

الميل العاطفي للمستثمر وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية¹

د. محمود فتحي شلقامي

أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

جمهورية مصر العربية

drmahmoudshalkmy@yahoo.com

ملخص البحث

اختبرت الدراسة العلاقة بين الميل العاطفي وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية، بالتطبيق على عينة تتضمن شركات المؤشر (EGX100) في الفترة (2015 – 2019)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي للميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية، وعدم تأثير كلا من (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح) على العلاقة بين الميل العاطفي وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية.

الكلمات الدالة

الميل العاطفي للمستثمر، تقلبات التدفقات النقدية، عوائد الاسهم، البورصة المصرية.

(1) المقدمة

يزخر تاريخ اسواق الأوراق المالية بالعديد من الظواهر غير العادية مثل (الانهيار الذي حدث ببورصة وول ستريت 1929) Great Crash، طفرة "ترونيكس" Tronics Boom، و فقاعة Nifty Fifty الاثنين الأسود (1987) Black Monday، و فقاعة الانترنت 1990s Dot.com، تشير كل من هذه الأحداث إلى تحول دراماتيكي أو تغير في أسعار الأسهم يشكل تفسيره تحدى بالنسبة للتمويل التقليدي والذي يفترض عقلانية (رشد) المستثمرين. لذلك ظهرت الدراسات المتعلقة بالميل العاطفي للمستثمر ومنها دراسة فيشر وستاتمان (2000) Fisher & Statman والتي تتعارض مع فرضية الرشد (العقلانية)، حيث قدمت تلك الدراسات رصد للتحيز في توقعات المستثمرين لسوق الأسهم، وكذلك بفرص كسب عوائد إضافية من خلال استغلال لهذا التحيز. لذلك فقد قام الباحثون في مجال التمويل السلوكي على تقديم تفسير لتلك الظواهر مبني على افتراضين أساسيين. ويتمثل الافتراض الأول

¹ تم تقديم البحث في 2020/12/3، وتم قبوله للنشر في 2021/2/3.

كما أوضحت دراسة ديلونج وشليفر وسامرز والدمان (De Long, Shleifer, Summers, & Waldmann, 1990) في أن المستثمرين يخضعون للمشاعر subject to sentiment، وقد عرف بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2007) الميل العاطفي للمستثمر بأنه "اعتقاد a belief حول التدفقات النقدية المستقبلية future cash flow ومخاطر الاستثمار investment risks التي لا تبررها الحقائق المطروحة". حيث رصدت الدراسات التي تناولت الميل العاطفي والتي تعارض فرض الرشد للمستثمرين مثل دراسة فيشر وستاتمان (Fisher & Statman, 2000)، التحيز لتوقعات المستثمرين في سوق الأسهم، وكذلك استغلال هذا التحيز في الحصول على عوائد إضافية. الافتراض الثاني، الذي أكد عليه كلا من شليفر وفيشني (Shleifer & Vishny, 1997) هو أن الرهان ضد المستثمرين العاطفيين sentimental investors مكلف ومحفوف بالمخاطر. ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الراشدين rational investors أو المراجحين arbitrageurs كما يطلق عليهم غالبًا، لن يكافحوا من أجل إجبار الأسعار على ان تتحرك وفقا لأساسيات fundamentals المخاطرة والعائد.

لتوضيح الأسهم التي من المحتمل أن تكون الأكثر تأثراً بالميل العاطفي، فقد راجح كلا من بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2007) أن تكون الأسهم ذات رأس المال المنخفض low capitalization، والأصغر عمرا younger، وغير الربحية unprofitable، والتقلبات العالية high-volatility، والتي لم تدفع توزيعات non-dividend paying، أو الشركات النمو growth companies أو أسهم الشركات التي تعاني من العسر المالي financial distress، حساسة بشكل غير متناسب للموجات الواسعة broad waves من الميل العاطفي للمستثمرين. لذلك يجب الإشارة هنا الى ان الشركات الناشئة الصغيرة small startup قد مثلت غالبية الإثارة حيث انها الضحية الأكثر تضررا للاهيارات اللاحقة لفقاعة الإنترنت، مما يدعم صحة ما ذهب اليه كلا من بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2007). كما أكد الباحثان علي ان جميع الشركات ذات المخاطر العالية، كانت أداؤها أسوأ بعد الفترات التي شهدت ارتفاع الميل العاطفي للمستثمر.

