما هو مبين بالجدول (3):

جدول (3)

معامل التحديد للنموذج

قيمة R	قيمة R	قيمة R	خطأ التقدير
تربيع	المعدلة	قيمة	
0,615	0,378	0,368	0,042

يظهر الجدول (3) أن المتغيرات المستقلة $SENT$ ، $ROE_{i,t}$ ، قادرة على تفسير 37,8 % من التغيرات في متغير التغير في التوزيعات النقدية.

جدول (4)

اختبار معنوية معاملات الانحدار

قيم Beta	قيمة إحصائي الاختبار (T)	P. Value
(constant)	-2,756	0,002
$SENT$	0,018	0,414
$ROE_{i,t}$	0,065	0,215

يظهر الجدول (4) عدم معنوية تأثير متغير الميل العاطفي $SENT$ ، وكذلك عدم معنوية متغير $ROE_{i,t}$ على متغير العائد غير الطبيعي، وقد بلغت قيمة P.

Value لمتغير $SENT$ (0,414)، ولمتغير $ROE_{i,t}$ (0,215)، عند مستوى المعنوية 5%.

3/8. اختبار معنوية الانحدار

تم استخدام تحليل ANOVA لاختبار معنوية الانحدار وذلك كما يظهر بالجدول (5) كالتالي:

جدول (5)

نتائج تحليل ANOVA	
قيمة F	قيمة Sig
83,231	0,000

ولقد جاءت النتائج وفقا للجدول (5) لتوضح أن $Sig=0,000$ وهو بالتأكيد يقل عن مستوى المعنوية 5% وبذلك يعتبر الانحدار معنوي، مما يعني صحة اختبار معنوية الانحدار.

9. اختبار تأثير للميل العاطفي للمستثمر على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية

تم اختبار تأثير التغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او (النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر بواسطة النموذج التالي:

$$BHAR_{i(-1to+1)} = \alpha + \beta_1 DI \times \Delta D_{i,0} + \beta_2 DD \times \Delta D_{i,0} + \beta_3 DI \times \Delta D_{i,0} \times SENT + \beta_4 DD \times \Delta D_{i,0} \times SENT + \beta_5 SIZE_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

1/9. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

يظهر الجدول (6) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج وذلك كما يلي:

جدول (6)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
0,33	0,024	0,030	$BHAR_{i(-1to+1)}$
0,35	0,031	0,034	$DI \times \Delta D_{i,0}$
0,31	0,021	0,033	$DD \times \Delta D_{i,0}$
0,36	0,027	0,036	$DI \times \Delta D_{i,0} \times SENT$
0,032	0,33	0,031	$DD \times \Delta D_{i,0} \times SENT$
0,38	0,036	0,035	$SIZE_i$

2/9. نتائج اختبار النموذج

يظهر معامل التحديد للنموذج كما هو مبين بالجدول (7):

جدول (7)

معامل التحديد للنموذج

قيمة R	قيمة R	قيمة R	خطأ التقدير
تربيع	المعدلة		
0,672	0,451	0,441	0,044

يظهر الجدول (7) أن المتغيرات المستقلة DI_SENT , DD_SENT , $SIZE_i$ ، DI , DD قادرة على تفسير 45,1 % من التغيرات في التوزيعات النقدية.

جدول (8)

اختبار معنوية معاملات الانحدار

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	Beta	قيم
0,002	2,142-		(constant)
0,112	0,142	0,011	$DI \times \Delta D_{i,0}$
0,213	1,614	0,065	$DD \times \Delta D_{i,0}$
0,123	2,024	0,041	$DI \times \Delta D_{i,0} \times SENT$
0,214	1,023	0,034	$DD \times \Delta D_{i,0} \times SENT$
0,236	2,124	0,054	$SIZE_i$

يظهر الجدول (8) عدم معنوية المتغيرات $DI \times \Delta D_{i,0} \times SENT$ ، $DD \times \Delta D_{i,0} \times SENT$ حيث بلغت قيمة P. Value للمتغيرات على التوالي (0,123 ، 0,214)، حيث ان مستوى المعنوية أكبر من 5% يمكن القول بعدم وجود تأثير للتغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او (النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر.

3/9. اختبار معنوية الانحدار

تم استخدام تحليل ANOVA لاختبار معنوية الانحدار وذلك كما يظهر بالجدول (9) كما يلي:

جدول (9)

نتائج تحليل ANOVA	
قيمة F	قيمة Sig
80,311	0,000

ووفقا للجدول (9) يتضح معنوية الانحدار حيث أن $Sig=0,000$ يقل عن مستوى المعنوية 5% مما يؤكد على صحة اختبار معنوية الانحدار.

