

نموذج مقترح لزيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات
بإستخدام مدخل التحليل الأساسى
بالتطبيق على سوق الأوراق المالية فى مصر

دراسة إختبارية

أ/ السيد أحمد محمود فودة

مدرس مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

ملخص:

إستهدفت البحث، قياس الدلالة القيمة للمعلومات التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمة (القيمة الدفترية وربحية السهم) عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات وذلك بإستخدام قيمة معامل التحديد (R^2) كأحد الأساليب الإحصائية المستخدمة فى قياس الدلالة القيمة للمعلومات، هذا وبالإضافة إلى إختبار مدى مساهمة آلية مدخل التحليل الأساسى وما تتضمنه من معلومات - بخلاف المعلومات التقليدية - وبكافة مستوياتها (الشركة، والقطاع، والإقتصاد) فى زيادة فاعلية الدلالة القيمة للمعلومات وذلك من خلال تقديم نموذج مقترح لبيان آلية إستخدام مدخل التحليل الأساسى بما يضمن زيادة فاعلية الدلالة القيمة للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات بإختلاف القطاعات التى تنتمى إليها، لذا فقد تم تطبيق الدراسة الإختبارية على عينة من الشركات المساهمة المصرية "33 شركة" التى تنتمى لأربعة قطاعات مختلفة (قطاع الإتصالات، قطاع الأسمت، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات) خلال الفترة من عام "2001" حتى عام "2007"، وقد أشارت النتائج إلى المساهمة الإيجابية لآلية مدخل التحليل الأساسى، وما تتضمنه من معلومات (على مستوى الشركة والقطاع والإقتصاد معاً) كنموذج مقترح يضمن بدرجة معقولة زيادة فاعلية الدلالة القيمة للمعلومات، وذلك مقارنةً بالدلالة القيمة للمعلومات التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمة عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات بغض النظر عن القطاع الذى تنتمى إليه.

المصطلحات الأساسية: الدلالة (الملاءمة) القيمة Value Relevance، التحليل الأساسى

.Fundamental Analysis

أولاً: مشكلة البحث:

يعد سوق الأوراق المالية المصرى من الأسواق المالية الناشئة التى تحتاج إلى الكثير من المقومات لرفع درجة كفاءتها، حيث يتسم سوق الأوراق المالية المصرى بالتقلبات السعرية التى لا تستند إلى أية مسببات موضوعية (عبد الملك، 2008)؛ فقد ترتفع أسعار الأسهم لبعض الشركات على الرغم من تحقيقها خسائر أو معدلات ربحية أقل مقارنةً بشركات أخرى، كما تنخفض أسعار أسهم بعض الشركات رغم تحقيقها معدلات ربحية أعلى من شركات أخرى، مما يعكس عدم نضج قرارات الإستثمار فى سوق الأوراق المالية المصرى لعدم توافر كافة المعلومات اللازمة للمستثمرين لإتخاذ قراراتهم الإستثمارية فى الوقت المناسب، وبالتكلفة المناسبة (بهوتى، 2003).

ولعل ما سبق كان الدافع وراء إهتمام الدراسات والأبحاث المحاسبية بقياس الدلالة القيمية للمعلومات (Information Value Relevance)؛ وذلك لتحديد مدى إمكانية الإسترشاد بها وبما توفره من مؤشرات أو دلالات؛ من أجل تفسير أكبر قدر ممكن من التغيرات فى أسعار و/أو عوائد أسهم الشركات.

ولكن بمراجعة الدراسات* السابقة المتعلقة بقياس الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير التغيرات فى أسعار و/أو عوائد أسهم الشركات لوحظ أنها قد إقتصرت فى معظمها عند قياس الدلالة القيمية للمعلومات على المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية (القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم) وذلك على مستوى الشركة فقط فى حين أن مدخل التحليل الأساسى (Fundamental Analysis Approach) يتضمن قدراً متنوعاً ومختلفاً من المعلومات سواء على مستوى الشركة أو القطاع الذى تنتمى إليه، أو الإقتصاد الذى تعمل فى ظله، الأمر الذى أثار إنتباه الدراسة الحالية إلى ضرورة التعرف على مدى مساهمة مدخل التحليل الأساسى بما يتضمنه من معلومات على مستويات مختلفة (الشركة/القطاع/الإقتصاد) فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات - التى تنتمى لقطاعات مختلفة- وذلك مقارنةً بالدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية، لذا تتبلور مشكلة البحث فى التساؤلات التالية:

- هل تحتفظ المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية (القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم) بدلالاتها القيمية عند تفسير أسعار حركة أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية؟.

* ومنها على سبيل المثال: (Graham et al., 1998; Friday and Gordon, 2002).

- هل يساعد مدخل التحليل الأساسى بما يتضمنه من معلومات على مستويات مختلفة (شركة/ قطاع/ اقتصاد) فى تكوين نموذج مقترح يساعد على زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية؟.
- هل يمكن التوصل إلى آلية محددة، تصلح لإستخدام وتطبيق مدخل التحليل الأساسى بما يعظم من الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات وذلك بإختلاف القطاعات التى تنتمى إليها تلك الشركات؟.

ثانياً: أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

- قياس الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية (The Value Relevance Approach)؛ والتى تقتصر على المعلومات الخاصة بـ القيمية الدفترية وربحية السهم كمعلومات داخلية خاصة بالشركة فقط عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرى.
- دراسة مدى مساهمة آلية مدخل التحليل الأساسى فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرى.
- تقديم نموذج مقترح؛ لبيان آلية إستخدام مدخل التحليل الأساسى بما يضمن زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات بإختلاف القطاعات التى تنتمى إليها.

ثالثاً: أهمية البحث: يستمد هذا البحث أهميته من خلال الأبعاد التالية:

- **البعد الأول:** التأكيد أو التحقق من مدى إمكانية تطبيق النماذج التى تم تأكيدها فى أبحاث سابقة لقياس الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية؛ إستناداً على القيمة الدفترية وربحية السهم وذلك فى السوق المصرى للأوراق المالية للتأكيد على توافر المقومات الضرورية لتحليل المعلومات فى هذا السوق من عدمه.
- **البعد الثانى:** التأكيد أو التحقق من مدى مُلاءمة مدخل التحليل الأساسى للمعلومات كمدخل مناسب؛ لزيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات التى تتداول أسهمها فى السوق المصرى للأوراق المالية.
- **البعد الثالث:** إقتراح آلية مناسبة لإستخدام مدخل التحليل الأساسى فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير التغيرات فى أسعار أسهم الشركات – التى تنتمى لقطاعات مختلفة- وذلك لخدمة المحللين الماليين، وغيرهم من صانعى قرار الإستثمار فى سوق الأوراق المالية.

- **البعد الرابع:** المساهمة بشكل ملموس فى ضبط التعاملات التى تتم داخل سوق الأوراق المالية؛ وذلك من خلال تسهيل الإعتماد على المعلومات الخاصة بمدخل التحليل الأساسى، والآلية المقترحة لإستخدامه وذلك لتجنب التخمينات، والإشاعات، والأحكام الشخصية التى غالباً ما تضر بسوق الأوراق المالية والمتعاملين به.

رابعاً: خطة البحث:

فى ضوء مشكلة البحث تم تقسيم البحث إلى الأقسام التالية:

القسم الأول: الإطار النظرى للبحث.

القسم الثانى: الدراسات السابقة وإشتقاق فروض البحث.

القسم الثالث: تصميم الدراسة الإختبارية ومناقشة نتائجها.

القسم الرابع: الخلاصة والنتائج.

المراجع.

القسم الأول

الإطار النظرى للبحث

يعد سوق الأوراق المالية فى جمهورية مصر العربية من أحد مقومات تنمية الإقتصاد المصرى وبالأخص فى مرحلة الإصلاح الإقتصادى الشامل وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى مختلف قنوات الإستثمار الكفاء، وخلق السيولة، وتوفير وسائل تمويل الإستثمارات طويلة الأجل، ولذلك يجب تنشيط سوق الأوراق المالية وخلق الثقة فيه من جانب كافة فئات المستثمرين وغيرهم من صانعى قرار الإستثمار فى الأوراق المالية وذلك من خلال زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على أن يعكس الأسعار التوازنية للأوراق المالية المتداولة (وهى تلك الأسعار التى تجعل عوائد الأوراق المالية تتناسب مع درجة المخاطر الخاصة بها) ويتوقف ذلك على عاملين (الدراوى، 2004) هما:

- مدى توافر المعلومات وتمائلها لجميع المستثمرين فى سوق الأوراق المالية.
- مدى إدراك وفهم وتفسير المستثمرين بكل طوائفهم للمعلومات المتوفرة.

وتعد القوائم والتقارير المالية المصدر الرئيسى لتوفير المعلومات الأساسية التى يعتمد عليها المستثمرون فى تقدير أسعار و/أو عوائد الأسهم على أساس سليم، لذا يجب أن تكون هذه المعلومات متصفه بعدد من الخصائص لضمان توفير الحد المعقول من تعظيم منفعة إستخدامها؛ ويطلق على هذه الصفات خصائص جودة المعلومات، والتى تتركز فى خاصيتين رئيسيتين هما (FASB, 2010) :

1- ملاءمة (دلالة) المعلومات (Relevance): وتعني وجود ارتباط منطقي بين المعلومات وبين القرار موضوع الدراسة أي قدرة المعلومات على إحداث تغيير في إتجاه القرار، وتعتمد خاصية الملاءمة على مجموعة من الخصائص الفرعية (القدرة التنبؤية، القدرة الإسترجاعية، الأهمية النسبية).

2- التمثيل الصادق (Faithful Representation): وتتعلق هذه الخاصية بقدرة المعلومات المحاسبية فى أن تعكس الظواهر الإقتصادية المراد التقرير عنها بطريقة صادقة ومعبرة عن جوهرها الإقتصادى وليس مجرد شكلها القانونى، ويعتمد تحقق هذه الخاصية على توافر مجموعة من الخصائص الفرعية (الإكتمال، الحيادية، التحرر من الأخطاء).

وكذلك حتى تتوفر جودة المعلومات المحاسبية يجب أن يتوافر بها مجموعة من الخصائص النوعية التعزيزية وهي: القابلية للمقارنة، القابلية للتحقق، التوقيت المناسب، القابلية للفهم، وذلك إلى جانب الخصائص النوعية الأساسية السابق الإشارة إليها.

