

أثر سياسة توزيع الأرباح على الاداء المالي والقيمة السوقية
لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية
رشا محمد زغلول السيد

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح على الاداء المالي و القيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية ، ويشمل مجتمع البحث (٧) صندوق من صناديق الاستثمار المفتوحة (الأسهم والمتوازنة) ولإجراء عملية التقييم فقد اعتمدت الباحثة على بيانات عوائد صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية ، وقامت الباحثة بمعالجة وتحليل هذه البيانات إحصائيا وذلك بإستخدام معامل الإختلاف ، تم التوصل من خلال إجراء البحث إلى أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على الاداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية .

Abstract

of the policy of distributing profits on the financial performance and market value of the investment funds in the Egyptian Stock Exchange. The research community includes 7 funds from open investment funds (equities and balanced) The researcher analyzed and analyzed these data statistically using the difference coefficient. The research found that there is a statistically significant effect of the profit distribution policy on the financial performance and the market value of the investment funds in the Egyptian stock exchange.



المقدمة

مازالت سياسة توزيع الأرباح تمثل أحد محاور إهتمام الباحثين فى مجال الإدارة المالية وذلك لتغير الغرض من الاستثمار من قبل المستثمرين وكذلك التغير فى فرص الاستثمار والمخاطر والظروف البيئية الخارجية والداخلية للصندوق من زمن إلى آخر ومن مكان إلى آخر مما يصعب معه إيجاد نموذج محدد وقاطع لسياسة توزيع الأرباح، وتعتبر سياسة توزيع الأرباح هى مدفوعات دورية تقوم معظم إدارة الصناديق بتوزيعها على حملة الوثائق من الأرباح التى حققها الصندوق، وتكون فى شكل توزيع عائد دورى أو إحتجاز جزء من الأرباح المحققة واستثمارها وتوزيع الجزء الباقى أو فى شكل أرباح محتجزة.

ويتحقق أثر سياسة توزيع الأرباح على الاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار من خلال الزيادة فى توزيعات أرباح أفضل وأعظم إشارة لذلك الزيادة فى توزيعات الأرباح تشير إلى الثقة فى إدارة الصندوق وتشير إلى أن الأرباح المستقبلية ستكون مرتفعة بشكل كافٍ لتدعيم توزيعات الأرباح الجديدة، بينما تشير خفض التوزيعات أو عدم وجود توزيعات بأن الإدارة قلقة حول مستوى الأرباح المستقبلية لهذا الصندوق

اولا : مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة فى وجود العديد من الظواهر السلبيه التى احاطت بصناديق الاستثمار، التى تتمثل فى انخفاض معدلات العائد، و انخفاض صافى قيم الأصول وبالتالي انخفاض أسعار قيم وثائق الاستثمار عن القيم الاسمية المصدره بها من هنا تمكنت الباحثة من بلورة مشكلة الدراسة فى التساؤل الرئيسى التالى :

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية



ويتفرع عن هذا التساؤل الرئيسي ، التساؤلات الفرعية التالية:

١- ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على نسبة إجمالي العوائد إلى القيمة الاسمية ، للاداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية ؟

٢- ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للوثيقة ، ونسبة التغير في القيمة السوقية للوثيقة في نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة ؟

٣- ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على صافي قيمة أصول الصندوق للاداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية ؟

ثانيا: أهداف الدراسة

١- توضيح أثر سياسة توزيع الأرباح على نسبة إجمالي العوائد إلى القيمة الاسمية لأداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

٢- توضيح أثر سياسة توزيع الأرباح على تقييم وثائق الاستثمار لأداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

٣- توضيح أثر سياسة توزيع الأرباح على صافي قيمة أصول الصندوق لأداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

ثالثا : فروض الدراسة:

الفرض الرئيسي : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على الاداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية ؟

الفرض الرئيسي الاول : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على نسبة إجمالي العوائد إلى القيمة الاسمية للاداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية



الفرض الرئيسى الثانى : لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لوثائق الاستثمار للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

الفرض الرئيسى الثالث : لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لسياسة توزيع الأرباح على نسبة التغير فى القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية .

