

تأثير ميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم: دراسة تطبيقية

خالد محمد عبد المنعم زكي لبيب
أستاذ المراجعة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

عيد حسن محمد حسن مشحوت
مدرس مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

Eid_Hassan_Mohamed@foc.cu.edu.eg

عادل حسين ثابت

مدرس المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

هدف هذا البحث إلى دراسة التأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف، فقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ١٠٤٠ مشاهدة من الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة ٢٠١٤ - ٢٠٢١، والجدير بالذكر أن عينة الدراسة مقسمة إلى ٣٠١ مشاهدة عبارة عن عدد مرات إعادة إصدار القوائم المالية التي قامت بها شركات العينة خلال مدة الدراسة، ٧٣٩ مشاهدة عبارة عن مشاهدات شركات العينة التي لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية خلال مدة الدراسة، وقد اعتمد الباحث على تحليل الانحدار المتعدد لاختبار صحة الفروض، ولقد أوضحت نتائج البحث وجود علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، كما أن هناك علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، بالإضافة إلى، هناك تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

الكلمات المفتاحية

ميول المستثمرين، إعادة إصدار القوائم المالية، عوائد الأسهم.

تم استلام البحث في ٢٤ ديسمبر، وقبوله للنشر في ٧ مارس ٢٠٢٣

١ - مقدمة:

يمكن القول إن أنشطة التنمية الاقتصادية في أي دولة تحتاج إلى التمويل من الحكومة والمجتمع وسوق رأس المال، وتلعب أسواق رأس المال دوراً مهماً في اقتصاد الدولة وذلك من خلال قيامها بوظيفتين: الوظيفة الأولى تكون فيها وسيط لتمويل التجارة، والوظيفة الثانية باعتبارها وسيلة للشركات لتقديم وزيادة رأس المال من خلال المستثمرين. كما أن سوق رأس المال عبارة عن منصة للمفاوضات التجارية لمختلف الأدوات المالية، والمعلومات المقدمة في سوق رأس المال لها دوراً هاماً في التأثير على عمليات التداول، ويمكن أن تؤثر هذه المعلومات على المستثمرين الحاليين والمرقبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية لاختيار المحفظة الاستثمارية المناسبة (Wardhani et al., 2019, p.409).

هذا، ولقد أوضح الإطار المفاهيمي للمعايير المحاسبية أن الهدف الرئيس من إعداد القوائم المالية هو توفير المعلومات التي تساعد مستخدمي القوائم المالية الحاليين والمرقبين في اتخاذ القرارات المناسبة، ويُعتبر المستثمرون من أهم مستخدمي القوائم المالية. هذا، ويمكن القول إن التقارير والقوائم المالية المصدر الرئيس للمعلومات الذي يعتمد عليه مختلف الأطراف الخارجية كأساس لاتخاذ القرارات الاستثمارية، ويعتبر المستثمر أحد - إن لم يكن أهم - الأطراف الخارجية المستهدفة من إعداد التقارير المالية والذي يعتمد بشكل رئيس على المعلومات المنشورة بالقوائم المالية وذلك لتقييم الربحية الحالية والمستقبلية للشركات وتوقيتها والمخاطر المرتبطة بها ومقارنة ذلك بالعائد المطلوب للاستثمار في أسهم هذه الشركات، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد (كريم الدين، ٢٠١٩، ص ٩٨).

قد تضطر بعض الشركات إلى القيام بإعادة إصدار القوائم المالية وذلك لإجراء بعض التعديلات على بند أو أكثر من بنود القوائم المالية السابق إصدارها، ويحدث ذلك طوعاً أو بعد المطالبة من المراجعين أو المنظمين، وتعرف عملية إعادة إصدار القوائم المالية بأنها عملية تصحيح للمعلومات المالية التي تم إصدارها مسبقاً والتي تكون غير دقيقة (Chen et al., 2013, p.753). هذا، ويرى (Fragoso et al. (2020, p.1120 أن جودة المحاسبة تشكل هدفاً أساسياً للتقارير المالية لأنها تسهل مراقبة الإدارات وتساهم في تقليل مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركات وأصحاب المصلحة. وبالتالي، فإن عملية إعادة إصدار القوائم المالية مهمة بشكل خاص في هذا السياق لأنها تتحدى جودة التقارير المالية. في الواقع، تحدث إعادة إصدار القوائم المالية عندما تحتاج الشركات إلى مراجعة واحد أو أكثر من بنود القوائم المالية التي تم الإفصاح عنها مسبقاً لتصحيح الأخطاء بها. وبالتالي، فإن إعادة إصدار القوائم المالية مطلوبة عندما يتم تحديد أن القوائم المالية السابقة بها خلل بسبب عدم الدقة، والتي يمكن أن تنتج عن قضايا خطيرة مثل الاحتيال أو أشياء بسيطة مثل الخطأ الكتابي. ويقوم المراجعون الداخليون بشكل روتيني بفحص المعلومات المحاسبية لتحديد المصادر المحتملة للإفصاح عن الأخطاء التي قد تؤدي إلى إعادة إصدار القوائم المالية. ويمكن للأطراف الخارجية المتخصصة، مثل المراجع الخارجي للشركة والجهات التنظيمية للسوق أن تطلب أيضاً إجراء إعادة إصدار القوائم المالية.

استكمالاً لما سبق، فقد لاققت ظاهرة إعادة إصدار القوائم المالية اهتماماً كبيراً خاصة بعد حدوث العديد من الأزمات والفضائح المالية لبعض الشركات الكبرى، مما أدى إلى ضعف ثقة المستثمرين في فاعلية وجودة التقارير المالية وانخفاض مصداقية المعلومات المحاسبية المفصح عنها وما لهذا من تداعيات على قرارات المستثمرين التي تعتمد بشكل أساسي على قوائم المالية كمصدر للمعلومات. وتواجه الإدارة تحديات كبيرة عند إعداد التقارير المالية حيث تعمل الإدارة في بيئة عمل تنافسية كما تواجه عمليات معقدة والحاجة للامتثال لإجراءات وقواعد محاسبية وقوانين معقدة وضغوط للتحكم في تكاليف التقرير والتأكد من المساءلة بين القائمين على التقرير المالي، وتعد أخطاء ومخالفات القوائم المالية التي أدت إلى تعديلها بمثابة إشارات تحذيرية للمستثمرين عن واقع التقرير المالي للشركة (عبد الله، ٢٠١٧، ص ٩١٨).

في ضوء اهتمام البحث بدراسة انعكاس إعادة إصدار القوائم المالية على عوائد الأسهم، وتأثير ميول المستثمرين على هذه العلاقة، فقد قسم الباحث البحث إلى أربعة أقسام رئيسية، حيث يعرض **القسم الأول** طبيعة المشكلة، و**القسم الثاني** يتناول الدراسات السابقة في مجال العلاقات الرئيسية بين متغيرات البحث، وتحليل النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات وكذلك صياغة الفروض، بينما يعرض **القسم الثالث** يقوم بإجراء الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث، في حين يعرض **القسم الرابع** الخلاصة والنتائج، والتوصيات، ومجالات البحث المقترحة مستقبلاً.

٢ - طبيعة مشكلة البحث

في ضوء أن الهدف من إعادة إصدار القوائم المالية هو توفير معلومات أكثر شفافية ومصداقية مما ينعكس على أداء أسواق الأوراق المالية، فقد ظهر اختلاف في وجهات النظر بين المستثمرين نحو عملية إعادة إصدار القوائم المالية وهو ما ينعكس على عوائد الأسهم، فهناك وجه نظر ترى أن إصدار القوائم المالية المعدلة قد يكون لها مردود سلبي على سلوك المستثمرين، حيث أن عملية إعادة إصدار القوائم المالية تؤدي إلى تحسين جودة التقارير المالية على اعتبار أن ذلك يمثل حرص الإدارة على تصحيح الأخطاء المحاسبية السابقة وتحسين جودة المعلومات (كريم الدين، ٢٠١٩، ص ٩٨). إلا أنه قد تؤدي عملية إعادة إصدار القوائم المالية إلى تخفيض ثقة المستثمرين في القوائم المالية والتشكيك في نزاهة الإدارة وعدم المصداقية.

هذا، ويمكن القول إن تعديل إصدار القوائم المالية هو مؤشر للمستثمرين على أن المديرين غير موثوق بهم، وأن المعلومات المالية المقدمة من قبل المديرين أقل ما يمكن الاعتماد عليها. لذلك قد يكون المستثمرون أكثر تشككاً حول موثوقية المعلومات المالية السابقة للشركة بالإضافة إلى المعلومات المالية للشركة التي سوف يتم عرضها في المستقبل، وأن شكوك المستثمرين تميل إلى

زيادة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات في السوق، ومن هنا يمكن القول أن احتمالية وجود تقييم مختلف من قبل المستثمرين لعملية إعادة إصدار القوائم المالية من قبل الشركات (بلال، ٢٠١٨، ص ٧٥). هذا فضلاً عن أن إعادة إصدار القوائم المالية قد تعني وجود جدل القائم بين الشركة والجهات المعنية بتسليم القوائم المالية بالبورصة، للتحقق من صحة المعلومات الواردة بالتعديلات، والذي قد يسبب تأخر عملية نشر القوائم المالية المعدلة أحياناً بما يعكس سلباً على أسعار الأسهم (الهالي، ٢٠١٧، ص ٥٢٠).

في السياق نفسه، أوضحت دراسة (Bouteska, 2019, p.5) أن إعادة إصدار القوائم المالية تؤدي إلى إعادة تقييم قيمة الشركة، ويتأثر هذا التقييم بمجموعتين من العوامل هما: المجموعة الأولى تتمثل في التأثير المباشر على التدفقات النقدية الناتجة عن التصحيحات التي تمت، المجموعة الثانية تتمثل في العوامل غير المباشرة التي تتبع من المساس بقيمة الشركة من خلال الإعلان عن إعادة إصدار القوائم المالية والتي يُنظر إليها على أنها سوء في إدارة الشركة، السمعة السيئة للشركة، وكذلك ضعف الحوكمة.

على العكس من وجهة النظر السابقة، فهناك من يرى أن إعادة إصدار القوائم المالية لا تؤدي إلى التأثير السلبي على أسعار الأسهم في جميع الأحوال، وأن ذلك يتوقف على ثلاثة عوامل مهمة؛ وهي (١) تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على تقديرات التدفقات النقدية المستقبلية، (٢) مصداقية الأنظمة المحاسبية، (٣) السلوك الانتهازي للإدارة، حيث عملية إعادة إصدار القوائم المالية تؤدي إلى انخفاض في التقديرات المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية، وضعف الأنظمة المحاسبية، وكذلك عند وجود سلوك انتهازي من قبل الإدارة لتحقيق مصالح شخصية (Callen et al., 2006, pp.58-59).

وفي سياق آخر، فقد أوضحت دراسة كريم الدين (٢٠١٩، ص ٩٨) أن هناك وجهات نظر مختلفة من قبل المستثمرين تجاه إعادة إصدار القوائم المالية، فمن ناحية، قد يؤدي قيام الشركات بإعادة إصدار القوائم المالية إلى تخفيض ثقة المستثمرين في مصداقية القوائم المالية والتشكيك في نزاهة الإدارة، ومن ناحية أخرى قد يرى المستثمرون أن قيام الشركات بإعادة إصدار القوائم المالية يُعتبر تحسناً لجودة التقارير المالية، وهو ما يُعبر عن حرص الإدارة على تصحيح الأخطاء والعمل على توفير المعلومات الدقيقة للمستخدمين. وقد أوضحت دراسة (Mun (2022, p.23) أن إعادة إصدار القوائم المالية لا تمثل أخباراً سيئة في كل الحالات؛ حيث قد تنتج بعض التعديلات عن خطأ صريح أو سوء تفسير لمعيار محاسبي، وليس بسبب عدم الكفاءة أو الاحتيال.

