

قدرة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية في تفسير عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

دكتور

حسن علي سويلم

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

دكتور

إبراهيم محمد علي

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

آية مجدي عبداللطيف شومان

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الثالث والأربعون - العدد الثالث يوليه ٢٠٢١

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

ملخص :

استهدفت هذه الدراسة اختبار ودراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات. ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، وقد استخدمت الباحثة معدل عائد السهم كمتغير تابع واعتمدت في قياسه على العائد الكلي للسهم، كما استخدمت الباحثة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية كمتغيرات مستقلة. وقد تكونت عينة الدراسة من ٩٥ شركة بإجمالي (٧٦٠) مشاهدة ممثلة لمجتمع الدراسة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٦. وتوصلت النتائج الاختبارية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد إلى وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية ٥% بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم وذلك في فترة الأزمة، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية ١% بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم وذلك في ما بعد الأزمة، بينما تظهر النتائج وجود علاقة سالبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين الأرباح وبين عوائد الأسهم في فترة ما بعد الأزمة.

المصطلحات الرئيسية: الأرباح Earning التدفقات النقدية التشغيلية Operation cash flow
عوائد الأسهم Stock Return الأزمات Crisis.

Abstract

The study aimed to examine the relationship between earning, operation cash flow and stock returns in companies listed at the Egyptian Stock Exchange.in order to testing study hypothesis. We use the gross return per share to measure the stock returns. The study sample consisted of 90 non-financial company listed in the Egyptian stock exchange that belong to 15 non-financial economic sectors in the period from 2009 to 2016. The researcher relied on multiple regression model in order to testing the relation between Independent variables that represented in earning, operation cash flows and the dependent variable stock returns. The results of the statistical analysis showed a significant positive relation between operation cash flow and stock returns during the crisis period. In addition to there is a significant negative relation between earning and stock returns in the post-crisis period. As well there is a significant positive relation between operation cash flow and stock returns in the post-crisis period. While the results of the statistical analysis showed there is no relation between earning, operation cash flow and stock returns in the pre- crisis period.

Keywords: Earning, Operation cash flow, Stock Return, Crisis

القسم الأول: الإطار العام للدراسة

أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة

تعرضت دول العالم للعديد من الأزمات المالية والاقتصادية والسياسية خلال السنوات الأخيرة وأصبحت ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، ويرجع ذلك إلى أن نتائجها كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي لدول العالم وخصوصاً الدول النامية. كما شهد العالم العربي من الأزمات السياسية وهو ما حدث في الدول العربية وسمى " بثورات الربيع العربي" والتي أثرت سلباً على أداء الأسواق العربية بصفة عامة خلال عام ٢٠١١، وكانت مصر من ضمنها؛ حيث أحدثت ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ هزة كبيرة في الاقتصاد المصري أدت إلى تدهور الأوضاع الأمنية وتراجع البورصة المصرية وتوقف عمل البنوك، وذلك نظراً لتوقف عجلة الإنتاج والتصدير والاستيراد في محاولات لتغيير اقتصادي وسياسي كبير في مصر وما صاحبه من تغيير للوزارات وتعرض الكثير من الشركات للخسائر (فودة، ٢٠١٦).

وأدت جائحة COVID-19 إلى أزمة طاحنة اجتاحت العديد من الاقتصاديات العالمية وأثارت مخاوف بشأن الأزمات الاجتماعية والاقتصادية التي ستعرض لها الدول مع استمرار انتشار هذا الفيروس في جميع أنحاء العالم (Rinaldi, 2020). وهنا يظهر الدور المحوري للمحاسبة في قياس الأحداث الاقتصادية والإفصاح عن أثر تلك الأحداث على أداء المنشأة ومركزها المالي وتدفقاتها النقدية، حيث يتعين على إدارة المنشآت ومعدّي التقارير المالية تقييم قدرة المنشآت على الاستمرار في ضوء ارتفاع مستوى عدم التأكد المصاحب لتفشي الفيروس. ويهدف قياس الأثر المالي لتفشي الفيروس على المنشآت مع الإفصاح عن هذا الأثر إلى توفير معلومات مفيدة لمستخدمي القوائم المالية يمكن استخدامها في اتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة (الطحان، ٢٠٢٠؛ محمود، ٢٠٢٠).