الفرض الرئيسى الرابع: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على صافى قيمة أصول الصندوق للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

رابعا : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

جدول رقم (١) المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة للدراسة وكيفية قياسها

المتغيرات المستقلة	كيفية قياسها
سياسة توزيع الأرباح تتمثل فى: - توزيع عائد دورى - احتجاز جزء من الأرباح المحققة واستثمارها وتوزيع الجزء الباقى	- تتمثل فى حجم التوزيعات التى يجريها كل صندوق من صناديق العينة محل الدراسة وتقدر بنسبة تتراوح بين ٣٠% و ٩٠% من الأرباح الفعلية للصندوق كحد أقصى ووفقا لما يترأى لمدير الاستثمار. - يتم تحديد أرباح الصندوق من خلال قائمة الدخل التى يتم إعدادها بغرض تحديد صافى الربح أو الخسارة، يتم تصوير قائمة الدخل وفقا لمعايير المحاسبة المصرية على أن تتضمن أرباح الصندوق.



<p>التوزيعات النقدية + الزيادة الرأسمالية المحققة</p> $= \frac{100 \times \text{القيمة الاسمية}}{\text{القيمة الاسمية}}$	<p>مؤشرات تحليل الأداء المالى (العائد أو الربحية) نسبة إجمالي العوائد إلى القيمة الاسمية</p>
<p>يتمثل المتغير التابع بأنه القيمة السوقية لوثائق الاستثمار لكل صندوق، ويتم قياسها من واقع نشرة الأسعار الرسمية الأسبوعية المعلنة ببورصة الأوراق المالية المصرية بالقاهرة، وكذلك مركز معلومات إدارة كل صندوق من صناديق العينة.</p>	<p>القيمة السوقية لوثائق الاستثمار</p>
<p>القيمة السوقية للوثيقة - القيمة الاسمية للوثيقة</p> $\times \frac{100}{\text{القيمة الاسمية للوثيقة}}$	<p>نسبة التغير فى القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة</p>
<p>يتم تحديد صافى قيمة أصول الصندوق من خلال قائمة المركز المالى وذلك لكل صندوق من صناديق العينة.</p>	<p>صافى قيمة أصول الصندوق</p>

المصدر: من إعداد الباحثة

خامسا : مجتمع وعينه الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة : من (١٠) صندوقا من صناديق الاستثمار وتم استبعاد
(٣) صناديق



عينه الدراسة: تتمثل في (٧) صندوقا مفتوحا في السوق المصرى خلال الفترة من ٢٠٠٦ حتى ٢٠١٥

سادسا : الدراسات السابقة

(١) دراسة (Vilija Alekneviien, et al, 2009)

عنوانها "توزيع الأرباح لكل من القيمة السوقية وقيمة السهم المتداولة في بورصة نيويورك"

هدفت الدراسة إلى:

- معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق نيويورك للأوراق المالية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة.

(٢) دراسة (Cindy, 2012)

عنوانها " العلاقة بين المعلومات وعدم التماثل في سياسة توزيع الأرباح "



هدفت الدراسة إلى:

اختبار كيفية تأثير الإفصاح عن معلومات الشركة على استخدام حملة الأسهم للتوزيعات لتقليل مشاكل الوكالة

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

- أن الشركات التي تدفع توزيعات يكون لديها مدير استثمار ذات كفاءة.
- الشركات التي لا تدفع توزيعات يكون لديها تغيير في معدلات النمو أكثر من تلك التي تدفع توزيعات وتتبع قوانين ساربنز أوكسلي التي تزيد من الإفصاح

(٣) دراسة (مى، ٢٠١٢)

عنوانها " دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم "

هدفت الدراسة إلى:

- تحديد سياسات توزيع الأرباح ذات العلاقة القوية فى تحديد أسعار الأسهم القيمة السوقية فى سوق الأوراق المالية بمصر من خلال البيانات المتاحة عن هذه السياسات والقيمة السوقية التى يتعامل بها المستثمرون بىعا وشراء لهذه الأسهم.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد فى ضوء سياسة توزيع الأرباح حيث أن سعر السهم يستجيب بشكل إيجابى للزيادة فى توزيعات الأرباح، مما يؤدى إلى ارتفاع عوائد الأسهم، ويستجيب بشكل سلبى للنقص فى توزيعات الأرباح بما يؤدى إلى انخفاض عوائد الأسهم.



(٤) دراسة (هالة، ٢٠١٣)

عنوانها " أثر التوزيع النقدي على القيمة السوقية للأسهم العادية دراسة مقارنة بين البورصة المصرية EGX والبورصة السعودية TADAWUL"

هدفت الدراسة إلى:

أثر التوزيع النقدي على القيمة السوقية للأسهم العادية - دراسة مقارنة بين البورصة المصرية EGX والبورصة السعودية tadawul، وبذلك يصف هذا البحث على أنه دراسة حدث، وبذلك فهو يختبر كفاءة السوق في المستوى الثانى (متوسط الكفاءة)

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- هناك تأثير معنوى على عوائد الأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية، مما يدل على أن البورصة المصرية لا تتسم بالمستوى متوسط الكفاءة.
- هناك تأثير معنوى على عوائد الأسهم العادية المتداولة بالبورصة السعودية، مما يدل على أن البورصة السعودية لا تتسم بمستوى متوسط الكفاءة.

