



**إطار مقترح لقياس أثر إدارة الأرباح على العوائد  
غير العادية والمخاطر غير المنتظمة للأسهم  
العادية "دراسة تطبيقية على البورصة المصرية"**

**د/ خالد فتحي جابر**

استاذ مساعد بقسم المحاسبة- كلية الإدارة  
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

**د/أسامة وجدى وديع**

مدرس بقسم المؤسسات المالية - كلية الإدارة  
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

## ملخص البحث

هدفت الدراسة الى تحليل أثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد ومخاطر الاسهم العادية المتداولة في البورصة المصرية، من خلال عينة مكونة من 30 مفردة مقيدة بالبورصة المصرية عن الفترة من 2006 الى 2015، وسيتم ذلك باستخدام نموذج "جونز المعدل" لقياس ممارسات ادارة الأرباح من جانب ونموذج " تسعير الاصول الرأسمالية CAPM" لتحليل عوائد الاسهم فى سوق التداول من جانب اخر، مع استخدام عوائد مؤشر مصر 30- المؤشر الرئيسى للسوق- لقياس عوائد السوق لتقدير العوائد الغير عادية والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية. وقد خلصت نتائج الدراسة الى وجود تأثير لممارسات ادارة الأرباح على المخاطر غير المنتظمة دون العوائد غير العادية، وهو الامر الذى يمكن إرجاعه الى اثر التنويع على تسعير المخاطر غير المنتظمة اضافة الى انخفاض كفاءة البورصة المصرية.

## الكلمات الدالة

ادارة الأرباح - الاسهم العادية - عوائد الاسهم - العوائد غير العادية - المخاطر غير المنتظمة - نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM- البورصة المصرية - سوق الاوراق المالية - مؤشر مصر 30.

## المبحث الأول الإطار المنهجي

### أولاً: مقدمة:

بالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت عوائد الاسهم العادية، إلا أن هذا الموضوع ما زال مدخلاً مناسباً لإجراء البحوث ليومنا هذا، حيث تناولت بعض الدراسات السابقة المعلومات المالية كمفسر لأداء الاسهم (e.g., Morck et al.,2000; Kieschnick at Campbell;2015,Cakici at el. ;2015 el.,2013; Bollerslev at el.,2015 Maio & Santa-Clara,2015), Ball at el.,(2016)، فى حين تناولت دراسات أخرى المعلومات الاقتصادية كمفسر لاداء الاسهم (e.g., Naifar& Al Dohaiman,2013 ; Asgharian at el.,2013; Belo at el.,2014; Phan at el.,2015 دراسات أخرى السبيلة كمفسر لعوائد ومخاطر الاسهم (e.g.Pastor & Stambaugh, 2001;) (Amihud,2002;Bek-aert et al.,2007)، كذلك المخاطر السياسية كمفسر لعوائد و مخاطر الاسهم (e.g. Perotti &Van,2001; Kaminsky & Sch-mukler, 2002 ; Santa-Clara & Valkanov,2003; Coo-per et al.,2010; Helmy & Wagdi.,2016) وتناولت دراسات أخرى قدرة المخاطر فى تفسير عوائد الاسهم (e.g. Easley et al.,2002; Adrian & Rosenberg,2008; Bollerslev et al., 2009; Campbell et al.,2010; Chang et al., 2013; Conrad et al., 2013; Be-kaert & Hoerova, 2014; Cremers et. al.,2015; Bollerslev et.al.,2014) ومع ذلك فإن الدراسة الحالية تضيف بعداً جديداً من حيث اثر ادارة الأرباح على العوائد غير العادية والمخاطر غير المنتظمة للاسهم.

### ثانياً: الدراسات السابقة

فى سبيل تحديد الفجوة البحثية قام الباحثان باستعراض العديد من الدراسات ذات العلاقة بإدارة الأرباح و اثرها على اداء الاسهم العادية سواء جانب العائد او جانب المخاطر، ويمكن تصنيف اهم الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث الى مجموعتين رئيسيتين على النحو التالي:

## أ- الدراسات المتعلقة بإدارة الأرباح:

أوضحت دراسة (Rosner,2003) قيام الشركات بإدارة الأرباح من خلال التلاعب في الأنشطة التشغيلية لأغراض تجنب الإعلان عن خسائر وذلك بهدف تحقيق توقعات المحللين الماليين، والتي تتمثل في منح خصومات نقدية لزيادة المبيعات، وتخفيض حجم النفقات الاختيارية لتحسين هامش الربح، بينما توصلت دراسة (Bara Lexis, 2004) إلى أن الشركات اليونانية تمارس إدارة الأرباح بصفة متكررة- وبخاصة الممارسات المتفقة مع المبادئ المحاسبية المقبولة - وفي حدود 25% من الربح قبل إدارته، كما أن هناك تباين في اتجاهات إدارة الأرباح وفقاً لحجم الشركة، حيث تحاول الشركات الكبرى تضخيم أرباحها لأغراض الحصول على تمويل خارجي، بينما تحاول الشركات الصغيرة والمتوسطة تقليل أرباحها لأغراض خفض الضريبة على الدخل، ومن جانب آخر خلصت دراسة (Iraya et al.,2015) إلى أن ممارسات إدارة الأرباح بعدد من العوامل منها: تركيز الملكية، حجم مجلس الإدارة، استقلالية الإدارة (مبدأ فصل رئيس مجلس الإدارة عن العضو المنتدب).

في حين كشفت دراسة (Baber et al.-,2006) عن ممارسات إدارة الأرباح عبر تحليل اعلانات نتائج الاعمال الربع سنوية للشركات من خلال تحليل التدفق النقدي باستخدام نموذج جونز، وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير لممارسات الإدارة الأرباح على تقييم المستثمرين للقيم السوقية بسوق التداول بينما توصلت دراسة (إبراهيم، 2006) إلى تفاقم حدة التلاعب في المكاسب بفعل الممارسات المحاسبية الخاطئة والإبداعية، حيث يوجد دور هام لمجلس الإدارة في تبني هذه الممارسات، فيما أظهرت دراسة (Ghosh and Olsen, 2009) استخدام المديرين للمستحقات الاختيارية بصورة كبيرة لخفض تقلبات الأرباح كلما اتسمت البيئة المحيطة بحالة من عدم التأكد، ومن ناحية أخرى خلصت دراسة (Bryan & Mason, 2016) إلى وجود ارتفاع في اتعاب المراجع الخارجي عند وجود ممارسات إدارة الأرباح وذلك من خلال شراء اسهم الخزينة.

أما على مستوى الاسواق المحلية و الإقليمية خلصت دراسة (كيموش، 2014) إلى إمكانية استخدام سياسات راس المال العامل في إدارة الأرباح، وذلك من خلال تغيير سياسات تقييم كل من الديون قصيرة الاجل والمخزون، أما دراسة (حسين، 2015) فقد توصلت لوجود تأثير سلبي لممارسات إدارة الأرباح، وتأثير إيجابي لنوع النشاط، وتأثير

عكسي لحجم الشركة، على المتغير التابع المتمثل في جودة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، كما أن جميع المتغيرات السابقة ذات دلالة معنوية، فيما عدا نسبة الرافعة المالية.

#### ب- الدراسات المتعلقة بعوائد و مخاطر الاسهم العادية:

اهتم العديد من الباحثين بمفهومي العائد والمخاطر، ويمكن تصنيف الدراسات ذات العلاقة الى ثلاثة مجموعات، المجموعة الاولى تناولت العلاقة بين العائد والمخاطرة وقد غلب عليها نمط المقايضة بينهما، اما الثانية فتناولت العائد من حيث نمط ومصادره وتقديره، بينما تناولت الثالثة المخاطر من حيث نمط ومصادرها و تقديرها.

وفيما يتعلق بالمجموعة الاولى كان هناك العديد من الدراسات التي ظهرت فى العقد الاخير من القرن التاسع عشر، والتي خلصت الى المقايضة التوازنية أو التعويضية أو التفضيلية Risk Return Trade Off حيث تم التحول من الاهتمام بالعائد فقط الى النظر للمخاطر كأحد عوامل اتخاذ القرار (e.g.Haynes,1895) وذلك ليس على مستوى الاصول المنفردة فقط بل على مستوى المحفظة ايضا (e.g.Hawley,1893)، وقد كانت نظرية المحفظة (Markowitz, 1952) Portfolio Theory هي ختام تلك المجموعة، وبذا اصبحت المقايضة بين العائد و المخاطر جوهر الفكر المالى، وبالرغم من ذلك استمر الجدل مع نهاية القرن الماضي حول هذه المقايضة (e.g. Campbell, 2000).

بينما اهتمت الدراسات المجموعة الثانية بثلاثة محاور هي مصادر، نمط، تقدير العائد، و قد كان للمحور الاخير- تقدير العائد - الجانب الاعظم من دراسات فى هذه المجموعة، ويعد هذا المحور ايضا هو نطاق الالتقاء مع المجموعة الاولى والثالثة حيث عادة ما يتم تقدير العائد فى ضوء المقايضة مع المخاطرة سواء من خلال المخاطر الكلية كما هو الحال فى خط سوق راس المال The capital market line او المخاطر المنتظمة كما هو الحال فى خط سوق الورقة المالية Security Market Line.

اما عن انماط العائد فتشير الدراسات السابقة الى نمطين هما العوائد العادية والعوائد غير العادية، وفيما يخص العوائد العادية هناك اتجاهين، الاول يعنى بإرجاع العوائد العادية الى تحركات السوق من خلال نموذج العامل الواحد، و هو الامر الذى قدمه نموذج تسعير الاصول الرأسمالية The Capital Asset Pricing Model، والثاني ارجع العوائد العادية

الى مجموعة من المتغيرات، وهو الأمر الذى قدم من خلال نظرية المرجحة السعرية Arbitrage Pricing Theory حيث يتم تقدير العوائد العادية فى ضوء بدل المخاطر السوقية Risk Premium ، ومع منتصف العقد الثانى من القرن الحالى تم الاتجاه نحو النماذج الديناميكية فى تحديد ذلك البديل (e.g. Joslin et al.,2014) وأرجعت بعض الدراسات السابقة العوائد غير العادية الى العديد من المصادر بعضها يتمثل فى خصائص المصدر و/أو خصائص الاصل المالى ذاته، وهو الأمر الذى قدمة نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل (Fama & French 1996)- وما تلى من تطوير لهذا النموذج حيث شمل متغيرات جديدة الى النموذج السابق - وهو الأمر الذى خلصت له العديد من الدراسات التى اشارت الى تفسير العوائد العادية وغير العادية والتي ارجعتها الى بعض العوامل ذات التأثير العام واخرى ذات التأثير الخاص- وعادة ما يعود الى احد الخصائص كحجم المنشأة المصدرة - (e.g. Fama and Macbeth 1973; Banz 1981; Berk 1995; Shanken & Weins-tein,2006; Gandhi & Lustig, 2015; Xie et al.,2016; Balakrishnan & Maiti, 2017; Acaravci & Ka-raomer, 2017)

فى المقابل لازلت بعض الدراسات تشير الى اهمية عامل السوق فى تفسير عوائد الاسهم (e.g. Racicot & Rentz,2017)

وفى ظل المجموعة الثالثة يتبين ان الاهتمام شمل ثلاث محاور هى المخاطر الكلية Total Risk والمخاطر المنتظمة Systematic Risk والمخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk، ويشير الباحثان فى هذا الصدد الى مساهمة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM فى انتقال الفكر المالى من المخاطر الكلية الى المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وهو الأمر الذى اكدت عليه نظرية المرجحة السعرية APT.

و قد تباينت الدراسات التى تناولت المخاطر غير المنتظمة فمنها من اهتم بدراسة اثر تلك المخاطر على خصائص عوائد الاسهم (e.g.,Tang & Shum,2003; Tang & Shum,2004) ومنها من تناول العلاقة بين ارباح الشركات و المخاطر غير المنتظمة لأسهمها مثل (Beaveret al.,1979) والتي اشارت الى العلاقة بين العوائد غير المنتظمة وحجم أخطاء توقعات الأرباح، وهو الأمر الذى يتفق مع ما تم الإشارة اليه من دراسة

(Xiafei, et al.,2008) نحو العلاقة بين المخاطر غير المنتظمة للشركات و تذبذب ارباحها، اما دراسة (Bansal & Clelland, 2004) فانتهت الى ان الشركات التي تراعى الجانب البيئي فى نشاطها تتسم بمخاطر غير منتظمة عن غيرها من الشركات، وأشارت دراسة (Miller et al.,2002) الى وجود علاقة طردية لهيكل الاجور المتغيرة الخاصة بأجور الادارة العليا على المخاطر غير المنتظمة للشركات.

### ج-الدراسات المتعلقة بأداء الأسهم العادية:

أوضحت الدراسات السابقة الى وجود اثر لإدارة الأرباح على الادوات المالية المصدرة من قبل الشركات سواء كانت ادوات ملكية او مديونية، حيث أشارت دراسة (Teoh, et al.,1998 الى ان ممارسات ادارة الأرباح المبالغ فيها لشركات الاكتتاب العام تؤدي الى تحقيق الاسهم لعوائد متدنية على مدار ثلاثة سنوات من تاريخ التداول بالسوق الثانوي وهو الامر الذى ينطبق على ادوات الملكية ، اما على جانب ادوات المديونية فأوضحت دراسة (Li & Richie,2016) الى وجود تأثير عمليات تمهيد الدخل (ادارة الأرباح) على تكلفة الدين للشركات المصدرة.

اما عن مبررات ادارة الأرباح من قبل الشركات المقيدة بأسواق التداول فخلصت دراسة (Hribar et al.,2006) الى ان ممارسات ادارة الأرباح كانت بهدف الحد من اثر الابتعاد عن توقعات المحللين، وبالتالي الحد من الخسائر الرأسمالية للاسهم بسوق التداول، وهو الامر الذى يتماشى مع نتائج دراستي (Beaver et al., 1979; Xiafei, et al.,2008) و التى اشارت الى وجود علاقة مع المخاطر غير المنتظمة.

ويمكن إيجاد الية نقل اثر ادارة الأرباح الى سوق التداول من خلال نتائج دراسة (Allen et al.,2013) والتي خلصت الى تباين اثر اساس الاستحقاق كأحد ممارسات ادارة الأرباح على ربحية السهم EPS وعائده، و قد ارجعت الدراسة هذا التباين الى اثر اساس الاستحقاق على معدلات نمو الشركة المصدرة الى جانب تقلبات راس المال العامل، وهو الامر الذى يتماشى فى دراسة (كيموش، 2014) عبر امكانية استخدام سياسات راس المال العامل فى ادارة الأرباح.

اما عن اثر ممارسات ادارة الأرباح على نمط التداول فخلصت دراسة (Lawrence,2013) الى ان المستثمر الفرد يفضل الاستثمار في الشركات التي تتسم

عمليات الإفصاح بالوضوح والإيجاز، أما عن نمط المستثمر فتشير الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين ممارسات ادارة الأرباح و نمط "الشراء و الاحتفاظ" لدى المستثمر الفرد، بما يعنى وجود اثر سلبي لممارسات ادارة الأرباح على متوسط احتفاظ المستثمر الفرد بالأسهم، وفى المقابل خلصت دراسة (Li & Zhang,2015) الى ان مدى افصاح الشركات يتأثر بمعدلات البيع على المكشوف Short Selling وهو ما يؤدي الى ممارسات تحد من عمليات الإفصاح (كأحد ممارسات ادارة الأرباح) بهدف الحفاظ على القيم السوقية للأسهم بسوق التداول، وهو الامر الذى تناولته دراسة (Fang et al.,2016) من جانب اخر، حيث خلصت الى امكانية استخدام معدلات البيع القصير للتعرف على الشركات التي تمارس ادارة الأرباح بشكل سيء أي التلاعب بمراكزها المالية بشكل ينطوي على عمليات الغش والاحتيال، كما ان وجود الية البيع القصير يرفع من كفاءة تسعير الأسهم بسوق التداول.