ومن الموضوعات الهامة التي شغلت الفكر المحاسبي مدى ملائمة المعلومات المحاسبية باعتبار أنهذه المعلومات مدخلات أساسية يتم استخدامها في ترشيد قرارات المستثمرين. وتزايد الاهتمام بموضوع الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية خاصة بعد تزايد حالات الانهيار والإفلاس للعديد من الشركات في مختلف دول العالم، مما أفقد المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح الثقة في المعلومات المحاسبية المتوفرة في التقارير المالية، وأصبحت الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية مطلباً رئيسياً لزيادة الثقة في المعلومات المحاسبية التي ينتجها نظام المعلومات المحاسبية، والوقوف على مدى

ملاءمة المعلومات المحاسبية لاحتياجات المستثمرين في الأوراق المالية والتأكيد على مدى ملاءمة وفعالية المعايير التي تحكم عمل نظام المعلومات المحاسبية.

ويعتبر مدخل الملاءمة القيمة (The Value Relevance Approach) أحد المداخل البحثية التي تتم في إطار عملية البحث المحاسبي في مجال أسواق رأس المال في الوقت الراهن وأصبح محور اهتمام العديد من الدراسات المحاسبية التي تتنوع من حيث قضاياها البحثية وما تقدمه من دلالات، برغم اعتمادها على المبادئ المحاسبية لمدخل الملاءمة القيمة، واهتمت الدراسات المحاسبية بدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها والقيمة السوقية للمنشأة، وذلك للتعرف على أداء المنشأة الحالي والمستقبلي و تحديد القيمة العادلة الحالية و المستقبلية للمنشأة بدلالة أسعار وعوائد أسهمها، وتشير الدراسات لهذه العلاقة بالملاءمة القيمة (خليل، ٢٠٠١).

وتعد المعلومات المحاسبية وخاصة الربح المحاسبي إحدى الركائز التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات المتعلقة بالشراء، البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية. ومنذ نهاية ستينيات القرن العشرين تزايد الاهتمام بدراسة المحتوى المعلوماتي للمعلومات المحاسبية المتضمنة في التقارير المالية وذلك لتحديد أي من هذه المعلومات يفيد المستثمرين عند اتخاذ قرارات الاستثمار. واعترافاً بأهمية المعلومات المحاسبية في صنع واتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية حدد مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) أن الهدف من المعلومات المحاسبية يتمثل في مساعدة المستثمرين الحاليين والمرتبين في اتخاذ قراراتهم (الطنطاوي، ٢٠١٣).

ووفقاً للنظرية الاقتصادية، فإن الأرباح تلعب دوراً هاماً في اتخاذ قرارات تخصيص الموارد في أسواق رأس المال. وتمثل المنفعة التي يمكن الحصول عليها من المعلومات الخاصة بالأرباح أهمية كبيرة لمستخدمي المعلومات المحاسبية بالإضافة إلى الباحثين والممارسين، والمحللين الماليين، وواضعي السياسات المحاسبية. ويمكن القول بأن رقم الربح يمثل المعلومة الأكثر أهمية لمستخدمي القوائم المالية؛ حيث يعبر المحللون عن رأيهم فيما يتعلق بالعائد المستقبلي للأسهم من خلال توقعاتهم عن الأرباح وليس عن المبيعات أو إجمالي الأصول وحقوق الملكية. كما يتولد عن رقم الربح الكثير من المعلومات المفيدة في مجالات تقييم الاداء، وقرارات الاستثمار وتخصيص الموارد، ومنفعة الإدارة بالإضافة إلى تحديد العائد على الأسهم أو التغيرات فيه (عبدالحميد، ٢٠١٧).

وتعد العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم من أكثر العلاقات التي حظيت باهتمام الباحثين منذ نهاية الستينيات، وذلك لتفسير التغير في عوائد الأسهم. كما أن المحاسبة عن التدفقات النقدية قد احتلت مكانة كبيرة علي المستويين المهني والاكاديمي إلى أن قام مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بوضع المعيار الدولي رقم (٩٥) في نوفمبر ١٩٨٧ بشأن اعداد قائمة التدفقات النقدية والذي اطلق عليه قائمة التدفقات النقدية، وقد ألزم هذا المعيار المنشآت المساهمة الامريكية بإصدار قائمة التدفقات النقدية بدلاً من قائمة التغير في المركز المالي والتي كانت مستخدمة حتى ذلك التاريخ، ويعتبر هذا المعيار أحد التصريحات التي تطالب بنشر قائمة التدفقات النقدية للمنشآت ولاسيما بعد الأزمة التي حلت بالأسواق المالية الأمريكية عام ١٩٨٧ وأدت إلى انهيار وأسواق العقود المستقبلية. وقد أوصى المعيار بأن يتم تحليل التدفقات النقدية إلى تدفقات نقدية تشغيلية وتدفقات نقدية استثمارية وتدفقات نقدية تمويلية مع السماح للمنشأة بإعداد القائمة وفق أي من الطريقتين المباشرة والغير مباشرة. ونظراً لكون المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية تعكس احداث مالية ذات طابع تشغيلي واستثماري وتمويلي فمن المتوقع أن يكون لها أثر غير عادي على أسعار أسهمها في السوق المالي ومن ثم عواندها (أحمد، ٢٠١٣).