ونتيجة لما سبق ظهرت العديد من المداخل التي تسعى إلى إختبار جودة المعلومات التي توفرها التقارير والقوائم المالية بالإضافة إلى تحديد أهم المعلومات التي يمكن الإعتماد عليها عند إتخاذ قرار الإستثمار ومنها مدخل الدلالة (الملاءمة) القيمة - الذي يسعى إلى إختبار جودة المعلومات المحاسبية الخاصة بالشركة فقط من خلال قياس القدرة التفسيرية للمعلومات الخاصة بالقيمة الدفترية و/أو ربحية السهم للتغيرات فى أسعار و/أو عوائد الأسهم، غير أن قرار الإستثمار فى الأوراق المالية لا تحكمه المعلومات المحاسبية على مستوى الشركة فقط بل يعتمد على العديد من مصادر المعلومات التي قد يكون مصدرها، إما الشركة، أو الصناعة (القطاع) الذي تنتمى إليه الشركة، أو الإقتصاد الذي تعمل فى ظلّه؛ وهذا ما يجسد آلية مدخل التحليل الأساسى فى صناعة قرار الإستثمار فى الأوراق المالية.

وبناءً على ما سبق هل يمكن إستخدام مدخل التحليل الأساسى بما يتضمنه من معلومات على مستوى (الشركة، القطاع، الإقتصاد) لزيادة فاعلية الدلالة (الملاءمة) القيمة للمعلومات المحاسبية؟، لذا يسعى الباحث من خلال هذا القسم عرض الإطار النظرى لمدخلى الدلالة القيمة والتحليل الأساسى وذلك من خلال الضوء على النقاط التالية:

أولاً: مدخل الدلالة (الملاءمة) القيمة للمعلومات المحاسبية:

تعرف الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية التي يفصح عنها بالقوائم المالية بمدى قوة العلاقة بين المعلومات المحتواة فى الأرقام المحاسبية، والمعلومات المحتواة من قبل السوق كأسعار و/أو عوائد الأسهم، وبالتالي تتحقق الدلالة القيمة للرقم المحاسبى المفصح عنه إذا كان الإفصاح عن هذا الرقم يزيد من قوة العلاقة بينه وبين أسعار و/أو عوائد الأسهم (Goodwin et al., 2000; Barth, 2000).

كما أشار (Francis and Schipper,1999) الى أن مفهوم الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية هو مفهوم متعدد الأبعاد كما يعكسها الجدول التالى:

جدول رقم (1)
أبعاد مفهوم الدلالة القيمية للمعلومات

البعد الأول	تعد المعلومات المحاسبية المفصح عنها ذات دلالة قيمية كلما كانت قادرة على تحديد القيمة العادلة للأسهم، وبالتالي تقاس الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية بمقدار الأرباح المتولدة عن هذه المعلومات؛ فكلما كانت المعلومات المحاسبية قادرة على تمكين المستثمرين من تحديد قيمة السهم العادلة كلما زادت قدرة المستثمرين على تحديد التوقيت السليم لإتخاذ قرار الإستثمار المناسب (شراء، بيع، إحتفاظ)، وذلك بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح المستقبلية.
البعد الثاني	تعد المعلومات المحاسبية المفصح عنها ذات دلالة قيمية إذا كانت تتضمن المتغيرات "المؤشرات" التي تتطلبها نماذج تقييم الأسهم (حقوق الملكية)، وبالتالي تتوقف الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية على حسب علاقتها بمتغيرات نماذج التقييم، كعلاقتها بالدخل المتبقى للفترة القادمة كما في نموذج الدخل المتبقى (Residual Income Model).
البعد الثالث	تعد المعلومات المحاسبية المفصح عنها ذات دلالة قيمية إذا كانت قادرة على تلخيص المعلومات التي قد يكون لها تأثير على أسعار و/ أو عوائد الأسهم، لذا تقاس الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية من خلال تحديد العلاقة الاحصائية فيما بينها وبين المعلومات الخاصة بالسوق وذلك لتحديد قدرة المعلومات المحاسبية على تغيير التركيبة الإجمالية للمعلومات المتداولة في السوق؛ أي قدرة المعلومات المحاسبية على تغيير أسعار و/ أو عوائد الأسهم وذلك كنتيجة لتغير توقعات أطراف السوق بمجرد علمهم وإدراكهم لما لديهم من معلومات.

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على دراسة (Francis and Schipper,1999).

وفى ضوء ما سبق يمكن الحكم على مدى دلالة (ملاءمة) المعلومات المحاسبية لإتخاذ قرارات الإستثمار فى الأوراق المالية سواء من قبل المستثمرين أو غيرهم من صانعى قرار الإستثمار وذلك من خلال التحقق من مدى توفر الشروط التالية:

- أن تحتوى المعلومات المحاسبية على متغيرات، تستخدم فى نماذج تقييم أسعار الأسهم المتداولة فى سوق الأوراق المالية.

- أن ترتبط المعلومات المحاسبية بعلاقة بينها وبين أسعار و/أو عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية ليستفيد منها المستثمرون وغيرهم من صانعي قرار الإستثمار في تعديل محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم.
- أن تستخدم المعلومات المحاسبية إحصائياً لفترة زمنية طويلة في التنبؤ بأسعار و/أو عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية .

كما أشارت دراسة (Francis and Schipper,1999) إلى أنه يمكن التعبير عن دلالة (ملاءمة) المعلومات المحاسبية عن طريق مقياسين؛ الأول، ويتمثل في العائد الكلى الذى يمكن الحصول عليه من إستخدام المعلومات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية، أما الثانى، فيعتمد على تحديد القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية عند إستخدامها في نماذج التنبؤ، بإستخدام معامل التحديد (R^2)؛ فقد يتم إستخدام الأرباح المحاسبية في التنبؤ بعائد السوق المتوقع، أو إستخدام الأرباح المحاسبية، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية في التنبؤ بالقيمة السوقية لحقوق الملكية، ويعد المقياس الثانى الأشهر في قياس دلالة (ملاءمة) المعلومات المحاسبية وذلك لصعوبة تحديد العائد الكلى الذى يمكن الحصول عليه من إستخدام المعلومات المحاسبية (المقياس الأول).

وبذلك يخلص الباحث مما سبق إلى أن مفهوم الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية، لا يخرج عن كونه مفهوماً يهدف إلى تحديد وزن وأهمية للمعلومات المحاسبية في إطار طبيعة القرارات المتخذة أو المطلوب اتخاذها، وهذا يتطلب ضرورة تحديد مدى قدرة المعلومات المحاسبية بمجرد نشرها وعلم المستثمرين بها في التأثير على القرارات المتخذة في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال قدرتها على إحداث تغييرات في أسعار و/أو عوائد الأسهم، وبالتالي يركز المفهوم العام للدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية على تحديد قدرة "المعلومات المحاسبية الواردة" بالقوائم المالية علي تفسير قيمة الشركة بدلالة أسعار و/أو عوائد أسهمها، ويمكن الحكم على درجة توفر الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية بإستخدام معامل التحديد (R^2)؛ فكلما إقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد الصحيح كلما دل ذلك على إرتفاع الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية.

ثانياً: مدخل التحليل الأساسي:

قدم الفكر المحاسبي العديد من المفاهيم لمدخل التحليل الأساسي لما له من أهمية لدى المستثمرين عند تحليل وتقييم الإستثمارات فى الأوراق المالية، وبدراسة تلك المفاهيم يتضح أن مدخل التحليل الأساسي عبارة عن مجموعة من الأدوات والوسائل التحليلية التي يستعين بها المحلل المالي بغرض تقييم الظروف الإقتصادية الراهنة، ومدى تأثيرها على الصناعة، أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأوراق المالية للوصول فى النهاية إلى القيمة العادلة للأوراق المالية المراد إتخاذ قرار بشأنها وذلك من خلال مقارنة قيمتها العادلة بقيمتها السوقية؛ لذا يتم شراء الورقة المالية التي تحتفظ بقيمة عادلة أكبر من قيمتها السوقية والعكس صحيح (Thomsett, 2006)، وبذلك فإن مدخل التحليل الأساسي يهدف إلى:

ا- دراسة كافة المعلومات العامة، والخاصة سواء كانت على مستوى (الإقتصاد، الصناعة أو القطاع، الشركة).

ب- بناء إستراتيجية إستثمارية مُثلى؛ حتى يمكن من خلالها التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات للوقوف على أفضلها للإستثمار فى أسهمها.

ج- التعرف على الأوراق المالية القائدة فى المستقبل للقطاعات، أو الصناعات التي تنتمي إليها؛ التي تحتفظ بقيمة عادلة تفوق قيمتها السوقية للإقبال على شرائها والإحتفاظ بها حتى يحدث العكس.

ويعتمد مدخل التحليل الأساسي على مجموعة من الإفتراضات الأساسية التي يمكن من خلالها تحقيق أهدافه السابقة؛ ويمكن إيجاز تلك الإفتراضات فى النقاط التالية (عبد الشافي، 2004):

- لكل ورقة مالية قيمة عادلة؛ وهى القيمة التي يجب أن تكون عليها قيمة الورقة المالية والتي ينبغى أن يتم التعامل بها لما تتمتع به من قدر كبير من الإستقرار؛ لخضوعها لعوامل مستقرة لا تتغير كثيراً، حيث أنها تتحدد فى الواقع من خلال معرفة العوامل الأساسية المؤثرة فيها؛ وهذه العوامل بدورها ترجع إلى عوامل متصلة بالحالة الإقتصادية وإلى عوامل متصلة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وأخيراً إلى العوامل الخاصة بالشركة ذاتها، وهناك من يعبر عن القيمة العادلة للورقة المالية بمقدار ما يخصها من أصول معبراً عنها بقيمة نقدية عند إتخاذ قرار تصفية أو بيع الشركة (لطفى، 2007).

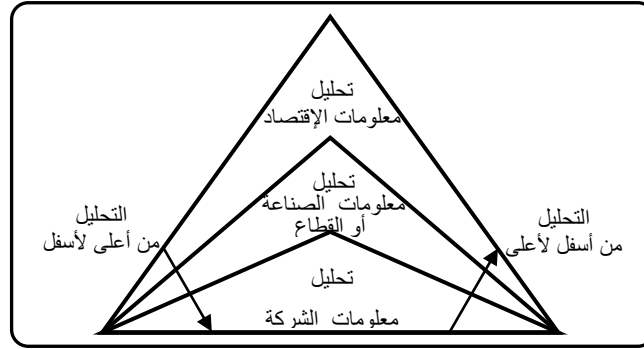
- القيمة العادلة للورقة المالية تعتبر دالة فى العائد والمخاطرة المرتبطة بها.