### التعليق على الدراسات السابقة:

فى ضوء ما تم من استعراض للدراسات السابقة، خلص الباحثان الى ما يلي:

- أ- اتفقت غالبية الدراسات على وجود ظاهرة إدارة الأرباح في الدول النامية والمتقدمة على حدٍ سواء، إلا أن انتشارها أعظم في أوروبا والدول المتقدمة.
- ب- هناك اهتمام كبير فى الفكر المالى بعوائد الاسهم و مخاطرها، سواء كان فى الاقتصاديات المتقدمة او الناشئة.
- ج- هناك اهتمام متزايد من جانب الباحثين فى ادارة الأرباح بالعديد من المجالات البحثية، الا ان اليات ادارة الأرباح هى الغالبة فى هذا الصدد.
- د- تتعدد دوافع ادارة الأرباح للشركات المقيدة بالأسواق المنظمة لتشمل الحد من اثر الاعلان عن نتائج الاعمال دون توقعات المحللين او للحصول على الائتمان او الحد من تكلفة اقتراض الاموال.
- هـ- ان عمليات إدارة الأرباح لا تقتصر على الشركات المقيدة فى سوق التداول و انما تشمل ايضا الشركات الراغبة فى القيد ايضا سواء كانت فى الاسواق المتقدمة او الناشئة.
- و- تتعد اساليب ادارة الأرباح بين اساس الاستحقاق الى جانب قياس الاصول بصفة عامة و الاصول المتداولة بصفة خاصة.

ز- ركزت معظم الدراسات السابقة على العوامل ذات العلاقة بإدارة الأرباح وكيفية الحد منها، كما تناولت بعضها اثر إدارة الأرباح على جوده المعلومات من جانب او القيمة السوقية من جانب اخر، فى حين لم تتناول اي من الدراسات السابقة (فى حدود علم الباحثان) لأثر ممارسات إدارة الأرباح على العوائد غير العادية ومخاطر غير المنتظمة للاسهم المقيدة فى الاسواق المالية وهو ما يؤكد وجود فجوة بحثية.

ح- اشارت الدراسات السابقة الى اثر خصائص الشركات على مخاطر غير المنتظمة لأسهمها، ومن تلك المخاطر تذبذب الأرباح، تباين الأرباح المتوقعة مع المحققة، هيكل اجور الادارة العليا ، مراعه الجوانب البيئية عند ممارسة انشطتها.

ط- اشارت الدراسات السابقة على مستوى الجانب الفكري، وبصورة غير مباشرة الى اثر ادارة الأرباح على عمليات التداول اى عوائد الاسهم ومخاطرها.

مما سبق يتبين استشراف الباحثان الى منطقة بحثية جديدة - فى حدود علمهما- لم تتطرق لها البحوث الاكاديمية سواء العربية او الاجنبية حيث كانت اقرب الدراسات السابقة ذات العلاقة هى دراسة (Allen et al;2013) و التي اشارت الى اثر ممارسات ادارة الأرباح على تقلبات راس المال العامل الى جانب مؤشرات النمو، وهو الامر الذى يدل على اصالة الفكرة البحثية.

### ثالثاً: مشكلة الدراسة:

بدأ ظهور عملية إدارة الأرباح عندما واجهت الشركات صعوبات في فترة الركود الذي حدث في بداية الثمانينات إذ كانت هناك حاجة لتحقيق أرباح أفضل من خلال استغلال عنصرى المرونة والاختيار في السياسات المحاسبية المتعارف عليها وممارسة التقديرات الشخصية بهدف تعديل مضمون التقارير المالية بالشكل الذي يضمن تحقيق أهداف الإدارة بإخفاء بعض المعلومات عن مستخدمى القوائم المالية، أو بالتأثير على الأداء المالي للشركات من خلال التلاعب والتحريف المتعمد في المعلومات المالية، وهو ما يسمى بعملية إدارة الأرباح، وقد أدت هذه الممارسات السلبية إلى حدوث العديد من حالات التعثر والانهيارات والفضائح المالية، وهو ما أدى بدوره إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية نتيجة تدني جودة المعلومات المحاسبية التي تتضمنها تلك التقارير المالية.



وتعتبر مشكلة إدارة الأرباح من أهم المشكلات التي تؤثر على أسواق المال، حيث تتنوع ممارسات إدارة الأرباح لتشمل الممارسات المشروعة (استغلال المرونة في الاختيار بين البدائل التي توفرها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها)، وغير المشروعة (مخالفة القواعد والمعايير المحاسبية المقبولة). ويمكن للإدارة ممارسة النوعين معاً لخدمة أهدافها. وتنعكس ممارسات إدارة الأرباح في سوق التداول على ثلاثة أمور: أولهما: عدم تماثل المعلومات المفصح عنها مع واقع الاداء المالى للشركة المصدرة مما يعنى انخفاض الكفاءة المعلوماتية بسوق الاوراق المالية، والثاني: القياس والتقييم المستمر للمخاطر الناتجة من تلك الممارسات، وأخيراً: قدرتها على التأثير على قرارات المتعاملين في سوق المال. وتتركز مشكلة الدراسة في تفاقم الآثار السلبية لعملية إدارة الأرباح، وتعدد الأساليب والممارسات المستخدمة في تلك العملية، وعدم التوصل إلى نموذج محدد لقياس أثر ممارسات إدارة الأرباح على العوائد غير العادية والمخاطر غير المنتظمة للاسهم المصدرة.

#### وعلى هذا يثار التساؤل البحثي التالي:

هل هناك اثر لإدارة الأرباح على اداء الاسهم العادية بسوق التداول؟

و يتفرع عن هذا التساؤل الرئيسى التساولين الفرعيين التاليين:

أ- هل هناك اثر لإدارة الأرباح على العوائد غير العادية للاسهم؟

ب- هل هناك اثر لإدارة الأرباح على المخاطر غير المنتظمة للاسهم؟

#### رابعاً: أهداف الدراسة:

يمكن استعراض أهم أهداف الدراسة على النحو التالي:

أ- وضع اطار مقترح لقياس اثر ادارة الأرباح على كل من العوائد غير العادية والمخاطر غير المنتظمة للاسهم العادية.

ب- اجراء دراسة تطبيقية لبيان مدى ملائمة الاطار المقترح للتطبيق.

ج- تحليل اثر ممارسات ادارة الأرباح على العوائد غير العادية والمخاطر غير المنتظمة للاسهم.

## خامساً: أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في تحليل العوائد والمخاطر للأسهم العادية بهدف تقديم إطار لقياس أثر إدارة الأرباح على العوائد غير العادية والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية، من خلال إجراء دراسة تطبيقية على البورصة المصرية، مما يساعد في ترشيح قرارات المتعاملين في سوق المال عند الاستثمار في الأوراق المالية، لما لذلك من أهمية متزايدة نتيجة النمو السريع في عدد المتعاملين سواء الأفراد أو المؤسسات بالبورصة المصرية سواء كان متعامل مصري أو عربي أو اجنبي. بالإضافة إلى ذلك النمو المتزايد في عدد الشركات النشطة ورؤوس أموال الشركات المقيدة بها، لما للبورصة المصرية من دور هام في الحركة الاقتصادية.

## سادساً: منهج ومدخل وأسلوب الدراسة:

### أ- منهج الدراسة:

تعتمد الدراسة الحالية على المنهجين الاستقرائي والاستنباطي، حيث يعرف المنهج الاستقرائي بأنه عملية ملاحظة الظواهر وتجميع البيانات عنها للتوصل إلى مبادئ عامة وعلاقات كلية، وهو الأمر الذي قامت الدراسة بتقديمه من خلال الكشف عن علاقات لم تشير إليها من الدراسات السابقة، مما يدل على أصالة الفكرة البحثية، وذلك من خلال المدخل الوصفي التحليلي Analytical Descriptive، مع الاعتماد على أساليب الدراسة التالية:

1. البحث المكتبي، وذلك بهدف التوصل إلى التعريفات والمبادئ والنماذج المختلفة الخاصة

بإدارة الأرباح، وتحديد أهم العوامل المحددة لفعالية تلك الممارسات.

2. البحث التطبيقي، وذلك من خلال الاطلاع على البيانات المحصلة من التقارير المالية

وغير المالية الصادرة عن الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والاطراف ذات العلاقة،

بهدف معالجة تلك البيانات بالأساليب الكمية المناسبة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض

فروض الدراسة والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتائج عمليات الاستدلال الإحصائي.

### ب- مصادر وأساليب جمع البيانات:

أعتمدت الدراسة على أسلوب المسح المستندي لكل من الشركات المقيدة بالبورصة

المصرية والبورصة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية والبنك المركزي المصري

والمؤسسات وبنوك المعلومات الاقتصادية والمالية المتوافر بها بيانات متعلقة بمشكلة الدراسة.

### ج- الأساليب الإحصائية :

قام الباحثان بتطبيق الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتصلة بمشكلة الدراسة وذلك باستخدام كل من:

أ- الأساليب الإحصائية الوصفية **Descriptive** ، وهى تلك الأساليب التي تعنى بإعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل ومن أمثلة تلك الأساليب كل من: التكرارات، النسب، الوسط الحسابي، الانحراف المعياري.

ب- الأساليب الإحصائية الاستدلالية **Inferential**، وهى تلك الأساليب التي تعنى بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض الدراسة، إضافة إلى تحديد كل من مستويات الثقة و المعنوية لنتائج الاختبار، حيث تم استخدام أساليب الاختبار المعلمية **Parametric**.

### د- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات العاملة ببيئة الأعمال المصرية. وتشتمل العينة على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث تم التطبيق على 30 شركة لمدة 10 سنوات، وتم استخدام مؤشر EGX30 لأغراض تقدير العوائد السوقية للشركات المسجلة في البورصة المصرية مما يساعد في تقدير المخاطر المنتظمة (معامل حساسية عوائد سهم العينة لعوائد السوق)

### سابعاً: فروض الدراسة:

في ضوء طبيعة المشكلة، والأهداف الموضوعية، وتحليل ونقد الدراسات السابقة، وللوصول إلى نتائج عملية منطقية، ووضع التوصيات، يقترح الباحثان صياغة الفروض على النحو التالي:

#### الفرض الاول :

لا يوجد تأثير معنوي لممارسات ادارة الارباح على العوائد غير العادية للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية

## الفرض الثاني:

لا يوجد تأثير معنوي لممارسات إدارة الأرباح على المخاطر غير المنتظمة للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية

### ثامناً: حدود الدراسة:

يمكن استعراض حدود الدراسة على النحو التالي:

الحدود المكانية: تقتصر هذه الدراسة على الشركات المصرية المساهمة والمقيدة بالبورصة المصرية EGX

الحدود الزمنية: تغطي هذه الدراسة الفترة الزمنية من 2006 إلى 2015، وهذه عبارة عن سلسلة زمنية قدرها 10 سنوات، يتم على أساسها تقدير كل من متوسط عوائد الأسهم، الانحراف المعياري لتلك العوائد (المخاطر الكلية)، وذلك لأغراض تقدير المخاطر غير المنتظمة مع تجنب المخاطر المنتظمة المقاسة بمعامل  $\beta$ .

الحدود الفنية: تشمل هذه الدراسة على تحليل العوائد العادية وغير العادية & Normal Abnormal Returns ، بجانب المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة & Systematic Unsystematic Risks للاسهام العادية، ولكنها تقتصر على قياس أثر إدارة الأرباح فقط دون غيرها من العوامل المالية و غير المالية على العوائد و المخاطر غير المنتظمة للاسهام، كما لم يتم الإفصاح عن مستوى إدارة الأرباح لشركات العينة، نظرا للاعتبارات القانونية.

### تاسعاً: خطة الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة تم تقسيم ما تبقى منها إلى ما يلي:

الإطار الفكري لعمليات إدارة الأرباح.

الإطار الفكري لعوائد ومخاطر الأسهم.

الدراسة التطبيقية.

النتائج والتوصيات.

## المبحث الثاني الإطار الفكري لإدارة الأرباح

### 1- مقدمة:

تتجه العديد من إدارات الشركات إلى محاولة تجميل بياناتها المالية سعياً منها إلى تحقيق أهداف معينة سواء من حيث درجة الربحية أو مظهرية قوائمها المالية، متبعة في ذلك ممارسات مختلفة تُعرف بإدارة الأرباح. وتعتبر إدارة الأرباح مشكلة هامة نظراً لارتباطها بمصالح فئات أخرى بخلاف إدارة الشركة. وتعتبر إدارة الأرباح النتيجة الأساسية لاستخدام أساس الاستحقاق في قياس الربح المحاسبي، حيث تمتلك الإدارة أساليباً تمكنها من التأثير على الأرباح المنشورة زيادة أو نقصاً من خلال مرونة تطبيق أساس الاستحقاق المحاسبي. وينتج الاستحقاق المحاسبي عند الاختلاف بين توقيت الاعتراف بالإيراد وتوقيت تحصيله، وتوقيت الاعتراف الفعلي بالمصروف وتوقيت سداه. بالإضافة إلى بعض المصروفات أو الإيرادات ذات الطبيعة غير النقدية. ويرى (سلامة، 2010)، أن الربح يستخدم كمقياس للداء، وكأساس لمقاييس أخرى مثل العائد على الاستثمار، حيث يتكون الربح من مكونين أساسيين هما:

- أ- مكون نقدي: وهو الذي يوفر معلومات ملائمة يمكن الاعتماد عليها، وبالتالي كلما زاد المكون النقدي من الأرباح زادت جودة الأرباح وانخفضت ممارسات إدارة الأرباح.
- ب- مكون استحقاق: وهو يوفر معلومات ملائمة، ولكنه أقل اعتمادية وثباتاً من المكون النقدي وهو ما يتفق معه الباحثان.

### 2- مفهوم إدارة الأرباح

تعددت تعريفات ومفاهيم إدارة الأرباح، وعلى الرغم من عدم اتفاق أدبيات الفكر المحاسبي على تعريف موحد. إلا أنها اتفقت في المضمون على أن عملية إدارة الأرباح عبارة عن ممارسات وأساليب احتيالية تهدف للتأثير على نتائج الأعمال ومنها: التدخل المتعمد في عملية إعداد التقارير المالية الخارجية بهدف الحصول على منافع خاصة (Shipper, 1989)، وعرفها (Beneish, 2001) بأنها: "تحريف تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها"، وأشار إليها (Amat and Blake, 2004) باعتبارها: "عملية تلاعب

بالأرقام المحاسبية من خلال انتهاز الفرص للتخلص من الالتزام بالقواعد المحاسبية وبدائل القياس وتطبيقات الإفصاح لجعل القوائم المالية أفضل مما هي عليه".

وعرفها (Donelaon et al, 2013): بأنها "قناع تستخدمه الإدارة في الإخفاء المتعمد عن الأداء المالي الحقيقي للشركة عند إعداد تقاريرها المالية لأغراض تضليل الأطراف ذات العلاقة". وترى (النقوري، 2012) أن الشركة عندما تلجأ لإدارة الأرباح فإنها تستند للمبررات التالية:

- أ- أنها لا تخالف القواعد القانونية سواء كانت عامة أو خاصة بالنشاط التجاري.
- ب-أنها لا تخالف المبادئ المحاسبية المتعارف عليها.
- ج-أنها لا تتجاوز نطاق سلطتها.

**وأوضحت (عبد المتعال، 2013) أنه يوجد ثلاثة مداخل لإدارة الربحية هي:**

**(أ) إدارة الربحية باستخدام الاستحقاقات الاختيارية:**

ويتم ذلك من خلال استغلال مرونة المعايير المحاسبية والتي تسمح بالتقدير الشخصي في الاختيار ما بين البدائل المحاسبية مثل طرق الإهلاك وتقويم المخزون، وتقدير المخصصات المرتبطة بالأحداث المستقبلية مثل مخصص الديون المشكوك فيها.

**(ب) إدارة الربحية بالأنشطة الفعلية:**

ويتم ذلك من خلال اتخاذ قرارات بشأن أحداث حقيقية ترتبط بإدارة الإنتاج أو المبيعات أو إدارة المصروفات الاختيارية كمصروفات الإعلان والبحوث والتطوير .

**(ج) إعادة ترتيب وتصنيف البنود بالقوائم المالية بشكل خاطئ:**

ويرى الباحثان أن إدارة الأرباح عبارة عن ممارسات إدارية يتم عن طريقها الوصول للأرباح التي تعكس رغبة الإدارة وليست الأرباح التي تعكس الأداء المالي الحقيقي للشركة. كما أن أصل المشكلة ترجع إلى إصدار معايير محاسبية بها أوجه قصور يتم استغلالها لممارسة هذه الظاهرة في ظل عدم تماثل المعلومات بين معدي التقارير المالية ومستخدميها.