وتمثل عوائد الأسهم الهدف الرئيسي لكافة المستثمرين والمساهمين، حيث تمثل الأسواق المالية مركزاً مهماً في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما لها من أثر كبير على النشاط الاقتصادي والاجتماعي على مستوى الدولة (Mall and Gupta, 2019, p48). وعند دراسة أسهم الشركة يحتاج المستثمرون إلى قياس عوائد الأسهم لأنها تعتبر عاملاً مهماً لتقييم الأداء المالي للمنشأة، ومعرفة العائد الذي سيحصل عليه المستثمر إذا قام باقتنائها، ويتمثل هدف كل مستثمر يتعامل في هذه الأسواق في الحصول على العائد المرتبط بحجم المخاطر، مع جذب الأسواق للمستثمرين من أجل الحصول على عائد سنوي (Chordia et al., 2017).

وقد تناولت العديد من الدراسات المحاسبية العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم خلال فترات الأزمة المالية، فقد توصلت دراسة (Ho et al., 2001; Bepari et al., 2013; Tahat, 2017) إلى وجود علاقة موجبة بين الأرباح وعوائد الأسهم خلال فترات الأزمة. كذلك توصلت دراسة (Eng et al., 2005; Lee et al., 2017) إلى وجود علاقة سالبة بين الأرباح وعوائد الأسهم في فترة ازمة. بينما توصلت دراسة (رجب، ٢٠١٨) إلى عدم وجود علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم للشركات المتعثرة مالياً.

وتوفر قائمة التدفقات النقدية معلومات تساعد مستخدمي القوائم المالية في التعرف على مصادر النقدية في الشركة وكيفية استخدامها في الأنشطة المختلفة، والتي تُسهم في تقييم السيولة بالشركة ومعرفة مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، كما أنها تمثل أساساً لتقييم الوضع المالي وتحديد أسعار أسهمها والتي تؤثر على عوائد الأسهم، وتُسهم التدفقات النقدية التشغيلية الجيدة بدور كبير في نجاح الشركة واستمراريتها على المدى الطويل (إسماعيل، ٢٠١٧، ص ٣). ويُعد التدفق النقدي التشغيلي من أهم العناصر التي يستخدمها المستثمرون في تحليل عوائد الأسهم، وذلك لأن الأنشطة التشغيلية هي الأنشطة الرئيسية لإيرادات الشركات (Hanifah and Khafid, 2016, p292) ويمكن القول بأن الشركات التي تكون قادرة على تحقيق تدفقات نقدية مرتفعة يكون أداؤها جيداً، الأمر الذي يجعلها قادرة على دفع الديون وتوزيعات الأرباح وكذلك تمويل الأنشطة الاستثمارية من الأموال التي تم تحقيقها. مما يجعل التدفقات النقدية التشغيلية إحدى أهم أدوات المساهمين والمستثمرين في تقييم مدى نجاح الشركة على المدى الطويل واستمراريتها. حيث يُسهم نجاح الشركات في إدارة تدفقاتها النقدية بشكل كبير في زيادة ربحيتها، الأمر الذي يزيد من فرص نموها وبقاؤها في الأسواق المالية.

وهناك العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم وتوصلت غالبية تلك الدراسات إلى أهمية التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية في التنبؤ بعائد السهم، وأن هذه العلاقة كانت ايجابية معنوية (Ho et al., 2001; Lee et al., 2017 Foerster et al., 2017)

ومما سبق تخلص الباحثة إلى أن المعلومات التي توفرها الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية في شكل إطار متكامل من جوانب متعددة يُعد أمراً ضرورياً ومهماً يساعد أصحاب المصالح خاصة المستثمرين- في تحسين قرارات الاستثمار. لذلك فإن تحليل هذه العلاقة في البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة سوف يُسهم في تفسير التباين في عوائد الأسهم بين الشركات. كما أن غالبية الدراسات التي تم إجراؤها في بيئات تختلف في خصائصها عن البيئة المصرية، بما قد يؤدي إلى صعوبة تعميم نتائجها. وبالتالي تمثل الفجوة البحثية في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية من حيث أثرها على عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات، وبناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في محاولة للإجابة على التساؤل التالي:

هل توجد علاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات؟

ثانياً: هدف الدراسة

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيسي في دراسة واختبار العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات.