هذا، ويتضح للباحث بعد عرض الآراء المختلفة للباحثين فيما يتعلق بتأثير إعادة إصدار القوائم المالية على عوائد الأسهم، أن هناك اختلافاً في وجهات النظر حول هذا التأثير، فمن ناحية، هناك دراسات توصلت إلى وجود تأثير سلبي لإعادة إصدار القوائم المالية على عوائد الأسهم، ومن ناحية أخرى، توصلت بعض الدراسات إلى عدم وجود تأثير لإعادة إصدار القوائم المالية على عوائد الأسهم. ولذلك لا بد من إجراء المزيد من البحث والدراسة في طبيعة العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

بخصوص تأثير ميول المستثمرين* على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، فإن الأنشطة الاستثمارية لها دوراً هاماً في دفع النمو الاقتصادي للدولة، وستؤدي الأنشطة الاستثمارية المتزايدة التي يقوم بها المجتمع إلى زيادة رأس المال المطلوب في الأنشطة الإنتاجية، ولا يتأثر تطور الاستثمار في سوق رأس المال بالمتغيرات الكلية فقط، بل يتأثر أيضاً بسلوك المستثمرين. وتتأثر قرارات المستثمرين في سوق رأس المال بالقوة الشرائية والخبرة ومستوى المعرفة والمعلومات وبشكل هذا التنوع مستوى الثقة والتوقعات بشأن العائد والمخاطر للاستثمارات التي تتم، ومن هنا يلعب سوق رأس المال دوراً استراتيجياً في دفع النمو الاقتصادي للدولة كما أن سوق رأس المال هو أيضاً مقياس لحداثة وتطور الدولة. ومعظم الافتراضات المستخدمة في الدراسات قائمة على أن عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المستثمرين معتمدة على قرارات عقلانية منهم. ولكن في الواقع، لا يتصرف المستثمرون دائماً بعقلانية عند الاستثمار وتثبت الحقائق أن الكثير من الأحداث في العالم أظهرت أن سلوك المستثمر غير منطقي. وتُعتبر الأزمات المالية بداية من عام ١٩٢٩ حتى السنوات القليلة الماضية دليلاً على أن سلوك المستثمرين ليس عقلانياً تماماً (Purnamaningrum, 2020, p.366).

تُعتبر الأسهم إحدى أدوات سوق رأس المال التي يستخدمها العديد من المستثمرين وتشمل الأسهم الاستثمارات التي تنطوي على أخطار كبيرة على المدى الطويل ولها عائد أكبر على الأسهم. ويمثل العائد السبب الرئيس لاستثمار المستثمرين. وبالتالي من الطبيعي أن يطالب المستثمرون بمستوى معين من العائد على رأس المال المستثمر. وفي سياق إدارة الاستثمار، هناك عائد متوقع وهو ما يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً وعائد فعلي وهو ما يحصل عليه المستثمر بالفعل (Wardhani et al., 2019, p.410).

هذا، وقد أدت الأزمات التي تعرضت لها أسواق الأوراق المالية إلى حدوث تغيرات كبيرة في أسعار الأسهم وقد عجزت النظريات التقليدية عن تفسير هذه التغيرات، ونظرًا لتزايد اهتمام الباحثين بالسعي وراء تفسير التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم ظهر ما يسمى بنظرية التمويل السلوكي، والتي تفسر التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم بأن ذلك يرجع إلى أن أسعار الأسهم أصبحت لا تعتمد فقط على الأساسيات العقلانية وإنما أصبح يرتبط جزء كبير منها بميول المستثمرين، لذلك فإن مشاعر التفاؤل والتشاؤم عند المستثمرين قد تلعب دوراً كبيراً في تفسير التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم (علي وآخرون، ٢٠١٦، ص ٩٢-٩٣).

* ميول المستثمرين هي معتقدات المستثمرين تجاه التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار والتي لا تبررها الحقائق الموجودة (Baker and Wurgler, 2007, pp.129-135)

ويري أبو الكشك (٢٠١٨، ص ٣) أن أسعار الأسهم في أسواق رأس المال تكون أكثر عرضة للتأثر بالعوامل السلوكية والنفسية والمضاربات بعيداً عن النظريات المالية الأساسية التقليدية التي تحدد عوائد الأسهم، حيث أن النظرية المالية السلوكية تنص على أن قرارات الأفراد والمستثمرين غير عقلانية وتتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية التي تتنبأهم، مما يؤثر بشكل مباشر على آليات التعامل في أسواق رأس المال، وبالتالي فإن دراسة علم النفس وسلوك الأفراد عند اتخاذ القرارات المالية يعد أمراً ضرورياً حيث يساعد ذلك على اكتشاف وتكوين فكرة وفهم ما يحدث في أسواق رأس المال.

هذا، وقد ظهرت نظريات التمويل السلوكي واكتسبت شعبية في العقود القليلة الماضية متحدياً هذه الآراء التي اعتبرت غير قابلة للجدل لسنوات عديدة. وتدافع نظريات التمويل السلوكي عن اللاعقلانية الموجودة بين المستثمرين في السوق، وهي تحدد العديد من الانحرافات في تسعير الأصول التي تنبع من قرارات الاستثمار غير العقلانية، ستؤدي الاختيارات غير العقلانية إلى أسعار سوق تنحرف عن الأسعار الحقيقية، والتي تعكس بالكامل قيمة الأصل، وسيؤدي ذلك إلى خلق حالات شاذة في تسعير الأصول. وبمجرد تحديد الحالات الشاذة في السوق، يمكن تشكيل استراتيجيات تحاول استغلال هذا التسعير الخاطئ. وهناك العديد من المحاولات لتحديد كيفية تقلب عقلانية قرارات المستثمرين بمرور الوقت من خلال تقدير ميول المستثمرين وهناك مؤشرات تم إنشاؤها كمقياس لميول المستثمرين في السوق، على سبيل المثال، ما إذا كان هناك تفاؤل عام أو تشاؤم (Lundqvist & Qadeer, 2020, p.1).

يمكن القول إن منذ ظهور التمويل السلوكي، تم التشكيك في كفاءة الأسواق بشكل متكرر. ويميز باحثو التمويل السلوكي بين المستثمرين العقلانيين وغير العقلانيين ويعتقدون أن المستثمرين يخضعون للميول في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على عملية صنع القرار وتعطل السلوك العقلاني، ويعتبر أحد الأسباب الرئيسية لاكتساب هذه النظريات شعبية على مدار السنوات الماضية، هو أنها تعتبر السلوك البشري عاملاً مهماً في قرارات الاستثمار، مما قد يؤدي إلى سوق غير كفء، مما يؤدي إلى تسعير خاطئ للأصول نتيجة لذلك (Lundqvist & Qadeer, 2020, p.2).

هذا، وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن قرارات مجلس الإدارة مرتبطة بالفعل بميول المستثمرين، حيث يعتقد البعض أن الإدارة تصدر توقعات مالية بشكل متكرر قبل إعلانات الأرباح في محاولة للتأثير على ميول المستثمرين المفرطة في التفاؤل، وعندما تكون الحالة المزاجية للمستثمرين منخفضة، غالباً ما يستخدم المديرون الإعلانات المالية - إعلانات تحقيق الأرباح، توزيع الأرباح - للتأثير على ميول المستثمرين، ويمكن تقسيم مؤشرات ميول المستثمرين بشكل عام إلى مؤشرات الميول المباشرة ومؤشرات الميول غير المباشرة. وتشير مؤشرات الميول المباشرة إلى علم النفس التنبؤي لإحصائيات المستثمرين حول آراء المستثمرين في السوق المستقبلية من خلال الاستبيانات والاستطلاعات الهاتفية. بينما تشير مؤشرات الميول غير المباشرة إلى البيانات المستمدة من بيانات السوق والتي تعكس ميول المستثمرين (Liao et al., 2020, pp.579-581).

هذا، وقد أشار Pan (2020, p.27) إلى أنه يمكن الاعتماد على ميول المستثمرين في عمليات التنبؤ بأسعار الأسهم وعمليات تحليل سوق رأس المال. ويُنظر إلى ميول المستثمر على أنه موقف تجاه سهم معين أو سوق مالي معين وتتضح من أحداث وحركات أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وبالتالي فإن الأحداث في أي دولة مثل أحداث الإرهاب في باكستان والولايات المتحدة الأمريكية وكذلك إسبانيا وغيرها من الدول تؤثر على ميول المستثمرين وهو ما يعكس على أسواق رأس المال. حيث انخفضت قيمة مؤشر Morgan Stanley Capital International (MSCI) العالمي بنسبة ١,٩٨٪ في يوم الهجوم الإرهابي على مركز التجارة العالمي، نيويورك في ١١ سبتمبر ٢٠٠١، على الرغم من إغلاق سوق الأسهم الأمريكية. وشهدت خسارة أخرى بنسبة ٢,٥٧٪ عندما افتتح سوق الولايات المتحدة مرة أخرى في ١٧ سبتمبر. وبالمثل، في يوم حادثة مدريد في ١١ مارس ٢٠٠٤ قد خسر MSCI 1.72% (Ali et al., 2020, p.139).

يري He et al. (2020, p.1) أن العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية من الموضوعات المهمة لدراسة التمويل السلوكي، حيث يعتقد التمويل السلوكي أنه نظراً للسلوك غير المتوقع للمستثمرين لا يمكن تصحيح الانحراف بين سعر السهم والقيمة الحقيقية للسهم الناجم عن المستثمرين غير العقلانيين على الفور لذلك، يتم تحديد سعر السهم والعائد من خلال المخاطر الأساسية وسوء التسعير الناجم عن الميول غير المنطقية للمستثمر، تتماشى العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم مع فكرة أن الميول مستمر، على سبيل المثال، يمكن أن يؤدي الميول المرتفع في نقطة واحدة إلى زيادة نشاط الشراء ورفع الأسعار في تلك الفترة والفترات اللاحقة. وقد أظهرت العديد من الدراسات أن ميول المستثمرين تعتبر عامل مهم في تسعير الأسهم والأصول الأخرى. من هذا المنظور، يمكن للتغيرات في ميول المستثمرين التنبؤ باتجاهات السوق، وتظهر الأبحاث أن ميول المستثمرين ستتأثر بالتقارير الإخبارية ومحتوى هذه التقارير وطريقتها وتواترها. لذلك، يمكن أن تعكس ميول المستثمرين الرغبة في الاستثمار وتوقعات اتجاهات السوق إلى حد معين ولديها قدرة معينة على التنبؤ بعائد السوق والتقلبات وحجم المعاملات (Li et al., 2020, p.1).

هذا، ولقد أوضحت دراسة Baker and Wurgler (2007, p.131) أن المستثمرين يمكن تقسيمهم إلى نوعين وهما: المستثمر الرشيد والمستثمر غير الرشيد، لذلك فإن من الوارد أن يكون هناك سوء تسعير للأسهم نتيجة لاختلاف ميول المستثمرين؛ حيث إن ميول المستثمرين المرتفعة تؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وهو ما يؤدي ارتفاع الأسعار ومن ثم زيادة عوائد الأسهم.

وعلى صعيد آخر فقد أوضحت دراسة (Baker and Wurgler (2006, p.1645 أن نظرية التمويل الكلاسيكي تفترض عدم وجود دور لميول المستثمرين في التأثير على أسعار الأسهم وعوائدها، حيث تفترض هذه النظرية بأن المنافسة بين المستثمرين العقلانيين، والذين يتتبعون لتحسين محافظهم الاستثمارية، سيؤدي إلى حدوث توازن تتساوى فيه الأسعار عقلاً مع التدفقات النقدية المتوقعة، حتى لو كان بعض المستثمرين غير عقلانيين، فإن مطالبهم يقابلها المراجعون، ومن ثم فإن ميول المستثمرين ليس لها تأثير كبير على الأسعار، ولكن تم إثبات عكس هذه الفرضية واتضح أن ميول المستثمرين تؤثر على أسعار وعوائد الأسهم.

بناءً على ما سبق، يرى الباحث أن العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم هي علاقة حتمية الحدوث؛ وذلك لأن التغيير في عوائد الأسهم ما هو إلا النتيجة الطبيعية للقرارات الاستثمارية للمستثمرين، لذلك فإن تأثير المستثمرين بالأحداث المختلفة وتحيزه لمعتقداته وعواطفه عند اتخاذ القرار الاستثماري سوف ينعكس على عوائد الأسهم.

بناءً على ما سبق، وبالنظر إلى اهتمام الباحثين بتناول تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على عوائد الأسهم وتضارب نتائج الدراسات التي تناولت هذا الموضوع من ناحية، وكذلك أهمية دراسة ميول المستثمرين ووجود ردود أفعال مختلفة من المستثمرين تجاه إعادة إصدار القوائم المالية من ناحية أخرى، في ضوء ما سبق، تتلخص مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات الآتية: (١) هل هناك علاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم؟ (٢) هل هناك علاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم؟ (٣) هل هناك تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم؟ في ضوء ما تم عرضه في طبيعة المشكلة والفجوة البحثية، يسعى البحث الحالي إلى تحقيق الهدف الرئيس التالي: دراسة التأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم. وينبثق من هذا الهدف الرئيس الأهداف الفرعية الآتية: (١) دراسة وتحليل العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم. (٢) دراسة وتحليل العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم. (٣) دراسة وتحليل التأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

٣- الدراسات السابقة وتطوير الفروض

نظراً لأهمية متغيرات البحث واهتمام الباحثين بتناولها وتحقيقاً لأهداف هذا البحث، فقد قام الباحث بتقسيم الدراسات السابقة إلى مجموعتين من الدراسات، على النحو الآتي:

١-٣ المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

استهدفت دراسة Callen et al. (2006) تناولت تأثير إعادة إصدار القوائم المالية بسبب الأخطاء المحاسبية، وكذلك التغيير في السياسات المحاسبية على أسعار الأسهم. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على الشركات الأمريكية المقيدة ببورصات NASDAQ, and NYSE التي قامت بإعادة إصدار القوائم المالية لها خلال الفترة ١٩٨٦: ٢٠٠١. توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة غير معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية، بسبب الأخطاء المحاسبية وأسعار الأسهم. وكذلك هناك علاقة غير معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية، بسبب التغيير في السياسات المحاسبية وأسعار الأسهم.