الآن قى ذات يجد الباحثان أن استخدام المرونة التي توفرها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها والمعايير المحاسبية أمراً طبيعياً وواقعياً، ومقبول من جانب المنظمات والهيئات المهنية التي تنظم مهنة المحاسبة.

**ومن خلال العرض السابق يستخلص الباحثان ما يلي:**

- أ- الهدف من إدارة الأرباح هو تحقيق نتيجة أعمال تحقق مصلحة لإدارة الشركة.

ب- غالبية ممارسات إدارة الأرباح قانونية، إلا أنها تقلل من ثقة مستخدمي القوائم المالية في المعلومات الواردة بها.

ج- تتم عملية إدارة الأرباح بمعرفة إدارة الشركة وتحت إشرافها، وأنها عملية مخططة وليست عشوائية لأغراض تحقيق مصالح مباشرة لإدارة الشركة ومصالح غير مباشرة في الأجل القصير.

د- تعتمد إدارة الأرباح على المفاضلة بين بدائل القياس المحاسبي وأنها أداة اتصال بين الأطراف ذوي العلاقة داخل المنشأة.

هـ- أن تلك الظاهرة تسود أسواق العالم النامية والمتقدمة على حدٍ سواء وأن تعديل القوائم المالية يتم بغرض التأثير على رقم الربح المحاسبي.

و- ليس من الضروري أن يؤدي استخدام أساليب إدارة الأرباح إلى تحسين شكل الأداء المالي ولكن يمكن أن يحدث العكس مثل استخدام الإدارة للمستحقات أو تخفيض قيمة الأصول.

ز- إذا كان التعديل في الأرقام غير متعمد فإنه يخرج عن نطاق إدارة الأرباح.

ح- تركز غالبية التعريفات على المفهوم السلبي لإدارة الأرباح.

ط- أنه على الرغم من تعدد تعريفات إدارة الأرباح، إلا أنه يوجد اتفاق على أن إدارة الأرباح تؤدي إلى تحريف الأداء الحقيقي للشركة، وأن هذه الممارسات تأخذ بعين الاعتبار أساسيين هما:

الأول: إما زيادة الأرباح في الفترة الحالية على حساب الفترات السابقة أو المستقبلية.

الثاني: أو تخفيض الأرباح في الفترة الحالية لصالح الفترات السابقة أو المستقبلية.

### 3- دوافع إدارة الأرباح:

أشارت بعض الدراسات (e.g. Kwon et al.,2006; Siregar & Utman, 2008)،

(سعد الدين، 2010) إلى أن أهم دوافع استخدام أساليب إدارة الأرباح تتلخص في:

أ- التهرب الضريبي من خلال زيادة المصروفات وتخفيض الإيرادات.

ب- الحصول على انتمان من البنوك من خلال تحسين نتيجة النشاط و المركز المالي للشركة.

ج- عدم الالتزام بالسلوكيات الأخلاقية، وذلك في حال قيام الإدارة باستغلال سلطتها لتحقيق منافع ذاتية.

د- تحقيق توقعات المحللين الماليين، بهدف التأثير على سمعة الشركة في السوق، وبالتالي زيادة سعر السهم.

هـ- تمهيد الدخل، من خلال تخفيض التقلبات الحادة في الربح المحاسبي بين الفترات المالية لأغراض إعطاء انطباع بانخفاض المخاطر التي تتعرض لها الشركة.  
و- تجنب التكاليف السياسية من خلال دعم موقف الشركة في مواجهة الأعباء والتدخلات الحكومية ضريبياً وسياسياً.  
ز- تخفيض الأرباح في فترات التفاوض مع العاملين.

ح- إظهار قدرة المديرين الماليين والرؤساء التنفيذيين من خلال تحقيق نتائج مالية مرغوبة.

**ويلاحظ الباحثان من عرضهما لدوافع إدارة الأرباح ما يلي:**

- أ- ابتعاد إدارة الأرباح عن الموضوعية في المحاسبة وعن السلوك الأخلاقي.
- ب- يؤدي تعارض المصالح بين الإدارة (الوكيل) والمساهمين (الأصيل) وفقاً لنظرية الوكالة إلى حدوث منافع قصيرة الأجل للإدارة مقابل أضرار للمساهمين في المدى الطويل.
- ج- يكون للتحكم في مستوى الربح أثر على القيمة السوقية للسهم.

#### **4- استراتيجيات وطرق ممارسات وأساليب إدارة الأرباح في الفكر المحاسبي:**

يرى (Donelson, et al.2013): أنه عادة ما تختار الإدارة بين إحدى استراتيجيتين أو من الممكن استخدام كليهما لممارسة عملية إدارة الأرباح لأغراض التأثير على قيمة أرباحها وهما:

##### **أ) استراتيجية إدارة الأرباح المصطنعة Artificial Earnings Management:**

وتعتمد هذه الاستراتيجية على الاختيار ما بين البدائل المحاسبية المتاحة للإدارة وللجوء إلى التقديرات الشخصية من خلال تغيير السياسات والتقديرات المحاسبية التي سبق اتباعها لأغراض التأثير على نتيجة نشاط الفترة المالية.

##### **ب) استراتيجية إدارة الأرباح الحقيقية Real Earnings Management:**

تعتمد هذه الطريقة على قيام الإدارة باتخاذ إجراءات وقرارات إدارية بغرض التحكم في توقيت حدوث بعض الأنشطة أو العمليات سواء المتعلقة بالإنتاج أو الاستثمار.

ويرى الباحثان أن يتم تضيق نطاق الممارسات البديلة بمعايير المحاسبة للحد من التقديرات الشخصية والاعتماد على بعض المؤشرات التي يمكن الاستدلال بها على قيام الإدارة بإدارة الأرباح مثل ارتباط مخصص الديون المشكوك في تحصيلها بحسابات العملاء، العلاقة بين حسابات العملاء والإيرادات ومدى اتفاق أرباح المنشأة مع تنبؤات المحللين الماليين.



هذا وقد تناول الفكر المحاسبي عدة طرق شائعة تقوم بها الإدارة لممارسة إدارة الأرباح منها (Rahman et, al. 2013):

#### أ) طريقة تمهيد الدخل Income Smoothing:

تعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعاً من قبل الإدارة لإدارة الأرباح عن طريق تخفيض حدة التفاوت والتقلبات في الأرباح المعلنة بين الفترات المالية المختلفة، وذلك لأغراض تحقيق ثبات هذه الأرباح، حيث يتم تخفيض الأرباح الحالية إذا كان من المتوقع انخفاضها مستقبلاً والعكس.

ب) طريقة التخلص من كافة الخسائر دفعة واحدة في سنة واحدة (الفجوة الكبيرة Big bath):

يتم إتباع هذه الطريقة بهدف إدارة أرباح السنوات القادمة لأغراض معينة، إما بسبب مكافآت مجلس الإدارة في السنوات القادمة أو لتحميل المركز المالي قيمة التخلص من كافة الخسائر دفعة واحدة.

ج) طريقة احتياطات الطوارئ المستقبلية (احتياطات برطمان الكعكة Cook Jar Reserves)

وفقاً لهذه الطريقة تقوم إدارة المنشأة بالمبالغة في تكوين احتياطات في الفترات ذات الربحية المرتفعة للاستفادة منها في الفترات ذات الربحة المنخفضة، ويتم ذلك بعدة أساليب مختلفة منها: تقدير الديون المشكوك في تحصيلها، نسبة الإنجاز في العقود طويلة الأجل للمقاولات، تقدير مسموحات ومردودات المبيعات، تقدير العمر الانتاجي والقيمة التخريدية للأصول الثابتة.

د) طريقة اساءة تطبيق مبدأ الأهمية النسبية (Abuse Of Materiality):

يرى (Chong, 2013) أن مبدأ الأهمية النسبية مرن وليس له مدى محدد لتحديد متى يكون البند ذا أهمية نسبية من عدمه. وتعتبر القوائم المالية بها تحريف جوهري عندما تتضمن أخطاء ومخالفات تؤثر على عدالة تمثيل وعرض تلك القوائم والتي يمكن أن تنتج من مخالفة تطبيق المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً، أو التفسير غير السليم لها.

هـ) طريقة تضخيم الأرباح (Pump Up):

تقوم هذه الطريقة على تضخيم الأرباح من خلال قيام إدارة المنشأة بالتلاعب في الدفاتر وذلك لأغراض توليد أرباح قد تكون وهمية من خلال إما تعجيل الاعتراف بالإيراد وتسجيله حتى قبل

تحقيقه، أو من خلال تأجيل المصروفات التي تخص السنة و رسملتها وتحميلها لعدد من السنوات القادمة.

هذا وتعددت أساليب إدارة الأرباح في الفكر المحاسبي، ويمكن للباحثان تقسيم هذه الأساليب . طبقاً للممارسة المحاسبية . إلى ثلاثة محاور:

#### أ) محاور مرتبطة بالمركز المالي:

ويتم ذلك من خلال تعظيم صافي قيمة الأصول بالمبالغة في تقييمها وتضخيم الأعباء والالتزامات المختلفة وذلك بعدم تكوين مخصصات كافية، وقد أوردت دراسة (Joel, 1985) بعض تلك الأساليب منها: الاعتراف بالشهرة غير المشتراه لتضخيم قيمة الأصول، التلاعب في نسب إهلاك الأصول الثابتة، إدراج الاستثمارات طويلة الأجل ضمن الاستثمارات المتداولة بهدف زيادة رأس المال العامل.... إلخ.

#### ب) محاور مرتبطة بقائمة الدخل:

أشارت دراسة (Mulford, et. al; 2002) إلى أنه يمكن حدوث تلاعب في قائمة الدخل من خلال: الاعتراف بإيراد عملية لم تكتمل، إثبات مبيعات تخص فترة لاحقة ضمن مبيعات الفترة، تسجيل إيرادات وهمية، رسملة تكاليف التشغيل، نقل المصروفات إلى فترات محاسبية سابقة أو لاحقة..... إلخ.

#### ج) محاور مرتبطة بالتدفقات النقدية:

أوضح (Kieso, et al. 2008) أنه يمكن استخدام بعض الأساليب لإدارة الربحية من خلال قائمة التدفقات النقدية مثل: تعمد الخطأ عند تصنيف النفقات، حيث يتم تصنيف النفقات التشغيلية باعتبارها استثمارية أو تمويلية أو العكس، اعتبار تكاليف الدراسة والتطوير السنوية تدفقات استثمارية وليست تشغيلية، إثبات عمليات استثمارية غير مكتملة على أنها مكتملة.

ويرى الباحثان أنه يمكن إدارة الربحية من خلال قائمة التدفقات النقدية عن طريق التركيز على الأنشطة التشغيلية عن طريق تصنيف بعض بنود التدفقات النقدية التي ترتبط بأنشطة الاستثمار أو التمويل على أنها ترتبط بأنشطة التشغيل، وبالتالي إعطاء انطباع غير حقيقي عن المقدرة الكسبية للمنشأة من أنشطتها الرئيسية.

## 5- أثر الممارسات السلبية لإدارة الأرباح على قيمة المنشأة:

كشفت (Sun, Yan et al; 2013) في دراسته عن أنه قد يقوم بعض المديرين التنفيذيين بتجاهل تأثيرات إدارة الأرباح لأغراض تحقيق أهداف ذاتية لهم، وبالتالي قد يترتب على هذا بعض النتائج السلبية منها: انخفاض الكفاءة الاقتصادية وقيمة المنشأة في الأجل الطويل، انخفاض المعايير الأخلاقية، جودة الأرباح المحققة، إخفاء مشاكل التشغيل عن الإدارة العليا، الغرامات والعقوبات التأديبية وإعادة إعداد القوائم المالية، تكلفة المراجعة التدقيق، خلق قيود على مرونة إعداد التقارير المستقبلية، حدوث فجوة في الثقة والمصداقية الخاصة بالتقرير المالي، حيث يؤدي استخدام أساليب إدارة الأرباح إلى فقد المعلومات المحاسبية للتمثيل الصادق والموضوعية والمصداقية، وبالتالي تتأثر قيمة ربحية السهم العادي، سوء توزيع الموارد، وذلك عن طريق التأثير في حجم استثمارات الشركة طويلة الأجل، وبالتالي على العائد المتوقع تحقيقه جراء هذا الاستثمار، والذي يعتمد على توقعات النمو المستقبلية للشركة.

ويرى الباحثان أنه لطمانه المستثمرين وللتخفيف من حدة النتائج والتأثيرات السلبية لممارسات إدارة الأرباح يجب اتباع آليات تضمن مطالبة المديرين بتوضيح مبررات عدم اتباعهم أفضل الممارسات ولجوئهم للممارسات البديلة، وكذا توفير إشراف فعال بواسطة لجان المراجعة وتفعيل الرقابة على الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية، وإلغاء . أو الحد من . المعالجات البديلة.

## 6- محددات إدارة الأرباح:

يرى (الطيب، 2013) أنه توجد مجموعة من العوامل التي تتحكم في سلوك الإدارة عند ممارسة عملية إدارة الأرباح من أهمها:

أ- **حجم الشركة:** حيث تحاول الشركات الصغيرة تجنب التقرير عن الخسائر، لذا تكون عرضة لممارسة إدارة الأرباح بعكس الشركات كبيرة الحجم والتي تكون تحت نظر الحكومة والمحليين الماليين، وكذا ضرورة المحافظة على سمعتها.

ويرى الباحثان أن هذا المحدد لا يمكن تعميمه، والدليل على هذا ما حدث في شركة أنرون للطاقة وشركة وورلد كوم في الولايات المتحدة.

ب- **نسبة المديونية:** كلما ارتفعت نسبة المديونية، تحاول إدارة الشركة تخفيض هذه النسبة باللجوء لممارسات إدارة الأرباح.

- ج- ربحية الشركة: تلجأ بعض الشركات ذات الربحية المرتفعة لممارسة إدارة الأرباح لأغراض المحافظة على قيمتها السوقية والتهرب من التكاليف السياسية والضرائب.
- د- القيد بالبورصة: الشركات المقيدة بالبورصة أقل عرضة لممارسة إدارة الأرباح.
- هـ- نوع الصناعة: الشركات التجارية أكثر ميلاً لممارسة إدارة الأرباح لوجود أرصدة كبيرة لحسابات العملاء والمخزون من خلال تقييم المخزون وتكوين المخصصات.
- و- سيولة الشركة: قد تكون السيولة سبباً في إدارة الأرباح لأغراض زيادة الأموال السائلة وجذب العديد من المستثمرين.

ويرى الباحثان أنه بالإضافة إلى العوامل السابقة، يمكن إضافة عوامل أخرى من أهمها: التحفظ المحاسبي في القوائم المالية، دورة العمليات التشغيلية؛ الاستثمار المؤسسي، معدلات نمو، طبيعة نوع رأسمال الشركة، الاستحقاقات غير الاختيارية.

وأنه يترتب على الممارسات السلبية لإدارة الأرباح احتمال تعرض المنشأة مستقبلاً لهزات مالية وتشغيلية قد تنتهي في الأجل الطويل للتعثر والفشل المالي، وبالتالي فلا بد من القيام بتحليل أثر تلك الممارسات على المنشأة وبشكل خاص مخاطر سوء الإدارة والعمل على تجنبها أو على الأقل تخفيضها، أما بالنسبة لمخاطر السوق والاقتصاد التي لا يمكن تجنبها بالكامل بشكل عام عند إدارة الأرباح، فينبغي النظر إلى دافع الإدارة في عملية إدارة الأرباح من جهة، والوسائل التي تلجأ إليها الإدارة في تلك العمليات من جهة أخرى.

### المبحث الثالث

#### الإطار الفكري لعوائد و مخاطر الاسهم

##### 1- مقدمة:

يزخر الفكر المالي بالعديد من النظريات والنماذج التي يمكن تصنيفها الى فرعين رئيسيين هما نظريات ونماذج خاصة بتمويل الشركات من جانب، ونظريات ونماذج خاصة بالاستثمار من جانب آخر. وتعد ممارسات ادارة الارباح هى أحد الروابط بين فرعى الفكر المالى، وذلك من خلال تأثير تلك الممارسات على بيانات المركز المالى للشركة المصدرة، وهو الامر الذى ينعكس على تقييم الاسهم المصدرة فى ضوء مستوى المخاطر المصاحبة لتلك الممارسات بنوعيتها المنتظمة وغير المنتظمة، أو بعبارة أخرى فإن ممارسات ادارة

الأرباح ذات تأثير على العلاقة بين العائد والمخاطرة، والتي تعتبر في الأساس علاقة توازنه أو تعويضية أو تقضيلية بين العائد والمخاطرة (Risk Return Trade Off).