- تختلف القيمة العادلة للورقة من مستثمر لآخر، وترجع هذه الإختلافات إلى الفروق فى تقدير العائد والمخاطرة المرتبطة بهذه الورقة المالية من مستثمر لآخر، الأمر الذى قد يرجع إلى إختلاف النماذج المستخدمة فى التقدير والعوامل والمتغيرات المدرجة ضمن هذه النماذج، حيث يتم تقدير القيمة العادلة للشركة بدلالة أسهمها من خلال عدة نماذج أهمها: نموذج القيمة الحالية

لتوزيعات أرباح الأسهم، ونموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية، ونموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة من العمليات التشغيلية، وكذلك يمكن تحديد القيمة العادلة للورقة المالية من خلال تحديد نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية، أو نسبة سعر السهم إلى نصيبه من التدفقات النقدية التشغيلية، أو نسبة سعر السهم إلى ربحيته، أو نسبة سعر السهم إلى المبيعات (Stowe et al, 2007; Reilly and Brown, 2008).

ويميل كثير من المحللين الماليين أن يقسم التحليل وفقاً لمدخل التحليل الأساسي عند صناعة قرار الإستثمار في سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مراحل؛ المرحلة الأولى وتعنى بتحليل الظروف الإقتصادية العامة أو دراسة الإقتصاد الكلى Macro Economic، أما المرحلة الثانية فتركز على التحليل الجزئى Micro Economic للقطاع أو الصناعة التى تنتمى لها الشركة، وأخيراً التحليل الجزئى للشركة نفسها؛ وهذا ما يعرف بمدخل التحليل الكلى- الجزئى (Macro- Micro Approach) أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Top- Down Analysis)، وبالمقابل يميل البعض الآخر من المحللين إلى دراسة وتحليل ظروف الشركة أولاً ثم الصناعة أو القطاع الذى تنتمى إليه الشركة، وأخيراً تحليل الظروف الإقتصادية العامة؛ ويسمى هذا المدخل بمدخل التحليل الجزئى – الكلى (Micro- Macro Approach) أو التحليل من أسفل لأعلى (Button- up Analysis) (حيدر، 2002، 2008; El- Alfy).

وفى ضوء ما سبق يمكن تصوير إطار مدخل التحليل الأساسى المستخدم فى صناعة قرار الإستثمار وتحليل وتقييم الأوراق المالية كما فى الشكل التالى:



شكل رقم (1)
مراحل أو مستويات مدخل التحليل الأساسى

المصدر: إعداد الباحث.

وفى ضوء الشكل السابق، يمكن عرض مراحل صناعة قرار الإستثمار فى الأوراق المالية فى ضوء مدخل التحليل الأساسى وذلك كما يلى:

أ- تحليل الظروف الإقتصادية العامة:

يهدف تحليل الظروف الاقتصادية العامة عند تحليل وتقييم الإستثمارات في الأوراق المالية فى إطار مدخل التحليل الأساسى نحو تحديد متغيرات الإقتصاد الكلى للتنبؤ بالظروف الاقتصادية سواء كانت (رواج / كساد) لتحديد تأثيرها على الإستثمار فى سوق الأوراق المالية من خلال التنبؤ بإتجاهات أسعار الأوراق المالية؛ لذا يتطلب تحليل الظروف الاقتصادية ضرورة تحديد المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على سوق الأوراق المالية كمرحلة أساسية يتم فى ضوئها إتخاذ القرار المتعلق بما إذا كان من المناسب الإستثمار فى الأوراق المالية المتداولة فى السوق فى الوقت الراهن من عدمه؛ ومن أهمها:

- الناتج المحلى الإجمالى.
- السياسة النقدية.
- السياسة المالية.
- سعر الصرف.
- معدل التضخم.
- معدل الفائدة على الودائع.
- معدل الفائدة على القروض.

وفى ضوء ما سبق وبعد ما ينتهى المحلل المالى من دراسة وتحليل الظروف الاقتصادية بوجه عام بإستخدام المؤشرات الاقتصادية السابقة، وعلى إفتراض أنه إستخلص من تلك الدراسة وذلك التحليل إمكانية توجيه الإستثمارات إلى ذلك السوق فإن عليه المضى قدماً فى دراسة وتحليل ظروف كل صناعة، وكل قطاع داخل النشاط الإقتصادى تمهيداً للمفاضلة بينها وذلك ما سوف تسعى إليه المرحلة الثانية فى إطار مدخل التحليل الأساسى.

ب- تحليل ظروف القطاع أو الصناعة:

يهدف هذا التحليل إلى دراسة وتحليل ظروف كافة الصناعات المنتمية بالإضافة إلى مختلف القطاعات (تجارية أو خدمية أو زراعية) العاملة داخل النشاط الإقتصادى للمفاضلة فيما بينها لإختيار أفضلها تمهيداً لإختيار الشركات المميزه بداخلها لإستثمار جزء من أموال محفظة الأوراق المالية المزمع تكوينها فى تلك الشركات، ويمر ذلك التحليل بعدة خطوات من أهمها (حسين، 2005 ; لطفى، 2000):

- تحديد نوع الصناعة/ أو القطاع.
 - تحليل دورة حياة الصناعة/ أو القطاع.
 - تحليل هيكل المنافسة فى الصناعة/ أو القطاع.
 - تحليل الأداء المالى للصناعة/ أو القطاع.
 - تحليل المخاطر المرتبطة بالصناعة / أو القطاع.
- وتخدم التحليلات السابقة فى تحديد التوجه نحو القطاع الذى يتناسب مع تفضيلات المستثمر، ويحتاج المستثمر إلى جانب تلك الإجراءات إلى الإعتماد على أحد بديلين، الأول أن يقوم بتحليل القطاع بنفسه عن طريق قياس ربحيته والمخاطر التى يتعرض لها، والثانى فيتعلق

بالجوء للمحلل المالى الذى يعتمد فى تحليله للقطاع ومقارنته بالقطاعات الأخرى على بعض المؤشرات لتحليل الجوانب التالية فى أى قطاع:

وبعد ما ينتهى المحلل من تحليل وتقييم الصناعات /أو القطاعات الموجودة داخل السوق وعلى إفتراض أنه إستخلص من تلك الدراسة وذلك التحليل إمكانية توجيه الإستثمارات إلى صناعة أو قطاع محدد فإن عليه المضى قدماً فى دراسة وتحليل الشركات الموجودة داخل هذه الصناعة أو القطاع لإختيار أفضلها، وهذا ما سنتناوله فى المرحلة التالية.

ج - تحليل الظروف الداخلية للشركة:

يعتبر تحليل الظروف الداخلية للشركة المرحلة الأخيرة فى ثلاثية التحليل وفقاً لمدخل التحليل الأساسى؛ فإذا ثبت من خلال تحليل الظروف الإقتصادية أن الظروف مواتية للإستثمار فى إقتصاد ما، وكشف تحليل الصناعة أو القطاع عن تفضيل المستثمر لإحدى الصناعات أو القطاعات، سيظهر حتماً التحليل على مستوى الشركات - التى تنتمى إلى الصناعة / أو القطاع المختار - كمتهم لصناعة القرار الإستثمارى فى هذا السوق أو الإقتصاد، وينصرف مدخل التحليل الأساسى على مستوى الشركة إلى نوعين رئيسيين من التحليل هما التحليل النوعى والتحليل الكمى وذلك كما يلى (حسين، 2005):

■ التحليل النوعى:

ويعتمد التحليل النوعى على تحليل طبيعة نشاط الشركة، وفلسفة إدارتها، والمركز التنافسى للشركة داخل الصناعة / أو القطاع، وتعتمد أبعاد التحليل النوعى على:

- تصنيف أسهم الشركات التى من المقترح الإستثمار فى أسهمها، من حيث التوجه الإستراتيجى الذى تتبناه تلك الشركات، وقد جرى العرف على تصنيف أسهم تلك الشركات إلى أربعة أنواع (أسهم النمو والإستقرار، أسهم النمو الكبير، أسهم متقلبة دورياً مع السوق، أسهم دفاعية، أسهم مغامرة) (Penman, 2007).
- تحليل الفرص المتاحة والتهديدات ومصادر القوة والضعف (SWOT): فإجب أن يعى المستثمر، أو المحلل المالى الوضع الحالى للشركة عند المفاضلة بين الشركات التى تنتمى إلى نفس الصناعة، أو القطاع بالإضافة إلى ما يتوفر لديها من نقاط قوة، وضعف، وفرص، وتهديدات وذلك لإختيار أفضلها لتوجيه جزء من أموال محفظته الإستثمارية إليها؛ وهو ما يطلق عليه تحليل الفرص المتاحة والتهديدات ومصادر القوة والضعف (Strengths, Weaknesses, Opportunities, and Threats "SWOT" Analysis)، وبعد إجراء هذا التحليل يتمكن

المستثمر أو المحلل المالي من خلال التعرف على الوضع الحالي للشركة معرفة الإستراتيجية التي تتبعها الشركة في المستقبل، وبالتالي من المتوقع أن يتجنب المستثمر أو المحلل المالي الشركات التي لا تتبع الإستراتيجية الملائمة لها في ظل ما تتعرض له من تهديدات أو فرص خارجية (Williamson, 2004).