(2) مشكلة الدراسة

يمكن صياغة مشكلة الدراسة الحالية في التحقق من تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية، واستنادا على ذلك تم صياغة تساؤلات الدراسة الآتية:

(1-2) هل يؤثر الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية؟

(2-2) هل يختلف تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية باختلاف خصائص الشركة (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح)؟

(3) أهمية وهدف الدراسة

تتضح أهمية الدراسة الحالية من خلال العديد من النقاط ومن أهمها الموضوع الذي تناولته الدراسة الا وهو الميل العاطفي sentiment، ويتجسد ذلك من خلال الندرة التي تشهدها المكتبة العربية للأبحاث التي تتعلق بهذا الموضوع على مستوى البورصة المصرية وأيضا البورصات العربية، كما تبرز أيضا أهمية هذا الموضوع بواسطة تناوله أثر الميل العاطفي على عوائد الأسهم عالية التقلبات في البورصة المصرية، مما يساعد الباحثين في مجال التمويل على اجراء الدراسات التي تتناول الميل العاطفي للمستثمر.

واستنادا لما سبق، واتساقا أيضا مع التساؤلات، يتجسد هدف الدراسة الرئيسي دراسة أثر الميل العاطفي على عوائد الأسهم عالية المخاطر في البورصة المصرية.

ويمكن تحقيق هدف الدراسة بواسطة الأهداف الفرعية الآتية:

(1-3) التحقق من تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية.

(2-3) التحقق من تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية باختلاف خصائص الشركة (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح).

(4) الدراسات السابقة

تشير أدبيات التمويل السلوكي إلى أن الميل العاطفي يؤثر على قرارات التداول trading decisions. ويمكن أن يؤدي تأثير التوقعات المستقبلية للمستثمرين إلى زيادة أو نقص أسعار الأسهم، تركزت الدراسات التطبيقية المبكرة على إظهار كيف تنبأ الميل العاطفي بالعوائد المستقبلية في سوق الأسهم الأمريكية US stock market، ومنها دراسة بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2000) وأجريت خلال الفترة (1928-1997)، ودراسة براون وكليف (Brown & Cliff, 2005)، وأجريت خلال الفترة (1963 – 2000) لعدد 456 مشاهدة واستعمال البيانات الشهرية، و لعدد 235 مشاهدة خلال الفترة (1979- 1998) باستعمال البيانات الأسبوعية، ودراسة كوثري وشانكين (Kothari & Shanken, 1997) خلال الفترة (1926- 1991)، ودراسة نيل وويتلي (Neal & Wheatley, 1998) وأجريت خلال الفترة (1933- 1993)، كما تقديم العديد من الدراسات التي تؤيد وجود علاقة بين معنويات المستثمرين وعوائد السوق الشهرية اللاحقة على مستوى السوق الصيني (Han & Li, 2017; Cheema, Man, & Szulczyk, 2018; Liang & Willett 2015; Yao & Luo 2009).