اذ يعد التطور الفكري بدءاً من نظرية المحفظة وصولاً الى نموذج تسعير الأصول الراس مالية CAPM، احد أساس تقديم الاطار المقترح لقياس أثر إدارة الأرباح على العوائد والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية، حيث يعد معامل بيتا اساس تقدير المخاطر المنتظمة للأسهم في ضوء معامل التغيرات مع عوائد السوق بالإضافة الى الانحراف المعياري لكل من عوائد السهم و عوائد السوق، و التي يقدر على اساسها المخاطر غير المنتظمة في ضوء المخاطر الكلية للسهم.

لذلك يقوم الباحثان باستعراض نموذج تسعير الأصول الراس مالية CAPM باعتبارها الاساس الفكري لتقدير المخاطر غير المنتظمة.

## 2- نظرية المحفظة Portfolio Theory:

تعد نظرية المحفظة التي قدمها ماركوفيتز Markowitz، من خلال دراسته المعنونه "Portfolio Selection" والمنشورة في عام 1952 بدورية "The Journal of Finance" (See: Markowitz, 1952) هي احد اهم المحاور الرئيسية للفكر المالى الكلاسيكي فى الاسواق المالية (Rambaud et al., 2005)، ويتمثل الهدف من تكوين المحفظة فى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى الحد من حجم المخاطر التي تواجه المتداول، وفى هذا الاطار حاول ماركوفيتز الوصول الى ما يعرف بالمحافظ الكفاء، والتي تعتمد فى تحديدها على أحد مقياسين هما، اعلى عائد لوحدة المخاطرة أو اقل مخاطرة لوحده العائد، حيث يعد الاسهام الرئيسى لنظرية المحفظة هو الحد من المخاطر من خلال التنويع، والذي يعمل على تقليص مستويات المخاطر غير المنتظمة.

وفى ضوء تفضيلات المتداولين نحو المخاطرة، والتي تتمثل فى منحنيات السواء الخاصة بهم، وحد الكفاءة للمحافظ الممكنة، فإن المستثمر سيختار محفظة الاستثمار التي تحقق له أقصى منفعة ، وعلى ذلك فإن محفظة الاستثمار المثلى للمتداول ستحدد عند نقطة التماس بين أحد منحنيات السواء الخاصة به (المتداول) مع حد الكفاءة للمحافظ الممكنة، وتمثل هذه المحفظة أعلى مستوى منفعة يمكن أن يصل إليه المتداول.

### 3-خط سوق رأس المال (CML):

يعد الاختلاف الأساسي بين نظرية المحفظة عن خط سوق رأس المال في أن المستثمر لديه إمكانية الاقتراض والإقراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة، وبالتالي فإن المستثمر في ظل هذه الإمكانيات يستطيع أن يستثمر جزءاً في أذون الخزانة، والباقي يستثمره في حفية الأصول الخطرة، ومن ثم فيزيد من نطاق تشكيلات المخاطرة والعائد وذلك على مدار الخط الذي يربط بين المعدل الخالي من الخطر على المحور الرأسي وبين نقطة تماسه مع خط الكفاءة لمحفظة الأصول الخطرة، وبذلك يصبح بمثابة مستوى كفاءة جديد، ويمكن تقدير العائد التوازني طبقاً لنموذج خط سوق المال كما يلي :

$$RR = R_F + \left[ (R_M - R_F) \times \left( \frac{\delta_P}{\delta_M} \right) \right]$$

حيث

$RR$  العائد التوازني

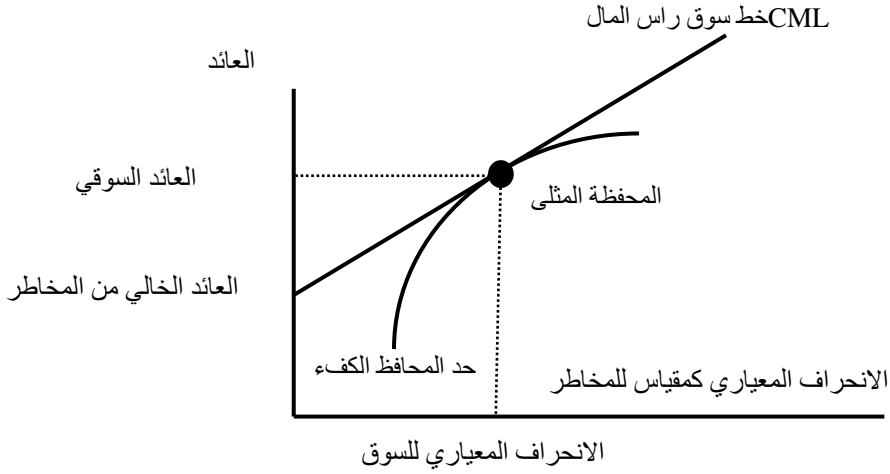
$R_F$  العائد الخالي من المخاطر

$R_M$  العائد السوقي

$\delta_P$  الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية

$\delta_M$  الانحراف المعياري للسوق

ويرى الباحثان أن المحفظة السوقية من بين محافظ الأصول الخطرة هي التي يمكن اعتبارها مسيطرة على المحافظ الأخرى التي كانت واقعة على حد الكفاءة لمجموعة الفرص الممكنة قبل إدخال مفهوم الإقراض والاقتراض بمعدل خالي من الخطر. وعلى الرغم من الاسهام الذي قدمه خط سوق رأس المال CML من تقديم مستوى جديد من الكفاءة الا انه لم يستطع التعامل مع الاصول المنفردة والاصول غير الكفاء، وهو الامر الذي فتح المجال لمزيد من الجهود البحثية والتي تجلت بتقديم نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM.



Source: Bodie, Kane & Marcus, 2001, p.266.

### شكل رقم (1) التعبير البياني لخط سوق راس المال CML

#### 4- خط سوق الورقة المالية (SML) Security Market Line:

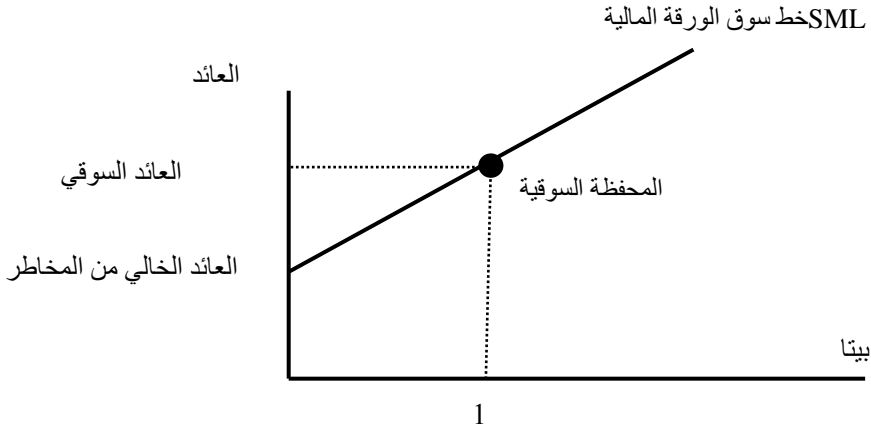
تعتبر دراستي شارب ولينتنر (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) واللذان قادتا إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model) CAPM من أشهر الدراسات التي فسرت العائد على الاستثمار باعتباره المقابل لتحمل المخاطر السوقية (Market Risk) عبر قياس المخاطر المنتظمة (Systematic Risk) المرتبطة بهذا الأصل، والتي عبر عنها بمعامل المخاطرة المنتظمة بيتا  $\beta$  (Beta)، وقد خلص النموذج بأن مخاطرة السوق هي المخاطرة الوحيدة التي تسعر الأصل. ويمكن تقدير العائد التوازني كما يلي :

$$RR = R_F + ((R_M - R_F) \times \beta_j)$$

حيث	
العائد التوازني	$RR$
العائد الخالي من المخاطر	$R_F$
العائد السوقي	$R_M$
معامل بيتا للمخاطر المنتظمة	$\beta_j$

من خلال استعراض المعادلة السابقة يرى الباحثان ان التباين بين خط سوق رأس المال و نموذج تسعير الاصول الرأسمالية يكمن في تباين اساس تقدير المخاطر بين المخاطر الكلية في الاول مقابل المخاطر المنتظمة في الثاني.

وبذلك يتم تحديد خط سوق الورقة المالية SML من خلال اربع متغيرات تشمل العائد السوقي، العائد الخالي من المخاطر، المحفظة السوقية و معامل المخاطر المنتظمة للسوق (هو معامل ثابت يساوى الواحد الصحيح)، ويمكن التعبير البياني من خلال الشكل رقم (2).



Source: Bodie, Kane & Marcus, 2001, p.273.

### شكل رقم (2) التعبير البياني لخط سوق الورقة المالية SML

## 5- المخاطر المنتظمة

منذ تقديم الاسهام الرئيسى لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية، و المتمثل في التعويض عن المخاطر المنتظمة Systemic risks، و هى تلك المخاطر التي لا يمكن التخلص منها من خلال عمليات التنويع، فقد لقت هذه المخاطر المزيد من الاهتمام، و من الدراسات التي اهتمت بها

(e.g Hamada, 1972; Cohen et al., 1983; Amihud & Mendelson, 1989; Dichev, 1998; Allen & Saunders, 2004; Lehar, 2005; Huang et al., 2009; Billio et al., 2012; Acharya et al., 2012; Patro et al., 2013; Engle et al., 2015; Giglio et al., 2016).



و في هذا الصدد ظهر اتجاهان للقياس في الفكر المالي، الاول يعنى بأسلوب القياس احادي العامل، وهو الاتجاه الذى يتفق مع نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM، اما الثاني فعنى بالقياس متعدد العوامل، و هو الاتجاه الذى يتفق مع نظرية المراجحة السعرية APT.

## 6- العلاقة بين المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة

نال الاهتمام البحثي بالمخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risks اهتماماً اقل بالمقارنة مع المخاطر المنتظمة Systematic Risks، الا ان العديد من الدراسات تناولت العلاقة بينهما مثل دراسات (e.g. Lakonishok,1983; Delgado- & Shapiro, 2013; lee et al.,2016; García et al.,2013). وفي ضوء ما قدمته النماذج المالية من تحليل علاقة عوائد الاسهم بمخاطرها، خاصة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM) حيث اعتبرت المخاطر المنتظمة كمفسر لعوائد الاسهم .

و في ضوء ما سبق اعتمد الباحثان على هذا النموذج للتمييز بين العوائد العادية والتي يمكن إرجاعها الى المخاطر المنتظمة الى جانب العوائد غير العادية و التي يمكن ارجاعها الى المخاطر غير المنتظمة، وسبق استخدام هذا الاسلوب في عدد من الدراسات منها (Zahiri et al.,2014)، حيث يمكن توضيح العلاقة بين نوعي المخاطر من خلال المعادلة التالية:

$$(\delta_J)^2 = \left[ (\delta_M)^2 \times (\beta_J)^2 \right] + \left[ (\delta_{eJ})^2 \right]$$

حيث

$\delta_J$  المخاطر الكلية للأصل المالي مقياس بالانحراف المعياري

$\delta_M$  المخاطر الكلية للسوق مقياس بالانحراف المعياري

$\beta_J$  المخاطر المنتظمة للأصل المالي

$\delta_{eJ}$  المخاطر غير المنتظمة للأصل المالي

ويمكن تقدير العائد العادي من خلال المعادلة الخاصة بنموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM) الى جانب العوائد غير العادية، والتي تمثل الفرق بين العائد الفعلي و العائد التوازني.

## 7- اثر ممارسات ادارة الارباح على المخاطر غير المنتظمة للاسهم العادية:

يوضح الاطار المقترح الموضح بالشكل رقم (3) كيفية تأثير عمليات ادارة الارباح على العوائد الاسهم ومخاطرها غير المنتظمة وذلك استنادا الى الاسهم الرئيسي المقدم من نموذج تسعير الاصول الراس مالية CAPM، حيث قدم ذلك النموذج (CAPM) تصنيف جديدا و جوهريا عن ما سبقه من نماذج تحليلية للعلاقة بين العائد والمخاطر، بتصنف مخاطر الاسهم الى مجموعتين من المخاطر هما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة و هو بذلك ما يستهدفه مجال البحث، من تحليل اثر ممارسات إدارة الأرباح على العوائد والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية.

وفى ظل مبررات ادارة الارباح من قبل الشركات المقيدة بأسواق التداول كما هو الحال فى دراسة (Hribar et al.,2006) و التى خلصت الى ان ممارسات ادارة الارباح كانت بهدف الحد من اثر الابتعاد عن توقعات المحللين، وبالتالي الحد من الخسائر الرأس مالية للاسهم بسوق التداول، وهو الامر الذى يتماشى مع نتائج دراستي (Beaver et al.,1979; Xiafei, et al.,2008) والتى اشارت الى العلاقة تذبذب الارباح مع المخاطر غير المنتظمة، بما يعنى التأثير لممارسات ادارة الارباح على المركز المالى للمنشأة وادائها المالى (من خلال التأثير على المستحقات الاختيارية - اساس تقييم الاصول والالتزامات) من ناحية ، التأثير على قائمة الدخل (من خلال التأثير على المستحقات الاختيارية - اساس تقدير الارباح و الخسائر) ناحية اخرى، بالإضافة الى ذلك فهناك تأثير على قائمة التدفقات النقدية (من خلال التأثير على المستحقات الاختيارية - اساس تقييم الاصول و الالتزامات) بما يعنى عدم تماثل المعلومات بين اطراف السوق عن حقيقة المركز المالى، بما يجعل القيمة السوقية غير معبرة عن قيمتها الحقيقية، وهو الامر الذى يصنف كمخاطر غير منتظمة اى مخاطر خاصة بتلك الشركة ناتجة عن ممارساتها فى ادارة الارباح.

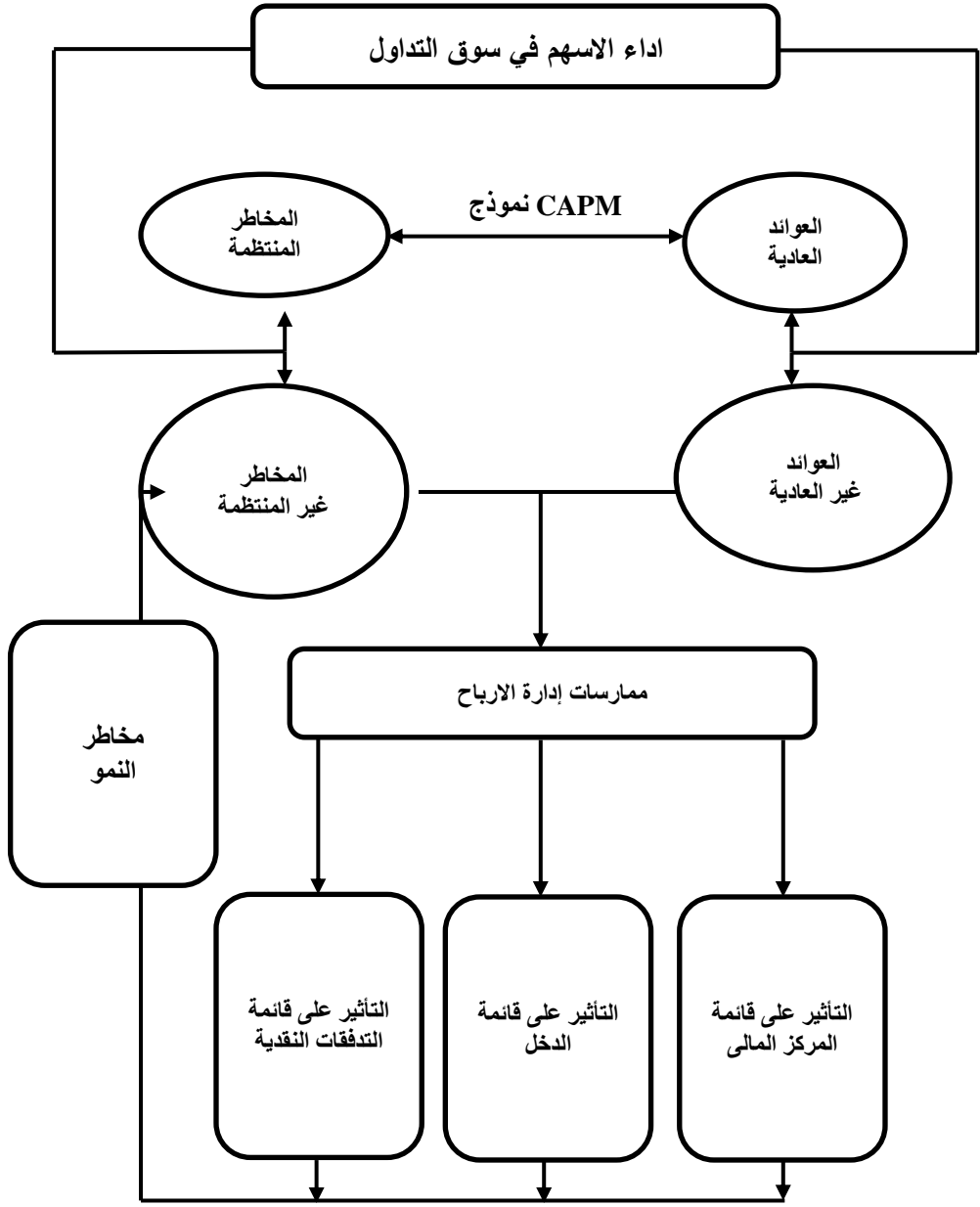
حيث نجد ان ممارسات ادارة الارباح تؤثر على القيمة السوقية للاسهم من خلال التأثير على بيانات كل من المركز المالى، وقائمة الدخل من ثم على اسس تقدير معدلات النمو الشركة المصدرة، عوضا عن قائمة التدفقات النقدية وهو الامر الذى ينعكس على متغيرين من متغيرات التقييم العادل و الرشيد للاسهم العادية كما هو الحال فى نموذج التوزيعات