(٥) دراسة (Chirs,2013)

عنوانها " فرص التنويع من خلال الاستثمار فى محافظ الدخل الثابت - أوروبا الشرقية "

هدفت الدراسة إلى:

- محددات أداء صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت.
- تقييم أداء صناديق الاستثمار بقياس أثر استراتيجيات التوقيت السوقى



وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- هناك تأثير سلبي لأداء صناديق الاستثمار ذات معدلات الفائدة قصيرة الأجل بدولة بولندا.
- يمكن تنويع المخاطر من خلال الاستثمار فى محافظ الدخل الثابت الدولية.

(6) دراسة (David & Others,2014)

عنوانها " تطبيق استراتيجية التوقيت السوقى على عوائد صناديق الاستثمار " هدفها الدراسة إلى: تطوير نموذج التطوير السوقى.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- استراتيجية التوقيت السوقى تولد متوسط عائد أعلى من متوسط العائد على حقوق المساهمين، وذلك فى الأجل القصير.
- تطبيق استراتيجية التوقيت السوقى تعمل على زيادة الأداء.

سابعاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من التعاريف المختلفه لسياسة توزيع الأرباح وهى كما يلي:

حيث يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها " المفاضلة بين احتجاز الأرباح من ناحية ودفع التوزيعات النقدية وإصدار أسهم جديدة من جهة لآخرى".

فقد عرفت سياسة توزيع الأرباح بأنها التصرف بالنقدية المتبقية من التمويل الداخلى والتمويل الخارجى الجديد (إصدار أسهم جديدة أو سندات جديدة) بعد دفع المصاريف اللازمة لعمليات التشغيل فى المؤسسة بين التوسع (من خلال



الاستثمارات الراسمالية الجديدة أو شراء الشركات الأخرى) وبين توزيع النقدية على مساهمى الصندوق.

فقد عرفت سياسة توزيع الأرباح على أنها " يعتبر قرار توزيع الأرباح أحد القرارات الثلاثة التى تمثل محور اهتمام الإدارة المالية فى الشركة، أما القراران الآخران فهما قرار الاستثمار، وقرار التمويل ويتعلق قرار توزيع الأرباح بالكيفية التى يتم بها التصرف فى الأرباح المتاحة للمساهمين العاديين وإذا ما كان يتم دفعها فى صورة توزيعات نقدية أم يتم احتجازها وإعادة استثمارها داخل المؤسسة لأغراض النمو المستقبلي.

وقد عرفت سياسة توزيع الأرباح على أنها " قرار المديرين ومجلس الإدارة لاتباع سلسلة سابقة من الإجراءات المتعلقة بدفع التوزيعات إلى المساهمين.

وقد عرف سياسة توزيع الأرباح بأنها " السياسة التى تحدد تقسيم صافى الربح يعد الضرائب إلى فائض قابل للتوزيع على حملة الأسهم أو فائض محتجز يعاد استثماره فى المؤسسة ويعتبر الجزء المحتجز أحد مصادر الأموال الرئيسية لتمويل نمو المؤسسة ولكن التوزيعات تمثل التدفقات النقدية التى استحقت للمساهمين".

وقد عرفت سياسة توزيع الأرباح بأنها " عرض لخطة عمل تتبع عند وجوب اتخاذ قرار توزيع الأرباح وتأخذ فى الاعتبار هدفين هما تعظيم ثروة الملاك وتقديم التمويل الكافى".

وقد عرفت سياسة توزيع الأرباح بأنها " حلقة الوصل بين سياستى الاستثمار والتمويل، وهى قرار يتم اتخاذه بناء على إجراءات محددة مسبقاً من قبل مجلس إدارة الشركة بما يضمن تعظيم ثروة الملاك بناءً على تخطيط مستقبلي طويل



الأجل وبما يضمن تحقيق التوازن والاستقرار فى مقدار التوزيعات المدفوعة ويأخذ بعين الاعتبار ظروف المؤسسة واحتياجاتها التمويلية والاستثمارية حيث تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التى ينبغى توزيعها من الأرباح وعلى ضوءها تتحدد النسبة التى ينبغى احتجازها.