ثالثاً: أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من النقاط التالية:

١- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية خلال فترة الأزمات في البيئة العربية بوجه عام، وفي البيئة المصرية بوجه خاص (وذلك في حدود علم الباحثة).

٢- تُعد الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات. إذ حاولت الدراسة الحالية تحليل واختبار تلك العلاقة، وهو ما قد يُسهم في تفسير طبيعة هذه العلاقة في البيئة المصرية. كما تكمن أهمية هذه الدراسة في مساهمتها بتقديم معلومات يستفيد منها الباحثون والأكاديميون وكذلك أصحاب المصالح ومستخدمي المعلومات المالية، ومساعدة الأطراف في اتخاذ القرار الأفضل، بما قد يُقدم أدلة إضافية ويقلل من الجدل المثار حولها.

٣- تكمن أهمية هذه الدراسة في مساهمتها بتقديم معلومات لتحسين قرارات الاستثمار. لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليل من البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة من خلال توفير نموذج لتحليل العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات. كما تُسهم نتائج هذه الدراسة في تمكين مستخدمي التقارير المالية -خاصة المستثمرين- في تقييم الفرص الاستثمارية بشكل أفضل. كما قد تكون محل اهتمام كل من مجالس الإدارة، وأصحاب المصالح، والهيئات الرقابية من حيث زيادة فهم وإدراك ما هي العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم.

القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات

أولاً: الدراسات السابقة

توصلت دراسة (رجب، ٢٠١٨) إلى عدم وجود علاقة بين الأرباح وبين عوائد الأسهم بين الشركات المتعثرة وغير المتعثرة مالياً، واختلاف علاقة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية بعائد السهم بين الشركات المتعثرة مالياً وغير المتعثرة مالياً سواء من حيث اتجاه العلاقة أو من حيث مستوى معنويتها، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد في اختبار أثر كل من التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح على عائد السهم وقد اشتملت عينة الدراسة ٣٤٧ مشاهدة مستخرجة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤-٢٠١٦.

اعتمدت دراسة (Graham et al., 2000) على نموذج الانحدار المتعدد لعينة من ٤٣٧ شركة، وتم أخذ بيانات هذه الشركات من نظام ادارة المعلومات المتكاملة (I-SIMS) CD-ROMS. واطهرت النتائج وجود علاقة معنوية موجبة بين القيم الدفترية والأرباح وبين أسعار التأمين التايلاندية قبل انخفاض قيمة العملة، وتشير النتائج ايضاً إلى أن الملاعة القيمية للمعلومات المحاسبية قد تغيرت بعد انخفاض قيمة البات (Baht). هذا بالإضافة إلى تقلب أسعار الصرف لعملة البات بعد انخفاض قيمة العملة مع اعتراف الشركات في تايلاند بالخسائر الهائلة في أسعار صرف العملات الأجنبية ومن ثم الاعتراف بمكاسب ضخمة للعملات الأجنبية. كما أدى التغيير في قيمة العملة بشكل مباشر إلى تقلب مكاسب وخسائر سعر الصرف.

أيضاً في دراسة (Ho et al., 2001) اختبرت الملاعة القيمية للأرباح، القيمة الدفترية لحقوق الملكية، والتدفقات النقدية التشغيلية للشركات في كوريا خلال الفترة من ١٩٩٥-١٩٩٨، لتحقيق ذلك، اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد واشتملت عينة الدراسة على ١٠٠ شركة مسجلة في بورصة كوريا للأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩٥-١٩٩٨. وتوصلت نتائج الدراسة إلى انخفاض الملاعة القيمية للأرباح في فترة ما قبل الأزمة (١٩٩٥-١٩٩٦) إلى فترة الأزمة (١٩٩٧-١٩٩٨)، بينما ارتفعت الملاعة القيمية للتدفقات النقدية التشغيلية في فترة الأزمة (١٩٩٧-١٩٩٨). ويفسر الباحث ارتفاع الملاعة القيمية للتدفقات النقدية بأنه بسبب ارتفاع مستوى الديون لدى الكثير من الشركات وتقلب أسعار الصرف الاجنبي خلال فترة الأزمة وما يترتب عليه من عدم قدرة الشركة على

سداد ديونها واحتمالية الإفلاس. في هذه الحالة لا يعتمد المستثمر على معلومات الأرباح لأنها لا توفر معلومات مفيدة حول السيولة والمرونة المالية كما توفره معلومات التدفقات النقدية التشغيلية.