وقد أجريت العديد من الدراسات التي تتناول تأثير الميل العاطفي بعيدا عن سوق الأسهم مثل الدراسات التي أجريت من أجل تحليل تأثير الميل العاطفي في سوق العقود المستقبلية futures market، مثل دراسة سيمون وويجنز (Simon & Wiggins, 2001) التي أجريت خلال الفترة (1989 – 1999)، ودراسة وانج (wang, 2001) خلال الفترة (1993- 2000)، ودراسة وانج (wang, 2003) خلال الفترة (2002- 2006)، وقد أجريت دراسات أخرى على سوق الخيارات options market مثل دراسة هان (Han, 2001) خلال الفترة (1988- 1997)، ودراسة ليمون وني (Lemmon & Ni, 2011) وأجريت خلال الفترة (1990- 2008)، وقد أجريت دراسات أخرى على سوق العملات currency market، مثل دراسة آهن، لي، وسوه (Ahn, Lee, & Suh, 2002) والتي أجريت خارج الولايات المتحدة حيث أجريت الدراسة بالتطبيق على سوق الصرف الأجنبي الكوري، بواسطة اجراء استقصاء على التجار في سوق الصرف الأجنبي الكوري. كما أجريت دراسات أخرى على أسواق الصكوك warrants market مثل دراسة بورجهاردت وزينك وريردان (Burghardt, Czink, & Riordan, 2008) وأجريت خلال الفترة (2004- 2007)، بالتطبيق على بورصة الصكوك الأوروبية European Warrant Exchange، ودراسة شميتز وجلازر وويبر (Schmitz, Glaser, & Weber, 2009) والتي أجريت على مستوى السوق المانيا حيث اجريت الدراسة على الصكوك التي يتم تداولها عبر German online broker.

وقد قدمت مجموعة أخرى من الدراسات إمكانية وجود علاقة سببية بين عوائد المؤشر $index\ returns$ والتغيرات في الميل العاطفي، بالتطبيق على السوق الأمريكي مثل دراسة براون وكليف (Brown & Cliff, 2004)، بالتطبيق على السوق الأمريكي وأجريت خلال الفترة (1965 – 1998) لعدد 406 مشاهدة واستعمال البيانات الشهرية، ولعدد 596 مشاهدة خلال الفترة (1987-1998) باستعمال البيانات الأسبوعية، ودراسة فيشر وستاتمان (Fisher & Statman, 2000)، وأجريت خلال الفترة (1987 – 1998)، ودراسة سولت وستاتمان (Solt & Statman 1988) وأجريت خلال الفترة (1963 – 1985)، ودراسة جانسن ونوهويس (Jansen & Nahuis, 2003) والتي أجريت على عدد 11 دولة أوربية خلال الفترة (1986-2001).

وقد تناولت العديد من الدراسات تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم "الأكثر خطورة"، ومنها دراسة بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2006) والتي أجريت على السوق الأمريكي وقد أوضحت الدراسة أنه عندما تكون مؤشرات بداية الفترة الزمنية للميل العاطفي منخفضة، تكون العوائد اللاحقة مرتفعة نسبيًا للأسهم الصغيرة، والأسهم الصغيرة، والأسهم عالية التقلب، والأسهم غير المربحة، والأسهم التي لا تدفع أرباحًا، وأسهم النمو، والأسهم المتعثرة. وعندما يكون الميل العاطفي مرتفع، فإن هذه الفئات من الأسهم تكسب عوائد لاحقة منخفضة نسبيًا. وقد فسرت الدراسة النتيجة التي مؤداها أنه عندما يكون الميل العاطفي مرتفع فإن الأسهم "الأكثر خطورة" تحقق عوائد أقل. وعندما يكون الميل العاطفي منخفض، فإنهم يكسبون عوائد أعلى. التفسير الطبيعي هو أن الأسهم شديدة التقلب، مثل الأسهم الصغيرة، يصعب نسبيًا تقييمها وكذلك المراجعة arbitrage، مما يجعلها عرضة بشكل خاص لتقلبات المشاعر.

دراسة أير وهاربر (Iyer & Harper, 2017) أجريت خلال الفترة (1980 – 2014)، وكان الهدف من تلك الدراسة هو اختبار ما إذا كان المستثمرون يتجهون إلى أسهم الشركات الأكثر امانًا عندما ينخفض الميل العاطفي للمستثمر. بعبارة أخرى، هل تؤدي الشركات الآمنة أداءً أفضل من الشركات الخطرة في أعقاب فترات انخفاض الميل العاطفي للمستثمر. ويتمثل اسهام تلك الدراسة فيما يلي: أولاً: حيث استخدمت تلك الدراسة مقياسًا أكثر مباشرة للأسهم الآمنة من خلال تحليل استقرار التدفق النقدي لاختبار ما إذا كانت معنويات المستثمرين تؤثر بالفعل على تقييم الأسهم الأكثر امانًا، وبالتالي إثبات أن معنويات المستثمرين لها آثار تقييم مختلفة على أسهم المضاربة والأسهم الأكثر امانًا. ثانيًا: شككت بعض الدراسات في صحة تأثير الميل العاطفي (Baur, Quintero & Stevens, 1996; Derrien & Kecskes, 2009; Doukas & Milonas, 2004; Paudel & Laux, 2010)، لذلك فقد قامت تلك الدراسة بمواجهة تلك الحجج التي تشكك في صحة تأثير الميل العاطفي.