ثامنا : مفهوم صناديق الاستثمار

هناك العديد من التعاريف المختلفة لصناديق الاستثمار وهى كما يلي:

حيث يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها " سلة " تحتوى على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات، يتم شراؤها من قبل مجموعة من المستثمرين، ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين فى مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات، وقد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية التى قد تتولى إدارتها بنفسها.

كما تعرف صناديق الاستثمار بأنها وعاء مالى لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها فى الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة فى إدارة محافظ الأوراق المالية ووفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للخطر. وتعرف صناديق الاستثمار بأنها ممارسات شركات الاستثمار حيث إن شركات الاستثمار تباع حصص مشاعة وتوظيف الأموال الناتجة عن هذه الحصص فى شراء أوراق مالية من الأسهم والسندات عن طريق خبراء أو محترفين:

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها شركات استثمار، حيث تعمل الشركات على استغلال الدخل الناتج عن بيع حصص للمستثمرين فى بناء محفظة من الأوراق المالية للشركات.

وكذلك يعرف البعض صناديق الاستثمار بأنها شركات للاستثمار، حيث إن شركات الاستثمار هى صناعة مالية تقوم على تجميع المدخرات من المستثمرين



وإعادة استثمارها في أوراق مالية مثل الأسهم والسندات، فالمستثمر عندما يشتري حصة في شركة الاستثمار يمثل ذلك شراء غير مباشر للأوراق المالية التي يمتلكها شركة الاستثمار.

وتعرف صناديق الاستثمار بأنها شركة استثمار تجمع المدخرات من العديد من المستثمرين وتستثمرها في محفظة، وكل مستثمر يقوم بشراء حصة في شركة الاستثمار يكون قد حقق لنفسه التنوع وكفاءة الإدارة، وتتغير قيمة المحفظة تبعاً لتغير قيمة الاستثمارات من الأوراق المالية داخل تلك المحفظة.

ويعرف الأداء المالي كما يلي

- "هو عملية معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات يستفاد منها في تقييم أداء المؤسسات التجارية في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل للمساعدة في اتخاذ القرار".

- **تعريف القيمة السوقية:** هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية.

تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية:

أن أول ما ينظر آلية المستثمر عند إقباله للاستثمار في أسهم شركة ما هي إلا العوائد التي تحققها هذه الشركة والتي تعود بالنفع أو تلك السياسة التي تتبعها هذه الشركة من حيث توزيعاتها وطريقة تصرفها بهذه العوائد وكثرة العوامل التي تؤثر في إقبال المساهم للاستثمار في أسهم شركة، ومن هذه العوامل رغبته في الحصول مبكراً أم لا يكثرث لموعد تلك التوزيعات، أو أن يكون هذا المستثمر يعتمد على هذه التوزيعات في تسيير شئون حياته اليومية وتلبية مصاريفه أم هذا المستثمر أقبل على شراء هذه الأسهم فقط للمضاربة. وقد يكون هذا المستثمر يسعى إلى زيادة نسبة تملكه في أسهم الشركة.



بأثر سياسة توزيع الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة:

من النظريات المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح التي يثار حولها الجدل المستمر، نظرية أثر سياسة توزيعات على مجموعات المستثمرين في أسهمها، والتي تجعل لسياسة توزيعات الأرباح تأثيرا على القيمة السوقية لأسهم الشركات فطبقا لهذه النظرية، فإن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من توزيعات الأرباح في حين لا يحتاج لآخرين إلى توزيعات الأرباح كدخل جار ويفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها، فلو أنتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من أرباح المستثمرين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجيا لبيع أسهمهم من جهة، ومن جهة أخرى أنتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح يؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها

تاسعا : أثر سياسة توزيع الأرباح على الاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار

ترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى تأثيرها على المجالات المالية الأخرى بالمنشأة، مثل الهيكل المالى وتدفق الأموال والسيولة والنمو وتكلفة الأموال كما أنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين، وهناك جدل شائك حول تأثير التوزيعات على القيمة السوقية للوثيقة وهناك مدرستان من الفكر فى هذا المجال.