10. الخلاصة والدراسات المستقبلية

فسرت الدراسة العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغير التوزيعات النقدية بواسطة الميل العاطفي للمستثمر في البورصة المصرية، ولقد اشتملت الدراسة على بيانات 120 شركة اعلنت عن تغير التوزيعات النقدية للفترة (2016 - 2021)، وقد اظهرت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير ايجابي للميل العاطفي للمستثمر على التغير في التوزيعات النقدية، حيث بلغت قيمة P. Value لمتغير الميل العاطفي $SENT (0,414)$ ، عند مستوي المعنوية 5%. وعدم وجود تأثير للتغير في التوزيعات النقدية بالزيادة او (النقص) على العوائد غير العادية للإعلان عن تغير التوزيعات النقدية بالزيادة او (الانخفاض) باختلاف الميل العاطفي للمستثمر، حيث جاءت قيم المتغيرات

$DI \times \Delta D_{i,0} \times SENT$ ، $DD \times \Delta D_{i,0} \times SENT$ على التوالي (0,123,0,214). وتتفق تلك النتائج مع نتائج دراسة (Vieira, 2011) والتي أظهرت نتائجها عدم وجود أي دليل على تأثير الميل العاطفي للمستثمر على أسعار الاسهم لإعلانات تغيير التوزيعات وذلك بالنسبة للسوق الفرنسي وكذلك بالنسبة للسوق البرتغالي، ولكن على مستوى سوق المملكة المتحدة كانت النتائج مختلفة وذلك لان أسعار الأسهم كانت أقل حساسية لانخفاض توزيعات الأسهم عندما يزداد الميل العاطفي للمستثمر، في حين أن أسعار الأسهم كانت أكثر حساسية لزيادة التوزيعات باختلاف الميل العاطفي للمستثمر.

ويعد موضوع تفسير العوائد غير العادية لاسهم الشركات المعلنة عن تغير التوزيعات النقدية باستخدام الميل العاطفي للمستثمر، مجالاً خصباً للباحثين بالتمويل السلوكي سوا للسوق المصري او الأسواق العربية، كما يجدر الإشارة الي أهمية موضوعات التمويل السلوكي وضرورة اجراء المزيد من الأبحاث حول غرائب السوق بالنسبة للسوق المصري والأسواق العربية.

قائمة المراجع.

المراجع العربية

1. شلقامي، محمود (2018). أثر دوافع التزود على التوزيعات النقدية في السوق المصري للأوراق المالية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*. 48(4): 523-552.

المراجع الأجنبية

1. Abeyratna, G., & Power, D. (2002). The post-announcement performance of dividend-changing companies: the dividend-signalling hypothesis revisited. *Accounting and Finance*, 42 (2): 131-51.
2. Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *Journal of Finance*, 35 (1): 1-12.
3. Baker, M., & Stein, J. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3): 271-299.
4. Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3): 1125-65.
5. Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 61(4): 1645-1680.
6. Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2): 129-51.
7. Barth, M., & Kallapur, S. (1996). Effects of cross section scale differences on regression results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research*, 13(2): 527-67.
8. Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past?. *Journal of Finance*, 52 (3): 1007-34.
9. Bernhardt, D., Douglas, A. & Robertson, F. (2005). Testing dividend signaling models. *Journal of Empirical Finance*, 12 (1): 77-98.
10. Bilel, H., & Moudher, K. (2020). Catering theory and dividend policy: A study of MENA region. *Corporate Ownership & Control*, 17(4): 86-99.