النقدية المخصومة وهما معدل العائد المطلوب بدلالة المخاطر ومعدلات النمو، وذلك نتاج التغيرات المباشرة و غير المباشرة في العديد من المؤشرات المالية ذات العلاقة في ضوء تلك الممارسات، وهو الأمر التي يتماشى مع نتائج دراسة (Allen et al,2013) و التي اشارت الى اثر ممارسات ادارة الأرباح على تقلبات رأس المال العامل الى جانب مؤشرات النمو . ويرجع الباحثان ذلك في الى تأثر معدلات التداول والتداول السريع والمعدل النقدي بممارسات ادارة الأرباح لأرصدة العملاء (الذمم) بجانب تأثير تلك الممارسات على معدل دوران كل من المخزون والذمم من خلال التأثير على قيم المبيعات من جانب وتقييم مخزون او تقييم الذمم من جانب اخر وهو الأمر الذي ينعكس على فترة التحويل النقدي، مما ينعكس على مخاطر السيولة ومخاطر التغطية و مخاطر قدرة المنشأة على الاستمرار و عوضا عن معدلات النمو الناتج من الاعتراف بالدخل المحقق خلال الفترة المالية، واخيراً يتضح الاثر الناتج من تلك الممارسات على الاصول ذات الطبيعة النقدية وغير النقدية، و هو الأمر الذي يظهر في اسلوب تقييم المخزون في الحالة الاولى والاهلاك في الحالة الثانية.

ويضيف الباحثان الى ذلك أن القيمة هي أساس ومحور عمليات التداول والتي تعكس تقييمات المتداولين، كما توجد انعكاسات سواء مباشرة أو غير مباشرة لممارسات إدارة الأرباح على المعلومات المالية المفصح عنها بما ينعكس على تقييمات المتداولين طبقاً لواقع الأداء المالي للمنشآت المصدرة.

ويؤكد هذا ما أشارت به الدراسات السابقة من حيث تأثير بعض جوانب ممارسات إدارة الأرباح على الأداء المالي- من جانب رأس المال العامل - بالإضافة إلى نمو المنشآت المصدرة، وهو الأمر الذي يؤثر على مستوى تماثل المعلومات بسوق التداول، ويحدث تباين في تقديرات المتداولين بما يعني حدوث مخاطر غير منتظمة لأسهم تلك المنشآت.

ويمكن للباحثان استعراض الاطار العام لتأثير ممارسات ادارة الأرباح على العوائد غير العادية للاسهم في ظل المخاطر غير المنتظمة الناتجة من تلك الممارسات من خلال الشكل رقم (3).



المصدر: من اعداد الباحثان

### شكل رقم (3)

إطار مقترح لقياس أثر إدارة الأرباح على العوائد والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية

من خلال الأطار السابق يشير الباحثان أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) يعد هو أساس تقدير المخاطر المنتظمة، والتي على أساسها يتم تقدير المخاطر غير المنتظمة في ضوء المخاطر الكلية لكل من السوق والأسهم العادية، وهو ما سيتم محاولة اختباره في الدراسة التطبيقية.

## المبحث الرابع الدراسة التطبيقية

### 1- مقدمة:

يهدف الباحثان في هذا المبحث الى عرض الأطار التطبيقي لبيان العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح من جانب وعوائد و مخاطر الاسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية من جانب اخر، وذلك من خلال اجراء تحليل إحصائي لتحديد مدى قبول او رفض فرضى الدراسة.

يهدف الإطار المقترح إلى بيان كيفية تأثير عمليات إدارة الأرباح على العوائد والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية، باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP، والذي قدم تصنيفاً جدياً وجوهرياً للعلاقة بين العائد والمخاطر، حيث صنف مخاطر الأسهم إلى مجموعتين: منتظمة (عامة) وغير منتظمة (خاصة)، وهو ما يحقق الهدف الرئيسي للدراسة والمتمثل في قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح على العوائد والمخاطر غير المنتظمة للأسهم العادية.

ومن خلال تصنيف المخاطر طبقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP، وأثر ممارسات إدارة الأرباح على المركز المالي للمنشأة والذي اشتمل على التأثير على قائمة المركز المالي (من خلال على المستحقات الاختيارية- أساس تقديم الأصول والالتزامات)، والتأثير على قائمة الدخل (من خلال التأثير على المستحقات الاختيارية - أساس تقدير الأرباح والخسائر) والتأثير على قائمة التدفقات النقدية (من خلال التأثير على المستحقات الاختيارية - أساس تقييم الأصول والالتزامات)، وهو الأمر الذي قد يعرض المنشأة لمخاطر النمو الناتج من عدم تماثل الواقع المالي مع القوائم المالية المصدرة، وهو الأمر الذي يصنف كمخاطر غير منتظمة (خاصة) بتلك المنشأة عند ممارستها لعملية إدارة الأرباح.

## 2- عينة الدراسة:

تم الاعتماد على مؤشر مصر 100 (EGX100) كأساس لاختيار عينة الدراسة، لما تتسم الشركات المقيدة به بنشاط لعمليات التداول، مما يدعم كفاءة أداء تلك الأسهم.

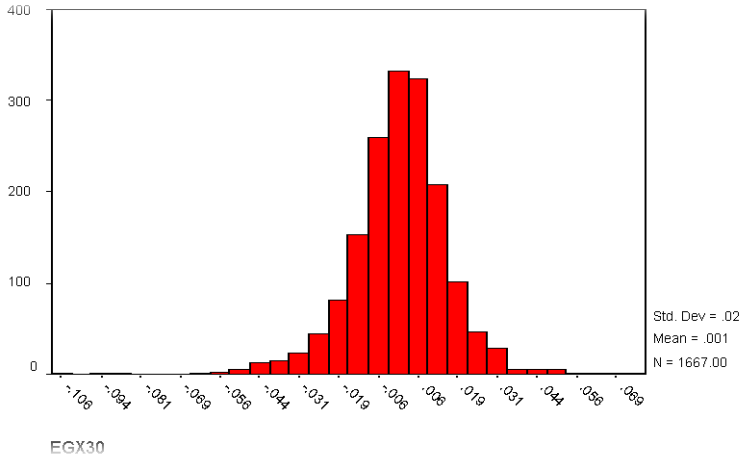
### مع الأخذ في الاعتبار المعيارين التاليين:

- التداول النشط للورقة المالية بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة.
- انتظام قيد الورقة المالية بالجدول الرسمي للبورصة المصرية خلال فترة الدراسة.

## 3- خصائص أداء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية :

يمكن استعراض المدرج التكراري لعوائد المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية (مصر)

(30) (EGX30) من خلال الشكل التالي:



مصدر البيانات: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS بناء على بيانات البورصة المصرية

### شكل (4) المدرج التكراري لعوائد مؤشر مصر 30

ويتضح للباحثان من خلال الشكل السابق (رقم4) ان عوائد المؤشر قد حققت متوسط عائد يومي قدرة (0,052%) خلال فترة الدراسة وذلك بمعامل انحراف معياري لتلك العوائد قدره (1,578%).

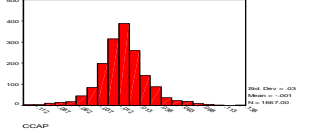
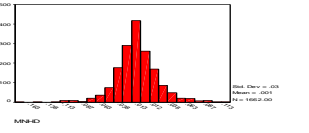
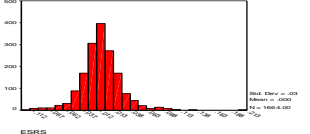
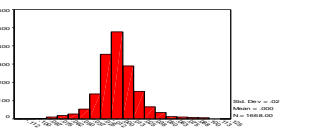
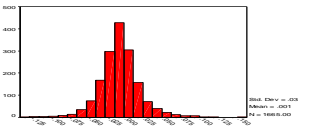
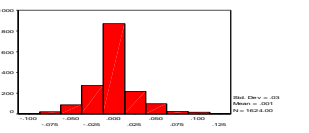
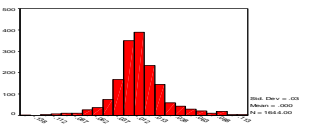
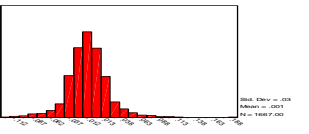
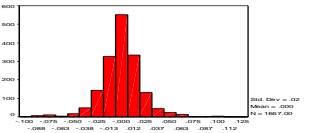
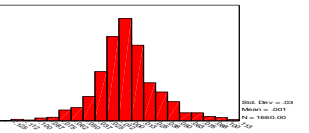
### خصائص تداولات مفردات العينة

يقوم الباحثان باستعراض مؤشرات أداء الاسهم المصدرة و المتداولة لمفردات عينة الدراسة حيث يلزم لتقدير العوائد والمخاطر غير المنتظمة تقدير العوائد الكلية والمخاطر الكلية عوضا على المخاطر المنتظمة لتك الاسهم بغرض تقدير العوائد التوازنية طبقا لنموذج تسعير الاصول الراس مالية CAPM.

وذلك من خلال استعراض معالم الاحصاء الوصفي لمفردات العينة من خلال تحليل أداء الاسهم العادية في سوق التداول اعتماد على المقاييس الوصفية كمتوسط العائد (المتوسط الحسابي لعوائد الاسهم)، معامل المخاطر الكلية (الانحراف المعياري لعوائد السهم)، معامل المخاطر المنتظمة (معامل حساسية عوائد السهم للتغير في عوائد السوق إي انحراف عائد السهم الذى يرجع الى تحركات السوق مقاسا باستخدام مؤشر مصر 30 EGX30 لغرض تقدير العوائد السوقية وهو المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية)، معامل المخاطر غير المنتظمة (انحراف عائد السهم التي لا يمكن ارجعها الى تحركات السوق) وقد تم ذلك من خلال البيانات المصدرة عن البورصة المصرية إلى جانب قاعدة البيانات المالية - رويترز، حيث تم تحليل الوصفي لاداء مفردات الدراسة العينة في سوق التداول باستخدام بيانات التداول عن الفترة من 2006 الى 2015 لكل مفردة من مفردات العينة.

## جدول رقم (1)

### خصائص التداول لمفردات العينة

المدرج التكراري لعوائد الاسهم	المدرج التكراري لعوائد الاسهم
القلعة للاستشارات الماليه - اسهم عادية 	مدينة نصر للإسكان و التعمير 
حديد عز 	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك 
المجموعة المالية هيرمس القابضة 	جلوبال تيلكوم القابضة 
الحديد والصلب المصرية 	مجموعة طلعت مصطفى القابضة 
المصرية للاتصالات 	بايونيرز القابضة للأستثمارات المالية 

مصدر البيانات : مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS بجانب المسح المستندي لقاعدة البيانات المالية Reuters



تابع جدول رقم (1)

خصائص التداول لمفردات العينة

المدرج التكراري لعوائد الاسهم	المدرج التكراري لعوائد الاسهم
<p>النساجون الشرقيون للسجاد</p>	<p>البنك التجاري الدولي (مصر)</p>
<p>المصرية للمنتجات السياحية</p>	<p>اوراسكوم للاتصالات والاعلام والتكنولوجيا القابضة</p>
<p>بنك البركة - مصر</p>	<p>بالم هيلز للتعمير</p>
<p>العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية</p>	<p>العربية لحليج الأقطان</p>
<p>مصر الجديدة للاسكان والتعمير</p>	<p>سيدي كرير للبتروكيماويات</p>

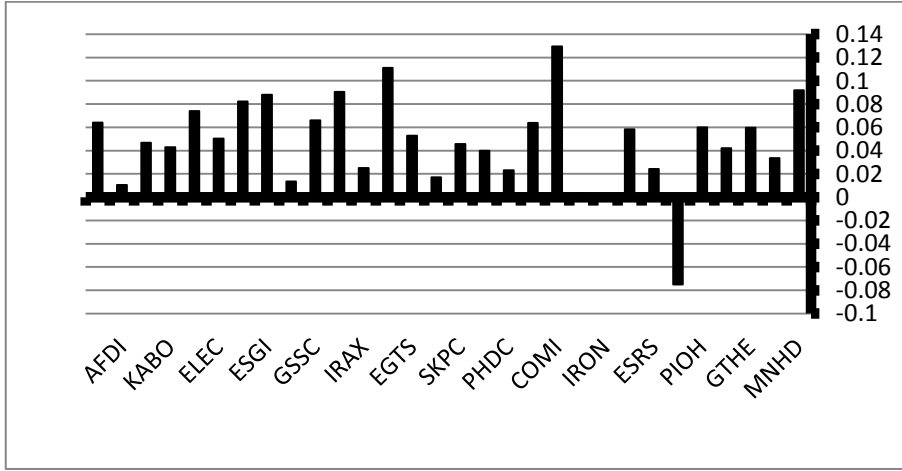
مصدر البيانات : مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS بجانب المسح المستندي لقاعدة البيانات المالية Reuters

تابع جدول رقم (1)  
 خصائص التداول لمفردات العينة

المدرج التكراري لعوائد الاسهم	المدرج التكراري لعوائد الاسهم
<p>جنوب الوادى للاسمنت</p>	<p>العامه للتخزين والصوامع</p>
<p>النصر للملابس والمنسوجات - كابو</p>	<p>الصناعات الكيماوية المصرية - كيما</p>
<p>مينا للاستثمار السياحي والعقاري</p>	<p>المصرية لصناعة النشا والجلوكوز</p>
<p>الاهلي للتنمية والاستثمار</p>	<p>زهراء المعادي للاستثمار والتعمير</p>
<p>المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية</p>	<p>الكابلات الكهربائية المصرية</p>

مصدر البيانات : مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS بجانب المسح المستندي لقاعدة البيانات المالية Reuters

ويجد الباحثان من خلال الجدول السابق تباين في عوائد مفردات الدراسة و هو ما يمكن ايضاحه من خلال الشكل رقم (5)



المصدر : مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية بناء على بيانات

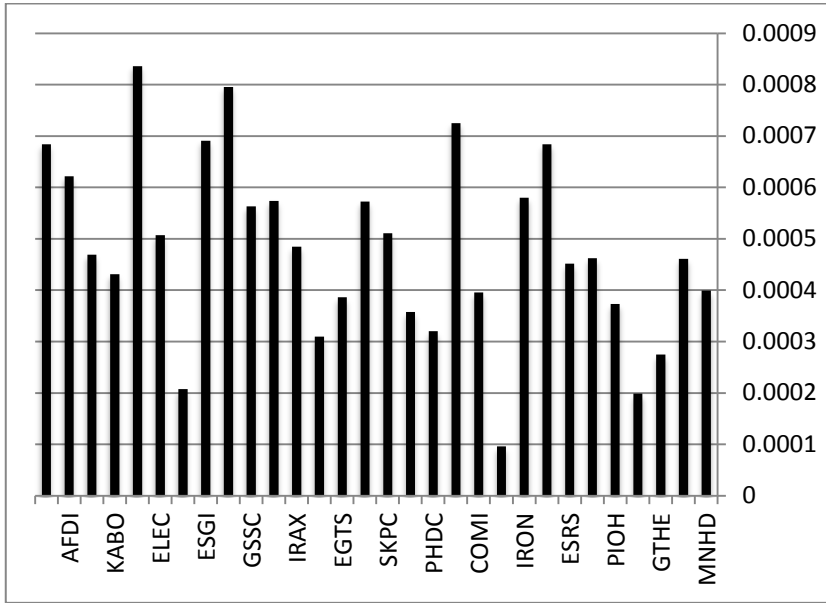
التداول بالبورصة المصرية

### شكل رقم (5) متوسط العوائد اليومية لمفردات عينة الدراسة

من خلال الشكل (رقم 5) يجد الباحثان تباين في متوسط العوائد حيث حققت الاسهم العادية للبنك التجاري الدولي - مصر (COMI.CA) اكبر متوسط للعائد، بينما حققت الاسهم العادية لشركة القلعة للاستشارات المالية (CCAP.CA) اكبر متوسط عوائد سلبية بين مفردات العينة.