جاءت دراسة Zhu and Hu (2010) بنتيجة مختلفة عن الدراسة السابقة، حيث هدفت الدراسة إلى تناول تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على أسعار الأسهم؛ ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٨٨ شركة صينية مدرجة في بورصات Shanghai (SSE) and Shenzhen (SZSE) خلال الفترة ٢٠٠٦: ٢٠٠٨. توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية معنوية ذات دلالة إحصائية بين إعادة إصدار القوائم المالية وأسعار الأسهم؛ حيث تتأثر أسعار الأسهم سلباً بعملية إعادة إصدار القوائم المالية.

هذا وقد أيدت دراسة Wang and Wu (2011) دراسة Callen et al. (2006) حيث توصلت إلى أن هناك علاقة غير معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية ورد فعل السوق بسبب انخفاض جودة المعلومات المحاسبية، ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من الشركات الصينية المدرجة في بورصات (SSE) and (SZSE) خلال الفترة ١٩٩٩: ٢٠٠٥.

كما تناولت دراسة Gondhalekar et al. (2012) رد فعل أسعار الأسهم في الأجل القصير والأجل الطويل عند الإعلان عن إعادة إصدار القوائم المالية. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٤٣٧ شركة أمريكية مقيدة في بورصات NASDAQ, and NYSE, Amex خلال الفترة ٢٠٠٢: ٢٠٠٥، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية وأسعار الأسهم، وذلك في كل من الأجل القصير والأجل الطويل، ومن ثم تتأثر أسعار الأسهم سلباً بعملية إعادة إصدار القوائم المالية.

في السياق نفسه، اتفقت نتائج دراسة O'Kane (2014) مع الدراسة السابقة؛ حيث أشارت نتائجها إلى أن إعادة إصدار القوائم المالية لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية، واعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ١٠٠ مشاهدة لإعادة إصدار القوائم المالية لأكبر الشركات الأمريكية خلال فترتين؛ الأولى ٢٠٠٥: ٢٠٠٧ والثانية ٢٠١١: ٢٠١٣.

في سياق متصل، استهدفت دراسة هلاي (٢٠١٧)، التحقق الاختباري من أثر القوائم المالية المعدلة على كل من أسعار الأسهم، ومصادر التمويل، وتغيير مراقب الحسابات للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة

على عينة تمثلت في عدد ٢٧ شركة مقيدة بالبورصة المصرية وموزعة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة بشرط قيامها بإصدار قوائم مالية معدلة خلال الفترة ٢٠٠٩: ٢٠١٦، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لإصدار القوائم المعدلة على أسعار الأسهم، ومن ثم فإن إعادة إصدار القوائم المالية يترتب عليه انخفاض أسعار أسهم شركات العينة.

في سياق مختلف من حيث النتيجة عن الدراسة السابقة، فقد توصلت دراسة بلال (٢٠١٨) إلى عدم وجود تأثير لعملية إعادة إصدار القوائم المالية على أسعار الأسهم، فقد هدفت الدراسة إلى: تناول تأثير تعديل القوائم المالية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على تقسيم العينة إلى مجموعتين وهما: المجموعة الأولى مكونة من ٣٣ شركة، وهي عبارة عن الشركات التي قامت بتعديل القوائم المالية لديها، المجموعة الثانية مكونة من ٣٣ شركة وهي عبارة عن الشركات التي لم تقم بتعديل القوائم المالية لديها، وذلك خلال الفترة ٢٠١٢: ٢٠١٧.

استهدفت دراسة كريم الدين (٢٠١٩) تناول تأثير إعادة عرض معلومات القوائم المالية على أسعار الأسهم. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ١٥ شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية ضمن مؤشر EGX 30. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية معنوية ذات دلالة إحصائية بين إعادة عرض القوائم المالية وأسعار الأسهم، حيث تتأثر أسعار الأسهم سلبًا بعملية إعادة عرض القوائم المالية.

أيضًا، استهدفت دراسة (Romanus (2019) تناول تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على جودة الأرباح وانعكاس ذلك على رد فعل السوق. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٧١٩ مشاهدة للشركات الأمريكية التي قامت بإعادة إصدار القوائم المالية خلال الفترة ١٩٩٧: ٢٠٠٤، وقد توصلت الدراسة إلى أن إعادة إصدار القوائم المالية يؤدي إلى انخفاض جودة الأرباح وهو ما يؤثر سلبًا على رد فعل السوق.

من جانبها، استهدفت دراسة (Xu and Kong (2019) تناول تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على رد فعل السوق. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٣٧٦ شركة صينية قامت بإعادة إصدار القوائم المالية خلال الفترة ٢٠٠٧: ٢٠١٧، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية ورد فعل السوق، حيث تنخفض أسعار الأسهم بشكل كبير عند الإعلان عن إعادة إصدار القوائم المالية.

في سياق متصل، استهدفت دراسة (Qasem et al. (2020) تناول تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على أسعار الأسهم. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة من ٢٤٦ شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية في ماليزيا. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية معنوية بين إعادة عرض القوائم المالية وتوصيات محلي جانب البيع للأسهم، مما يعني أن محلي جانب البيع للأسهم يصدر توصيات بأن أسهم الشركات التي تقوم بإعادة إصدار القوائم المالية تكون أقل ملاءمة.

كذلك، استهدفت دراسة (Mun (2022) تناول رد فعل السوق تجاه سرعة تعديل إعلانات إعادة إصدار القوائم المالية المتكررة. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٣٣٤ شركة أمريكية خلال الفترة ١٩٩٧: ٢٠٠٥. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية ورد فعل السوق.

في ضوء العرض السابق، يمكن للباحث الوقوف على بعض الاستنتاجات التالية:

يتضح للباحث بعد عرض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم ما يلي:

- هناك اهتمامًا كبيرًا بتناول تلك العلاقة في الدول الأجنبية وأهمها الولايات المتحدة الأمريكية، كما أن هناك عددًا محدودًا في حدود علم الباحث - من الدراسات التي تناولت العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم في الدول العربية.
- هناك اختلافًا في النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع؛ حيث إن هناك دراسات توصلت إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم (Zhu and Hu, 2010; Gondhalekar et al., 2012; O'Kane, 2014; Romanus, 2019; Xu & Kong, 2019; Qasem et al., 2020; Mun, 2022 هلال، ٢٠١٧؛ كريم الدين، ٢٠١٩). كما أن هناك دراسات توصلت إلى أن العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم هي علاقة غير معنوية (Callen et al., 2006; Wang and Wu, 2011)، وعلى الجانب الآخر توصلت دراسة (بلال، ٢٠١٨) إلى عدم وجود علاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وأسعار الأسهم وعوائدها. هذا، وقد يرجع الاختلاف بين نتائج الدراسات إلى عدة أسباب؛ منها على سبيل المثال اختلاف بيئة التطبيق بين الدراسات السابقة، اختلاف الفترة الزمنية للدراسة التطبيقية بين الدراسات السابقة، اختلاف حجم العينة بين الدراسات السابقة.

ونظرًا لوجود هذا الاختلاف في نتائج الدراسات السابقة من ناحية، ووجود عدد قليل من الدراسات السابقة في مصر من ناحية أخرى؛ لذلك فإن العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم ما زالت تحتاج إلى مزيد من البحث والدراسة. لذلك فإن الفرض الأول للدراسة يتمثل في:

الفرض الأول H₁: توجد علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

٢-٣ المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين و عوائد السهم:

استهدفت دراسة (Abdelhameed (2012) دراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٨٤ مشاهدة شهرية من الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 في البورصة المصرية خلال الفترة ٢٠٠٤: ٢٠١٠. وقد توصلت الدراسة إلى أن عائد السوق يتأثر عكسيًا بميول المستثمرين، وأن العلاقة بين ميول المستثمرين وعائد السوق علاقة معنوية ضعيفة.

ومن جانبها، استهدفت دراسة على وآخرين (٢٠١٦) تناول تأثير مشاعر ثقة المستثمرين (ميول المستثمرين) لعدد من الدول العربية؛ وهم الأردن، والجزائر، ومصر، والإمارات وقطر، على عائدات مؤشرات أسواق هذه الدول خلال الفترة ٢٠٠٧/٢/٢٨: ٢٠١٤/٨/٣١. حيث قد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية بين ميول المستثمرين وعائدات الأسهم في كل من الأردن، والجزائر، ومصر، والإمارات. بينما هناك علاقة عكسية بين ميول المستثمرين وعائدات الأسهم في قطر.

أيضًا، استهدفت دراسة أبو الكشك (٢٠١٦) اختبار أثر ميول المستثمرين على عوائد الأسهم بالتطبيق على عينة من ٥٠ شركة مسجلة في بورصة عمان لتداول الأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٣: ٢٠١٧. هذا، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيرًا إيجابيًا ذا دلالة إحصائية لميول المستثمرين على عوائد الأسهم. لفرضيتها الوحيدة، حيث أشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية - لكنها غير معنوية - بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، والإفصاح عن تقارير المسؤولية الاجتماعية.

في السياق ذاته، استهدفت دراسة مطلق وفارس (٢٠١٩) التعرف على المحددات السلوكية التي تكون أكثر تأثيرًا في عوائد الاستثمار بالأوراق المالية، وكذلك تناول تأثير ميول المستثمرين على عوائد الاستثمار بالأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٧: ٢٠١٧. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيرًا إيجابيًا لميول المستثمرين على عوائد الاستثمار بالأوراق المالية.

استهدفت دراسة (Zheng (2020) تناول تأثير ميول المستثمرين على عوائد الأسهم وتقلبات النمو. بالتطبيق على عدد من الشركات المسجلة في بورصة (SZSE) في الصين خلال الفترة ٢٠١٠: ٢٠١٩. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيرًا إيجابيًا لميول المستثمرين على عوائد الأسهم، كما أن الميول غير العقلانية تؤدي إلى تقلبات السوق.

استهدفت دراسة (Xiong et al. (2020) تناول تأثير ميول المستثمرين على معدل العائد على الاستثمارات متعددة الجنسيات بالتطبيق على عينة مكونة من ١١١ شركة صينية خلال الفترة ٢٠١٠: ٢٠١٩. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيرًا إيجابيًا لميول المستثمرين على عائد الاستثمارات متعددة الجنسيات، وأيضًا عندما تميل ميول المستثمرين إلى التفاؤل، فإن عائد الاستثمار في المستقبل سيزداد، على العكس من ذلك، عندما تميل ميول المستثمرين إلى التشاؤم، فإن عائد الاستثمار في المستقبل سينخفض.

أيضًا، فقد استهدفت دراسة (He et al. (2020) تناول العلاقة غير الخطية بين ميول المستثمر وعوائد الأسهم وتقلباتها. بالتطبيق على عينة مكونة من الشركات المسجلة في البورصة الصينية خلال الفترة ٢٠٠٨: ٢٠١٤. هذا، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة غير خطية معنوية بين ميول المستثمرين وعائد الأسهم في سوق الأوراق المالية؛ حيث إن ميول المستثمرين مستقل من متوسط عائد الأسهم، كذلك توجد علاقة غير خطية معنوية بين الميول المتشائمة وتقلبات عوائد الأسهم، في حين أن العلاقة بين الميول المتفائلة وعائد الأسهم غير معنوية.

هذا، وقد استهدفت دراسة (Li (2020) تناول تأثير ميول المستثمرين على عوائد الأسهم بالتطبيق على عينة مكونة من الشركات الصينية المسجلة في بورصة (SSE) لتداول الأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٦: ٢٠١٧. هذا، وقد توصلت الدراسة إلى أنه عندما يكون ميول المستثمرين معتدلًا، فإن عائد السهم يرتبط بشكل إيجابي بتغير ميول المستثمرين، وأيضًا عائد الأسهم يرتبط ارتباطًا سلبيًا بتغير ميول المستثمرين، إذا كان التغيير في ميول المستثمرين دراماتيكيًا، وكذلك تأثير ميول المستثمرين على عوائد الأسهم يكون أكبر في حالة الميول المتفائلة مقارنة بحالة الميول المتشائمة.