11. Byun, J., Kihun, K., Rose, L., & Carrie, P. (2021). The Impact of Investor Sentiment on Catering Incentives around the World. **Journal of International Financial Market, Institutions & Money**, 71(C). <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101285>.
12. Chen, Y., Chou, R., & Lin, C. (2019). Investor sentiment, SEO market timing, and stock price performance. **Journal of Empirical Finance**. 51 (c): 28–43.
13. Chazi, A., Theodossiou, A., & Zantout, Z. (2018). Corporate payout-form: investors' preference and catering theory. **Managerial Finance**, 44, (12): 1418-1433.
14. Chen, G., Firth, M., & Gao, N. (2002). The information content of concurrently announced earnings, cash dividends, and stock dividends: an investigation of the Chinese stock market. **Journal of International Financial Management & Accounting**, 13 (2): 101-24.
15. Conroy, R., Eades, K., & Harris, R. (2000). A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: evidence from simultaneous announcements in Japan. **Journal of Finance**, 55 (3): 1199-227.
16. Denis, D., Denis, D., & Sarin, A. (1994). The information content of dividend changes: cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 29(4): 567–587.
17. Dhillon, U., & Johnson, H. (1994). The effect of dividend changes on stock and bond prices. **Journal of Finance**, 49 (1): 281-9.
18. Eddy, A., & Seifert, B. (1988). Firm Size and Dividend Announcements. **The Journal of Financial Research**, 11 (4): 295-302.
19. ElBannan, M. (2020). Does catering behavior persist? Evidence on dividend sentiment in emerging financial markets. **International Review of Economics & Finance**, 69(C): 350-373.
20. Felimban, R., Floros, C. and Nguyen, A.-N. (2018), "The impact of dividend announcements on share price and trading volume: Empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries", **Journal of Economic Studies**, Vol. 45 No. 2, pp. 210-230.

21. Harada, K., & Nguyen, P. (2005). Dividend changes context and signalling efficiency in Japan. **Pacific-Basin Finance Journal**, 13 (5): 504-22.
22. Haw, I., & Kim, W. (1991). Firm Size and Dividend Announcement Effect. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 6 (3): 325-347.
23. Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Market for Takeovers. **American Economic Review**, 76 (2): 323-329.
24. Jiang, Z., Kim, K., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. **Journal of Corporate Finance**, 21(1): 36-50.
25. John, K., & Lang, L. (1991). Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence, **Journal of Finance**, 46 (4): 1361-1389.
26. Kalay, A. (1980). Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut dividends, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 15(4): 855-869.
27. Kulchania, M. (2013). Catering driven substitution in corporate payouts. **Journal of Corporate Finance**, 21 (c): pp. 180-195.
28. Lang, L., & Litzenberger, R. (1989). Dividend announcements: cash flow signalling versus free cash flow hypothesis. **Journal of Financial Economics**, 24 (1): 181-91.
29. Lemmon, M., & Portniaguina, E. (2006). Consumer confidence and asset prices: some empirical evidence. **Review of Financial Studies**, 19(4) :1499-529.
30. Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. **Journal of Financial Economics**. 80(2): 293-308.
31. Liu, S. (2015). Investor sentiment and stock market liquidity. **Journal of Behavioral Finance**, 16(1): 51-67.
32. Manglee, N. (2017). New evidence on psychology and stock returns. **Journal of Behavioral Finance**, 18(4): 417-426.
33. McCluskey, T., Burton, B., Power, D., & Sinclair, C. (2006). Evidence on the Irish stock markets reaction to dividend announcements. **Applied Financial Economics**, 16 (8): 617-28.
34. Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, 34(4):411-433.

35. Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. **Journal of Finance**, 40(4): 1031-1051.
36. Neves, M. (2018). Payout and firm's catering". **International Journal of Managerial Finance**, 14 (1): 2-22.
37. Ozo, F. & Arun, T. (2019). Stock market reaction to cash dividends: evidence from the Nigerian stock market. **Managerial Finance**, 45 (3): 366-380.
38. Pettit, R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. **Journal of Finance**, 27 (5): 993-1007.
39. Pettit, R. (1976). The impact of dividends and earnings announcements: a reconciliation. **Journal of Business**, 49 (1): 86-96.
40. Rochmah, H. & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: dividend premium and free cash flow on dividend policy. **Cogent Business & Management**, 7 (1) <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927> .
41. Takmaz, S., Mandaci, P. & Durukan, M. (2021). The impact of catering incentives on the dividend policy: evidence from Turkish firms. **Managerial Finance**, 47 (7): 897-914.
42. Travlos, N., Trigeorgis, L., & Vafeas, N. (2001). Share-holder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: the case of Cyprus. **Multinational Finance Journal**, 5 (2): 87-112.
43. Vieira, E. (2011). Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence. **Managerial Finance**, 37 (12): 1213-1245.
44. Yang, H., Ryu, D., & Ryu, D. (2017). Investor sentiment, asset returns and firm characteristics: Evidence from the Korean stock market. **Investment Analysts Journal**, 46(2): 132-147.
45. Yilmaz, M., & Gulay, G. (2006). Dividend policies and price-volume reactions to cash dividends on the stock market: evidence from the Istanbul stock exchange. **Emerging Markets, Finance & Trade**, 42 (4): 19-49.