### المخاطر غير المنتظمة لمفردات العينة

يمكن للباحثان تقدير المخاطر غير المنتظمة لمفردات العينة وذلك بدلالة كل من معامل المخاطر المنتظمة ( $\beta$ ) لكل مفردة من مفردات العينة الى جانب مستوى تباين عوائد السوق، ويمكن استعراض ذلك من خلال الشكل التالي:



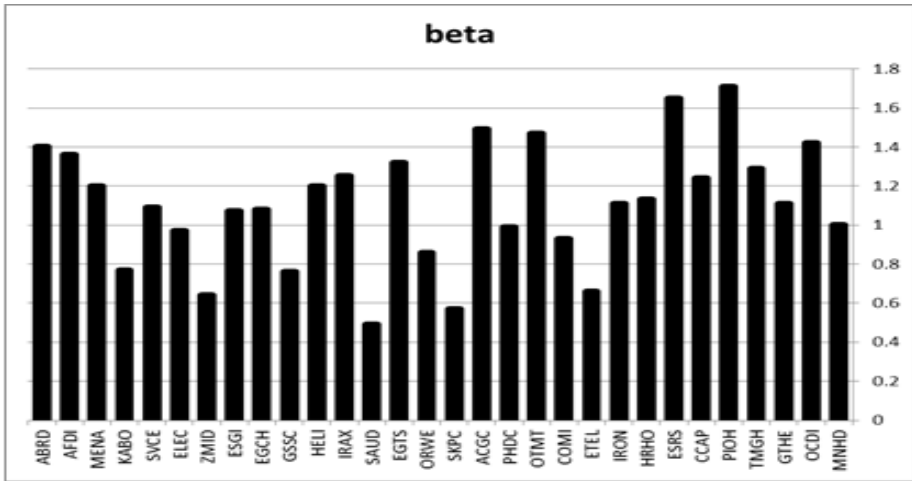
المصدر: من اعداد الباحثان بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

### شكل رقم (6) المخاطر غير المنتظمة لمفردات عينة الدراسة

تبين للباحثان من خلال الشكل السابق (رقم 6) ان اعلى مخاطر غير منتظمة لمفردات عينة الدراسة كان لسهم " جنوب الوادي للإسمنت" وهو الامر الذى يمكن إرجاعه الى خصائص الشركة و تعامل الادارة مع مرحلة عدم ممارسة الشركة لنشاطها الرئيسى (صناعة الاسمنت) و الاتجاه الى الاستثمار في عدد من الانشطة غير الرئيسية، وهو الامر الذى يسمح بممارسة ادارة الأرباح على نطاق متزايد.

### اختبار انطباق نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM

يتمثل جوهر نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM في العلاقة بين المخاطر المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا و متوسط عوائد الاسهم والتي طبقا للاطار الفكري للنموذج تكون علاقة طردية معنوية فان لم تكن على هذا النحو، فان ذلك يعنى عدم انطباق النموذج على السوق محل الاختبار، و يمكن استعراض المخاطر المنتظمة لمفردات العينة من خلال الشكل التالي:



المصدر: من اعداد الباحثان بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

### شكل رقم (7) المخاطر المنتظمة لمفردات عينة الدراسة

ومن خلال الشكل السابق (رقم 7) يجد الباحثان ان سهم "بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية" و هو اكثر اسهم العينة من حيث المخاطر المنتظمة مقابل سهم "بنك البركة - مصر" هو الاقل من حيث المخاطر المنتظمة، ويمكن اختبار معنوية العلاقة بين معامل المخاطر المنتظمة ومتوسط العائد اليومي من خلال الاختبار التالي:

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.591 <sup>a</sup>	.350	.326	.1803

a. Predictors: (Constant), BETA

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.489	1	.489	15.050	.001 <sup>a</sup>
	Residual	.910	28	3.251E-02		
	Total	1.400	29			

a. Predictors: (Constant), BETA

b. Dependent Variable: RETURN

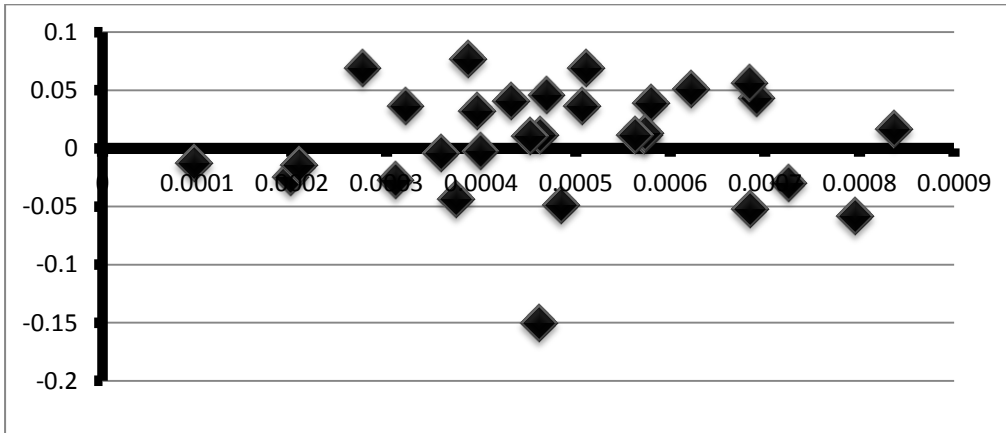
المصدر : مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

**شكل رقم (8) مخرجات تحليل الانحدار بين المخاطر المنتظمة وعوائد مفردات العينة**

وفى ضوء مخرجات تحليل الانحدار اتضح للباحثان وجود علاقة طردية بين المخاطر المنتظمة وعوائد مفردات العينة، وذلك عند مستوى معنوية 1%، وهو الامر الذى يشير الى صلاحية نموذج تسعير الاصول الرأسمالية في تقدير العوائد العادية، حيث تفسر المخاطر المنتظمة 35% من عوائد مفردات العينة.

**العوائد غير العادية لمفردات العينة**

في ضوء تقدير العوائد التوازنيه طبقا لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية وبالمقارنة مع العوائد الفعلية لمفردات العينة تبين للباحثان عدم تجانس العوائد غير العادية مع مستوى المخاطر غير المنتظمة، ويمكن ايضاح ذلك من خلال الشكل التالى:



المصدر: من اعداد الباحثان بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

**شكل رقم (9) العوائد غير العادية و المخاطر غير المنتظمة لمفردات عينة الدراسة**

و يمكن التأكيد على هذا الاستنتاج من خلال تحليل اثر المخاطر غير المنتظمة على العوائد غير العادية من خلال المخرجات التحليل الاستدلالي التالي:

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.400E-06	1	8.400E-06	.003	.953 <sup>a</sup>
	Residual	6.743E-02	28	2.408E-03		
	Total	6.744E-02	29			

a. Predictors: (Constant), USR

b. Dependent Variable: UNR

المصدر : من اعداد الباحثان بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

**شكل رقم (10) مخرجات تحليل الانحدار بين العوائد غير العادية و المخاطر**

**غير المنتظمة لمفردات عينة الدراسة**

و يرجع الباحثان عدم تجانس العوائد غير العادية مع مستوى المخاطر غير المنتظمة الى ضعف اثر التنويع على تسعير المخاطر غير المنتظمة بالإضافة الى ضعف كفاءة البورصة المصرية وكذا الى تشوه هيكل اسعار الفائدة بالاقتصاد المصري الناتج من خلل بناء مؤشر اسعار المستهلكين CPI، بجانب خلل اسعار العائد على اذون الخزانة المصدرة من قبل البنك المركزي لصالح وزارة المالية.

**قياس ادارة الأرباح**

أشارت دراسة (Bedard et al., 2004) الى ان نموذج جونز المعدل Dechow et al., 1995 هو الاصلح بين النماذج المستخدمة في الكشف عن إدارة الأرباح، حيث يفترض هذا النموذج أن المديرين يعتمدون أساساً على تصرفهم بحرية في جزء من المستحقات الكلية كوسيلة من وسائل إدارة الأرباح، حيث تتألف المستحقات الكلية من مستحقات اختيارية تحدد من قبل الإدارة ومستحقات غير اختيارية، والتي تمثل الدليل على قيام المنشأة بعمليات إدارة الأرباح، حيث قياس المستحقات الكلية المتمثلة في الفرق بين صافي الربح التشغيلي والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية، واما المستحقات الاختيارية فتتمثل في الفرق بين المستحقات الكلية والمستحقات غير الاختيارية، ويتم حساب النسبة المطلقة للمستحقات الاختيارية لكل منشأة على حدة لأغراض مقارنة مدى ممارسة إدارة الأرباح وذلك على النحو التالي (for more: Baber et al ;2006):

أ- قياس المستحقات الكلية المتمثلة في الفرق بين صافي الربح التشغيلي والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية من خلال المعادلة التالي:

$$TACC_{i,t} = [ONI_{i,t}] - [OCF_{i,t}]$$

حيث:

$$TACC_{i,t} = \text{المستحقات الكلية للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$ONI_{i,t} = \text{صافي الربح التشغيلي للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$OCF_{i,t} = \text{التدفق النقدي من العملية التشغيلية للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

ب- تقدير معالم النموذج  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  الذي يتم من خلاله احتساب المستحقات غير الاختيارية ( $NDACC_{i,t}$ ) من خلال معادلة الانحدار التالية لمفردات العينة لكل سنة على حده.

$$TACC_{i,t} / A_{i,t-1} = [\beta_1(1/A_{i,t})] + [\beta_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1}] + [\beta_3 PPE_{i,t} / A_{i,t-1}] + e_{i,t}$$

$$TACC_{i,t} = \text{المستحقات الكلية للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$\Delta REV_{i,t} = \text{التغير في إيرادات الشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$\Delta REC_{i,t} = \text{التغير في حسابات تحت التحصيل للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$PPE_{i,t} = \text{العقارات والممتلكات والآلات للشركة (i) خلال فترة (t)}$$

$$A_{i,t-1} = \text{إجمالي أصول الشركة (i) خلال فترة (t-1)}$$

$$e_{i,t} = \text{الخطأ العشوائي}$$

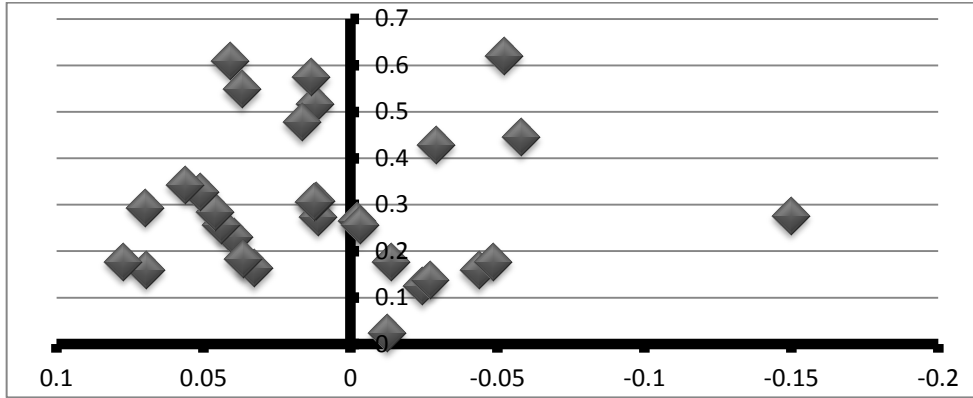
ج- تحديد المستحقات غير الاختيارية العادية ( $NDACC_{i,t}$ ) لكل مفردة من العينة على حده ولكل سنة من سنوات الدراسة من خلال المعادلة التالية:-

$$NDACC_{i,t} = [\beta_1(1/A_{i,t-1})] + [\beta_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1}] + [\beta_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})]$$

اختبار الفرض الاول:

يهدف هذا الفرض الى تحليل تأثير ممارسات ادارة الارباح على العوائد غير العادية للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية، حيث يمكن التعبير بيانياً عن مفردات العينة من خلال الشكل التالي (رقم 11):





المصدر : من اعداد الباحثان بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

### شكل رقم (11) العوائد غير المنتظمة و ادارة الارباح لمفردات عينة الدراسة

من خلال استخدام تحليل الانحدار تظهر لنا المخرجات التالية:

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.004 <sup>a</sup>	.000	-.036	4.908E-02

a. Predictors: (Constant), EM

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.363E-07	1	8.363E-07	.000	.985 <sup>a</sup>
	Residual	6.744E-02	28	2.408E-03		
	Total	6.744E-02	29			

a. Predictors: (Constant), EM

b. Dependent Variable: UNR

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية

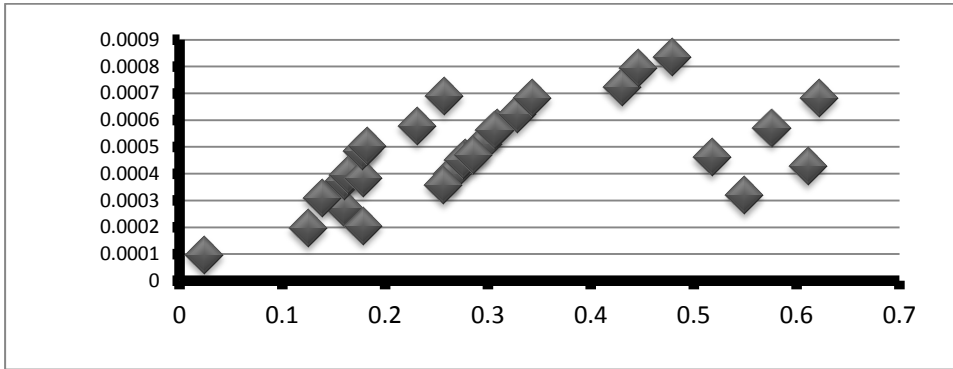
### شكل رقم (12) مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الاول

من خلال أستعراض مخرجات التحليل الإحصائي تبين للباحثين ان معامل (F) المحسوبة هو (0,000)، وبالمقارنة مع (F) الجدولية تبين انها غير معنوية عند مستوى (5%) وهو الامر الذى يعنى عدم معنوية تأثير ممارسات ادارة الارباح على العوائد غير

العادية للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية، بذلك يرفض الفرض البديل و يتم قبول فرض العدم.

### اختبار الفرض الثاني:

يهدف هذا الفرض الى تحليل أثر ممارسات ادارة الأرباح على المخاطر غير المنتظمة للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية، و يمكن التعبير بيانياً عن مفردات العينة من خلال الشكل التالي:



المصدر: من اعداد الباحثان بناء على بيانات التداول بالبورصة المصرية

### شكل رقم (13) المخاطر غير المنتظمة و ادارة الأرباح لمفردات عينة الدراسة

ومن خلال استخدام تحليل الانحدار تم الحصول على المخرجات التالية:

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.566 <sup>a</sup>	.320	.296	1.494E-04

a. Predictors: (Constant), EM

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.947E-07	1	2.947E-07	13.201	.001 <sup>a</sup>
	Residual	6.250E-07	28	2.232E-08		
	Total	9.197E-07	29			

a. Predictors: (Constant), EM

b. Dependent Variable: USR

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية

### شكل رقم (14) مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الثاني

تبين الباحثان من خلال مخرجات التحليل الإحصائي ان معامل (F) المحسوبة هو (13,201) وبالمقارنة مع (F) الجدولية تكون معنوية عند مستوى (1%) و هو الامر الذى يعنى معنوية تأثير ممارسات ادارة الأرباح على المخاطر غير المنتظمة للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية، بذلك يتم رفض فرض العدم و يتم قبول الفرض البديل.