وقد قدمت دراسة دراسة أير وهاربر (Iyer & Harper, 2017) تفسير مختلف لتأثير الميل العاطفي، حيث اشارت بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2007) إلى الأسهم الآمنة مثل السندات مثل أسهم المرافق. من ناحية أخرى، يشيرون إلى أسهم المضاربة على أنها شركات أصغر سنا younger، وغير مربحة unprofitable، وليس لها سجل أرباح no earnings history. هذه الصفات الأسهم من نوع المضاربة، إلى جانب عدم تماثل المعلومات asymmetries المحيطة بها تجعل من الصعب تقييمها. هناك قدر كبير من الذاتية التي تدخل في التقييم من خلال المشاعر. على العكس من ذلك، يمكن تفسير الشركات ذات التدفقات النقدية المستقرة وعدم تناسق المعلومات المنخفض على أنها ملاذات آمنة، خاصة في الأسواق المتقلبة أو عندما يكون الميل العاطفي منخفض. يمكن أن

تكون عائدات الأسهم "الأمنة" مقابل نظيراتها الخطرة أعلى خلال فترات انخفاض الميل العاطفي. ووفقا لتلك الدراسات فقد قدمت الدراسة الحالية اختبارا لأثر الميل العاطفي وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية.

(5) فروض الدراسة

وطبقا لما تم استعراضه من نتائج للدراسات السابقة وفي سبيل تحقيق أهداف الدراسة، يمكن عرض فرضين الدراسة كالآتي:

الفرض الأول: يوجد تأثير سلبي للميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية.

الفرض الثاني: يختلف تأثير للميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية باختلاف خصائص الشركة (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح).

(6) حدود الدراسة

تم اجراء هذه الدراسة في الفترة (2015 – 2019)، ولقد تم تحديد مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، وتم الاستعانة بمجموعة من المتغيرات الرقابية بنموذجين الانحدار من اجل اختبار فرضين الدراسة، لذلك يمكن القول ان نتائج الدراسة الحالية تقتصر فقط على تلك المجموعة من المتغيرات.

(7) مجتمع وعينة الدراسة

ومن اجل تحقيق اهداف الدراسة حدد مجتمع الدراسة بالهيحتوي كل الشركات المدرجة بالبورصة المصرية في الفترة (2015 – 2019)، وتم استخدام المؤشر (EGX 100) ليمثل عينة الدراسة، لكونه المؤشر الاوسع نطاقا كما انه يضمن تمثيل جيد للقطاعات المختلفة، وتمثل شركة www.egidegypt.com (EGID Egypt) مصدر البيانات التي اعتمدت عليها الدراسة.

(8) متغيرات الدراسة وأساليب قياسها

- $RetDiff_t$ عائد الفرق بين المحافظتين (المحفظة المحفوفة بالمخاطر $Ret_{HighCFVol}$ - المحفظة الآمنة $Ret_{LowCFVol}$)، وقد تم قياس هذا المتغير عن طريق اتباع طريقة فاما وفرنش (Fama & French, 1993) وفقا للخطوات التالية: أولاً تم ترتيب الأسهم علي أساس تقلبات التدفقات النقدية (CFVol) والتي استخدمت للتعبير عن المخاطرة، وتم قياسها عن طريق الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية مقسوماً على متوسط المبيعات خلال الفترة. وقد تم حساب التدفق النقدي التشغيلي بالأرباح قبل البنود غير العادية extraordinary items والاهلاك على غرار دراسة كلا من (Huang, 2009; Iyer & Harper, 2017). ثانياً تشكيل محفظتين ذات اوزان متساوية ومنفصلتين باعلي واقل 30% من أسهم (EGX 100) لتكوين (المحفظة المحفوفة بالمخاطر $Ret_{HighCFVol}$)، وكذلك (المحفظة الآمنة $Ret_{LowCFVol}$). ثالثاً حساب الفرق في العوائد الشهرية للمحفظتين للعام (t) كما يل:

$$RetDiff_t = Ret_{HighCFVol} - Ret_{LowCFVol} \quad (1)$$

- $Sentiment_{t-1}$ تمثل الميل العاطفي ولقياسه قد تم استخدام حجم التداول، وذلك باتباع أسلوب دراسة كلا من (Baker & Stein, 2004; Gupta & Bhaduri, 2019)، وقد تم استخدام حجم التداول للتعبير الميل العاطفي بالنسبة للبورصة المصرية في دراسة (شلقامي، 2016)، وفي الدراسة الحالية تم الحصول عليه بقسمة جميع الأسهم المتداولة شهريا في البورصة المصرية على جميع الأسهم المصدرة خلال العام (t-1).

- MRP للتعبير عن احد متغيرات فاما وفرنش 1 Fama-French factor وهو المتغير (Market risk premium) وقد تم قياس هذا المتغير بحساب $(R_{mt} - R_{ft})$ حيث يمثل R_{mt} عن عوائد السوق والذي تم التعبير عنها بالعوائد الشهرية للمؤشر (EGX 100)، وتمثل R_{ft} معدل العائد الخالي من الخطر والذي تم التعبير عنه بالمتوسط الشهري لمعدل العائد لأذون الخزانة.

- HML للتعبير عن احد متغيرات فاما وفرنش 2 Fama-French factor وهو المتغير (High minus low)، وقد تم قياس هذا المتغير وفقا للخطوات التالية: أولا تم ترتيب الأسهم علي أساس نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية. ثانيا تشكيل محفظتين ذات اوزان متساوية ومنفصلتين باعلي واقل 30% من أسهم (EGX 100) لتكوين المحفظة التي تحتوي علي أعلي الأسهم من حيث نسبة (القيمة الدفترية إلى السوقية)، وكذلك المحفظة التي تحتوي علي أدني الأسهم من حيث نسبة (القيمة الدفترية إلى السوقية). ثالثا حساب الفرق بين المحفظتين (HML).

- SMB للتعبير عن احد متغيرات فاما وفرنش 3 Fama-French factor وهو المتغير (Small minus big)، وقد تم قياس هذا المتغير وفقا للخطوات التالية: أولا تم ترتيب الأسهم طبقا للقيمة السوقية. ثانيا تشكيل محفظتين ذات اوزان متساوية ومنفصلتين باعلي واقل 30% من أسهم (EGX 100) لتكوين (محفظة الأسهم الكبيرة Big)، وكذلك (محفظة الأسهم الصغيرة Small). ثالثا حساب الفرق بين المحفظتين (SMB).

- Size يمثل متغير الحجم احد المتغيرات الرقابية وتمقياسه بحساب لوغارتم اجمالي الأصول (log of assets).

- Leverage تمثل الرافعة المالية احد المتغيرات الرقابية وتم حسابها بقسمة الديون / الأصول طويلة الأجل.

- Profit للتعبير عن هامش صافي الربح net profit وهو واحد المتغيرات الرقابية وتم حسابها بقسمة صافي الدخل / المبيعات.

(9) اختبار تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية

تم اختبار تأثير الميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية بواسطة النموذج التالي:

$$RetDiff_t = \alpha + \beta_1 Sentiment_{t-1} + \beta_2 MRP_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 SMB_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

(1-9) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

يتبين من الجدول (1) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات كما يلي:

جدول 1: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
0.37	0.025	0.038	$RetDiff_t$
0.33	0.034	0.031	$Sentiment_{t-1}$
0.32	0.030	0.035	MRP_t
0.34	0.031	0.034	HML_t
0.35	0.032	0.037	SMB_t

(2-9) نتائج اختبار النموذج

يمكن عرض نتائج معامل التحديد للنموذج من خلال الجدول (2) كما يلي:

جدول 2: معامل التحديد للنموذج

خطأ التقدير	قيمة R المعدلة	قيمة R تربيع	قيمة R
0.042	0.842	0.832	0.912

يتبين من الجدول (2) أن المتغيرات المستقلة $Sentiment$ ، MRP ، HML ، SMB تفسير 83.2% من التغيرات في عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية.