وفي سياق متصل، استهدفت دراسة (Lundqvist and Qadeer (2020) تحليل تأثير ميول المستثمرين على التسعير الخاطئ للأسهم قبل الأزمة المالية وبعدها. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينتين: العينة الأولى مكونة من الشركات السويدية خلال الفترة ١٩٨٣: ٢٠١٧، والعينة الثانية مكونة من الشركات الأوروبية خلال الفترة ١٩٩٠: ٢٠١٩. هذا، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين والعوائد الزائدة، وهذا يعني أن هناك سوء تسعير، ويكون أكثر بروزًا بعد فترة الميول المرتفع، كذلك فإن سوء التسعير للأسهم يكون أكثر معنوية في الفترة قبل الأزمة المالية بالنسبة للعينة الأولى والعينة الثانية.

ومن جانبها، استهدفت دراسة (Pan (2020) تناول العلاقة بين ميول المستثمرين وفقاعات سوق الأوراق المالية. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٥٠٠ مشاهدة، وذلك خلال الفترة ١٩٨٠: ٢٠١٥، وقد توصلت الدراسة إلى أن ميول المستثمرين يؤثر إيجابيًا على احتمالية حدوث فقاعات في سوق الأوراق المالية، كما يؤثر إيجابيًا على حجم هذه الفقاعات، أيضًا فإن ميول المستثمرين المفرطة في التفاؤل يمكن أن يكون مؤشرًا لانفجار فقاعات السوق.

هذا، وقد استهدفت دراسة (Purnamaningrum (2020) تناول التأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين كل من الاقتصاد الأساسي والتمويل الأساسي وأسعار الأسهم في إندونيسيا. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير محفز لميول المستثمر على العلاقة بين كل من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة، ونسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة، والأرباح الموزعة للسهم، ومعدل العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم.

من جانبها، استهدفت دراسة (Li et al. (2020) تناول تأثير ميول المستثمرين على رد الفعل الفوري لأسعار الأسهم تجاه أخبار الأرباح في فترات ارتفاع وانخفاض الميول. حيث اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٤٨٠ شركة من الشركات الصينية المسجلة في بورصتي (SSE)، (SZSE) خلال الفترة ٢٠١٠: ٢٠١٧. هذا، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وأسعار الأسهم تجاه أخبار الأرباح، حيث تأثير الميول يكون أكثر وضوحاً بالنسبة للأسهم الصاعدة والأسهم ذات التقلب العالي والأسهم ذات النمو المرتفع والأسهم المتعثرة.

في السياق نفسه، استهدفت دراسة (Jokar and Daneshi (2020) تناول التأثير المحفز لجودة المراجعة على العلاقة بين ميول المستثمرين وأسعار الأسهم. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ١٤٠ شركة مسجلة في سوق طهران لتداول الأوراق المالية Tehran market بإجمالي عدد مشاهدات ٢٣٨٠ مشاهدة خلال الفترة ٢٠٠٠: ٢٠١٦، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد. هذا، وقد توصلت الدراسة إلى أن تقارير المراجع والتخصص الصناعي للمراجع قد عززت ثقة المستثمرين في المعلومات المحاسبية، ومن ثم فهناك تأثير محفز لهما على العلاقة بين ميول المستثمرين وأسعار الأسهم.

في ضوء العرض السابق، يمكن للباحث الوقوف على بعض الاستنتاجات التالية:

هذا، ويتضح للباحث بعد عرض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم ما يلي:

- هناك اهتماماً ملحوظاً بتناول العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، ويمكن القول إن معظم هذه الدراسات تم تطبيقها في الدول الأجنبية والتي من أهمها الولايات المتحدة الأمريكية والصين. هذا، وقد أجمعت معظم الدراسات على وجود علاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، ولكن هناك عدم توافق بين هذه الدراسات فيما يتعلق بقياس ميول المستثمرين، وقد يرجع ذلك إلى صعوبة وضع مقياس موحد لميول المستثمرين؛ نظراً لأنه يمثل ظاهرة نفسية يصعب ملاحظتها.

- وفي حدود علم الباحث تم تناول اختبار هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية من خلال دراسة واحدة فقط (Abdelhameed 2012)) ولكن تناولت اختبار العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم من خلال عينة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30، كما أنها اعتمدت على العائد الكلي للسوق لقياس عائد الأسهم؛ لذلك فإن العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم ما زالت تحتاج إلى مزيد من البحث والدراسة. لذلك فإن الفرض الثاني للدراسة يتمثل في: "توجد علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم".

هذا، وفي ضوء الدراسات التي تناولت علاقة ميول المستثمرين بعوائد الأسهم يمكن صياغة الفرض الثاني في:

الفرض الثاني H₂: توجد علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم.

هذا، وقد اتضح للباحث عدم وجود دراسات سابقة تناولت التأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم. لذلك فإن الفرض الثاني للدراسة يتمثل في:

الفرض الثالث H₃: يوجد تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

٤- الدراسة التطبيقية:

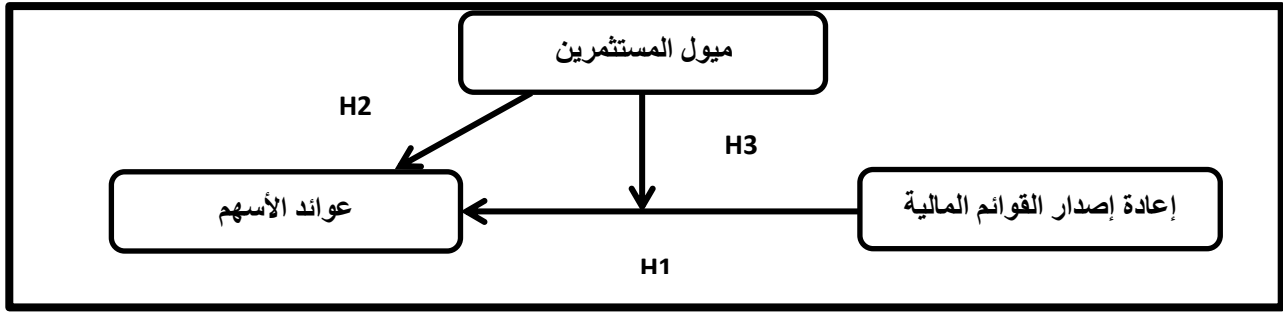
يتمثل الهدف من الدراسة التطبيقية في اختبار فروض الدراسة التي تم اشتقاقها من خلال الدراسات السابقة، وذلك من خلال اختبار العلاقات بين متغيرات الدراسة، ولتحقيق هذا الهدف فلقد تناول الباحث في هذا الجزء من البحث النقاط الآتية: عينة الدراسة، والفترة الزمنية، ومصادر الحصول على البيانات، ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، وفروض ونماذج الدراسة، والتحليل الإحصائي للبيانات واختبار الفروض، واخيراً مناقشة نتائج التحليل الإحصائي.

٤-١ عينة الدراسة، والفترة الزمنية للدراسة، ومصادر الحصول على البيانات:

لقد تم الاعتماد على المعايير الآتية لتحديد حجم العينة: أولاً: استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية؛ بسبب الطبيعة الخاصة لهما. ثانياً: استبعاد الشركات التي لا تتوفر بياناتها خلال الفترة محل الدراسة. وتطبيق المعيارين السابقين بلغ حجم العينة النهائي ١٤٢ شركة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، بإجمالي مشاهدات بلغت ١٠٤٠ مشاهدة، مقسمة إلى ٣٠١ مشاهدة عبارة عن عدد مرات إعادة إصدار القوائم المالية التي قامت بها شركات العينة خلال مدة الدراسة، ٧٣٩ مشاهدة عبارة عن مشاهدات شركات العينة التي لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية خلال مدة الدراسة. هذا، وقد تم توزيع شركات عينة الدراسة على ١٤ قطاع وفقاً لتصنيف البورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢١. هذا، وقد تم تجميع البيانات اللازمة للدراسة من خلال الاعتماد على المصادر الثانوية؛ حيث قام الباحث بتجميع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، من خلال القوائم والتقارير المالية السنوية، ومحاضر اجتماعات الجمعية العمومية المتاحة على المواقع الإلكترونية للشركات، وموقع البورصة المصرية، وموقع مباشر مصر، وموقع Investing.

٢-٤ متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

يمكن التعبير عن متغيرات الدراسة من خلال الشكل (١) الآتي:



شكل رقم (١): العلاقة بين متغيرات الدراسة.

المصدر: إعداد الباحث.

في ضوء الشكل السابق فقد اعتمدت الدراسة الحالية على أربعة أنواع من المتغيرات، وهم:

٢-٤-١ المتغير المستقل - إعادة إصدار القوائم المالية (RESTAT):

اعتمد الباحث على قياس متغير إعادة إصدار القوائم المالية من خلال اعتباره متغيراً وهمياً بالاتفاق مع العديد من الدراسات السابقة، والتي من أهمها (هلال، ٢٠١٧؛ بلال، ٢٠١٨؛ علي وآخرون، ٢٠٢١؛ Xu & Kong, 2019; Qasem et al., 2020; Mun, 2022) حيث تشير القيمة (١) إلى أن الشركة قامت بإعادة إصدار القوائم المالية، والقيمة (صفر) تشير إلى أن الشركة لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية.

٢-٤-٢ المتغير التابع - عوائد الأسهم:

اعتمد الباحث على قياس متغير عوائد الأسهم من خلال معدل العوائد السنوية للأسهم؛ وذلك بسبب قياس المتغيرات الأخرى على أساس سنوي (Zhu and Hu, 2010; Wang and Wu, 2011; Li et al., 2018).

٢-٤-٣ المتغير التفاعلي (المحفز) - ميول المستثمرين (SENT):

اعتمد الباحث على قياس متغير ميول المستثمرين من خلال مؤشر مكون من العناصر الآتية: (PE) نسبة سعر السهم في السوق إلى ربحية السهم، و(VLM) حجم التداول، و(TURN) معدل الدوران؛ وذلك لأن تلك العناصر تُمكن من تحديد تأثير ميول المستثمرين على مستوى كل شركة من شركات الدراسة على حدة، وليس على مستوى السوق ككل. هذا، وقد قام الباحث بإجراء الخطوات الآتية:

أ- تنميط للعناصر المكونة للمؤشر؛ وذلك لتقريب تأثيرها على الميول.

ب- تحليل المكونات الرئيسية Principle component analyses لتلك المقاييس ليتم جمعها في مؤشر واحد فقط لقياس ميول المستثمرين، كما في دراسة (Baker and Wurgler, 2006, 2007; Jokar and Daneshi, 2020; Li et al., 2020).

ت- بناءً على مخرجات تحليل المكونات الأساسية يتم تكوين مؤشر لقياس ميول المستثمرين على النحو التالي:

$$SENT_{it} = 0.059 * PE_{it} + 0.963 * VLM_{it} + 0.963 * TURN_{it}$$

حيث:

- SENT it : ميول المستثمرين تجاه الشركة (i) خلال العام (t).
 PE it : نسبة سعر السهم في السوق إلى ربحية السهم للشركة (i) خلال العام (t).
 VLM it : حجم تداول الأسهم للشركة (i) خلال العام (t).
 TURN it : معدل دوران الأسهم للشركة (i) خلال العام (t).

٢-٤-٤ المتغيرات الرقابية Control Variables:

تشمل المتغيرات الرقابية بعض المتغيرات المؤثرة على المتغير التابع؛ ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة الحالية، ويتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع. وقد تم تحديد هذه المتغيرات الرقابية في ضوء الدراسات السابقة التي أجريت في مجال الدراسة الحالية، ومن أهم هذه المتغيرات: حجم الشركة، ونسبة الرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، والتدفقات النقدية/ إجمالي الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وربحية السهم، وحجم مكتب

المراجعة، وتوزيعات الأرباح، وهذه المتغيرات قد تؤثر -إيجاباً أو سلباً- على عوائد الأسهم، وهو الأمر الذي يجعل أخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار، عند دراسة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أمراً مهماً وضرورياً، ويمكن شرح كل متغير من هذه المتغيرات وتوضيحه على النحو الآتي:

١-٤-٢-٤: Firm Size (Size) حجم الشركة

حجم الشركة من المتغيرات التي تؤثر على عوائد الأسهم، ويُقاس هذا المتغير باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (i) خلال العام (t) (O'Kane, 2014; Li et al., 2018; Romanus, 2019)، أو باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لأسهم الشركة (Market Capitalization) (Jokar and Daneshi, 2020; Qasem et al., 2020).

٢-٤-٢-٤: Leverage (LEV) نسبة الرافعة المالية

نسبة الرافعة المالية من المتغيرات التي تؤثر على عوائد الأسهم، ويُقاس هذا المتغير بإجمالي الديون على إجمالي الأصول (Li et al., 2018; Romanus, 2019; Qasem et al., 2020).