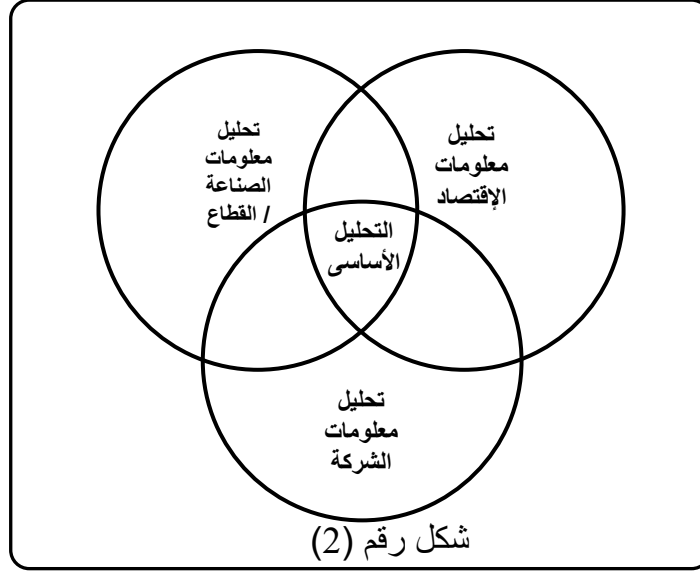
■ التحليل الكمي:

يعتمد هذا التحليل على تحليل وتقييم المعلومات المالية التي تنشرها الشركة في قوائمها المالية وذلك في ضوء تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ولذلك يعتمد هذا التحليل على استخدام أدوات التحليل المالي التقليدية مثل: القوائم المالية المقارنة وتحليل النسب بغرض تحديد القدرة الكسبية والتدفقات النقدية للشركة وذلك للوقوف على فرص النمو المتاحة لديها (حسين، 2005)، كما يعتمد مدخل التحليل الأساسي عند تحليل الظروف الداخلية الشركة بغرض تحديد قرار الإستثمار فيها من عدمه على مجموعة من المؤشرات الأساسية (Fundamental Signals) التي تم عرضها في خمس مجموعات كما يلي (Lev & Thiagarajan, 1993):

- المجموعة الأولى: مؤشرات النمو المستقبلي للشركات:
 - النفقات الرأسمالية.
 - النفقات البحث والتطوير.
 - التغيير في المدينين (العملاء).
 - التغيير في المخزون.
- المجموعة الثانية: مؤشرات جوده الأرباح "متغيرات وهمية تأخذ قيمة صفر أو الواحد الصحيح":
 - طرق تسعير المخزون LIFO / FIFO.
 - تحفظات المراجعة.
- المجموعة الثالثة: مؤشرات الربحية:
 - التغيير في مجمل الربح.
 - التغيير في المصاريف البيعية والإدارية.
- المجموعة الرابعة: مؤشرات غير مالية (قيادية): - أوامر البيع الغير منفذة.
 - قوة العمالة (النسبة المئوية للتغير في المبيعات إلى عدد العمال).
- المجموعة الخامسة: مؤشرات أخرى:
 - مخصص الديون المشكوك فيها.
 - معدل الضرائب الفعلي.

وأخيراً وبعد استعراض المراحل الثلاثة المستخدمة في صنع قرار الإستثمار في الأوراق المالية في ظل إتباع مدخل التحليل الأساسي، توصل الباحث من خلال المقابلات الشخصية مع بعض المحللين الماليين " إلى أن استخدام مدخل التحليل الأساسي في صناعة قرار الإستثمار في الأوراق المالية لا يمكن أن يكون مرحلياً بالمعنى المقصود كما سبق- كمرحلة تلو الأخرى؛ وإنما يتم في صورة متداخلة سواء من حيث مستويات أو مراحل التحليل أو المؤشرات المستخدمة داخل كل مستوى أو كل

مرحلة"، ولهذا يمكن التعبير عن آلية صنع قرار الإستثمار فى الأوراق المالية فى ضوء مدخل التحليل الأساسى فى الشكل التالى:



الآلية المقترحة لمراحل أو مستويات مدخل التحليل الأساسى

المصدر: إعداد الباحث.

ومما سبق وفى ضوء الآلية المقترحة لمدخل التحليل الأساسى فى صناعة قرار الإستثمار فى الأوراق المالية يسعى الباحث إلى إختبار مدى مساهمة مدخل التحليل الأساسى بمراحله أو مستوياته المتداخلة فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية (القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم)، وهذا ما سوف يسعى الباحث إلى إختباره فى السوق المصرى للأوراق المالية وذلك كما سيرد لاحقاً فى القسم الثالث والخاص بالدراسة الإختبارية.

القسم الثانى

الدراسات السابقة وإشتقاق فروض البحث

قدم الفكر المحاسبي مدخلين رئيسيين لتحليل وتقييم الأوراق المالية بالإعتماد على المعلومات سواء أكانت معلومات محاسبية أو غير محاسبية، هما: مدخل الدلالة (الملاءمة) القيمة (The Value Relevance Approach)، ومدخل التحليل الأساسى (The Fundamental Analysis Approach)، لذا سيتناول الباحث فى هذا القسم بعض من الدراسات السابقة التى إستعانت بمنهجية كلا المدخلين وذلك كما يلى:

أولاً: دراسات إستعانت بمنهجية مدخل الدلالة (الملاءمة) القيمة:

توجد العديد من الدراسات السابقة التى اهتمت بدراسة الدلالة (الملاءمة) القيمة للمعلومات المحاسبية، ومن أهمها دراسة (Ohlson, 1995) التى إهتمت بقياس الدلالة (الملاءمة) القيمة للمعلومات المحاسبية ممثلة فى صافى الأرباح المحاسبية، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وذلك بهدف تقديم نموذج متكامل لتحديد القيمة السوقية لحقوق الملكية، وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية لأسعار الأسهم دالة فى كل من الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية معاً، بما يشير إلى تزايد الدلالة (الملاءمة) القيمة لهما معاً عند تفسير التغيرات فى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

ولكن توصلت دراسة كلاً من (Collins et al, 1997; Brief and Zarowin, 1999; Lopes, 2001) إلى إحتفاظ القيمة الدفترية للسهم بدلالة قيمة مرتفعة مقارنة بربحية السهم وذلك عند تفسير أسعار الأسهم، بما يشير إلى تفضيل إستخدام القيمة الدفترية للأسهم كمحدد رئيسى للتغيرات فى القيمة السوقية للأسهم وذلك فى ظل توافر الدوافع الكافية لقيام الإدارة بتطبيق ممارسات إدارة الأرباح، وتزايد قيمة الأصول المعنوية (التي يمكن تقييمها بدقة)، وتحقيق الشركة خسائر بشكل مستمر بدلاً من الأرباح.

أما دراسة كلاً من (Lopes, 2001; Ragab and Omran, 2006) المطبقة فى الأسواق المالية الناشئة – السوق المصرى للأوراق المالية كما فى دراسة (Ragab and Omran, 2006)، وسوق الأوراق المالية بالبرازيل كما فى دراسة (Lopes, 2001) – أشارا إلى إحتفاظ المعلومات المحاسبية بدلالة قيمة مرتفعة نسبياً، ولكن ما زالت الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية بالأسواق المالية الناشئة منخفضة وذلك مقارنةً بالأسواق المالية المتطورة وذلك نظراً لعدم وجود مصادر متعددة للمعلومات مثل تنبؤات الأرباح، وتوقعات المحللين الماليين لمستقبل الشركة.

كما أشارت دراسة كلاً من (خليل، 2003؛ Lev and Zarowin, 1999) إلى إحتفاظ التدفقات النقدية التشغيلية بدلالة قيمية عند تفسير أسعار الأسهم، إلا أنها لم تتفوق على الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية الخاصة بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح المحاسبية خاصة التشغيلية عند تفسير أسعار الأسهم، فأشارت دراسة (خليل، 2003) إلى أن المعلومات الخاصة بالأرباح المحاسبية التشغيلية أكثر دلالة قيمية من المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية (تشغيلية، استثمارية، تمويلية) من حيث القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية للفترة القادمة، بالإضافة إلى أن لها خصائص تقييمية مرتفعة نسبياً عن "الخصائص التقييمية للتدفقات النقدية التشغيلية"؛ من حيث قدرتها على تجسيد الأرباح المستمرة ومن ثم القيمة العادلة للسهم.

وأوضحت دراسة (Hassan and Anadarajan, 2003) تأثير الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية الخاصة بالأرباح والقيمة الدفترية للسهم عند تفسير أسعار الأسهم بالإختلافات في خصائص الدول الخاصة بالشفافية "مستوى الإفصاح المحاسبي" ومصدر التنظيم المحاسبي ونوع البيئة التشريعية "القانونية" ومستوى المنافسة الأجنبية في السوق المحلي، كما توصلت الدراسة إلى تأثير الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية بخصائص الشركة الخاصة بالحجم والوضع التنظيمي للشركة ذات الأنشطة متعددة الجنسيات.

كما توصلت دراسة (Friday et al, 2006) إلى أن تدهور الأوضاع والظروف الإقتصادية (الأزمة المالية الآسيوية) معبراً عنها بتغير سعر الصرف وارتفاع معدل التضخم وعجز ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى تباين تطبيق مقاييس وآليات حوكمة الشركات (حقوق حملة الأسهم Shareholder Rights، حقوق الدائنين Creditor Rights، الإلتزام بالقواعد القانونية Rule of Law، تركيز الملكية Owner Concentration، جودة تقرير المراجع Audit-Report Quality) يؤثران على الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية الخاصة بالقيمة الدفترية للسهم وربحيته عند تفسير أسعار الأسهم.

ثانياً: دراسات إستعانت بمنهجية مدخل التحليل الأساسي:

تعتمد منهجية مدخل التحليل الأساسي عند تحليل وتقييم الأسهم المتداولة على تحليل الظروف الإقتصادية العامة، ثم تحليل القطاعات التي يتكون منها الإقتصاد وذلك لإختيار أنسبها من أجل الإستثمار في أسهم شركاتها ولكن بعد تحليل ظروفها الداخلية، وذلك لإتخاذ ما يتناسب معها من قرارات إستثمارية (شراء/بيع/إحتفاظ)، إلا أن الدراسات التي تجمع بين تحليل ظروف الإقتصاد وما به من قطاعات وما ينتمي إليها من شركات عند تفسير سلوك أسعار و/أو عوائد الأسهم تكاد تكون نادرة لذا قام الباحث بإستعراض كلٍ منها على حدة موضحاً أهم المؤشرات المستخدمة في كل مرحلة من مراحل التحليل الأساسي وذلك كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (2)
دراسات إستعانت بمنهجية التحليل الأساسى عند تفسير أسعار الأسهم