جدول 3: اختبار معنوية معاملات الانحدار

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	
0.004	2.214-		(constant)
0.002	2.154-	0.023-	$Sentiment_{t-1}$
0.215	1.823	0.056	MRP_t
0.127	1.512	0.173	HML_t
0.158	1.345	0.149	SMB_t

يتبين من الجدول (3) معنوية تأثير متغير الميل العاطفي $Sentiment$ ، على متغير عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية، وذلك لأن قيمة P. Value لمتغير $Sentiment$ بلغت (0.002)، وتلك القيمة تقل بالطبع عن مستوي المعنوية 5%.

(3-9) اختبار معنوية الانحدار

تم اختبار معنوية الانحدار وذلك من خلال تحليل ANOVA، وتم الحصول على النتائج الموضحة بالجدول (4):

جدول 4: نتائج تحليل ANOVA

قيمة F	قيمة Sig
85.431	0.000

يتضح من الجدول (4) ان $g=0.000$ هو يقل بالطبع عن مستوى المعنوية 5% ولذلك يمكن اعتبار الانحدار معنوي، مما يدل على صحة اختبار معنوية الانحدار.

(10) اختبار أثر خصائص المنظمة (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح)

على العلاقة بين الميل العاطفي وعوائد الأسهم عالية التقلبات

تم اختبار أثر خصائص المنظمة (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح) على العلاقة بين الميل العاطفي وعوائد الأسهم عالية التقلبات بالنموذج التالي:

$$RetDiff_t = \alpha + \beta_1 Sentiment_{t-1} + \beta_2 MRP_t + \beta_3 SMB_t + \beta_4 HML_t + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 Profit_{i,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

(1-10) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

يبين الجدول (5) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات كما يلي:

جدول 5: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	بيان
0.37	0.025	0.038	$RetDiff_t$
0.33	0.034	0.031	$Sentiment_{t-1}$
0.32	0.030	0.035	MRP_t
0.34	0.031	0.034	HML_t
0.35	0.032	0.037	SMB_t
1.32	8.31	8.30	$Size_{i,t}$
0.030	0.33	0.039	$Leverage_{i,t}$
0.38	0.036	0.035	$Profit_{i,t}$

(2-10) نتائج اختبار النموذج

يمكن عرض نتائج معامل التحديد للنموذج من خلال الجدول التالي:

جدول 6: معامل التحديد للنموذج

خطأ التقدير	قيمة R المعدلة	قيمة R تربيع	قيمة R
0.044	0.811	0.801	0.895

يتبين من الجدول (6) أن المتغيرات المستقلة *Sentiment*، *MRP*، *HML*، *SMB*، *Size*، *Leverage*، *Profit*، تفسير 80.1% من التغيرات في عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية.

جدول 7: اختبار معنوية معاملات الانحدار

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	
0.003	2.231-		(constant)
0.002	2.154-	0.023-	<i>Sentiment</i> _{t-1}
0.215	1.823	0.056	<i>MRP</i> _t
0.127	1.512	0.173	<i>HML</i> _t
0.158	1.345	0.149	<i>SMB</i> _t
0.154	1.201	0.061	<i>Size</i> _{i,t}
0.147	1.223	0.024	<i>Leverage</i> _{i,t}
0.121	1.524	0.044	<i>Profit</i> _{i,t}

يتبين من الجدول (7) عدم معنوية تأثير المتغيرات (*Profit*، *Leverage*، *Size*)، وذلك لأن قيمة P. Value قد بلغت (0.154، 0.147، 0.121) على التوالي، وتلك القيمة تزيد بالطبع عن مستوى المعنوية 5%.