٣-٤-٢-٤: Return On Assets (ROA) معدل العائد على الأصول

اعتمدت بعض الدراسات على هذا المتغير كمتغير رقبائي (Callen et al., 2006; Li et al., 2018; Jokar and Daneshi, 2020)، وقد اعتمد الباحث على قياس هذا المتغير من خلال خارج قسمة صافي الربح التشغيلي على إجمالي الأصول.

٤-٤-٢-٤: Cash Flow (CFO) إجمالي الأصول النقدية

اعتمد الباحث على قياس هذا المتغير من خلال خارج قسمة التدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي الأصول (Li et al., 2018).

٥-٤-٢-٤: The market-to-book ratio (MTB) القيمة السوقية/ القيمة الدفترية

اعتمد الباحث على قياس هذا المتغير من خلال خارج قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية للشركة (Li et al., 2018; Jokar and Daneshi, 2020).

٦-٤-٢-٤: Earnings per share (EPS) ربحية السهم

اعتمد الباحث على قياس هذا المتغير من خلال خارج قسمة صافي الربح على عدد الأسهم (Qasem et al., 2020).

٧-٤-٢-٤: (BIG4) حجم مكتب المراجعة

اعتمد الباحث على قياس هذا المتغير من خلال اعتباره متغيراً وهمياً؛ حيث تشير القيمة (١) إلى أن الشركة تتم مراجعتها بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى، والقيمة (صفر) إلى غير ذلك.

٨-٤-٢-٤: Dividends (DIV) توزيعات الأرباح

اعتمد الباحث على قياس متغير توزيعات الأرباح من خلال اعتباره متغيراً وهمياً؛ حيث تشير القيمة (١) إلى أن الشركة قامت بتوزيع الأرباح خلال العام، والقيمة (صفر) تشير إلى غير ذلك.

هذا، ويوضح الباحث ملخص متغيرات الدراسة الحالية وكيفية قياسها من خلال الجدول (١) الآتي:

جدول رقم (١): متغيرات الدراسة التطبيقية وكيفية قياسها.

اسم المتغير	الرمز	مؤشر القياس
أولاً: المتغير المستقل Independent Variable		
إعادة إصدار القوائم المالية	RESTAT	متغير وهمي؛ حيث تشير القيمة (١) إلى أن الشركة قامت بإعادة إصدار القوائم المالية، والقيمة (صفر) تشير إلى أن الشركة لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية.
ثانياً: المتغير التابع Dependent Variable		
عوائد الأسهم	SR	$SR_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ حيث إن: - SR_{it} : معدل عائد السهم i في السنة t - P_{it} : سعر الإغلاق للسهم i في نهاية السنة t - P_{it-1} : سعر الإغلاق للسهم i في نهاية السنة $t-1$
ثالثاً: المتغير المُحفِّز (المعدل) Moderator Variable		
ميول المستثمرين	SENT	تم قياس ميول المستثمرين من خلال مؤشر مركب يتكون من ثلاثة عناصر تتمثل في: ١-نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم PE: سعر السهم في السوق مقسوماً على ربحية السهم.

٢-حجم التداول VLM: اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول. ٣-معدل الدوران TURN: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد الأسهم المتداولة مقسوماً على متوسط عدد الأسهم. ثم تم تكوين مؤشر لقياس ميول المستثمرين باستخدام تحليل المكونات الأساسية، وذلك على النحو التالي: $SENT_{it} = 0.059 * PE_{it} + 0.963 * VLM_{it} + 0.963 * TURN_{it}$		
رابعاً: المتغيرات الرقابية Control Variables		
اللوغاريتم الطبيعي لرأس المال السوقي.	SIZE	حجم الشركة
خارج قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.	LEV	نسبة الرافعة المالية
خارج قسمة صافي الربح التشغيلي على إجمالي الأصول.	ROA	معدل العائد على الأصول
خارج قسمة التدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي الأصول.	CFO	التدفقات النقدية/ إجمالي الأصول
خارج قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية للشركة.	MTB	القيمة السوقية/ القيمة الدفترية
خارج قسمة صافي الربح على عدد الأسهم.	EPS	ربحية السهم
متغير وهمي؛ حيث تشير القيمة (١) إلى أن الشركة تتم مراجعتها بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى، والقيمة (صفر) إلى غير ذلك.	BIG4	حجم مكتب المراجعة
متغير وهمي؛ حيث تشير القيمة (١) إلى أن الشركة قامت بتوزيع الأرباح، والقيمة (صفر) إلى غير ذلك.	DIV	توزيعات الأرباح

المصدر: إعداد الباحث.

٣-٤ فروض ونماذج الدراسة:

في ضوء العرض التحليلي للدراسات السابقة فقد وضع الباحث مجموعة من الفروض الإحصائية التي يسعى لاختبارها خلال الجزء الحالي للدراسة، ويمكن توضيح هذه الفروض على النحو الآتي:

١-٣-٤ الفرض الأول للدراسة ونموذج اختبارها:

تنبأ الباحث خلال الفرض الأول للدراسة، بوجود علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، وقد تم صياغة الفرض الأول للدراسة على النحو الآتي:

H_1 : توجد علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

ولاختبار الفرض الأول، فإن الباحث قد استخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد الآتي:

$$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (RESTAT_{it}) + CONTROLS_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث إن:

SR_{it} : عائد السهم للشركة (i) خلال العام (t).

β_0 : ثابت معادلة الانحدار.

$RESTAT_{it}$: إعادة إصدار القوائم المالية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

$CONTROLS_{it}$: المتغيرات الرقابية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

ϵ_{it} : بواقي نموذج الانحدار.

٢-٣-٤ الفرض الثاني للدراسة ونموذج اختبارها:

تنبأ الباحث خلال الفرض الثاني للدراسة، بوجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، وقد تم صياغة الفرض الثاني للدراسة على النحو الآتي:

H_2 : توجد علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم.

ولاختبار الفرض الثاني، فقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد الآتي:

$$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (SENT_{it}) + CONTROLS_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث إن:

SR_{it} : عائد السهم للشركة (i) خلال العام (t).

B_0 : ثابت معادلة الانحدار.

$SENT_{it}$: ميول المستثمرين للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

$CONTROLS_{it}$: المتغيرات الرقابية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

ϵ_{it} : بواقي نموذج الانحدار.

٣-٣-٤ الفرض الثالث للدراسة ونموذج اختباره:

سعى الباحث من خلال الفرض الثالث للدراسة إلى استكشاف طبيعة الدور الذي قد يلعبه ميول المستثمرين في تعديل العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، وقد تنبأ الباحث بوجود تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، وقد تم صياغة الفرض الثالث للدراسة على النحو الآتي:

H_3 : يوجد تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم.

ولاختبار الفرض الثالث، فإن الباحث قد استخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد الآتي:

$$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (RESTAT_{it}) + \beta_2 (SENT_{it}) + \beta_3 (RESTAT_{it} * SENT_{it}) + CONTROLS_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث إن:

SR_{it} : عائد السهم للشركة (i) خلال العام (t).

B_0 : ثابت معادلة الانحدار.

$RESTAT_{it}$: إعادة إصدار القوائم المالية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

$SENT_{it}$: ميول المستثمرين للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

$RESTAT_{it} * SENT_{it}$: لقياس التأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية ورد فعل السوق تجاه الشركة (i) خلال العام الحالي (t).

$CONTROLS_{it}$: المتغيرات الرقابية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

ϵ_{it} : بواقي نموذج الانحدار.

٤-٤ التحليل الإحصائي للبيانات واختبار الفروض:

أوضح Pallant (2020) أنه يمكن بيان مراحل التحليل الإحصائي واختبار الفروض في ثلاث مراحل وهي: التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي؛ وذلك من خلال اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات والارتباطات المشتركة بين المتغيرات المستقلة، ثم وصف متغيرات الدراسة، سواء المتصلة أو المنفصلة، وانتهاءً بتقدير نموذج الدراسة، واختبار فروض الدراسة؛ لذلك فقد تناول الباحث النقاط الآتية:

٤-٤-١ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

أوضح Pallant (2020) أنه يجب إجراء فحص أولي للبيانات، والتحقق من مدى توافر بعض الجوانب المهمة في بيانات الدراسة، مثل عدم وجود قيم شاذة أو متطرفة Outliers بالعينة بما قد يؤثر سلباً على نتائج التحليل الوصفي والكمي لنتائج عينة الدراسة، وذلك قبل البدء في إجراء التحليل الإحصائي للبيانات؛ لذلك قام الباحث بإجراء بعض الاختبارات الإحصائية اللازمة للتحقق من مدى سلامة وصلاحية البيانات للتحليل الإحصائي وذلك على النحو الآتي:

٤-٤-١-١ معالجة القيم الشاذة أو المتطرفة (Outliers):

أوضح Pallant (2020) أن القيم الشاذة هي مجموعة من القيم التي تختلف بشكل كبير عن باقي قيم بيانات العينة (قيم صغيرة أو كبيرة جداً)، والتي يجب معالجتها للتقليل من تأثيرها قبل إجراء التحليل الإحصائي، حتى لا تؤثر سلباً بشكل كبير على النتائج، إضافة إلى إمكانية تأثير هذه القيم على التوزيع الطبيعي للبيانات؛ لذلك -ومن أجل تقليل التأثير السلبي للقيم الشاذة أو المتطرفة على نتائج التحليل الإحصائي- قام الباحث بمعالجتها لجميع المتغيرات المتصلة عند مستوى قطع ٥٪ باستخدام طريقة Winsorizing outliers في برنامج STATA، نظراً لوجود تباين كبير في البيانات المالية بين الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية وبعضها البعض، وللشركة نفسها عبر الفترات الزمنية المختلفة.

٤-٤-١-٢ اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات:

التوزيع الطبيعي لبيانات الدراسة يساعد في تحديد ما إذا كان سيتم تطبيق الاختبارات المعلمية، أو الاختبارات اللامعلمية. ففي حالة كون البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، فإنه يتم تطبيق الاختبارات المعلمية في التحليل الإحصائي مثل تحليل الارتباط وتحليل الانحدار، والتي تفترض جميعها أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي (George & Mallery, 2019; Pallant, 2020)، والعكس في حالة كون البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي (التوزيع الحر). هذا، وقد أشار Field (2013) إلى أنه إذا كان عدد مشاهدات

العينة لا يقل عن ١٠٠ مشاهدة فإنه يفترض فيها الاقتراب من اتباع التوزيع الطبيعي، وتكون صالحة لإجراء الاختبارات المعلمية عليها. وبناءً عليه، فإن عينة الدراسة الحالية تتبع التوزيع الطبيعي؛ حيث إن عدد مشاهدات العينة قد بلغ ١٠٤٠ مشاهدة.

٤-٤-١-٣ اختبارات التحقق من افتراضات نموذج الانحدار الخطي:

قبل استخدام نماذج الانحدار في اختبار نماذج الدراسة، لا بد من التحقق من افتراضات نموذج الانحدار الخطي، ومن ثم إذا تحققت هذه الافتراضات في نماذج الدراسة، فإن طريقة المربعات الصغرى سوف تعطي نتائج جيدة غير متحيزة يمكن الاعتماد عليها، أما إذا لم تتحقق هذه الافتراضات في نماذج الدراسة، فإن طريقة المربعات الصغرى سوف تعطي نتائج متحيزة ومضللة، وتتمثل افتراضات نموذج الانحدار الخطي كما أوضحها (Field, 2013) فيما يلي:

أولاً: الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة:

يقصد بالارتباط الخطي المتعدد وجود درجة ارتباط مرتفعة أو ارتباط تام بين بعض أو كل المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار، ومن ثم فإن وجود مثل هذه المشكلة قد يؤثر على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع؛ إذ قد يؤدي ذلك إلى نتائج غير صحيحة بأن المتغيرات المستقلة تؤثر أو لا تؤثر على المتغير التابع، كما قد يؤدي إلى تقديرات غير دقيقة لمعاملات الانحدار (Pallant, 2020). هذا، وقد اعتمد الباحث على اختبار Variance Inflation Factor (VIF) لتحديد درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة، وقد أوضح (Field 2013) أن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة تظهر عندما تكون قيمة VIF أقل من ١٠.

ثانياً: ثبات تباين البواقي Heteroskedasticity:

اعتمد الباحث على اختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg لتحديد ما إذا كان هناك ثبات في تباين البواقي أم لا. ويتمثل الفرض العدم في ظل هذا الاختبار في ثبات تباين البواقي، بينما يتمثل الفرض البديل في عدم ثبات تباين البواقي، ويقبل الفرض العدم إذا كان الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg أكبر من ٥٪، على حين يقبل الفرض البديل إذا كان الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg أقل من ٥٪ (Field, 2013).