الأولى: تدعى أن نسبة الأرباح التى يتم توزيعها لا تؤثر على قيمة الوثيقة

الثانية: ترى العكس باعتبار أن سياسة توزيع الأرباح ذات تأثير على قيمة الوثيقة

ويقول المدافعون عن أن سياسة التوزيعات غير مرتبطة، وأنها غير ذات تأثير على قيمة الوثيقة، أن هذا صحيح فى ظل افتراضات عدم وجود ضرائب وعدم



وجود تكاليف تعاملات وعدم وجود نقائص السوق. وطبقا لهذا الرأى لا توجد سياسة مثل للتوزيعات، حيث يتساوى عند المستمر الحصول على التوزيعات مع عدم الحصول عليها، وترجع أصول هذه النظرية إلى إسهامات مود جليانى ومبلر، حيث يناديان بأن قيمة الوثيقة تعتمد على سياستها الاستثمارية، وليس على الطريقة التى توزع بها أرباحها (بين توزيع الأرباح واحتجازها).

ويرى المؤيدون لتأثير سياسة التوزيعات على قيمة الوثيقة أن هذا صحيح فى ظل وجود نقائص السوق، وأن هذا التأثير يمكن تفسيره فى ضوء النظريات التالية:

- وتعتمد نظرية عصفور فى الد على أن التوزيعات تحل مشكلة عدم التأكد فى أذهان المستثمرين، حيث يفضل المستثمر الحصول على توزيعات مؤكدة أكثر من تفضيله لأرباح رأسمالية غير مؤكدة.

إثبات الفرض الرئيسى الاول :

- يتم قبول الفرض الإحصائى البديل "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على نسبة إجمالى العوائد إلى القيمة الاسمية للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار ، ورفض الفرض العدمى القائل "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على نسبة إجمالى العوائد إلى القيمة الاسمية للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار.



جدول رقم (٢) نموذج الانحدار الخطي البسيط لتحديد معنوية أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لوثائق الاستثمار باستخدام تحليل الانحدار البسيط

Simple regression

R ²	R	F. test		t. test		المعلمة المقدره β_i	المتغير المستقل	Y2 اسم الصندوق
		القيمة	المعنوية مستوى	القيمة	المعنوية مستوى			
٠.٢١٥	٠.٤٦٤	٠.١٧٧	٢.١٨٩	٠.٠٠١	١٨.٣٢٠	٣٦.٤٩٩	الجزء الثابت	١- البنك الأهلي المصري- الأول
				٠.١٧٧	١.٤٨٠	٢.١٤٣	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٣٤٣	٠.٥٨٦	٠.٠٧٥	٤.١٨٥	٠.٠٠١	١٦.٤٣٠	١٢٠.٠٣٥	الجزء الثابت	٢- بنك مصر الأول
				٠.٠٧٥	٢.٠٤٦	٢.٣٩٢	سياسة توزيع الأرباح (عائد دوري)	
٠.٦١١	٠.٧٨٢	٠.٠٠٨ **	١٢.٥٦٨	٠.٠٠١	١٧.٦٦٩	٦٨.١٧٣	الجزء الثابت	٣- البنك الأهلي المصري- الثاني
				*٠.٠٠٨	٣.٥٤٥	٢.١٦٨	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.١٠١	٠.٣١٧	٠.٣٧٢	٠.٨٩٥	٠.٠٠١	٨.٧٠٠	٢٢٥.٨٧٨	الجزء الثابت	٤- بنك كريدى اجريكول مصر- الأول
				٠.٣٧٢	٠.٩٤٦	٠.٩٥٥	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.١٧٩	٠.٤٢٣	٠.٢٢٣	١.٧٤٣	٠.٠٠١	٥.٥٣٣	٢٣٥.٨٣٩	الجزء الثابت	٥- بنك الإسكندرية- الأول
				٠.٢٢٣	١.٣٢٠	١.٣١٧	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٢٢٩	٠.٤٧٨	٠.١٦٢	٢.٣٧٣	٠.٠٠١	١٢.٤٧٥	١٥٣.٨١٩	الجزء الثابت	٦- المجموعة العربية المصرية للتأمين (أميج)
				٠.١٦٢	١.٥٤١	١.٨٥٥	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٠١٧	٠.١٢٩	٠.٧٢٣	٠.١٣٤	٠.٠٠١	٧.٥٣٨	٥٨.٥٥٥	الجزء الثابت	٧- بنك مصر الثاني
				٠.٧٢٣	٠.٣٦٧	٠.٤٠٨	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي



إثبات الفرض الرئيسى الثانى :

يتم قبول الفرض الإحصائى البديل "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لوثائق الاستثمار للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار ، ورفض الفرض العدمى القائل "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لوثائق الاستثمار للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار.