مراحل التحليل الأساسية	الدراسة	مؤشرات التحليل الأساسى الأكثر ملاءمة عند تفسير أسعار الأسهم
تحليل الظروف العامة الاقتصادية	دراسة (مصطفى، 2000)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالى، معدل نمو المعروض النقدى، معدل نمو السيولة المحلية.
	دراسة (Sabri, 2003)	معدل تغير سعر الصرف، معدل تغير أسعار الفائدة على الودائع.
	دراسة (Sabri, 2004)	حجم تبادل الأسهم، معدل التغير فى سعر الصرف.
	دراسة (إسماعيل، 2005)	معدل التضخم، حجم تبادل الأسهم.
تحليل ظروف الصناعة (القطاع)	دراسة (البراد، 2001)	<ul style="list-style-type: none"> - المؤشرات المالية المؤثرة على أسعار أسهم الشركات التى تنتمى إلى قطاع التشييد والبناء: (نسبة النقدية للأصول المتداولة، نسبة رأس المال المدفوع لإجمالى الأصول، معدل دوران المخزون، معدل العائد على حقوق الملكية، نسبة حقوق الملكية للأصول غير المتداولة، معدل التغير فى نسبة صافي المبيعات). - المؤشرات المالية المؤثرة على أسعار أسهم الشركات التى تنتمى إلى قطاع الصناعة: (نسبة صافي أرباح العام لإجمالى الأصول، نسبة إجمالى الأصول المتداولة لإجمالى الأصول، نسبة رأس المال العامل إلى الأصول المتداولة). - المؤشرات المالية المؤثرة على أسعار أسهم الشركات التى تنتمى إلى قطاع التجارة: (نسبة الأرباح المرحلة لإجمالى الأصول، نسبة تكاليف المبيعات لإجمالى الإيرادات، نسبة صافي هامش الربح لإجمالى الإيرادات، معدل التغير فى نسبة المدينين لإجمالى الأصول، معدل التغير فى نسبة الإيرادات غير العادية لإجمالى الإيرادات، نسبة إجمالى الاحتياطيات لإجمالى الأصول).
تحليل ظروف الشركة	دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993)	<ul style="list-style-type: none"> - مؤشرات النمو المستقبلى (النفقات الرأسمالية، نفقات البحوث والتطوير، التغير فى المدينين، التغير فى المخزون). - مؤشرات جودة الأرباح (طرق تسعير المخزون "LIFO/FIFO"، تحفظ تقرير المراجعة). - مؤشرات الربحية (التغير فى مجمل الربح، التغير فى المصروفات البيعية والإدارية). - مؤشرات غير مالية (أوامر البيع الغير منفذة، النسبة المئوية للتغير فى المبيعات إلى عدد العمال). - مؤشرات أخرى (مخصص الديون المشكوك فيها، معدل الضرائب الفعلى).

مؤشرات التحليل الأساسى الأكثر ملاءمة عند تفسير أسعار الأسهم	الدراسة	مراحل التحليل الأساسى
<ul style="list-style-type: none"> - مؤشرات النمو المستقبلى (النفقات الرأسمالية، التغير فى المدينين، التغير فى المخزون). - مؤشرات جودة الأرباح (طرق تسعير المخزون "LIFO/FIFO"، تحفظ تقرير المراجعة). - مؤشرات الربحية (التغير فى مجمل الربح، التغير فى المصروفات البيعية والإدارية). - مؤشرات غير مالية (النسبة المئوية للتغير فى المبيعات إلى عدد العمال). - مؤشرات أخرى (معدل الضرائب الفعلى). 	دراسة (Abarbanell and Bushee, 1997)	
<ul style="list-style-type: none"> - نسبة الإهلاك / الأصول القابلة للإهلاك. - نسبة الديون / حقوق الملكية. - معدل العائد على إجمالى الأصول. - نسبة المبيعات إلى إجمالى النقدية. 	دراسة (كامل، 2001)	
<ul style="list-style-type: none"> - التغير فى المصاريف البيعية والإدارية. - التغير فى مجمل الربح. - التغير فى المخزون. 	دراسة (Swanson et al, 2003)	
<ul style="list-style-type: none"> - القيمة الدفترية للسهم. - صافى التدفق النقدى للسهم. - عائد الكوبون. 	دراسة (يونس، 2006)	

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على ما ورد من نتائج للدراسات السابقة.
وبصفة عامة يخلص الباحث من الدراسات السابقة بما يلى:

- تباين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية (القيمة الدفترية للسهم وربحيته) عند تفسير أسعار و/أو عوائد الأسهم المؤشرات خاصة فى ظل عدم إستقرار الظروف الإقتصادية، مما استدعى الباحث إلى التفكير فى تطوير النموذج المستخدم فى قياس الدلالة القيمية من أجل زيادة فاعلية الإعتماد على المعلومات المحاسبية فى إتخاذ قرار الإستثمار فى الأوراق المالية، وذلك من خلال محاولة إستخدام معلومات محاسبية وغير محاسبية للكشف عن الأداء المالى الحالى والمستقبلى للشركة بصورة واضحة فى ظل إستقرار وعدم إستقرار الظروف الإقتصادية.
- إهتمام الدراسات بتحديد المؤشرات المعبرة عن قيمة الشركة بدلالة أسعار و/أو عوائد أسهمها فى كل مستوى من مستويات التحليل الأساسى كل على حدة على إعتبار أنها مراحل (مستويات) متتابعة وليست متداخلة.

- تباينت المؤشرات المستخدمة وقدرتها التفسيرية فى كل مستوى من مستويات التحليل الأساسى فيما بين الدراسات السابقة السابق عرضها باختلاف بيئة التطبيق، وبالتالي يصعب إستخدامها كأساس مرجعى فى مختلف البيئات إلا بعد إختبارها من قبل كافة المستثمرين والمحللين الماليين عند إتخاذ قرار الإستثمار فى الأوراق المالية.
 - عدم توافر الدراسة العلمية التى تثبت زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية بزيادة مستوى المعلومات التى يتضمنها مدخل التحليل الأساسى الخاصة بكلٍ من (الشركة، والقطاع، والإقتصاد).
 - عدم تقديم الآلية أو الكيفية التى يمكن من خلالها إستخدام مدخل التحليل الأساسى بما يعظم من الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير أسعار و/أو عوائد أسهم الشركات فى السوق المصرى للأوراق المالية.
- وفى ضوء تقييم نتائج الدراسات السابقة سيهتم البحث الحالى بإختبار الفروض التالية:

الفرض الأول:

لا تحتفظ المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية "القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم" بدلالاتها القيمية وذلك عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية.

الفرض الثانى:

لا تحتفظ المعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية (القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم) على مستوى الشركة فقط بدلالة قيمية مرتفعة، مقارنةً بالدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية وذلك عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية.

الفرض الثالث:

لا تحتفظ المعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية (القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم) على مستوى الشركة والقطاع معاً بدلالة قيمية مرتفعة، مقارنةً بالدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية وذلك عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية.

الفرض الرابع:

لا تحتفظ المعلومات الخاصة بمدخل التحليل الأساسى على مستوى الشركة والقطاع والاقتصاد معاً بدلالة قيمية مرتفعة، مقارنةً بالدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية وذلك عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية.

القسم الثالث

تصميم الدراسة الإختبارية ومناقشة نتائجها

يختص هذا القسم ببيان منهجية الدراسة الإختبارية التي سيعتمد عليها الباحث لتحقيق أهداف دراسته وذلك من خلال إلقاء الضوء على:

أولاً: تصميم الدراسة الإختبارية:

يتضمن تصميم الدراسة الإختبارية تحديد ما يلي:

1- مجتمع الدراسة:

قام الباحث باختيار أربعة قطاعات أساسية لتكون محلاً للدراسة الإختبارية وهي (قطاع الإتصالات، قطاع الأسمت، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات)، وقد تم إختيار هذه القطاعات وفقاً لمجموعة من المعايير ومنها:

- نسبة التمثيل القطاعي للعينة في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾؛ حيث تحتل قطاعات البورصة الأربعة المختارة نسبة 54,27% من إجمالي رأس المال السوقي " 23,09% قطاع الإتصالات، 22,23% قطاع الأسمت، 2,02% قطاع الأغذية والمشروبات، 6,93% قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات".
- مدى جاذبية القطاع للإستثمار في أسهم شركاته من قبل المستثمرين.
- مدى ريادة شركات القطاع للتداول مقارنةً بالشركات الأخرى في السوق خلال فترة الدراسة.
- مدى حفاظ القطاع على توازنه في ظل التغيرات الإقتصادية والأزمات المالية.
- مدى وفرة المعلومات اللازمة لتطبيق الدراسة الإختبارية.

كما اختار الباحث قطاع الإتصالات ليكون مجالاً للاختبار التفصيلي لإمكانية إشتقاق النموذج المقترح وذلك للأسباب التالية:

- يعد قطاع الإتصالات من القطاعات الأكثر جاذبية في سوق الأوراق المالية المصرية⁽²⁾ وذلك وفقاً لما قدمته "شركة فاروس" لتداول الأوراق المالية من دراسات لتحديد القطاعات الأكثر جاذبية في سوق الأوراق المالية المصرية - من حيث مضاعف السعر والتقييم النسبي مع

(1) - <http://www.egyptse.com/Arabic/MarketWatchSectors.aspx>.

(2) - [http // www.arrouiah.com](http://www.arrouiah.com).

الوضع في الإعتبار عدة عناصر أخرى مثل السيولة والشفافية - وذلك على الرغم من تواضع معدلات النمو المتوقعة له إلا إنه أقل تقلباً من القطاعات الأخرى.

- يعد قطاع الإتصالات من القطاعات الرائدة في السوق من حيث قيمة التداول؛ فتعد شركاته من الشركات العشر الأولى الأكثر نشاطاً من حيث قيمة التداول على مستوى السوق، حيث تمثل قيمة التداول لشركات هذا القطاع في مجموعها 12.63% من إجمالي قيمة التداول على مستوى السوق خلال الفترة من 1995/1/1 حتى 2007 /12/31 وذلك ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (3)

قيمة تداول أسهم شركات قطاع الإتصالات نسبةً للسوق

الترتيب على مستوى السوق من حيث قيمة التداول	نسبة قيمة التداول لإجمالي قيمة التداول بالسوق %	قيمة التداول	شركات قطاع الإتصالات
2	5.11%	46053757914	اوراسكوم تليكوم القابضة
3	4.96%	44655269199	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول
9	2.56%	23085143324	المصرية للإتصالات

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الهيئة العامة لسوق المال: مركز المعلومات.

- يعد قطاع الإتصالات من القطاعات التي من المرجح أن تحافظ على توازنها في ظل الأزمة المالية الحالية التي شهدها العالم عام (2008) على الرغم من أنها تشكل تهديداً على بعض القطاعات الأخرى ومن ثم من المتوقع أن يسهم هذا القطاع في زيادة إجمالي الناتج المحلي⁽¹⁾.
- يعد قطاع الإتصالات من القطاعات التي تتسم بالشفافية التي ينتج عنها وفرة في المعلومات اللازمة لتطبيق الدراسة الإختبارية الحالية.