ثالثاً: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Autocorrelation:

أوضح (Field 2013) أنه يمكن إقرار عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي إذا كانت قيمة Durbin Watson تقع في المدى بين ١,٥ - ٢,٥، ولكن إذا كانت قيمة Durbin Watson لا تقع ضمن المدى السالف ذكره، يمكن إقرار وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي. هذا، ويوضح الجدول (٢) افتراضات نموذج الانحدار الخطي لنماذج الدراسة.

جدول رقم (٢): افتراضات نموذج الانحدار الخطي لنماذج الدراسة.

الافتراض	اسم الاختبار	الأول	الثاني	الثالث
الارتباط الخطي المتعدد	VIF متوسط	١,٤٤٢	١,٤٨٣	١,٤٢٤
ثبات تباين البواقي	Breusch Pagan/Cook-Weisberg	٠,٠٠٤٥	٠,٠٠٠٨	٠,٨٢٥٩
الارتباط الذاتي للبواقي	Durbin Watson	٢,٠٩٦٧٠٣	٢,٠٩٨٧١٧	٢,٠٩٣٤٧٨

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA.

هذا، وقد اتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

- تحقق في جميع النماذج افتراض عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة؛ حيث بلغ متوسط VIF للمتغيرات المستقلة في النماذج الثلاثة ١,٤٤٢، ١,٤٨٣، ١,٤٢٤، على التوالي وهي أقل من (١٠). ومن ثم فإن كل نموذج من نماذج الدراسة لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي يصلح لتفسير الأثر على المتغير التابع.
- تحقق افتراض ثبات التباين في النموذج الثالث؛ حيث بلغت قيمة الاحتمال المحسوب -وفقاً لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg- (٠,٨٢٥٩)، وهو أكبر من ٥٪، بينما لم يتحقق افتراض ثبات التباين في النموذج الأول، والنموذج الثاني؛ حيث بلغت قيم الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg (٠,٠٠٤٥)، (٠,٠٠٠٨)، على التوالي، وهي قيم أقل من ٥٪. ونظراً لما قد يصاحبه هذا التعارض من آثار عكسية على مدى ملاءمة واتساق النتائج المستخلصة من نماذج الانحدار باتباع طريقة المربعات الصغرى التقليدية، فقد استعان الباحث لاختبار تلك النماذج بتقنية Robust Estimate Ordinary Least Squares، والتي تعمل على تقدير معاملات نماذج الانحدار التي تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.
- تحقق افتراض عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي في النموذج الأول، والنموذج الثاني، والنموذج الثالث؛ حيث بلغت قيم اختبار Durbin Watson لهذه النماذج (٢,٠٩٦٧٠٣)، (٢,٠٩٨٧١٧)، (٢,٠٩٣٤٧٨) على التوالي، وتقع هذه القيم داخل المدى بين ١,٥-٢,٥.

٤-٤-٢ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

هذا، وبعد معالجة القيم الشاذة أو المتطرفة والتأكد من أن بيانات عينة الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي، تمكن الباحث من إجراء التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة من خلال استخدام بعض المقاييس الإحصائية الوصفية؛ وذلك بهدف عرض سمات عينة الدراسة والتي تضم ١٤٢ شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠٢١). هذا، وقد قام الباحث بإجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة من خلال:

٤-٤-٢-١ الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة (Continuous Variables):

لقد اعتمد الباحث على أساليب الإحصاء الوصفي الآتية: الوسط الحسابي، وأعلى قيمة، وأدنى قيمة كمقاييس للنزعة المركزية، والانحراف المعياري كمقياس لتشتت بيانات الدراسة، وذلك بهدف توصيف وعرض سمات وخصائص عينة الدراسة. هذا، ويوضح الجدول (٣) الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة.

جدول رقم (٣): الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة.

Variables	Mean	Std. Deviation	Mini	Max
	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
SR	.147	.422	-.35	.975
SENT	.021	1.108	-2.154	1.633
SIZE	20.245	1.684	17.71	23.35
LEV	.158	.172	0	.56
ROA	.056	.089	-.12	.23
CFO	.043	.095	-.14	.24
MTB	1.624	1.209	.41	4.28
EPS	.983	2.106	-1.79	7.34

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA.

هذا، وقد اتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

- بلغت قيمة الوسط الحسابي لعوائد الأسهم للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ١٤٧،٠٠، بانحراف معياري قدره ٤٢٢،٠٠، وهو ما يشير إلى تحقيق معظم أسهم شركات العينة عوائد إيجابية، كما أن هناك تفاوتاً بين أسهم شركات العينة فيما يتعلق بالقدرة على تحقيق العوائد.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لميول المستثمرين للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ٠،٠٠،٢١، بانحراف معياري قدره ١،١٠٨، مما يعني ارتفاعاً في ميول المستثمرين تجاه الشركات الممثلة لعينة الدراسة.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لحجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لرأس المال السوقي للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ٢٠،٢٤٥، بانحراف معياري قدره ١،٦٨٤، وهو ما يشير إلى كبر حجم شركات العينة، وعدم وجود تفاوت كبير في الحجم فيما بينها، وبالتالي فإن أسهم هذه الشركات قد تتسم بالقدرة الجيدة على تحقيق عوائد، ومن ثم القدرة المرتفعة على جذب ميول المستثمرين لها.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لدرجة الرافعة المالية للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ١٥٨،٠٠، بانحراف معياري قدره ١٧٢،٠٠، وهو ما قد يشير إلى أن شركات العينة تعتمد في هيكل التمويل الخاص بها على رأس المال المملوك -كمصدر للتمويل- بشكل كبير.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ٠،٠٥٦، بانحراف معياري قدره ٠،٠٨٩، وهو ما يشير إلى أن شركات العينة في المتوسط تحقق عائداً على استثماراتها يبلغ ٥،٦٪؛ أي أن كل جنيه تستثمره الشركات في أصولها يحقق لها عائداً قدره (٥،٦٪). كما أن هناك تفاوتاً بين شركات العينة فيما يتعلق بالقدرة على تحقيق معدل العائد على الأصول.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي للتدفقات النقدية للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ٠،٠٤٣، بانحراف معياري قدره ٠،٠٩٥، وهو ما يشير إلى أن شركات العينة في المتوسط تتخفف من تدفقاتها النقدية التشغيلية، كما أن هناك تفاوتاً بين شركات العينة فيما يتعلق بتدفقاتها النقدية التشغيلية.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ١،٦٢٤، بانحراف معياري قدره ١،٢٠٩، وهو ما يشير إلى أن شركات العينة في المتوسط تزيد قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لربحية السهم للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة ٠،٩٨٣، بانحراف معياري قدره ٢،١٠٦، وهو ما يشير إلى أن أسهم شركات العينة في المتوسط لها نصيب من الأرباح المحققة، كما أن هناك تفاوتاً بين شركات العينة فيما يتعلق بنصيب السهم من الأرباح.

٤-٢-٢-٤: الإحصاء الوصفي للمتغيرات المنفصلة (Discrete Variables): اعتمد الباحث على التكرارات (Frequencies) لعرض الإحصاء الوصفي للمتغيرات المنفصلة وهي المتغيرات الوهمية (Dummy Variables)، وتوضح الجداول (٤)، (٥)، (٦) الإحصاء الوصفي للمتغيرات المنفصلة.

جدول رقم (٤): الإحصاء الوصفي لإعادة إصدار القوائم المالية.

إعادة إصدار القوائم المالية RESTAT		
النسبة المئوية	التكرارات	
28.94	301	المشاهدات التي قامت بإعادة إصدار القوائم المالية
71.06	739	المشاهدات التي لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية
100	1040	الإجمالي

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA.

يتضح من الجدول (٤) أن عدد المشاهدات لشركات عينة الدراسة التي قامت بإعادة إصدار القوائم المالية بلغت ٣٠١ مشاهدة بنسبة ٢٨,٩٤٪، وأن عدد المشاهدات لشركات عينة الدراسة التي لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية بلغت ٧٣٩ مشاهدة، بنسبة ٧١,٠٦٪. وهذا يعني أن الشركات التي قامت بإعادة إصدار القوائم المالية أقل بكثير من الشركات التي لم تقم بإعادة إصدار القوائم المالية.

جدول رقم (٥): الإحصاء الوصفي لحجم مكتب المراجعة.

حجم مكتب المراجعة BIG4		
النسبة المئوية	التكرارات	
27.69	288	المشاهدات التي تراجع من المكاتب الأربعة الكبار
72.31	752	المشاهدات التي لا تراجع من المكاتب الأربعة الكبار
100	1040	الإجمالي

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA.

يتضح من الجدول (٥) أن عدد المشاهدات لشركات عينة الدراسة التي تراجع من قبل المكاتب الأربعة الكبار بلغت ٢٨٨ مشاهدة بنسبة ٢٧,٦٩٪، وأن عدد المشاهدات لشركات عينة الدراسة التي لا تراجع من قبل المكاتب الأربعة الكبار بلغت ٧٥٢ مشاهدة بنسبة ٧٢,٣١٪. وهذا يعني أن الشركات التي تراجع من المكاتب الأربعة الكبار أقل بكثير من الشركات التي لم تراجع من المكاتب الأربعة الكبار.

جدول رقم (٦): الإحصاء الوصفي لتوزيعات الأرباح.

توزيعات الأرباح DIV		
النسبة المئوية	التكرارات	
61.73	642	المشاهدات التي قامت بتوزيع الأرباح
38.27	398	المشاهدات التي لم تقم بتوزيع الأرباح
100	1040	الإجمالي

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA.

يتضح من الجدول (٦) أن عدد المشاهدات لشركات عينة الدراسة التي قامت بتوزيع الأرباح بلغت ٦٤٢ مشاهدة بنسبة ٦١,٧٣٪، وأن عدد المشاهدات لشركات عينة الدراسة التي لم تقم بتوزيع الأرباح بلغت ٣٩٨ مشاهدة بنسبة ٣٨,٢٧٪. وهذا يعني أن الشركات التي قامت بتوزيع الأرباح أكبر بكثير من الشركات التي لم تقم بتوزيع الأرباح.

٤-٢-٤-٣: تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة (Correlation Analysis):

قام الباحث بإجراء اختبار تحليل الارتباط (Correlation Analysis)، عن طريق استخدام معامل ارتباط بيرسون لمعرفة مدى وجود علاقة ارتباط بين متغيرات الدراسة وقياس قوة هذا الارتباط، وقد أشار George & Mallery (2019) إلى أن مصفوفة الارتباط المتعدد تستخدم لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة من ناحية، وبين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض من ناحية أخرى، وتتراوح قيمة معامل ارتباط بيرسون ما بين (-١، +١)؛ حيث تشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط إيجابي بين المتغيرين محل الدراسة، بينما تشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط سلبي بين المتغيرين محل الدراسة، أما معامل الارتباط الصفري فإنه يشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرين نهائياً. هذا، ويوضح الجدول (٧) نتائج تحليل الارتباط وفقاً لمصفوفة ارتباط بيرسون.

جدول رقم (٧): مصفوفة الارتباط المتعدد – بيرسون.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) SR	1.000										
(2) SENT	0.022	1.000									
(3) RESTAT	-0.022	-0.014	1.000								
(4) SIZE	0.115	0.126	0.061	1.000							
(5) LEV	-0.044	0.022	-0.033	0.172	1.000						
(6) ROA	0.164	0.010	0.101	0.328	-0.114	1.000					
(7) CFO	0.064	-0.039	0.037	0.209	-0.264	0.526	1.000				
(8) MTB	0.246	0.012	0.085	0.458	-0.038	0.278	0.197	1.000			
(9) EPS	0.164	-0.243	0.090	0.108	-0.169	0.545	0.329	0.007	1.000		
(10) BIG4	-0.021	0.070	-0.002	0.337	0.301	0.131	0.028	0.111	-0.095	1.000	
(11) DIV	0.089	-0.049	0.088	0.250	-0.087	0.466	0.300	0.138	0.342	0.081	1.000

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA.