## المبحث الخامس

### النتائج و التوصيات

#### النتائج

في ضوء ما قام به الباحثان من استعراض للاطر الفكري للبحث من خلال المباحث الثلاثة الاولى، إضافة الى التحليل الإحصائي لمفردات العينة في المبحث الرابع ، أمكن التوصل للنتائج التالية:

1. تعد عوائد اسهم مفردات العينة دالة في مخاطرها المنتظمة ، و هو الامر الذى يتفق مع الاطار الفكري لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM.
2. ليس هناك تأثير لممارسات إدارة الأرباح على العوائد غير العادية لمفردات عينة الدراسة، و هو الامر الذى يمكن ارجاعه الى اثر التنوع على تسعير المخاطر غير المنتظمة بالإضافة إلى ضعف كفاءة البورصة المصرية وتشوه هيكل اسعار الفائدة بالاقتصاد المصري الناتج من عدم دقة بناء مؤشر اسعار المستهلكين CPI، إلى جانب خلل اسعار العائد على اذون الخزانة المصدرة من قبل البنك المركزي لصالح وزارة المالية.

3. هناك تأثير لإدارة الأرباح على المخاطر غير المنتظمة لمفردات عينة الدراسة ، وذلك عند مستوى معنوية (1%)، حيث تفسر ادارة الأرباح (32%) من تلك المخاطر وهو الامر التي يتماشى مع نتائج التي توصل اليها (Baber et al;2006).

### التوصيات:

فى ضوء ما خلص اليه الباحثان من نتائج نظرية (من خلال تحليل الاطار الفكري و نتائج الدراسات السابقة) و تطبيقية (من خلال مخرجات التحليل الإحصائي لمفردات عينة الدراسة ) يوصى الباحثان بما يلى:

1. تطوير قواعد القيد وشطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة فى 2014/1/22، من خلال التأكيد على دورية مراقب الحسابات و هو الامر الذى يتماشى مع مبادئ حوكمة الشركات، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Iraya et. al,2015)، حيث اشارت الى ان التطبيق الفعال لحوكمة الشركات يخفض من ممارسات ادارة الأرباح مما يجنب الشركات المقيدة خطر الانهيار.

2. تدشين مؤشر لقياس جودة الأرباح للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مما يحد من اتجاه ممارسات ادارة الأرباح و يساعد قرارات الاستثمار.

3. دعم اخلاقيات الاعمال لدى العاملين بمجال اسواق المال (اعضاء مجلس الادارة - الادارة المالية - المراجعة) بهدف الحد من ممارسات ادارة الأرباح لأغراض زيادة كفاءة البورصة المصرية.

4. قيام ادارة البورصة المصرية و هيئة الرقابة غير المصرفية بتنفيذ دورهما الرقابي فيما يتعلق بدورية مراقب الحسابات، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (see: Bryan & Mason;2016) والتي أكدت وجود علاقة بين ممارسات ادارة الأرباح واتعاب المراجع الخارجي.

5. اجراء مراجعة شاملة للمعايير المحاسبية المصرية لأغراض تحقيق الاتساق بين السياسات المحاسبية المختلفة والمعالجات البديلة، وذلك لأغراض الحد من ممارسات ادارة الأرباح ،دون الارتباط بأحداث اقتصادية معنية.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية

1. بلال، كيموش (2014)، دور المصاريف والنواتج غير النقدية واحتياجات رأس المال العامل في إدارة الأرباح: حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر 2005 - 2009، "مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية - جامعة ورقلة - الجزائر، العدد الرابع عشر، ص ص 43-56.
2. سعد الدين، إيمان محمد (2010): "دراسة تحليلية للمحاسبة الابتداعية ودور المحاسب القضائي في مواجهتها بالتطبيق على قطاع الاتصالات والتكنولوجيا المصري"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد الخامس والسبعون.
3. النقوري، سوزي فاروق (2012): "التطوير المقترح لمعايير المحاسبة للحد من ممارسات إدارة الربحية في ظل الدور المحاسبي لحكومة الشركات . دراسة نظرية تطبيقية"، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، العدد الأول.
4. سلامة، صلاح حسن علي (2010): "نموذج محاسبي مقترح لقياس إدارة الأرباح في شركات المساهمة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
5. حسين، علاء علي أحمد (2015): "قياس وتفسير العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وجودة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
6. فريد، فريد محرم (2014): "العلاقة بين جودة الأرباح واحتمال تعرض الشركة لمخاطر التعثر المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية غير المالية المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، السنة الثامنة عشر.
7. الطيب، محمد (2013): "إدارة الأرباح في الشركات المساهمة الليبية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني.

8. زيدان، إبراهيم، محمد (2006): "السلوك الأخلاقي للإدارة عند قياس الدخل المحاسبي بمنظمات الأعمال" دراسة اختبارية، مجلة آفاق جديدة للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنوفية، السنة الثامنة عشر، العدد الأول والثاني، يناير، إبريل.
9. عبدالمتعال، هبة (2013): "دراسة تحليلية لاتجاهات الاستحقاقات الاختيارية كأداة لإدارة الربحية خلال فترات التغيرات السياسية الناتجة عن الثورات، حالة جمهورية مصر العربية"، مجلة المحاسبة المصرية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد السادس، السنة الثالثة.

### ثانيا: المراجع الأجنبية

1. Acaravci, S. K., & Karaomer, Y. (2017).Fama-French Five Factor Model: Evidence from Turkey. **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol.7, No.6, pp.130-137.
2. Acharya, V., Engle, R., & Richardson, M. (2012)," Capital shortfall: A new approach to ranking and regulating systemic risks", **The American Economic Review**, Vol.102, No.3, pp.59-64.
3. Adrian, T., & Rosenberg, J. (2008)," Stock Returns and Volatility: Pricing the Short-Run and Long-Run Components of Market Risk."**The Journal of Finance**, Vol. 63, No.6, pp.2997-3030.
4. Allen, E. J., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2013),"Accrual reversals, earnings and stock returns." **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 56, No. 1, pp.113-129.
5. Allen, L., & Saunders, A.(2004)," Incorporating systemic influences into risk measurements: A survey of the literature", **Journal of Financial Services Research**, Vol.26, No.2, pp.161-191.
6. Allison, J. E. (1914)," Rate of Return.", **The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science**, Vol.53, No.1, pp-.172-177.
7. Amat, D. and Blake, J., (2004)," The Ethics of creative Accounting", **Accounting and business Research**.

8. Amihud, Y. (2002), "Illiquidity and stock returns: cross-section and timeseries effects." **Journal of financial markets**, Vol.5, No.1, pp.31-56.
9. Amihud, Y., & Mendelson, H. (1989), " The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns", **The Journal of Finance**, Vol.44, No.2, pp. 479-486.
10. Asgharian, H., Hou, A. J., & Javed, F. (2013). The Importance of the Macroeconomic Variables in Forecasting Stock Return Variance: A GARCH-MIDAS Approach. **Journal of Forecasting**, Vol. 32, No.7, pp. 600-612.
11. Baber, W. R., Chen, S., & Kang, S. H. (2006). Stock price reaction to evidence of earnings management: Implications for supplementary financial disclosure. **Review of Accounting Studies**, Vol. 11, No.1, pp.5-19.
12. Balakrishnan, A., & Maiti, M. (2017),"Dynamics of Size and Value Factors in Stock Returns: Evidence from India." **Indian Journal of Finance**, Vol.11, No.6, pp. 21-35.
13. Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. (2016), "Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns", **Journal of Financial Economics**, Vol. 121, No.1, pp. 28-45.
14. Bansal, P., & Clelland, I. (2004)," Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment." **Academy of Management Journal**, Vol. 47, No. 1, pp.93-103.
15. Banz, Rolf W., (1981), "The relationship between return and market value of common stocks", **Journal of Financial Economics**, Vol. 9, pp.3-18.
16. Bara Lexis, S., (2004),"Creative Accounting in Small Advancing Countries, The Greek case", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 19, No.3.
17. Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979)," The association between unsystematic security returns and the ma-

- gnitude of earnings forecast errors." **Journal of accounting research**, pp. 316-340.
18. Bedard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2004), "The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management", **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, Vol. 23, No. 2, pp.13-35.
  19. Bekaert, G., & Hoerova, M. (2014), " The VIX, the variance premium and stock market volatility." **Journal of Econometrics**, Vol. 183, No. 2, pp.181-192.
  20. Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2007), "Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets." **Review of Financial studies**, Vol.20, No.6, pp.1783 -1831.
  21. Belo, F., Lin, X., & Bazdresch, S. (2014), " Labor hiring, investment, and stock return predictability in the cross section." **Journal of Political Economy**, Vol.122, No.1, pp.129-177.
  22. Beneish, M.d., (2001). "Earnings Management: A perspective." **Managerial Finance**, vol.27.
  23. Berk, Jonathan, (1995), " A critique of size-related anomalies", **Review of Financial Studies** , Vol. 8, pp.275–286.
  24. Billio, M., Getmansky, M., Lo, A. W., & Pelizzon, L. (2012), "Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors." **Journal of Financial Economics**, Vol. 104, No.3, pp. 535-559.
  25. Bodie, Kane and Marcus (2001), " **Investments** ", Fifth Edition, The McGraw–Hill.
  26. Bollerslev, T., Marrone, J., Xu, L., & Zhou, H. (2014), "Stock return predictability and variance risk premia: statistical inference and international evidence." **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.49, No.3, pp.633-661.
  27. Bollerslev, T., Tauchen, G., & Zhou, H. (2009), "Expected stock returns and variance risk premia." **Review of Financial studies**, Vol. 22, No.11, pp.4463-4492.



28. Bollerslev, T., Xu, L., & Zhou, H. (2015)," Stock return and cash flow predictability: The role of volatility risk." **Journal of Econometrics**, Vol. 187, No.2, pp.458-471.
29. Bryan, D. B., & Mason, T. W. (2016)," The influence of earnings management conducted through the use of accretive stock repurchases on audit fees." **Advances in Accounting**, pp.43,99-109.
30. Cakici, N., Chan, K., & Topyan, K. (2015). Cross-sectional stock return predictability in China. **The European Journal of Finance**, Vol.51, No.3, pp.1-25.
31. Campbell, J. L. (2015)," The fair value of cash flow hedges, future profitability, and stock returns. " **Contemporary Accounting Research** , Vol.32, No.1, pp243-279.
32. Campbell, J. Y. (2000)" Asset pricing at the millennium." **The Journal of Finance**, Vol. 55, No.4, pp.1515-1567.
33. Campbell, J. Y., Polk, C., & Vu-olteenaho, T. (2010). "Growth or gl-amour? Fundamentals and systematic risk in stock returns." **Review of Financial Studies**, Vol.23, No.1, pp.305-344.
34. Chang, B. Y., Christoffersen, P., & Jacobs, K. (2013). Market skewness risk and the cross section of stock returns. **Journal of Financial Economics**, Vol. 107, No.1, pp.46-68.
35. Chong , Gin (2013), " Detecting Fraud: what are Auditors responsi-bilities ? ", **The Journal of corporate Accounting & finance**, Vol . 24, No.2, pp.47-53.
36. Cohen, K. J., Hawawini, G. A., Maier, S. F., Schwartz, R. A., & Whitcomb, D. K. (1983),"Friction in the trading process and the estim-ation of systematic risk", **Journal of Financial Economics**, vol.12, No.2, pp.263-278.
37. Conrad, J., Dittmar, R. F., & Gh-ysels, E. (2013). Ex ante sk-ewness and expected stock returns. **The Journal of Finance**, Vol. 68, No.1, pp. 85-124.

38. Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010)," Corporate political contributions and stock returns." **The Journal of Finance**, Vol.65, No.2, pp.687-724.
39. Cremers, M., Halling, M., & Weinbaum, D. (2015)," Aggregate Ju-mp and Volatility Risk in the Cross-Section of Stock Returns." **The Journal of Finance**, Vol. 70, No.2, pp. 577-614.
40. Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995)," Detecting earnings management", **Accounting review**, Vol. 70, No. 2, pp.193-225.
41. Delgado-García, J. B., Quevedo-Puente, E., & Díez-Esteban, J. M. (2013)," The impact of corporate reputation on firm risk: A panel data analysis of Spanish quoted firms", **British Journal of Management**, Vol. 24, No.1, pp. 1-20.
42. Dichev, I. D. (1998)," Is the risk of bankruptcy a systematic risk? ", **the Journal of Finance**, Vol.53, No.3, pp.1131-1147.
43. Donelson, D. C., McInnis, J. M., & Mergenthaler, R. D. (2013), "Discontinuities and earnings Management :Evidence From Restatements related To securities Litigation", **contemporary Accounting Research** , Vol. 30 , No.1 , pp.242-268.
44. Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'hara, M. (2002). Is information risk a determinant of asset returns?." **The journal of finance**, Vol.57, No.5, pp.2185-2221.
45. Engle, R., Jondeau, E., & Rock-inger, M. (2015)" Systemic risk in Europe", **Review of Finance**, Vol. 19, No.1, pp. 145-190.
46. Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. **The journal of finance**, Vol. 51, No.1, pp.55-84.
47. Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. **Journal of political economy**, Vol. 81, No.3, pp.607-636.

48. Fang, V. W., Huang, A. H., & Ka-rpoff, J. M. (2016)," Short selling and earnings management: A controlled experiment. "**The Journal of Finance**, Vol. 71, No.3, pp.1251–1294.
49. Gandhi, P., & Lustig, H. (2015). Size anomalies in US bank stock returns. **The Journal of Finance**, Vol. 70, No.2, pp.733-768.
50. Ghosh, D. and Olsen, L., (2009), "Environmental Uncertainty and Managers – Use of Discretionary Assruls", **Accounting Organizations and Society**, Vol. 34, No.2, pp.188-205
51. Giglio, S., Kelly, B., & Pruitt, S. (2016)," Systemic risk and the ma-croeconomy: An empirical evalua-tion", **Journal of Financial Economics**, Vol. 119, No. 3, pp.457-471.
52. Hamada, R. S. (1972),"The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks", **The Journal of Finance**, Vol. 27, No.2, pp.435-452.
53. Hawley, F. B. (1893), "The risk theory of profit." **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 7, No. 4, pp.459-479.
54. Haynes, J. (1895) "Risk as an economic factor." **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 9, No. 4, pp.409-449.
55. Helmy, A., & Wagdi, O. (2016)," Political Risks and Their Economic Effects: Evidence from Egypt." **International Journal of Economics and Finance**, Vol.8, No.7,pp. 94-122
56. Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. **Journal of Accounting and Economics**, Vol.41, No.1, pp.3-27.
57. Huang, X., Zhou, H., & Zhu, H. (2009),"A framework for assessing the systemic risk of major financial institutions", **Journal of Banking & Finance**, Vol.33, No.11, pp.2036-2049.
58. Iraya, C., Mwangi, M., & Muchoki, G. W. (2015)," The effect of corporate governance practices on earnings management of companies listed at the Nairobi securities exchange." **European Scientific Journal**, Vol.11, No.1, pp.169-178.

59. Joel, S. (1985), "**Financial Analysis: A programmed Approach**", New York: Printice-Hall Inc.
60. Joslin, S., Priebisch, M., & Singleton, K. J. (2014), "Risk premiums in dynamic term structure models with unspanned macro risks." **The Journal of Finance**, Vol. 69, No.3, pp.1197-1233.
61. Kaminsky, G., & Schmukler, S. L. (2002). Emerging market instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns?. **The World Bank Economic Review**, Vol.16, No.2, pp. 171-195.
62. Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. **Review of Finance**, Vol. 17, No.5, pp.1827-1852.
63. Kieso, et. al. (2008) "**Intermediate Accounting**", USA: John Wiley & Sons.
64. Kwon, s., Yin, Q. & Han, J (2006). "The effect of differential accounting conservatism on the overvaluation of hightech firms relative to Lowtech firms'," **Review of Quantitative finance and Accounting**, Vol.27, No.2, pp.143-173.
65. Lakonishok, J., & Shapiro, A. C. (1986), " Systematic risk, total risk and size as determinants of stock market returns", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 10, No. 1, pp.115-132.
66. Lawrence, A. (2013). Individual investors and financial disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 56, No.1, pp. 130-147.
67. Lee, H. S., Cheng, F. F., & Chong, S. C. (2016), "Markowitz Portfolio Theory and Capital Asset Pricing Model for Kuala Lumpur Stock Exchange: A Case Revisited", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol.6, No.3S, pp. 59-65.
68. Lehar, A. (2005), " Measuring systemic risk: A risk management approach" **Journal of Banking & Finance**, Vol.29, No.10, pp. 2577-2603.