46. Yoon, P., & Starks, L. (1995). Signaling, investment opportunities, and dividend announcements. **Review of Financial Studies**, 8(4): 995–1018.
47. Zhou, L., & Yang, C. (2019). Stochastic investor sentiment, crowdedness and deviation of asset prices from fundamentals. **Economic Modelling**, 79 (1): 130–140.

ملحق رقم (1):

مجتمع الدراسة

الرقم	أسم الشركة	الرقم	أسم الشركة
1	القاهرة للخدمات التعليمية	22	هيرميس
2	القاهرة للإستثمار والتنمية العقارية	23	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
3	زهراء المعادي	24	الدلتا للسكر
4	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا	25	دومتي
5	العامه للصوامع والتخزين	26	زهراء المعادي
6	العربية للأسمت	27	مينا فارم للأدوية
7	مطاحن شرق الدلتا	28	سيدي كرير للبتروكيماويات
8	الاسكندرية لتداول الحاويات	29	موبكو
9	جلاكسو سميثكلين	30	الوطنية لمنتجات الذرة
10	القناة للتوكيلات الملاحية	31	ابن سينا فارما
11	مطاحن مصر الوسطى	32	طلعت مصطفى
12	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	33	العز الدخيلة للصلب
13	اكرو مصر	34	النصر للأعمال المدنية
14	الزيوت المستخلصة	35	مستشفى النزاهة الدولي
15	مطاحن مصر العليا	36	سوديك
16	ايسترن كومباني	37	ثمار
17	مطاحن وسط وغرب الدلتا	38	جهينة
18	مطاحن ومخابز الإسكندرية	39	باكين
19	مصر للالومنيوم	40	العز الدخيلة للصلب
20	القاهرة للادوية	41	مطاحن ومخابز الإسكندرية
21	مصر لصناعة الكيماويات	42	الزيوت المستخلصة

43	أدكو	68	الاسكندرية للادوية
44	الاسكندرية للادوية	69	ايبيكو
45	العربية لحليج الأقطان	70	السويدي اليكتروك
46	مصر للفنادق	71	عبور لاند للصناعات الغذائية
47	أموك	72	الالومنيوم العربية
48	ابوقير للاسمدة	73	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
49	بيتومود	74	القابضة المصرية الكويتية
50	عبر المحيطات للسياحة	75	إيجيترانس
51	القاهرة للإستثمار والتنمية العقارية	76	غاز مصر
52	مصر بنى سويف للأسمنت	77	المالية والصناعية المصرية
53	مصر للأسواق الحرة	78	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل
54	المركز الطبي الجديد - الإسكندرية	79	النساجون الشرقيون
55	راية	80	ايه تي ليس
56	اكتوبر فارما	81	اسيوط الاسلامية للتجارة
57	القاهرة للدواجن	82	دلتا للطباعة والتغليف
58	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	83	نايل سات
59	انكوليس	84	ايديتا
60	العبور للاستثمار العقارى	85	يوتوبيا
61	مصر للأسمنت - قنا	86	برايم القابضة
62	بي إنفستمنتس القابضة	87	الاسماعيلية مصر للدواجن
63	التعمير والاستشارات الهندسية	88	اسمنت سيناء
64	الالومنيوم العربية	89	التعمير والاستشارات الهندسية
65	النساجون الشرقيون	90	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
66	برايم القابضة	91	النصر للأعمال المدنية
67	مدينة الانتاج الاعلامى	92	بيراميزا

93	ايبيكو	114	مصر للأسمنت - قنا
94	العربية للصناعات الهندسية	115	السويس للاسمنت
95	عامر جروب	116	مستشفى النزاهة الدولي
96	العامه للصوامع والتخزين	117	مدينة الانتاج الاعلامى
97	مطاحن ومخابز الإسكندرية	118	الشرقية الوطنية للامن الغذائي
98	شيني	119	ليسيكو
99	النيل للادوية	120	المالية والصناعية المصرية
100	الاسكندرية للادوية		
101	العربية لحليج الأقطان		
102	مصر بنى سويف للأسمنت		
103	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف		
104	أوراسكوم للاستثمار القابضة		
105	مصر للأسمنت - قنا		
106	الماكو		
107	جولدن تكس		
108	المنصورة للدواجن		
109	التعمير والاستشارات الهندسية		
110	اكتوبر فارما		
111	الدلتا للسكر		
112	مدينة نصر للاسكان		
113	المصرية للاتصالات		