هذا، وقد اتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

- توجد علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة بين عوائد الأسهم وبين كلٍّ من: ميول المستثمرين، وحجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، والتدفقات النقدية، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، وتوزيعات الأرباح؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لكل منها على الترتيب: (٠,٠٢٢)، (٠,١١٥)، (٠,١٦٤)، (٠,٠٦٤)، (٠,٢٤٦)، (٠,١٦٤)، (٠,٠٨٩)، وهذه القيم أقل من القيمة (٠,٥)، كما أن علاقة الارتباط بين عوائد الأسهم وميول المستثمرين غير معنوية؛ حيث بلغت مستوى المعنوية (٠,٤٨٠) وهي أكبر من (٠,١٠)، في حين أن علاقة الارتباط بين عوائد الأسهم وكل من حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، والتدفقات النقدية، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، وتوزيعات الأرباح هي علاقة معنوية؛ حيث بلغت مستويات المعنوية لهذه المتغيرات (٠,٠٠٠)، (٠,٠٠٠)، (٠,٠٤٠)، (٠,٠٠٠)، (٠,٠٠٠)، (٠,٠٠٠)، وذلك عند مستويات معنوية أقل من (٠,٠٠١)، (٠,٠٠٥).
- توجد علاقة ارتباط سلبية ضعيفة بين عوائد الأسهم وبين كل من إعادة إصدار القوائم المالية، والرافعة المالية، وحجم مكتب المراجعة؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لكل منها على الترتيب: (-٠,٠٢٢)، (-٠,٠٤٤)، (-٠,٠٢١)، وهذه القيم أقل من القيمة (٠,٥)، كما أن هذه العلاقة غير معنوية؛ حيث بلغت مستويات المعنوية لهذه المتغيرات (٠,٤٨٤)، (٠,١٥٢)، (٠,٥٠٥)، وهي أكبر من (٠,١٠).
- فيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، يتضح من الجدول (٧/١١) عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض لعدم وجود معامل ارتباط يتجاوز ٧٠٪، حيث بلغ أعلى معامل ارتباط في المصفوفة (٥,٥٤٪) بين ربحية السهم ومعدل العائد على الأصول، يليه معامل الارتباط بين التدفقات النقدية ومعدل العائد على الأصول الذي بلغ (٦,٥٢٪).

٤-٤-٣- اختبار فروض الدراسة:

قام الباحث باختبار فروض الدراسة إحصائياً من خلال الاعتماد على أساليب الإحصاء التحليلي أو الاستدلالي والمتمثلة في تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis)؛ حيث استعان الباحث بتقنية Robust Estimate Ordinary Least Squares، والتي تعمل على تقدير معاملات نماذج الانحدار التي تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين وذلك عند اختبار كل من النموذج الأول، والنموذج الثاني.

٤-٤-٣-١ اختبار الفرض الأول للدراسة:

يتمثل الفرض الأول للدراسة في: (H₁) "توجد علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم". ويوضح الجدول (٨) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار صحة الفرض الأول.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرض الأول.

المتغيرات	Variables	النموذج الأول Dependent Variable: عوائد الأسهم SR		
		B معامل الانحدار	T. test	
			قيمة T	Sig. مستوى المعنوية
ثابت الانحدار	Constant	0.026	0.15	0.882
إعادة إصدار القوائم المالية	RESTAT	-0.056	-2.02	0.044**
حجم الشركة	SIZE	-0.001	-0.15	0.882
الرافعة المالية	LEV	-0.024	-0.31	0.76
معدل العائد على الأصول	ROA	0.252	1.18	0.24
التدفقات النقدية	CFO	-0.286	-1.69	0.091*
نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية	MTB	.089	7.01	0.000***
ربحية السهم	EPS	0.031	4.40	0.000***
حجم مكتب المراجعة	BIG4	-0.033	-1.05	0.294
توزيعات الأرباح	DIV	0.004	0.13	0.9
عدد المشاهدات				1040
معامل التحديد R ²				0.095
F-test				11.516
مستوى معنوية النموذج Sig				0.000

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA

هذا، وقد اتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

أولاً: يمكن التعبير عن معادلة الانحدار كما يلي:

$$SR_{it} = 0.026 - 0.056(RESTAT_{it}) - 0.001(SIZE_{it}) - 0.024(LEV_{it}) + 0.252(ROA_{it}) - 0.286(CFO_{it}) + 0.089(MTB_{it}) + 0.031(EPS_{it}) - 0.033(BIG4_{it}) + 0.004(DIV_{it}) + \epsilon_{it}$$

ثانياً: معنوية نموذج الانحدار:

يتم تحديد معنوية نموذج الانحدار من خلال نتيجة اختبار (F-Test)، ويمكن تفسير نتيجة مستوى المعنوية (Sig.) على النحو التالي: إذا كان مستوى المعنوية (Sig.) أقل من (٠,٠٥) فإن نموذج الانحدار يكون معنوياً؛ أي: أنه يوجد -على الأقل- متغير واحد من المتغيرات المستقلة ذو تأثير معنوي على المتغير التابع، والعكس صحيح إذا كان مستوى المعنوية (Sig.) أكبر من (٠,٠٥). هذا، وقد بلغ مستوى معنوية النموذج (Sig.) (٠,٠٠٠)، وهو أقل من (٠,٠٥)، مما يعني صلاحية نموذج الانحدار وإمكانية الاعتماد عليه.

ثالثاً: القدرة التفسيرية للنموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد (R-squared) للنموذج (٠,٠٩٥)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج وهي: إعادة إصدار القوائم المالية، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، والتدفقات النقدية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، وحجم مكتب المراجعة وتوزيعات الأرباح، تُفسر (٩,٥٪) من التباين أو التغير في المتغير التابع وهو عوائد الأسهم.

رابعاً: اختبار المعنوية للمتغيرات (T-Test) ومعاملات الانحدار Coefficient:

يوضح هذا الاختبار التأثير المعنوي لكل متغير مستقل على حدة على المتغير التابع. هذا، وقد اتضح من النموذج الأول أن معامل الانحدار لإعادة إصدار القوائم المالية قد بلغ (-٠,٠٥٦)، وهو ما يدل على وجود علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، وهذه العلاقة معنوية؛ حيث بلغ مستوى المعنوية (٠,٠٤٤) وهو أقل من (٠,٠٥).

بناءً على ما سبق، يمكن قبول الفرض الأول والذي ينص على: "توجد علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم".

٤-٣-٢ اختبار الفرض الثاني للدراسة:

يتمثل الفرض الثاني للدراسة في: (H₂) "توجد علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، ويوضح الجدول (٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار صحة الفرض الثاني.

جدول (٩): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الثاني.

المتغيرات	Variables	النموذج الثاني Dependent Variable: عوائد الأسهم SR		
		B معامل الانحدار	T. test	
			قيمة T	Sig. مستوى المعنوية
ثابت الانحدار	Constant	0.068	0.39	0.699
ميول المستثمرين	SENT	0.024	2.08	0.038**
حجم الشركة	SIZE	-0.005	-0.48	0.63
الرافعة المالية	LEV	-0.011	-0.14	0.888
معدل العائد على الأصول	ROA	0.171	0.79	0.432
التدفقات النقدية	CFO	-0.26	-1.53	0.127
نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية	MTB	.09	7.05	0.000***
ربحية السهم	EPS	0.035	4.77	0.000***
حجم مكتب المراجعة	BIG4	-0.031	-0.99	0.32
توزيعات الأرباح	DIV	0.004	0.13	0.894
عدد المشاهدات				1040
معامل التحديد R ²				0.095
F-test				11.552
مستوى معنوية النموذج Sig.				0.000

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA

هذا، وقد اتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

أولاً: يمكن التعبير عن معادلة الانحدار كما يلي:

$$SR_{it} = 0.068 + 0.024(SENT_{it}) - 0.005(SIZE_{it}) - 0.011(LEV_{it}) + 0.171(ROA_{it}) - 0.26(CFO_{it}) + 0.09(MTB_{it}) + 0.035(EPS_{it}) - 0.031(BIG4_{it}) + 0.004(DIV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

ثانياً: معنوية نموذج الانحدار:

هذا، وقد بلغ مستوى معنوية النموذج (Sig.) (٠,٠٠٠)، وهو أقل من (٠,٠٥)، مما يعنى صلاحية نموذج الانحدار وإمكانية الاعتماد عليه.

ثالثاً: القدرة التفسيرية للنموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد (R-squared) للنموذج (٠,٠٩٥)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج وهي: ميول المستثمرين، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، والتدفقات النقدية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، وحجم مكتب المراجعة وتوزيعات الأرباح، تُفسر (٩,٥٪) من التباين أو التغيير في المتغير التابع وهو عوائد الأسهم.

رابعاً: اختبار المعنوية للمتغيرات (T-Test) ومعاملات الانحدار Coefficient:

يوضح هذا الاختبار التأثير المعنوي لكل متغير مستقل على حدة على المتغير التابع. هذا، ولقد اتضح من النموذج الثاني أن معامل الانحدار لميول المستثمرين قد بلغ (٠,٠٢٤)، وهو ما يدل على وجود علاقة إيجابية بين إعادة ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، وهذه العلاقة معنوية حيث بلغ مستوى المعنوية (٠,٠٣٨) وهو أقل من (٠,٠٥).

بناءً على ما سبق، يمكن قبول الفرض الثاني والذي ينص على: "توجد علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم".

٤-٤-٣ اختبار الفرض الثالث للدراسة:

يتمثل الفرض الثالث للدراسة في أنه: (H₃) "يوجد تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم". ويوضح الجدول (١٠) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار صحة الفرض الثالث.

جدول (١٠): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الثالث.

المتغيرات	Variables	النموذج الثالث Dependent Variable: عوائد الأسهم SR		
		B معامل الانحدار	T. test	
			قيمة T	Sig. مستوى المعنوية
ثابت الانحدار	Constant	0.078	0.45	0.651
إعادة إصدار القوائم المالية	RESTAT	-0.057	-2.08	0.038**
ميول المستثمرين	SENT	0.03	0.27	0.785
التأثير المحفز لميول المستثمرين		0.156	5.62	0.000***
حجم الشركة	SIZE	-0.004	-0.47	0.64
الرافعة المالية	LEV	-0.013	-0.17	0.867
معدل العائد على الأصول	ROA	0.195	0.95	0.344
التدفقات النقدية	CFO	-0.276	-1.74	0.082*
نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية	MTB	.087	7.29	0.000***
ربحية السهم	EPS	0.04	5.14	0.000***
حجم مكتب المراجعة	BIG4	-0.021	-0.68	0.496
توزيعات الأرباح	DIV	-0.002	-0.06	0.955
عدد المشاهدات				1040
معامل التحديد R2				0.125
F-test				13.359
مستوى معنوية النموذج Sig				0.000

.1 < p < .05, ** p < .01, *** p < .001

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA

هذا، وقد اتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

أولاً: يمكن التعبير عن معادلة الانحدار كما يلي:

$$SR_{it} = 0.078 - 0.057(RESTAT_{it}) + 0.03(SENT_{it}) + 0.156(RESTAT_{it} * SENT_{it}) - 0.004(SIZE_{it}) - 0.013(LEV_{it}) + 0.195(ROA_{it}) - 0.276(CFO_{it}) + 0.087(MTB_{it}) + 0.04(EPS_{it}) - 0.021(BIG4_{it}) - 0.002(DIV_{it}) + \epsilon_{it}$$

ثانياً: معنوية نموذج الانحدار:

هذا، وقد بلغ مستوى معنوية كل من النموذج (Sig.) (٠,٠٠٠)، وهو أقل من (٠,٠٥)، مما يعنى صلاحية نموذج الانحدار وإمكانية الاعتماد عليه.

ثالثاً: القدرة التفسيرية للنموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد (R-squared) للنموذج (٠,١٢٥)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج وهي: إعادة إصدار القوائم المالية، وميول المستثمرين، والتأثير المحفز لميول المستثمرين، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، والتدفقات النقدية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، وحجم مكتب المراجعة وتوزيعات الأرباح، تُفسر (١٢,٥٪) من التباين أو التغير في المتغير التابع وهو عوائد الأسهم.

رابعاً: اختبار المعنوية للمتغيرات (T-Test) ومعاملات الانحدار Coefficient:

يوضح هذا الاختبار التأثير المعنوي لكل متغير مستقل على حدة على المتغير التابع. هذا، ولقد اتضح من النموذج الثالث أن معامل الانحدار للتأثير التفاعلي لميول المستثمرين قد بلغ (٠,١٥٦)، وهو ما يدل على وجود علاقة إيجابية للتأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، وهذه العلاقة معنوية حيث بلغ مستوى المعنوية (٠,٠٠٠) وهو أقل من (٠,٠١).

بناءً على ما سبق، يمكن قبول الفرض الثالث والذي ينص على أنه: "يوجد تأثير محفز لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم".

٤-٥ مناقشة نتائج التحليل الإحصائي:

هدف الباحث من مناقشة نتائج التحليل الإحصائي التي تم التوصل إليها، من خلال التحليل الإحصائي للبيانات، إلى تقديم التفسيرات والمبررات المنطقية التي تدعم النتائج التي تم التوصل إليها، بالإضافة إلى مقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة؛ لتحديد مدى اتفاتها أو تعارضها، وذلك من خلال دراسة النقاط الآتية:

٤-٥-١ العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم:

أشار الباحث - بناءً على نتائج التحليل الإحصائي - إلى وجود علاقة سلبية بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، ويمكن تفسير تلك العلاقة في ضوء نظرية الإشارة؛ على أن قيام الشركات بعملية إعادة إصدار القوائم المالية يمثل أحداثاً سيئة لدى المستثمرين؛ مما قد يدفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية متعلقة ببيع أسهم تلك الشركات، ومن هنا تزداد الكمية المعروضة من الأسهم عن الكمية المطلوبة، وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم وهو ما يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم. وتأتي هذه النتيجة متفقة مع نتائج الدراسات السابقة الآتية (Li et al., 2018; Zhu and Hu, 2010; Gondhalekar et al., 2012; O'Kane, 2014; Mun, 2022; Romanus, 2019; Xu & Kong, 2019; Qasem et al., 2020; كريم الدين، ٢٠١٩).