(3-10) اختبار معنوية الانحدار

تم اختبار معنوية الانحدار وذلك من خلال تحليل ANOVA، وتم الحصول على النتائج الموضحة بالجدول (8) كما يلي:

جدول 8: نتائج تحليل ANOVA

قيمة F	قيمة Sig
83.213	0.000

يتضح من الجدول (8) ان $g=0.000$ هو يقل بالطبع عن مستوى المعنوية 5% ولذلك يمكن اعتبار الانحدار معنوي، مما يدل على صحة اختبار معنوية الانحدار.

(11) الخلاصة والدراسات المستقبلية

اختبرت الدراسة العلاقة بين الميل العاطفي وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية، وذلك من خلال عينة تتمثل في المؤشر (EGX 100) في الفترة (2015 – 2019)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي للميل العاطفي على عوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية، وذلك لأن قيمة P.

Value المتغير Sentiment بلغت (0.002)، وتلك القيمة تقل بالطبع عن مستوى المعنوية 5%، وعدم تأثير كلا من (الحجم، الرافعة المالية، هامش صافي الربح) على العلاقة بين الميل العاطفي وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية، وذلك لان قيمة P. Value قد بلغت (0.154، 0.147، 0.121) على التوالي، وتلك القيمة تزيد بالطبع عن مستوى المعنوية 5%.

وبذلك تؤيد نتائج الدراسة الحالية نتائج دراسة Baker & Wurgler (2006) حيث توصلت تلك الدراسة انه عندما يكون الميل العاطفي مرتفع فإن الأسهم "الأكثر خطورة" تحقق عوائد أقل. وكذلك عندما يكون الميل العاطفي منخفض، فإنهم يكسبون عوائد أعلى. وقد تمت تفسير لذلك بان الأسهم شديدة التقلب، مثل الأسهم الصغيرة، يصعب نسبياً تقييمها وكذلك المراجحة arbitrage، مما يجعلها عرضة بشكل خاص لتقلبات الميل العاطفي.

ويعتد موضوع أثر الميل العاطفي وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية، أحد المجالات الخصبة امام الباحثين في التمويل السلوكي بالنسبة للبورصة المصرية وأيضاً بالنسبة للبورصات العربية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

شلقامي، محمود (2016). أثر الميل العاطفي للمستثمر على عوائد وتقلبات عوائد الأسهم في السوق المصري للأوراق المالية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، (3): 81-116.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Ahn, C.; Lee, E., & Suh, E. (2002). Noise trading in the Korean foreign exchange market: Some questionnaire evidence. *Bank of Korea Economic Papers*, 5(2), 133–155.

Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *Journal of Finance*, 55 (5), 2219–2257.

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.

Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-51

Baker, M., & Stein, J.C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271–299.

Barberis, N.; Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*. 49 (3), 307–343.

- Baur, M.; Quintero, S., & Stevens, E. (1996). The 1986-88 stock market: investor sentiment or fundamentals?. *Managerial and Decision Economics*, 17 (3), 319-329.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11 (1), 1-27.
- Brown, G., & Cliff, M. (2005). Investor sentiment and asset valuation. *Journal of Business*, 78(2): 405-440.
- Burghardt, M.; Czink, M., & Riordan, R. (2008). Retail investor sentiment and the stock market. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1100038> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1100038>.
- Cheema, M.; Man, Y., & Szulczyk, V. (2018). Does investor sentiment predict the near-term returns of the Chinese stock market?. *International Review of Finance*, 20 (1), 225-233.
- Corredor, P.; Ferrer, E. & Santamaria, R. (2013). Investor sentiment effect in stock markets: stock characteristics or country-specific factors? *International Review of Economics & Finance*, 27 (c), 572-591.
- De Long, J.; Shleifer, A.; Summers, L., & Waldmann, R. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-38.
- Derrien, F., & Kecskes, A. (2009). How much does investor sentiment really matter for equity issuance activity? *European Financial Management*, 15 (4), 787-813.
- Doukas, J., & Milonas, N. (2004). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle: out-of sample evidence. *European Financial Management*, 10 (2), 235-266.
- Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33 (1), 3-56.
- Fisher K., & Statman M. (2000). Investor sentiment and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 56 (2), 16-23.
- Gupta, S., & Bhaduri, S. (2019). Skin in the game – investor behavior in asset pricing, the Indian context. *Review of Behavioral Finance*, 11(4), 373-392.
- Han, B., (2008). Investor sentiment and option prices. *Review of Financial Studies*, 21(1), 387-414.