جدول رقم (٣)

نموذج الانحدار الخطى البسيط لتحديد معنوية أثر سياسة توزيع الأرباح على نسبة التغير فى القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة باستخدام تحليل الانحدار البسيط Simple regression

R ²	R	F. test		t. test		المعاملات المقدرة β_i	المتغير المستقل	Y3 اسم الصندوق
		القيمة	المعنوية مستوى	القيمة	المعنوية مستوى			
٠.٢١٥	٠.٤٦٤	٠.١٧٧	٢.١٨٩	٠.٠٠١	٣١.٨٧٣-	٦٣.٥٠١-	الجزء الثابت	١- البنك الأهلى المصرى- الأول
				٠.١٧٧	١.٤٨٠	٢.١٤٣	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٣٤٣	٠.٥٨٦	٠.٠٧٥	٤.١٨٥	٠.٠٢٥	٢.٧٤٢	٢٠.٠٣٥	الجزء الثابت	٢- بنك مصر الأول
				٠.٠٧٥	٢.٠٤٦-	٢.٣٩٢-	سياسة توزيع الأرباح (عائد دورى)	
٠.٦١١	٠.٧٨٢	٠.٠٠٨ **	١٢.٥٦٨	٠.٠٠١	٨.٢٤٩-	٣١.٨٢٧-	الجزء الثابت	٣- البنك الأهلى المصرى- الثانى
				٠.٠٠٨ **	٣.٥٤٥	٢.١٦٨	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.١٠١	٠.٣١٧	٠.٣٧٢	٠.٨٩٥	٠.٠٠١	٤.٨٤٩	١٢٥.٨٧٨	الجزء الثابت	٤- بنك كريدى اجريكول مصر- الأول
				٠.٣٧٢	٠.٩٤٦	٠.٩٥٥	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	



٠.١٧٩	٠.٤٢٣	٠.٢٢٣	١.٧٤٣	٠.٠١٣	٣.١٨٧	١٣٥.٨٣٩	الجزء الثابت	٥- بنك الإسكندرية- الأول
				٠.٢٢٣	١.٣٢٠	١.٣١٧	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٢٢٩	٠.٤٧٨	٠.١٦٢	٢.٣٧٣	٠.٠٠٢	٤.٣٦٥	٥٣.٨١٩	الجزء الثابت	٦- المجموعة العربية المصرية للتأمين (أميج)
				٠.١٦٢	١.٥٤١	١.٨٥٥	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٠١٧	٠.١٣٠	٠.٧٢١	٠.١٣٧	٠.٣٢٤	١.٠٥١	١٢.٢٤٦	الجزء الثابت	٧- بنك مصر الثانى
				٠.٧٢١	٠.٣٧١	٠.٦١٩	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

إثبات الفرضية الرئيسية الثالثة

- يتم قبول الفرض الإحصائي البديل "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة للأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية"، ورفض الفرض العدمى القائل "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة للأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية"

جدول رقم (٤) نموذج الانحدار الخطي البسيط لتحديد معنوية تأثير سياسة توزيع الأرباح على صافي قيمة أصول الصندوق باستخدام تحليل الانحدار البسيط simple regression

R ²	R	F. test		t. test		المعلمة المقدرية β_i	المتغير المستقل	Y4 اسم الصندوق
		القيمة المعنوية	القيمة	القيمة المعنوية	القيمة			
٠.٥٥٢	٠.٧٤٣	*٠.٠١٤	٩.٨٤٥	٠.٠٠١	٨.٧٥٠	٨٦٩٢٦٤٤٦.٨٥٩	الجزء الثابت	١- البنك الأهلي المصري- الأول
				٠.٠١٤	٣.١٣٨	٢٢٦٦٢٢٥٤.٣٤٤	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٠٩٧	٠.٣١٢	٠.٣٨٠	٠.٨٦٤	٠.٠٠١	١٠.٤٤١	١٦٣٤٣٦٦٤٩.٧٧٢	الجزء الثابت	٢- بنك مصر الأول
				٠.٣٨٠	٠.٩٢٩-	٢٣٢٨١٢٠.٦٢٧-	سياسة توزيع الأرباح (عائد دوري)	
٠.٥٦٩	٠.٧٥٤	*٠.٠١٢	١٠.٥٥١	٠.٠٠١	١٠.٤٦٥	٩٨١٣١١٨٦.٢٠٥	الجزء الثابت	٣- البنك الأهلي المصري- الثاني
				٠.٠١٢	٣.٢٤٨	٤٨٢٧٤٦٤.٠٥٥	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٤٦٣	٠.٦٨٠	*٠.٠٣٠	٦.٨٩٦	٠.٠٠١	٦.٩١٥	٨٤٦٤٨١٤٧.٥٤٦	الجزء الثابت	٤- بنك كريدى اجريكول مصر- الأول
				٠.٠٣٠	٢.٦٢٦	١٢٥٠٢٥٥.٦٩٧	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٥٣٨	٠.٧٣٤	*٠.٠١٦	٩.٣٢٣	٠.٠٤٨	٢.٣٣٨	١٥٢٦٧٤١٩٨.١٩٤	الجزء الثابت	٥- بنك الإسكندرية- الأول
				٠.٠١٦	٣.٠٥٣	٤٦٦٧٥٤٨.٧٣١	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	
٠.٦٦٣	٠.٨١٤	*٠.٠٠٤	١٥.٧٦	٠.٠٠١	٩.٦٧٩	٢٤٧٢٧٤٢٩.١٢٧	الجزء الثابت	٦- المجموعة العربية المصرية للتأمين (أميج)
				٠.٠٠٤	٣.٩٧١	٩٩٠٤٥٣.٣٤١	سياسة توزيع الأرباح (احتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الباقي)	