69. Li, S., & Richie, N. (2016),"Income smoothing and the cost of debt. " **China Journal of Accounting Research**, Vol.9, No.3 pp.175–190.
70. Li, Xiafei, J., Brooks, C., & O' Sullivan, N. (2008)," Momentum profits and time-varying unsystematic risk." **Journal of Banking & Finance**, Vol.32, No.4, pp. 541-558.
71. Li, Y., & Zhang, L. (2015)," Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: Evidence from a natural experiment." **Journal of Accounting Research**, Vol.53, No.1, pp.79-117.
72. Lintner, J. (1965),"Security prices, risk, and maximal gains from diversification." **The Journal of Finance**, Vol.20, No.4, pp.587-615.
73. Maio, P., & Santa-Clara, P. (2015). Dividend yields, dividend growth, and return predictability in the cross section of stocks. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** , Vol.50, No.1-2, pp. 33-60.
74. Markowitz, H. (1952). Portfolio selection." **The journal of finance**, Vol.7, No.1,pp. 77-91.
75. Miller, J. S., Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (2002)," The fit between CEO compensation design and firm risk." **Academy of Management Journal**, Vol.45, No.4, pp.745-756.
76. Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000)," The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?" **Journal of financial economics**, Vol.58, No.1, pp. 215-260.
77. Mulford, C. E. Comisky (2002), "**The Financial Numbering Game**" , USA: John Wiley & Sons Inc.
78. Naifar, N., & Al Dohaiman, M. S. (2013),"Nonlinear analysis among crude oil prices, stock markets' return and macroeconomic variables.", **International Review of Economics & Finance**, Vol.27, pp. 416-431.

79. Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2001). Liquidity risk and expected stock returns .**working paper No. w8462**. National Bureau of Economic Research.
80. Patro, D. K., Qi, M., & Sun, X. (2013)," A simple indicator of systemic risk", **Journal of Financial Stability**, Vol. 9, No.1, pp.105-116.
81. Perotti, E. C., & Van Oijen, P. (2001). Privatization, political risk and stock market development in emerging economies. **Journal of International Money and Finance**, Vol.20, No.1, pp.43-69.
82. Phan, D. H. B., Sharma, S. S., & Narayan, P. K. (2015). Stock return forecasting: some new evidence. **International Review of Financial Analysis**, Vol.40, pp. 38-51.
83. Racicot, F. E., & Rentz, W. F. (2017). A panel data robust instrumental variable approach: a test of the new Fama-French five-factor model. **Applied Economics Letters**, Vol. 24, No.6, pp. 410-416.
84. Rahman, M. M., Moniruzzaman, M., & Sharif, M. J. (2013). Techniques, motives and controls of earnings management. **International Journal of Information Technology and Business Management**, Vol.11 , No.1, pp. 22-34..
85. Rambaud, S. C., Pérez, J. G., Granero, M. A. S., & Segovia, J. E. T. (2005)," Theory of portfolios: New considerations on classic models and the Capital Market Line." **European journal of operational research**, Vol.163, No.1, pp. 276-283.
86. Rosner, R. (2003)," Earnings Manipulation in Failing Firms Contemporary." **Accounting Research**, Vol. 20, No.2, pp. 361-408.
87. Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003)," The presidential puzzle: Political cycles and the stock market." **The Journal of Finance**, Vol. 58, No. 5, pp. 1841-1872.
88. Schipper, K. (1989)," Commentary on earnings management." **Accounting horizons**, Vol.3, No.4,pp. 91-102.

89. Shanken, J., & Weinstein, M. I. (2006), " Economic forces and the stock market revisited." **Journal of Empirical Finance**, Vol. 13, No.2, pp. 129-144.
90. Sharpe, W. F. (1964),"Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk." **The journal of finance**, Vol. 19, No.3, pp. 425-442.
91. Shiller, Robert J., (1982), "Consumption, asset markets, and macroeconomic fluctuations." **Carnegie Mellon Conference Series on Public Policy 17**, pp. 203–238.
92. Siregar, S. V., & Utama, S. (2008). "Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate governance practices: Evidence from Indonesia." **The international journal of accounting**, Vol.43, No.1, pp. 1-27.
93. Sun, Yan W., Wang, X. F., & Zhang, W. (2013),"Shareholder activism and earnings management incentives: an empirical examination of shareholder proposals in the United States." **Journal of International Financial Management & Accounting**, Vol.24 , No.3, pp. 234-260
94. Tang, G. Y., & Shum, W. C. (2003)," The relationships between unsystematic risk, skewness and stock returns during up and down markets", **International Business Review**, Vol. 12, No.5, pp.523-541.
95. Tang, G. Y., & Shum, W. C. (2004), " The risk–return relations in the Singapore stock market." **Pacific-Basin Finance Journal** ,Vol. 12 , No. 2, pp. 179-195.
96. Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998),"Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings." **The Journal of Finance**, Vol.53, No.6, pp. 1935-1974.
97. Xie, S., & Qu, Q. (2016)," The three-factor model and size and value premiums in china's stock market.", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 52, No.5, pp.1092-1105.
98. Zahiri, N. H., Mehrara, M., & Fala-hati, Z. (2014)," The Relationship between systematic risk and stock returns in Tehran Stock Exchange using the capital asset pricing model (CAPM)", **International Letters of Social and Humanistic Sciences**, No.21, pp.26-35.

## الملاحق

### ملحق رقم (1)

### قائمة الشركات المدرجة على مؤشر مصر 100 (EGX100)

كود التقييم الدولي	كود رويترز	اسم الشركة المصدرة
EGS38191C010	ABUK.CA	ابوقير للاسمدة والصناعات الكيماوية
EGS38251C012	ZEOT.CA	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
EGS673T1C012	AUTO.CA	جى بى اوتو
EGS691G1C015	BTFH.CA.	بلتون المالية القابضة
EGS691L1C018	PIOH.CA	بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية
EGS380P1C010	AMOC.CA	الاسكندرية للزيوت المعدنية
EGS30401C011	CEFM.CA	مطاحن مصر الوسطى
EGS071L1C018	ALRA.CA	اطلس لاستصلاح الاراضى والتصنيع الزراعى
EGS30901C010	JUFO.CA	جھينة للصناعات الغذائية
EGS32221C011	ACGC.CA	العربية لحليج الأقطان
EGS33041C012	ORWE.CA	النساجون الشرقيون للسجاد
EGS38311C014	PACH.CA	البويات والصناعات الكيماوية - باكين
EGS3C071C015	ECAP.CA	العز للسيراميك و البورسلين - الجوهره
EGS3C151C015	CERA.CA	العربية للخزف - سيراميك ريماس
EGS60321C014	FAIT.CA	بنك فيصل الاسلامي المصرية بالجنية
EGS69021C011	AFDI.CA	الاهلي للتنمية والاستثمار
EGS69101C011	HRHO.CA	المجموعه الماليه هيرمس القابضه
EGS70321C012	ORHD.CA	اوراسكوم للتنمية مصر
EGS65571C019	MNHD.CA	مدينة نصر للاسكان والتعمير
EGS65851C015	OCDI.CA	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك
EGS74081C018	GTHE.CA	جلوبال نيلكوم القابضة
EGS3G191C017	NASR.CA	النصر لصناعة المحولات - الماكو
EGS44012C010	MOIL.CA	الخدمات الملاحية والبتروولية - ماريديف
EGS47021C018	UASG.CA	العربية المتحدة للشحن والتفريغ
EGS39061C014	MFPC.CA	مصر لإنتاج الأسمدة - موبكو
EGS60101C010	SAUD.CA	بنك البركة مصر
EGS3E071C013	ACRO.CA	اكرومصر للتشدات والسقالات المعدنية
EGS305I1C011	EFID.CA	ايديتا للصناعات الغذائية
EGS44031C010	CSAG.CA	القناة للتوكيلات الملاحية
EGS65341C017	EHDR.CA	المصريين للاسكان والتنمية والتعمير
EGS21351C019	AIND.CA	العربية للاستثمارات والتنمية القابضه للاستثمارات مالية-نقدى



EGS60231C015	CANA.CA	بنك قناة السويس
EGS675S1C011	AMER.CA	عامر القابضة (عامر جروب مجموعة)
EGS360A1C011	EPPK.CA	الأهرام للطباعة و التغليف
EGS690C1C010	RAYA.CA	راية القابضة للاستثمارات المالية
EGS3G0Z1C014	SWDY.CA	السويدى البيكترىك
EGS70571C012	SDTI.CA	شارم دريمز للاستثمار السياحى
EGS02051C018	POUL.CA	القاهرة للدواجن
EGS32331C018	APSW.CA	العربيه وبولفارا للغزل والنسيج - يونيراب
EGS21541C015	GGCC.CA	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقارى
EGS21531C016	UEGC.CA	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقارى SCCD
EGS23141C012	EDBM.CA	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفنت سلاب مصر )
EGS60322C012	FAITA.CA	بنك فيصل الإسلامى المصرى - بالدولار
EGS69182C011	NAHO.CA	النعيم القابضة للاستثمارات
EGS213S1C010	EIUD.CA	المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية
EGS655L1C012	PHDC.CA	بالم هيلز للتعمر
EGS10001C013	ASCM.CA	اسيك للتعدىن - اسكوم
EGS380S1C017	SKPC.CA	سبى كرير للبتر وكىماويات
EGS46051C016	GMCI.CA	مجموعة جى . أم . سى للاستثمارات
EGS30761C026	NCMP.CA	الوطنية لمنجات الذرة
EGS37091C013	EAST.CA	الشرقية - ايسترن كومبانى
EGS38081C013	PHAR.CA	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ايبىكو
EGS38211C016	MICH.CA	مصر لصناعة الكىماويات
EGS38201C017	EGCH.CA	الصناعات الكىماوية المصرية - كىما
EGS691S1C011	TMGH.CA	مجموعة طلعت مصطفى القابضة
EGS691A1C011	PRMH.CA	برايم القابضة للاستثمارات المالية
EGS30441C017	GSSC.CA	العامة للصوامع والتخزين
EGS30431C018	ESGI.CA	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز
EGS30581C010	COSG.CA	القاهرة للزيوت والصابون
EGS73541C012	CCAP.CA	القلعة للاستشارات المالية - اسهم عادية
EGS3C4L1C015	MEPA.CA	العبوات الطبية
EGS693V1C014	OTMT.CA	اوراسكوم للاتصالات والاعلام و التكنولوجيا القابضه
EGS70GV1C015	GOCO.CA	جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحى
EGS3C001C016	ARCC.CA	العربية للاسمنت
EGS30AL1C012	OLFI.CA	عبور لاند للصناعات الغذائية
EGS729J1C018	CLHO.CA	شركة مستشفى كليوباترا
EGS33061C010	KABO.CA	النصر للملابس والمنسوجات - كابو
EGS65441C015	MENA.CA	مينا للاستثمار السياحى والعقارى
EGS38381C017	EFIC.CA	المالية و الصناعية المصرية
EGS39011C019	EGAS.CA	غاز مصر

EGS3C111C019	PRCL.CA	العامه لمنتجات الخزف والصيني
EGS3C181C012	SUCE.CA	السويس للاسمنت
EGS3C251C013	ESRS.CA	حديد عز
EGS3C351C011	SVCE.CA	جنوب الوادى للاسمنت
EGS30211C014	AJWA.CA	اجواء للصناعات الغذائية - مصر
EGS60241C014	EXPA.CA	البنك المصري لتنمية الصادرات
EGS65011C016	RREI.CA	الاستثمار العقاري العربي - اليكو
EGS69082C013	EKHO.CA	القاضة المصرية الكويتية
EGS65091C018	ELSH.CA	الشمس للاسكان والتعمير
EGS65061C011	UNIT.CA	المتحدة للاسكان والتعمير
EGS70271C019	RTVC.CA	رمكو لانشاء القرى السياحيه
EGS70431C019	EGTS.CA	المصرية للمنتجات السياحية
EGS65591C017	HELI.CA	مصر الجديدة للاسكان والتعمير
EGS67181C015	ABRD.CA	المصريين في الخارج للاستثمار والتنمية
EGS3D061C015	IRON.CA	الحديد والصلب المصرية
EGS70021C018	CIRF.CA	القاهرة للاستثمارات والتنمية
EGS30031C016	DOMT.CA	الصناعات الغذائية العربية-دومتى
EGS51191C012	SMFR.CA	سماد مصر (ايجيفرت)
EGS60041C018	CIEB.CA	بنك كريدي اجرىكول مصر
EGS3G231C011	ELEC.CA	الكابلات الكهربائية المصرية
EGS42051C010	ETRS.CA	المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)
EGS48031C016	ETEL.CA	المصرية للاتصالات
EGS673Y1C015	EMFD.CA	إعمار مصر للتنمية
EGS95001C011	ORAS.CA	اوراسكوم كونستراكشون ليميتد
EGS694A1C018	PORT.CA	مجموعة بورتو القاضة- بورتو جروب
EGS60121C018	COMI.CA	البنك التجاري الدولي (مصر)
EGS60111C019	ADIB.CA	مصرف أبو ظبي الإسلامي- مصر
EGS60182C010	EGBE.CA	البنك المصري الخليجي
EGS3E181C010	EGAL.CA	مصر للالومنيوم
EGS70R91C016	ELWA.CA	الوادى للإستثمار السياحى

## ملحق رقم (2)

### مخرجات التحليل الإحصائي

#### Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
BETA	30	.49	1.71	1.1077	.3096	9.583E-02
EM	30	.02	.62	.3047	.1573	2.474E-02
RETURN	30	-.09	.79	.1847	.2197	4.827E-02
UNR	30	-.15	.08	7.182E-03	4.822E-02	2.325E-03
USR	30	.00	.00	4.804E-04	1.781E-04	3.171E-08
Valid N (listwise)	30					

#### Regression

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BETA <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RETURN

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.591 <sup>a</sup>	.350	.326	.1803

a. Predictors: (Constant), BETA

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.489	1	.489	15.050	.001 <sup>a</sup>
	Residual	.910	28	3.251E-02		
	Total	1.400	29			

a. Predictors: (Constant), BETA

b. Dependent Variable: RETURN

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.649	.124		5.227	.000
	BETA	-.420	.108	-.591	-3.879	.001

a. Dependent Variable: RETURN

## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	USR <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: UNR

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.011 <sup>a</sup>	.000	-.036	4.907E-02

a. Predictors: (Constant), USR

### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.400E-06	1	8.400E-06	.003	.953 <sup>a</sup>
	Residual	6.743E-02	28	2.408E-03		
	Total	6.744E-02	29			

a. Predictors: (Constant), USR

b. Dependent Variable: UNR

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5.730E-03	.026		.219	.828
	USR	3.022	51.169	.011	.059	.953

a. Dependent Variable: UNR

## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>d</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EM <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: UNR

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.004 <sup>a</sup>	.000	-.036	4.908E-02

a. Predictors: (Constant), EM

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.363E-07	1	8.363E-07	.000	.985 <sup>a</sup>
	Residual	6.744E-02	28	2.408E-03		
	Total	6.744E-02	29			

a. Predictors: (Constant), EM

b. Dependent Variable: UNR

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.853E-03	.020		.346	.732
	EM	1.080E-03	.058	.004	.019	.985

a. Dependent Variable: UNR

## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EM <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: USR

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.566 <sup>a</sup>	.320	.296	1.494E-04

a. Predictors: (Constant), EM

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.947E-07	1	2.947E-07	13.201	.001 <sup>a</sup>
	Residual	6.250E-07	28	2.232E-08		
	Total	9.197E-07	29			

a. Predictors: (Constant), EM

b. Dependent Variable: USR

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.851E-04	.000		4.730	.000
	EM	6.408E-04	.000	.566	3.633	.001

a. Dependent Variable: USR