- Han, X., & Li, Y. (2017). Can Investor Sentiment Be a Momentum Time-Series Predictor? Evidence from China. *Journal of Empirical Finance*, 42 (c), 212–39.
- Huang, A., (2009). The cross section of cashflow volatility and expected stock returns. *Journal of Empirical Finance*, 16 (3), 409-429.
- Iyer, S., & Harper, J. (2017). Cash flow volatility and investor sentiment. *Managerial Finance*, 43 (2), 178-192.
- Jansen, W., & Nahuis, N. (2003). The stock market and consumer confidence: European evidence. *Economic Letters*, 79 (1), 89–98.
- Kaplanski, G., & Levy, H. (2010). Sentiment and stock prices: the case of aviation disasters. *Journal of Financial Economics*. 95 (2), 174–201.
- Kothari, S., & Shanken, J. (1997). Book-to-market, dividend yield, and expected market returns: A time-series analysis. *Journal of Financial Economics*, 44 (2), 169–203.
- Kling, G., & Gao, L. (2008). Chinese institutional investors' sentiment. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 18 (4): 374–387.
- Lemmon, M., & Ni, S. (2011). The effects of investor sentiment on speculative trading and prices of stock and index options. *AFA 2011 Denver meetings paper*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1572427> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572427>.
- Liang, P., & Willett, T. (2015). Chinese Stocks during 2000-2013: Bubbles and Busts or Fundamentals? *Chinese Economy*, 48 (3), 199-214.
- Neal, R., & Wheatley, S. M. (1998). Do measures of investor sentiment predict returns? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 523–547.
- Paudel, J., & Laux, J. (2010). A behavioral approach to stock pricing. *Journal of Applied Business Research*, 26 (3), 99-106.
- Renault, T., (2017). Intraday online investor sentiment and return patterns in the US stock market. *Journal of Banking & Finance*, 84(c), 25–40.
- Schmitz, P.; Glaser, M., & Weber, M. (2009). Individual investor sentiment and stock returns—What do we learn from warrant traders? (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=923526> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.923526>).

- Schmeling, M., (2009). Investor sentiment and stock returns: some international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 16 (3), 394–408.
- Simon, D., & Wiggins, R. (2001). S&P futures returns and contrary sentiment Indicators, *Journal of Futures Markets*. 21(5), 447–462.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1): 35–55.
- Solt, M., & Statman, M. (1988). How useful is the sentiment index? *Financial Analysts Journal*. 44(5), 45– 55.
- Wang, C. (2001). Investor sentiment and return predictability in agricultural futures markets. *Journal of Futures Markets*, 21(10), 929–952.
- Wang, C. (2003). Investor sentiment, market timing and futures returns. *Applied Financial Economics*, 13(12), 891–898.
- Yao, S., & Luo, D. (2009). The Economic Psychology of Stock Market Bubbles in China. *The World Economy*, 32 (5), 667–91.

Investor Sentiment and Returns of High Cash Flow Volatility Stocks in the Egyptian Exchange.

Dr. Mahmoud Fathy Shallkamy

Abstract

This study examines the relationship between Investor sentiment and returns of high cash flow volatility stocks in the Egyptian exchange, using data from (EGX 100) index, during the years (2015-2019), The results indicated that sentiment has significant impact on returns of high cash flow volatility stocks while the Size, Leverage, Profit have no effect on the relationship between of sentiment and returns of high cash flow volatility stocks.

Keywords

Investor sentiment - Cash flow volatility - stock returns - Egyptian exchange.

التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

شلقامي، محمود فتحي (2021). الميل العاطفي للمستثمر وعوائد الأسهم ذات تقلبات التدفقات النقدية العالية في البورصة المصرية. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 58 (3)، 43 – 56.

جميع حقوق النشر والطباعة والتوزيع محفوظة

لمجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية © 2021