				الجزء الثابت			٧- بنك مصر الثانى
٠.٠٩٧	٠.٣١١	٠.٣٨٢	٠.٨٥٦	٠.٠٠١	١٢.٣٤٩	١١٦.٧٥١٦٩.٠٢١	
				٠.٣٨٢	٠.٩٢٥	١٢٤٦٥٩٨.٥٥٩	
				٠.٨٧٦	٠.١٦١	٣.٠٧٨٣٣٦.٦٢٣	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

إثبات الفرضية الرئيسية الرابعة :

- يتم قبول الفرض الإحصائى البديل "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على صافى قيمة أصول الصندوق للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية"، ورفض الفرض العدمى القائل "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وصافى قيمة أصول الصندوق للاداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية .

النتائج :

١- تختلف درجة تأثير سياسة توزيع الأرباح : نسبة إجمالى العوائد إلى القيمة الاسمية و نسبة التغير فى القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة و صافى قيمة أصول الصندوق على الأداء المالى والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية من صندوق إلى آخر .

٢- من حيث نسبة إجمالى العوائد إلى القيمة الاسمية : تشير نتائج الدراسة الميدانية إلى أن نسبة إجمالى العوائد إلى القيمة الاسمية أقل من القيمة



السوقية لوثائق الاستثمار للصناديق محل الدراسة، وهذا يوضح مدى تذبذب أداء صناديق الاستثمار.

٣- **من حيث القيمة السوقية :** تشير نتائج الدراسة الميدانية إلى أن القيمة السوقية لوثائق الاستثمار للصناديق محل الدراسة تظهر مدى تذبذب أداء صناديق الاستثمار، وعدم تفاعلها مع سوق المال المصرى التى تعمل فيه، مما يؤثر بدوره على كفاءة الأداء المالى لصناديق الاستثمار.

يوجد تأثير معنوى لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لوثائق الاستثمار، ويرتبط هذا التأثير طبقا لنوع وهدف الصندوق، وينعكس ذلك على مدى ثقة عملاء صندوق الاستثمار فى مركزه المالى، ومدى كفاءة هذا الصندوق والعائد المحقق منه، وهذا يؤثر على القيمة السوقية لوثائق الاستثمار وهو ما يؤثر بدوره على الأداء المحقق من خلال صناديق الاستثمار.

٤- **من حيث صافى قيمة أصول الصندوق :** تشير نتائج الدراسة الميدانية كلما كان صافى قيمة أصول الصندوق أكبر كلما كان عدد وثائق الاستثمار أكبر، والعكس صحيح، وهذا يعكس مدى تفاعل هذه الصناديق مع سوق الأوراق المصرى ومدى كفاءة هذا الصندوق والعائد المحقق منه وثقة العملاء فى هذا الصندوق ومركزه المالى فى السوق ومدى الثقة فى إدارة الصندوق.

٥- **يلاحظ أن سعر الوثيقة يتوقف على تقدير السوق لها :** وقد يكون السعر أعلى أو أقل من صافى قيمة الأصول، فإذا كان سعر السوق أعلى يعنى أن الوثيقة تتداول بعلاوة أما إذا كان سعر السوق أقل من قيمتها الصافية فى الأصول فهذا يعنى أن الوثيقة تتداول بخصم وغالبا ما يكون سعر السوق مختلفا عن صافى قيمى الأصول للوثيقة.