ولكن تم التطبيق على القطاعات الثلاثة الأخرى (قطاع الأسمت، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات)؛ وذلك بغرض التأكد من مدى ملاءمة وثبات آلية تطبيق النموذج المقترح في ضوء مدخل التحليل الأساسي في زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير أسعار أسهم الشركات.

(1) المصدر: وزارة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات (<http://www.mcit.gov.eg>)

2- عينة الدراسة:

قام الباحث بالتطبيق أولاً على عينة مكونة من الثلاث شركات المكونه لقطاع الإتصالات كـمجال للإختبار التفصيلي بغرض إشتقاق النموذج المقترح؛ لإستخدام مدخل التحليل الأساسي للمساعدة في زيادة فاعلية الدلالة القيمة للمعلومات عند تفسير التغيرات في أسعار أسهم الشركات موضع الدراسة، كما قام الباحث بإختبار مدى ثبات آلية تطبيق النموذج المقترح باختلاف القطاعات؛ حيث تم التطبيق على عينة عشوائية أخرى من الشركات التي تنتمي لثلاثة قطاعات أخرى مختلفة وهي (قطاع الأسمنت، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات)، وفيما يلي بيان بالقطاعات موضع التطبيق والشركات المختارة من كل قطاع :

جدول رقم (4) عينة الدراسة الإختبارية

القطاع	أسماء الشركات
الإتصالات	<ul style="list-style-type: none"> - الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (موبينيل). - شركة أوراسكوم تليكوم القابضة. - الشركة المصرية للإتصالات.
الأسمنت	<ul style="list-style-type: none"> - أسمنت العامرية. - أسمنت بورتلاند طرة المصرية. - أسمنت حلوان. - أسمنت سيناء. - الإسكندرية لأسمنت بورتلاند. - السويس للأسمنت. - القومية للأسمنت. - جنوب الوادي للأسمنت. - مصر بنى سويف للأسمنت. - مصر للأسمنت (قنا).
الأغذية والمشروبات	<ul style="list-style-type: none"> - أجواء للصناعات الغذائية. - الدلتا للسكر. - المصرية لصناعة النشا والجلوكوز. - المصرية للأغذية - بسكو مصر. - قها للأغذية المحفوظة. - مصر للزيوت والصابون. - مطاحن شرق الدلتا. - القاهرة للدواجن. - القاهرة للزيوت والصابون. - مطاحن ومخابز شمال القاهرة.

أسماء الشركات	القطاع
<ul style="list-style-type: none"> - الإسلامية لصناعة مواد التغليف (ايكوباك). - السويس للأكياس. - الصناعات الهندسية (ايكون). - العربية للصناعات الهندسية. - العربية للكابلات والصناعات الكهربائية. - الكابلات الكهربائية المصرية. - الوطنية للزجاج والبلور. - النصر لصناعة المحولات الماكو. - جنرال للهندسة والمحركات. - يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق. 	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات

المصدر: إعداد الباحث.

3- متغيرات الدراسة:

يمكن تلخيص متغيرات الدراسة الإختبارية فى الجدول التالى:

جدول رقم (5)

متغيرات الدراسة الإختبارية

متغيرات الدراسة الإختبارية	
المتغير التابع (Y_{it}):	
سعر السهم عند الإقفال للشركة (i) فى تاريخ إنتهاء السنة المالية (t).	
المتغيرات المستقلة:	
متغيرات مدخل الدلالة القيمية	- القيمة الدفترية للسهم (X_1). - ربحية السهم (X_2).
متغيرات مدخل التحليل الأساسى	
مستوى الشركة	- نسبة Δ المخزون (-) نسبة Δ المبيعات (X_3). - نسبة Δ المصروفات البيعية والإدارية (-) نسبة Δ المبيعات (X_4). - نسبة Δ المبيعات (-) نسبة Δ مجمل الربح (X_5). - نسبة Δ المدينين (-) نسبة Δ المبيعات (X_6). - الرافعة المالية " إجمالى الإلتزامات / إجمالى الأصول" (X_7).
مستوى القطاع	- معدل العائد على الأصول (X_8). - معدل العائد على حقوق الملكية (X_9). - معدل العائد على المبيعات (X_{10}). - القدرة الكسبية (X_{11}). - نسبة السيولة (X_{12}). - نسبة السيولة السريعة (X_{13}). - نسبة النقدية (X_{14}).

متغيرات الدراسة الإختبارية	
<ul style="list-style-type: none"> - نسبة الديون لإجمالي الأصول (X₁₅). - نسبة تغطية الفوائد (X₁₆). - نسبة تكلفة المبيعات لصافي المبيعات (X₁₇). - متوسط قيمة مبيعات اليوم الواحد (X₁₈). - نسبة المخزون لإجمالي الأصول (X₁₉). - نسبة حقوق الملكية لإجمالي الأصول (X₂₀). 	
<ul style="list-style-type: none"> - معدل التضخم بإستخدام الرقم القياسى للأسعار (X₂₁). - معدل التضخم بإستخدام مكمش الناتج المحلى الإجمالى (X₂₂). - معدل الفائدة على القروض (X₂₃). - معدل الفائدة على الودائع (X₂₄). - سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكى (X₂₅). - معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى بتكلفة عوامل الإنتاج "Log GDP_t - Log GDP_{t-1}" (X₂₆). 	مستوى الإقتصاد

المصدر: إعداد الباحث.

4- نموذج الدراسة:

يسعى الباحث من خلال صياغة نموذج الدراسة الإختبارية إلى تحقيق ما يلى:

- قياس الدلالة القيمية للمعلومات التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية " القيمة الدفترية للسهم BV وربحية السهم Eps" وذلك عند تفسير أسعار حركة أسهم الشركات موضع الدراسة وذلك كما هو مبين فى معادلة الإنحدار التالية :

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \omega_{it}$$

حيث أن:

Y_{it} : سعر إقبال السهم للشركة (i) فى تاريخ إنتهاء السنة المالية (t).

α_0 : ثابت معادلة الإنحدار.

BV_{it} : القيمة الدفترية للسهم الخاص بالشركة (i) فى نهاية الفترة المالية (t).

EPS_{it} : ربحية السهم الخاص بالشركة (i) فى نهاية الفترة المالية (t).

β_1, β_2 : معاملات الإنحدار الخاصة بكلٍ من القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم على التوالى.

ω_{it} : الأخطاء العشوائية المعيرة عن المتغيرات المستقلة غير المدرجة بنموذج الإنحدار.

- قياس الدلالة القيمية للمعلومات الخاصة بمدخل التحليل الأساسى وذلك عند تفسير حركة أسعار

أسهم الشركات موضع الدراسة وذلك على مراحل كما يلى :

- قياس الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركة فقط عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات موضع الدراسة وذلك كما هو مبين في معادلة الانحدار التالية:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j C_{jit} + u_{it}$$

حيث أن:

$C_{jit} \sum_{j=1}^k \beta_j$: المعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركة فقط.

u_{it} : الأخطاء العشوائية المعبرة عن المتغيرات المستقلة غير المدرجة بنموذج الانحدار.

- قياس الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركة والقطاع معاً فقط وذلك عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات موضع الدراسة وذلك كما هو مبين في معادلة الانحدار التالية:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j S_{jit} + u_{it}$$

حيث أن:

$S_{jit} \sum_{j=1}^k \beta_j$: المعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركة والقطاع معاً.

u_{it} : الأخطاء العشوائية المعبرة عن المتغيرات المستقلة غير المدرجة بنموذج الانحدار.

- قياس الدلالة القيمة للمعلومات المحاسبية الخاصة بمدخل التحليل الأساسي على مستوى الشركة والقطاع والإقتصاد معاً وذلك عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات موضع الدراسة وذلك كما هو مبين في معادلة الانحدار التالية:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j E_{jit} + u_{it}$$

حيث أن:

$E_{jit} \sum_{j=1}^k \beta_j$: المعلومات الخاصة بمدخل التحليل الأساسي على مستوى الشركة والقطاع والإقتصاد معاً.

u_{it} : الأخطاء العشوائية المعبرة عن المتغيرات المستقلة غير المدرجة بنموذج الانحدار.

5- فترة الدراسة:

يقوم الباحث بإختبار فروض الدراسة الإختبارية خلال سلسلة زمنية تمتد لسبع سنوات من 2001 /12/31 حتى 2007 /12/31، مع العلم بأن 12/31/ عام 2000 كانت بمثابة سنة الأساس،

ولعل السبب فى اختيار هذه الفترة هو ما تعرضت له البيئة المصرية من عدم إستقرار فى ظروفها الإقتصادية فى عام (2003) سواء كان ذلك نتيجة لإنخفاض قيمة العملة المحلية، أو لإرتفاع المستوى العام للأسعار، أو لتزايد معدلات البطالة، أو لإنخفاض احتياطي النقد الأجنبي، أو للتزايد المستمر فى قيمة عجز الموازنة العامة للدولة.

ثانياً: تحليل و تفسير نتائج الدراسة الإختبارية:

يتم تحليل وتفسير نتائج الإختبارات الإحصائية الخاصة بفروض الدراسة الإختبارية وذلك بالتطبيق على البيانات المجمعة للشركات التي تنتمي للقطاعات الأربعة الممثلة فى (قطاع الإتصالات، وقطاع الأسمت، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات)، وذلك بعد التحقق من خطية نماذج الإنحدار المستخدمة فى إختبار فروض الدراسة، وإعتدالية الأخطاء العشوائية، وثبات التباينات، وعدم وجود مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة لمكونة لنماذج الإنحدار المستخدمة، بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الإرتباط التسلسلى بين الأخطاء.