٤-٥-٢ العلاقة بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم:

أشار الباحث - بناءً على نتائج التحليل الإحصائي - إلى وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وعوائد الأسهم، ويمكن تفسير تلك العلاقة في ضوء نظرية التمويل السلوكي؛ حيث إن اتخاذ المستثمرين قراراتهم الاستثمارية بناءً على رغباتهم ومعتقداتهم حول أسهم الشركات قد يؤدي ذلك إلى تقييم الأسهم بأسعار تختلف عن قيمتها الحقيقية؛ فعند ارتفاع ميول المستثمرين ترتفع أسعار الأسهم، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم، في حين أن انخفاض ميول المستثمرين يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم. وتأتي هذه النتيجة متفقة مع نتائج الدراسات السابقة الآتية (علي وآخرون، ٢٠١٦؛ وأبو الكشك، ٢٠١٨؛ مطلق وفارس، ٢٠١٩؛ Zheng, 2020; Xiong et al., 2020; Li, 2020; Lundqvist and Qadeer, 2020; Li et al., 2020).

٤-٥-٣ التأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم:

أشار الباحث - بناءً على نتائج التحليل الإحصائي - إلى وجود تأثير تفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، ويمكن تفسير تلك العلاقة في ضوء نظرية التمويل السلوكي؛ حيث إن ميول المستثمرين المرتفعة تقلل من الآثار السلبية لعملية إعادة إصدار القوائم المالية، وهو ما ينعكس على عوائد الأسهم.

٥- النتائج والتوصيات والمجالات المقترحة لأبحاث مستقبلية

استهدف الباحث من خلال هذا البحث إلى دراسة التأثير التفاعلي لميول المستثمرين على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم، ولتحقيق هذا الهدف، فقد قام الباحث بأجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ١٠٤٠ مشاهداً للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصري، تمهيداً لاختبار فروض البحث.

هذا، ولقد توصل الباحث من خلال الدراسة الحالية إلى أن قيام الشركات بعملية إعادة إصدار القوائم المالية يمثل أحداثاً سيئة لدى المستثمرين؛ مما قد يدفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية متعلقة ببيع أسهم تلك الشركات، ومن هنا تزداد الكمية المعروضة من الأسهم عن الكمية المطلوبة، وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم وهو ما يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم. وايضاً توصل الباحث إلى أن اتخاذ المستثمرين قراراتهم الاستثمارية بناءً على رغباتهم ومعتقداتهم حول أسهم الشركات قد يؤدي ذلك إلى تقييم الأسهم بأسعار تختلف عن قيمتها الحقيقية؛ فعند ارتفاع ميول المستثمرين ترتفع أسعار الأسهم، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم، في حين أن انخفاض ميول المستثمرين يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم، ولذلك فإن ميول المستثمرين المرتفعة تقلل من الآثار السلبية لعملية إعادة إصدار القوائم المالية، وهو ما ينعكس على عوائد الأسهم.

هذا، ويوصي الباحث بضرورة قيام البورصة المصرية بالزام الشركات التي تقوم بإعادة إصدار القوائم المالية بالإعلان عن تاريخ إعادة إصدار القوائم المالية، وكذلك الإفصاح عن الأسباب التي دفعها إلى القيام بعملية إعادة إصدار القوائم المالية. وذلك لما

لها من تأثير هام على عوائد الأسهم وأيضاً حتى يتمكن الباحثين من إجراء الدراسات التطبيقية اللازمة لاختبار العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وعوائد الأسهم. وكذلك يوصي الباحث بضرورة قيام البورصة المصرية بالعمل على توفير مؤشر موحد لقياس ميول المستثمرين في البورصة المصرية، ويتم تحديثه بشكل مستمر.

هذا، وتتمثل الدراسات المستقبلية التي يُمكن للباحثين تناولها لاحقاً في هذا الصدد ما يلي:

- دراسة العلاقة بين قابلية التقارير المالية للقراءة وبين ميول المستثمرين وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم.
- دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة لمجلس الإدارة وإعادة إصدار القوائم المالية وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم.
- دراسة العلاقة بين ميول المستثمرين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

- أبو الكشك، أمامة يوسف فلاح. (٢٠١٨). *ميول المستثمر وعوائد الأسهم: دليل من بورصة عمان للأوراق المالية*. رسالة ماجستير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة اليرموك.
- بلال، السيد حسن سالم. (٢٠١٨). رد فعل سوق الأوراق المالية لتعديل القوائم المالية: دراسة إمبريقية باستخدام دراسة الحدث على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة – جامعة الزقازيق*، ٤٠(٤)، ٦٨ - ١٠٢.
- عبد الله، هادي محمد محمد. (٢٠١٧). تحليل تأثيرات تعديل القوائم المالية على جودة التقرير المالي وقرارات المستثمرين مع دراسة ميدانية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية – جامعة قناة السويس*، ٨(٢)، ٩١٨ - ٩٨٠.
- علي، هبة الله مصطفى السيد. فارس، علي أحمد. هادي، هيثم ربيع. (٢٠١٦). مشاعر ثقة المستثمرين وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية. *المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء*، ٥٠(١٢)، ٩١ - ١٠٩.
- كريم الدين، علا الله عبده محمود حمودة. (٢٠١٩). محددات العلاقة بين إعادة عرض معلومات القوائم المالية وأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية. *مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة – جامعة بورسعيد*، * (١)، ٩٥ - ١١٤.
- مطلق، علاء محسن. فارس، علي أحمد. (٢٠١٩). قياس ميول المستثمرين وأثرها في عوائد الاستثمار بالأوراق المالية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. *المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء*، ٦١(١٥)، ١٤٨ - ١٧١.
- هلال، أسامة أحمد جلال. (٢٠١٧). أثر القوائم المالية المعدلة على أسعار الأسهم ومصادر التمويل وعلى تغيير مراقب الحسابات للشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة اختبارية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة – جامعة عين شمس*، ٢١(٢)، ٤٩٢ - ٥٥٢.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية

- Abdelhameed, N. A. (2012). *A Study of the Impact of Investor Sentiment on Stock Market Return: The Case of Egypt*. PhD Thesis, faculty of commerce – Cairo University.
- Ali, H., Menon, Z. A., Khan, A., Khan, M. M., Ali, I., Baz, K. & Jalal, W. (2020). Terrorist Activities, Investor Sentiment, and Stock Returns: Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(3), 139-148.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of economic perspectives*, 21(2), 129-152.
- Bouteska, A. (2019). The effect of investor sentiment on market reactions to financial earnings restatements: Lessons from the United States. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 24, 1-34.
- Callen, J. L., Livnat, J., & Segal, D. (2006). Accounting restatements: are they always bad news for investors? *The Journal of Investing*, 15(3), 57-68.

- Chen, X., Cheng, Q., & Lo, A. K. (2013). Accounting restatements and external financing choices. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 750-779.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics (4th ed.)*. <https://uk.sagepub.com/en-gb/eur/discovering-statistics-using-ibm-spss-statistics/book257672>.
- Fragoso, J. L., Peixinho, R. M., Coelho, L. M., & Paiva, I. C. (2020). The impact of financial restatements on financial markets: a systematic review of the literature. *Mediterranean Accountancy Research*, 8, 1119 – 1147.
- George, D., & Mallery, P. (2019). IBM SPSS statistics 26 step by step: A simple guide and reference (15th ed.). *Routledge, Taylor & Francis Group*, 1-404.
- Gondhalekar, V., Joshi, M., & McKendall, M. (2012). Short-and long-term share price reaction to announcements of financial restatements. *Advances in Financial Economics*, 15, 149 – 172.
- He, G., Zhu, S., & GU, H. (2020). The Nonlinear Relationship between Investor Sentiment, Stock Return, and Volatility. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 20, 1-11.
- Jokar, H., & Daneshi, V. (2020). Investor sentiment, stock price, and audit quality. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 12(1), 25-47.
- Li, Y., Park, Y. I., & Wynn, J. (2018). Investor reactions to restatements conditional on disclosure of internal control weaknesses. *Journal of Applied Accounting Research*, 19 (3), 423-439.
- Li, J. (2020). The momentum and reversal effects of investor sentiment on stock prices. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 1-13.
- Li, Z., Tian, M., Ouyang, G., & Wen, F. (2020). Relationship between investor sentiment and earnings news in high -and low- sentiment periods. *International Journal of Finance & Economics*, 1-18.
- Liao, M. H., He, C. L., Cui, R., & Chan, Y. L. (2020). Investor Sentiment and Governance Mechanisms. *In International Conference on Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing*, Springer, Cham, 579-585.
- Lundqvist, F., & Qadeer, R. (2020). *Mispricing in the Stock Market-an effect of investor sentiment?*, Master of Science in Finance University of Gothenburg - School of Business, Economics and Law.
- Mun, K. C. (2022). Stock market reaction and adjustment speed to multiple announcements of accounting restatements. *Journal of Economics and Finance*, 46(1), 22-67.
- O'Kane, K. (2014). *The Effect of Restatements on Market Returns Following the Global Financial Crisis*. Master of Science, Honors College Theses, Pace University. Finance and Financial Management Common.
- Pallant, J. (2020). SPSS Survival Manual: A step by step guide to data analysis using IBM SPSS (7th ed.). *Routledge, Taylor & Francis Group*, 1-378.
- Pan, W. F. (2020). Does Investor Sentiment Drive Stock Market Bubbles? Beware of Excessive Optimism! *Journal of Behavioral Finance*, 21(1), 27-41.
- Purnamaningrum, T. K. (2020). Investor Sentiment and Stock Price Movement Property Sector in Indonesia Stock Exchange. *International Conference on Management, Accounting, and Economy (ICMAE)*, 151, 366-368.

- Qasem, A., Aripin, N., & Wan-Hussin, W. N. (2020). Financial restatements and sell-side analysts' stock recommendations: evidence from Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 16 (4), 501 – 524 .
- Romanus, R. N. (2019). Earnings quality and investor reaction to restatement announcements. *Advances in Business Research*, 9(1), 46-63.
- Wang, X., & Wu, M. (2011). The quality of financial reporting in China: An examination from an accounting restatement perspective. *China journal of accounting research*, 4(4), 167-196.
- Wardhani, R. S., Awaluddin, M. & Reniati. (2019). Financial Performance and Corporate Social Responsibility on Return of Shares. *Jurnal Akuntansi*, 23(3), 409-432.
- Xiong, G., Wang, L., & Wu, D. (2020). Influence of investor sentiment on the return rate of transnational investment behavior, *Revista Argentina de Clínica Psicológica*, 29(1), 483-488.
- Xu, Q., & Kong, W. (2019). Market Reaction of Financial Restatements of Listed Companies. *Ist International Conference on Business, Economics, Management Science*, pp. 517-519.
- Zheng, J. (2020). *How Does Investor Sentiment Have Impacts on Stock Returns and Volatility in the Growth Enterprise Market in China?* Doctoral dissertation, Université d'Ottawa/University of Ottawa .
- Zhu, Z., & Hu, C. (2010). Market reactions to financial restatements-evidence from Chinese stock market. *IEEE International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management*, 2527-2530.

The effect of investors' sentiments on the association between financial restatements and stock returns: An Empirical Study

Eid Hassan Mohamed Hassan Mashhout

Assistant Lecturer in Accounting Department

Faculty of Commerce

Cairo University

Eid_Hassan_Mohamed@foc.cu.edu.eg

Khaled Abdelmonaem Zaki

Labib

Professor of Auditing

Faculty of Commerce

Cairo University

Adel Hussein Thabet

Lecturer of Accounting

Faculty of Commerce

Cairo University

Abstract

The main objective of this study is to investigate the interactive effect of investors' sentiments and the financial restatements on stock returns, an empirical study was conducted on a sample of 1040 observations from companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period 2014-2021. to achieve this objective, the study sample was divided into 301 observations, which are the number of times the financial restatement had done by the sample companies during the study period, and 739 observations, which are the observations of the sample companies that did not have the financial restatements during the study period. This study relied on multiple regression analysis to test the validity of the hypothesis, the results showed that there is a significant negative association between financial restatements and stock returns, and there is a significant positive association between investors' sentiments and stock returns. In addition, there is an interactive effect of investors' sentiments on the association between financial restatements and stock returns.

Keywords

Investors' sentiments, financial restatements, Stock returns.