التوصيات

- ١- ضرورة التزام مدير الصندوق باتباع سياسة توزيعات ثابتة و أن تحافظ على توزيع مستويات مستقرة من الأرباح وبمواعيد منتظمة بشكل محدد وواضح وذلك لتجنب حدوث أى تغيرات فى سياسة التوزيعات المتبعة والاستجابة السلبية للمتعاملين فى ذلك الصناديق ، ويعد ذلك من الأمور الهامة فى الواقع المصرى نظرا لانخفاض درجة كفاءة سوق المال المصرى واتسام المتعاملين فيه بانخفاض درجة الرشد والوعى الاستثمارى
- ٢- - إعلام المستثمرين (حملة الوثائق) مسبقا بالأسباب التى تدفع مدير الصندوق لاتخاذ قرارات ترتبط بإحداث تغيرات فى التوزيعات أو عدم وجود توزيعات، وبهذه الطريقة تستطيع إدارة الصندوق تجنب رد
- ٣- تطوير ضوابط الحوكمة واستمرار الفصل ما بين سلطات مدير الاستثمار وجماعة حملة الوثائق والجمعية العمومية لشركات الصندوق.
- ٤- سالاستمرار فى عملية تطوير اللائحة التنفيذية الخاصة بصناديق الاستثمار بما يضمن الحفاظ على عمليات التطوير والتحديث المستمر بالنسبة لنظم عمل وآليات إصدار وتداول صناديق الاستثمار.
- ٥- إصدار قانون يسمح بتجريم المديرين والعاملين الذى تتاح لهم بمعرفة معلومات خاصة عن المنشأة التى يعملون فيها، وإستخدام تلك المعلومات فى المضاربة.



المراجع العربية

- (١) بهاء الدين سعد ، الإدارة المالية، الجزء الأول، الطابعة الثانية، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٤، ص ١٥.
- (٢) عبد الله ممدوح قباني، أثر توزيعات الأرباح غير المتوقعه على أسعار أسهم البنوك (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٦، ص ٤٣.
- (٣) محمد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٢٥.
- (٤) محمد صالح الحناوى، جلال إبراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٢، ص ٢٠١.
- (٥) مى عبد الظاهر، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠١٢، ص ص ٤ - ٨٤.
- (٦) هالة محسن صبحى، أثر التوزيع النقدى على القيمة السوقية للأسهم العادية دراسة مقارنة بين البورصة المصرية EGX والبورصة السعودية TADAWUL، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٧)، العدد (١)، الجزء (٢)، ٢٠١٣، ص ص ١٩٩ - ٢٤٦.
- (٧) محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي الائتماني"، الأساليب والأدوات والاستخدامات العامة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٣، ص ٣

المراجع الاجنبية

- (¹)Vilija Alekneviien, Povilas Domeika, Dalia Jatknait, Test the relationship between the distribution of profits and all of the market value and the amount of the shares traded on the New York Stock Exchange, ISSN 1392-2785 Engineering Economics.2009.No 5 (50) Economics Of Engineering Decisions



- (²) Cindy M., The Relationship Between Information Asymmetry and Dividend Policy, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2012
- () Chris Grose; Diversification Opportunities Through Fixed- income Managed Funds in Eastera Europe. Journal Of Emerging Market Finance. Vol. 12. No. 1. 2013. Pp. 1- 29
- (¹) David R Gallagher & Peter A Gardner & Camille H Schmidt; Style Factor Timing; An application to the Portfolio holdings Of Us Fund managers. Australian Journal of Management. 2014.pp-1-33
- (4) Brealy , R.A., & Cmyers, Brinciples Of Corporate Finance, 4th. Ed, newyork ; Mcgraw Hill. Inc, 1991.
- (5) Pinches, G.E Essential Of Financial Mangement, 4 th. Ed, New York; Harpercolins Publishers, 1992.
- (⁶) Edward I , Altman, Financial Hand Book, 5th Ed; Amoldpresspublication , 1981.
- (⁷) Weston. J.Fred & Scott Besley, Essentials Of Managerial Finance. 11th Ed, New York; The Dryden Press, 1996.
- (⁸) Lawrence, J& Gitman , Principles Of Managerial Finance, New York Harper & Collins Publishers, 1988.
- (⁹) Sears, R & Ttennephel, L. InvestementMangement, The Dryden press, 1993, pp 74.



- (¹⁰) Reilly K.& Brown, C. Investment Analysis and Portofolio management, Dryden Press, 2000 P,p. 101
- (¹¹) Atexander, A. & sharpe, F.& Bailey v. fundammentalsof Investment, Third Edition prentice – Hall, 2001, pp573.
- (¹²) Williams, The megraw – Hill Investor’s Desk Reference, the Megraw – Hill Companies, 2001 pp 267.