وقام الباحث بإدخال متغيرات نموذج الإنحدار الخطى المتعدد الخاص بمدخل الملاءمة القيمة مرة واحدة بإستخدام طريقة (Enter)، ولكن عند إدخال متغيرات نموذج الإنحدار الخطى المتعدد الخاص بمدخل التحليل الأساسى (سواء على مستوى الشركة فقط أو على مستوى الشركة والقطاع معاً) تم إستخدام طريقة الإرتداد الخلفى (Backward) لإختيار أهمها وأكثرها قدرة على تفسير تحركات أسعار الأسهم فى كل مرحلة من مراحل التحليل الأساسى، ويلخص الجدول التالى أهم نتائج الإختبارات الإحصائية لفروض الدراسة وذلك كما يلى:

جدول رقم (6)
نتائج إختبارات فروض الدراسة

نتائج إختبارات فروض الدراسة											
(1) قطاع الإتصالات											
نتائج الفرض الأول			نتائج الفرض الثاني			نتائج الفرض الثالث			نتائج الفرض الرابع		
مدخل الملاءمة القيمية			مراحل مدخل التحليل الأساسي								
المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الملاءمة القيمية والمدرجة بنموذج الإنحدار الأول			التحليل علي مستوي الشركات فقط			التحليل علي مستوي الشركات والقطاع معاً فقط			التحليل علي مستوي الشركات والقطاع والإقتصاد معاً		
المؤشرات	التقدير	Sig	المؤشرات	التقدير	Sig	المؤشرات	التقدير	Sig	المؤشرات	التقدير	Sig
BV	1.654	0.012	X ₄	- 1.043	0.013	X ₄	- 0.645	0.019	X ₄	- 0.652	0.015
EPS	2.059	0.014	X ₇	- 1.596	0.006	X ₇	- 1.845	0.001	X ₇	- 1.845	0.001
						X ₂₀	1.773	0.010	X ₂₀	1.792	0.011
						X ₂₆			X ₂₆	2.490	0.018
دلالة النموذج	0.026	0.004	0.013			0.033					
معامل التحديد المعدل	0.83	0.78	0.89			0.92					
(2) قطاع الأسمنت											
نتائج الفرض الأول			نتائج الفرض الثاني			نتائج الفرض الثالث			نتائج الفرض الرابع		
مدخل الملاءمة القيمية			مراحل مدخل التحليل الأساسي								
المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الملاءمة القيمية والمدرجة بنموذج الإنحدار الأول			التحليل علي مستوي الشركات فقط			التحليل علي مستوي الشركات والقطاع معاً فقط			التحليل علي مستوي الشركات والقطاع والإقتصاد معاً		
المؤشرات	التقدير	Sig	المؤشرات	التقدير	Sig	المؤشرات	التقدير	Sig	المؤشرات	التقدير	Sig
BV	3.612	0.000	X ₇	- 4.162	0.010	X ₇	- 3.891	0.011	X ₇	- 3.740	0.014
EPS	4.357	0.000				X ₉	3.046	0.015	X ₉	2.226	0.018
						X ₂₆			X ₂₆	30.812	0.013
دلالة النموذج	0.000	0.004	0.026			0.025					
معامل التحديد المعدل	0.70	0.60	0.77			0.85					
(3) قطاع الأغذية والمشروبات											
نتائج الفرض الأول			نتائج الفرض الثاني			نتائج الفرض الثالث			نتائج الفرض الرابع		
مدخل الملاءمة القيمية			مراحل مدخل التحليل الأساسي								

التحليل علي مستوي الشركات والقطاع والإقتصاد معاً			التحليل علي مستوي الشركات والقطاع معاً فقط			التحليل علي مستوي الشركات فقط			المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الملاءمة القيمية والمدرجة بنموذج الإنحدار الأول		
الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات	الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات	الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات	الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات
0.001	- 4.347	X ₇	0.001	- 4.271	X ₇	0.018	- 1.047	X ₄	0.013	3.74	BV
0.001	-13.41	X ₁₇	0.006	- 10.978	X ₁₇	0.013	- 4.268	X ₇	0.019	4.20	EPS
0.005	- 115.9	X ₂₂									
0.023			0.027			0.014			0.022	دلالة النموذج	
0.83			0.77			0.63			0.67	معامل التحديد المعدل	
(4) قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات											
نتائج الفرض الرابع			نتائج الفرض الثالث			نتائج الفرض الثاني			نتائج الفرض الأول		
مراحل مدخل التحليل الأساسي						مدخل الملاءمة القيمية					
التحليل علي مستوي الشركات والقطاع والإقتصاد معاً			التحليل علي مستوي الشركات والقطاع معاً فقط			التحليل علي مستوي الشركات فقط			المعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الملاءمة القيمية والمدرجة بنموذج الإنحدار الأول		
الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات	الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات	الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات	الدلالة Sig	التقدير	المؤشرات
0.017	- 1.775	X ₇	0.016	- 0.0042	X ₇	0.010	- 3.009	X ₇	0.014	3.17	BV
0.016	124.66	X ₁₁	0.014	2.99	X ₁₁				0.019	5.68	EPS
0.011	- 25.81	X ₂₅									
0.024			0.017			0.024			0.034	دلالة النموذج	
0.83			0.69			0.59			0.62	معامل التحديد المعدل	

المصدر: إعداد الباحث بناءً على تشغيل بيانات الدراسة الإختبارية باستخدام برنامج (SPSS 10).

ويشير الجدول السابق إلى النتائج التالية:

- معنوية نماذج الإنحدار الخاصة بمدخل الملاءمة القيمية بالإضافة إلى معنوية معاملات الإنحدار الخاصة بمتغيراتها المستقلة (القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم معاً) وذلك عند مستوى معنوية 5% فى القطاعات الأربعة محل الدراسة، ومن ثم رفض الفرض الرئيسى الأول للدراسة الإختبارية؛ وذلك نظراً لما حققته المعلومات الخاصة بمدخل الدلالة القيمية (القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم) معاً من دلالة قيمية تفوق الـ 50% عند تفسير التغيرات فى أسعار الأسهم، ومن ثم يجب الإهتمام بكلا المؤشرين، كمحددات رئيسية لأسعار أسهم الشركات التى تنتمى للقطاعات الأربعة محل الدراسة.
- معنوية نماذج الإنحدار بالإضافة إلى معنوية معاملات الإنحدار الخاصة بمتغيراتها التى تشير إلى المعلومات الخاصة بمدخل التحليل الأساسى - فى مراحلها المختلفة، والتى ثبتت قدرتها على تفسير حركة أسعار أسهم الشركات بإختلاف القطاعات التى تنتمى إليها وذلك سواء على مستوى الشركات فقط أو على مستوى الشركات والقطاع الذى تنتمى إليه معاً أو على مستوى الشركات والقطاع والإقتصاد معاً كنظام متكامل وذلك عند مستوى معنوية 5%.
- إختلاف نوعية المعلومات المحاسبية - بخلاف التقليدية سواء على مستوى الشركات فقط أو على مستوى الشركات والقطاع معاً أو على مستوى الشركات والقطاع والإقتصاد معاً - التى تتمتع بدلالة قيمية مرتفعة عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات التى تنتمى للقطاعات موضع الدراسة، ويوضح الجدول التالى هذه المتغيرات:

جدول رقم (7)

مؤشرات تفعيل الدلالة القيمية للمعلومات فى ضوء مدخل التحليل الأساسى على مستوى جميع القطاعات محل الدراسة

القطاع	مستوى الشركات	مستوى الشركات والقطاع معاً	مستوى الشركات والقطاع والإقتصاد معاً
الاتصالات	- نسبة التغير فى المصروفات البيعية والإدارية. - الرافعة المالية.	- نسبة التغير فى المصروفات البيعية والإدارية. - الرافعة المالية.	- نسبة التغير فى المصروفات البيعية والإدارية. - الرافعة المالية.
الأسمت	- الرافعة المالية.	- الرافعة المالية. - معدل العائد على حقوق الملكية.	- الرافعة المالية. - معدل العائد على حقوق الملكية. - معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى.

القطاع	مستوى الشركات	مستوى الشركات والقطاع معاً	مستوى الشركات والقطاع معاً
المشروبات والأغذية	- نسبة التغير في المصروفات البيعية والإدارية. - الرافعة المالية.	- الرافعة المالية. - نسبة تكلفة المبيعات لصافي قيمة المبيعات.	- الرافعة المالية. - نسبة تكلفة المبيعات لصافي قيمة المبيعات. - معدل التضخم باستخدام مكمش الناتج المحلي الإجمالي.
المنتجات الصناعية	- الرافعة المالية.	- الرافعة المالية. - القدرة الكسبية لأصول القطاع.	- الرافعة المالية. - القدرة الكسبية لأصول القطاع. - سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي.

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج الدراسة الإختبارية.

■ انخفاض الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية والخاصة بمدخل التحليل الأساسي على مستوى الشركات فقط بالمقارنة بالدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية (القيمة الدفترية وربحية السهم معاً) عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات التي تنتمي للقطاعات الأربعة محل الدراسة، وبالتالي تثبت صحة **الفرض الثاني للدراسة الإختبارية**، ومن ثم تثبت عدم قدرة أية معلومات محاسبية أخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركات وحدها في أن تزيد من قدرة المعلومات المحاسبية لتعكس أكبر قدر ممكن من التغيرات في أسعار الأسهم مقارنة بالمعلومات المحاسبية التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية، ويشير هذا في ذات الوقت إلى التحقق من ملاءمة النماذج التي تم تأكيدها في الأبحاث والدراسات السابقة لقياس الدلالة القيمية للمعلومات للإستخدام في السوق المصري أو بمعنى آخر توافر المقومات اللازمة للإستخدام تلك النماذج في السوق المصري، ومن ثم لا تصلح المعلومات المحاسبية الخاصة بالشركة – بخلاف التقليدية – وحدها في تفسير حركة أسعار الأسهم.

■ تحقق المعلومات القطاعية دلالة قيمية تفوق الدلالة القيمية للمعلومات التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية أو الدلالة القيمية للمعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية عند التحليل على مستوى الشركات فقط وذلك بالتطبيق على القطاعات الأربعة محل الدراسة، وذلك نتيجة إضافه المعلومات القطاعية للمعلومات المحاسبية التي ثبتت معنويتها في التحليل على مستوى الشركات فقط، وبالتالي تثبت عدم صحة **الفرض الثالث للدراسة**

الإختبارية بما يفيد زيادة الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات وذلك بإضافة المعلومات على مستوى القطاع إلى المعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركات فقط وذلك مقارنة بالدلالة القيمية للمعلومات التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية.

■ تحقق المعلومات الخاصة بالظروف الإقتصادية دلالة قيمية تفوق الدلالة القيمية لكل من المعلومات التقليدية الخاصة بمدخل الدلالة القيمية أو المعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية سواء على مستوى الشركات فقط أو على مستوى الشركات والقطاع معاً وذلك بالتطبيق على القطاعات الأربعة محل الدراسة، ومن ثم تثبت عدم صحة الفرض الرابع للدراسة الإختبارية بما يوفر الدليل العلمى على تحقيق أعلى مستوى للدلالة القيمية عند تحليل المعلومات على مستوى الشركات والقطاع والظروف الإقتصادية معاً وهو ما يتضمنه مدخل التحليل الأساسى، ومن ثم تتأكد مساهمة مدخل التحليل الأساسى فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات التى تنتمى للقطاعات الأربعة محل الدراسة وذلك عند إضافة المعلومات الإقتصادية للمعلومات المحاسبية بخلاف التقليدية التى ثبتت معنويتها فى التحليل السابق على مستوى الشركات والقطاع معاً.

القسم الرابع الخلاصة والنتائج

فى ضوء ما تقدم يمكن تلخيص أهم ما توصل إليه الباحث من نتائج كما يلى:

- توفير الدليل العلمى المشير إلى صلاحية النموذج التقليدى فى قياس الدلالة القيمية للمعلومات بدلالة القيمة الدفترية وربحية السهم وذلك عند تفسير حركة أسعار الأسهم للشركات مقارنةً بالمعلومات المحاسبية الأخرى بخلاف التقليدية على مستوى الشركة فقط، وهذا يشير إلى توافر المقومات الأساسية لإستخدام تلك النماذج فى السوق المصرى للأوراق المالية.
- توفير الدليل العلمى على المساهمة الإيجابية لمدخل التحليل الأساسى فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية.
- إمكانية الإستدلال على آلية محددة لإستخدام مدخل التحليل الأساسى تضمن بقدر معقول تحقيق مساهمته الإيجابية فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار أسهم الشركات بغض النظر عن القطاعات التى تنتمى إليها، ويتوقف نجاح آلية تطبيق النموذج المقترح فى قطاعات البورصة الأربعة موضع البحث على إستخدام مدخل التحليل الأساسى بما يتضمنه من معلومات على مستوى الشركة والقطاع والإقتصاد معاً بشكل متداخل وذلك لإحتفاظها معاً بدلالة قيمية مرتفعة مقارنةً بالدلالة القيمية لتلك المعلومات إذا ما تم إستخدامها فى مراحل أو مستويات منفصلة.
- إختلاف المؤشرات التى كان لها دوراً فى زيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات عند تفسير حركة أسعار الأسهم للشركات وذلك عند تطبيق الآلية التى قدمها الباحث بإستخدام مدخل التحليل الأساسى من قطاع لآخر.
- وجود مجموعة من المحددات الواجب مراعاتها عند إستخدام النموذج المقترح لزيادة فاعلية الدلالة القيمية للمعلومات بإستخدام منهجية مدخل التحليل الأساسى فى أى قطاع من القطاعات التى تتداول أسهمها فى السوق المصرى للأوراق المالية، ومن أهمها: الفترة الزمنية، قطاع التطبيق، البيانات وأسلوب تشغيلها إحصائياً، مصادر الحصول على البيانات، متغيرات الدراسة.

وفى ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج يكون قد وفر الإجابات المنطقية التي تدعمها الأدلة العلمية للتساؤلات البحثية المعبرة عن مشكلة البحث، وبذلك يكون قد حقق الباحث ما سعى إلى تحقيقه من أهداف من خلال بحثه لموضوع قياس وتفعيل الدلالة القيمة للمعلومات عند تفسير التغيرات فى أسعار أسهم الشركات المتداولة فى السوق المصرى للأوراق المالية وذلك بإستخدام مدخل التحليل الأساسى.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- 1- إسماعيل، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، 2005، "محددات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد الثاني، العدد الثاني، ص ص : 1-40.
- 2- البراد، شريف السعيد، 2001، "دراسة أثر طبيعة النشاط على المؤشرات المالية والمحاسبية المستخدمة في تحديد أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية – دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، العدد الثاني، السنة الخامسة، ص ص : 173 - 228.
- 3- الدهراوي، كمال الدين، 2004، " *تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار*" ، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، ص: 19.
- 4- بهوتي، رشا محمد حامد، 2003، "العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ص ص: 107- 116 .
- 5- حسين، صفوت محمد عبد المنعم، 2005، " إطار محاسبي مقترح لقياس وتفسير العلاقة بين أداء الشركات وأسعار أسهمها – دراسة تطبيقية "، *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، ص ص : 76 – 139.
- 6- حيدر، فاخر عبد الستار، 2002، " *التحليل الإقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم*"، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص ص : 15- 19.
- 7- خليل، محمد محمد محمود، 2003، "أثر الإعلان عن تنبؤات أرباح الشركة على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية- دراسة تجريبية"، *رسالة ماجستير في المحاسبة وغير منشورة*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ص ص : 55- 72.

- 8- عبد الشافي، هشام محمد فرج، 2004، "أثر قرارات الإستثمار الأجنبي غير المباشر على تحركات أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة – دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ص ص : 79-80.
- 9- عبد الملك، أحمد رجب، 2008، " دور حوكمة الشركات فى تحديد السعر العادل للأسهم فى سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد رقم (1)، المجلد رقم (45)، ص ص : 1 – 47.
- 10- كامل، هاني محمد مصطفى، 2001 "إستخدام مدخل تحليل المتغيرات الأساسية فى التنبؤ بالربحية المستقبلية للشركات وإتجاهات أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- 11- لطفى، أمين السيد أحمد، 2000، " التحليل المالى والأساسى للإستثمار فى الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، ص : 72.
- 12- لطفى، أمين السيد أحمد، 2007، " التحليل المالى لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والإستثمار فى البورصة"، الدار الجامعية، ص : 510.
- 13- مصطفى، سليمان محمد ، 2000 ، القياس المحاسبى للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الإقتصادى فى ضوء محددات النظرية الإيجابية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول، ص ص: 301-354.
- 14- يونس، نجاه محمد مرعي، 2006، "إستخدام البيانات المحاسبية فى التنبؤ بأسعار الأسهم لترشيد قرارات صغار المستثمرين"، رسالة ماجستير فى المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Abarbanell, J.s., and B. J. Bushee, 1997, "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, Spring, pp: 1-24.
- 2- Barth, M., 2000, "Valuation- Based Accounting Research Implications for Financial Reporting and Opportunities for Future Research", *Journal of Accounting and Finance*, vol. 40, pp: 7-31.
- 3- Brief, R. P., and P. Zarowin, 1999, "The Value Relevance of Dividends, Book Value and Earnings", *www.ssrn.com*, pp: 1-30.
- 4- Collins, D., E. Maydew, and I. Weiss, 1997, "Changes in The Value – Relevance of Earnings and Book Value over the Past Forty Years", *Journal Of Accounting And Economics*, Vol. 24, pp: 39-67.
- 5- El- Alfy, A., 2008, “Fundamental Analysis – Value is in The Eye of The Investor”, *Global Conference on Business transactions*, German University in Cairo, PP: 1 – 24.
- 6- FASB, 2010, "Conceptual Framework: The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Qualitative Characteristics of Useful Financial Information", Statement of Financial Accounting Concepts No. 8: A Replacement of FASB Concept Statements No.1 and No.2, *Financial Accounting Standard Board*, Stamford, PP: 1 – 42.
- 7- Francis, J., and K, Schipper, 1999, "Have Financial Statement Lost their Relevance?," *Journal of Accounting Research*, vol. 37, No- 2, Autumn, pp: 319- 352.

- 8- Friday, P, y, D., and, E, A, Gordon., 2002, “The Effects of Macro Economic Changes on The Value Relevance of Accounting Information, The Case of Mexico and 1995 Financial Crisis”, *www.ssrn.com*, PP: 1 – 39.
- 9- Friday, P. Y. Davis., Li. Lieng, and c. Shinliu, 2006, “The Effect of The Asian Crisis, Corporate Governance and Accounting System on The Valuation of Book Value and Earnings” *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, PP: 22-40.
- 10- Goodwin, J., K, R, Sawyer, and k. Ahmed, 2000, "The Relevance of Value", *www.ssrn.com*, pp: 1- 31.
- 11- Graham, R., R. King., and J. Bailes, 1998, "The Value Relevance of Accounting Information in Thailand around the 1997 Decline in the Value of the Baht", *www.ssrn.com*, pp: 1-28.
- 12- Hasan, I. and Anandarajan, 2003,"Transparency and Value Relevance: The Experience of Some Mena Countries", *www.ssrn.com*, pp: 1-25.
- 13- Lev, B., and S, R. Thiagarajan., 1993, "Fundamental Information Analysis", *Journal of Accounting Research*, Autumn, PP: 190-215.
- 14- Lev, B., and Zarowin, P., 1999, “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend them”, *Journal of Accounting Research*, Vol.37, PP: 253 – 385.
- 15- Lopes, A, B., 2001, "The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: an Empirical Investigation", *www.ssrn.com*, PP: 1- 43.
- 16- Ohlson, J., 1995, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, (Vo. 11, No. 2, spring), PP: 661 – 687.

- 17- Penman, S., 2007, "***Financial Statement Analysis and Security Valuation***", Boston, Mass: McGraw – Hill, Third Edition, PP: 2 – 18.
- 18- Ragab, A. A., and M. M. Omran, 2006," Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in The Egyptian Equity Market", ***Review of Accounting and Finance***, Vol. 5, No.3, PP: 279 – 297.
- 19- Reilly, F, K., and K. C. Brown, 2008, "**Investment Analysis and Portfolio Management**", Thomson, South – western, 6th Edition, PP: 467.
- 20- Sabri N. R., 2004, "Stock Return Volatility and Market Crisis in Emerging Economies", ***Review of Accounting & Finance***, Vol.3, No.3, PP: 59-83.
- 21- Sabri, N.R., 2003, "Ranking of Possible Causes for High Price Volatility and Stock Market Crises in Developed Economies", (***Manuscript under publication***).
- 22- Stowe, J.D., Thomas., Jerald, E.P., and Dennis, W.M., 2007, "***Equity Asset Valuation***", John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, PP: 37- 207.
- 23- Swanson, E. P., L. Ress, and L. Valdes, 2003, "The Contribution of Fundamental Analysis after Currency Devaluation", ***The Accounting Review***, Vol., 78, No. 3, PP: 875-902.
- 24- Thomsett, M.C., 2006, "***Getting Started in Fundamental Analysis***", John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, PP: 187- 200.
- 25- Williamson, D., P.Cooke, W. Jenkins, and K.M.Moreton., 2004, "***Strategic Management Business, Analysis***", Linacre House, Jordon Hill, Oxford, PP: 160.