أشارت نتائج دراسة (Davis-Friday, 2002) إلى أن القيمة الدفترية تحتفظ بأهميتها وقدرتها التفسيرية خلال فترة الأزمة. كما تنخفض الملاعنة القيمية والقوة التفسيرية للأرباح خلال فترة الأزمة، ويرجع ذلك الانخفاض إلى وجود خسائر. كما توصلت التحليلات الإضافية لزيادة الملاعنة القيمية لعنصري الأرباح في المكسيك وهما المكاسب والخسائر النقدية ومكاسب وخسائر الصرف كلاهما لا يتغير خلال فترة الأزمات مما يشير إلى أن السمات الخاصة بالمحاسبة عن التضخم في المكسيك تساهم في استمرار العلاقة خلال الأزمات. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، واشتملت العينة على جميع الشركات في بورصة المكسيك (بولسا) خلال الفترة من ١٩٩٢-١٩٩٧، وتم جمع البيانات المالية وبيانات الأسعار من *Economica*، ويتم استكمال البيانات الإحصائية السنوية التي تنشرها *Bolsa*.

واختبر (Eng et al., 2005) أثر كل من الأرباح والتدفقات النقدية والاستحقاقات على عوائد الأسهم والتدفقات النقدية المستقبلية، والتي تم تقديرها بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة من شركات في هونغ كونغ، ماليزيا، سنغافورة، وتايلاند خلال الفترة من ١٩٩٤-٢٠٠١، وتم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات (Global Vantage 2003). وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم في فترة ما قبل وبعد الأزمة. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الأرباح والاستحقاقات وبين عوائد الأسهم وعدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم خلال فترة الأزمة، وأوضحت الدراسة أن ذلك قد يرجع إلى أن المستثمرين قد بالغوا في تقدير المقاييس المحاسبية خلال فترة الأزمة.

وأيضاً في دراسة (Bepari et al., 2013) اختبرت تأثير كل من القيمة الدفترية، الأرباح، والتدفقات النقدية التشغيلية على القيمة السوقية للسهم، والتي تم تقديرها بالاعتماد على نموذج أولسون لعينة من ٤٨٨٥ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٤-٢٠٠٩، وتم جمع البيانات من *World Stream* - *World Scope*. وأشارت نتائج الدراسة إلى زيادة الملاعنة القيمية الأرباح وانخفاض الملاعنة القيمية للتدفقات النقدية التشغيلية أثناء الأزمة المالية العالمية بالمقارنة بفترة ما قبل الأزمة. كما تتفوق الأرباح على التدفقات النقدية التشغيلية في شرح الاختلافات في أسعار الأسهم في سوق استراليا قبل وأثناء الأزمة المالية. بالإضافة إلى زيادة اعتماد المستثمرين في سوق استراليا على الأرباح عند تحديد

القيمة السوقية للشركات، ومع ذلك انخفض اعتماد المستثمرين علي القيمة الدفترية لحقوق الملكية لأغراض تقييم الأسهم خلال فترة الأزمة المالية بفترة ما قبل الأزمة. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى تفوق المحتوى المعلوماتي للأرباح على المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية، حيث تحتوي الأرباح على معلومات عن التغيرات الأساسية للشركات.

وتوصلت نتائج دراسة (Beisland, 2013) إلى أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية تشرح الاختلاف في أسعار الأسهم خلال فترة الأزمة، ومع ذلك زاد معامل الاستجابة للأرباح بشكل ملحوظ خلال فترة الأزمة. ويشير التحليل إلى فصل المحتوى المعلوماتي للأرباح عن المحتوى المعلوماتي للقيمة الدفترية خلال فترة الأزمة. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة من ٧٦٥ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٥-٢٠٠٨ (١٦٥ مشاهدة من عام ٢٠٠٨ "فترة الأزمة") وتم الحصول على البيانات من Data stream.

واختبرت دراسة (Tahat et al., 2017) أثر كل من القيمة الدفترية، والأرباح، والتدفقات النقدية التشغيلية علي القيمة السوقية للسهم، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة من ٣٨٩٨ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٠-٢٠١٥، وتم الحصول على البيانات منقاعة بيانات Thomson One Banker للسنوات المالية المنتهية في ديسمبر خلال فترة العينة. وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين القيمة السوقية للشركات من جهة وبين القيمة الدفترية والأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية من جهة أخرى على جميع الفترات التي تم فحصها. بالإضافة إلى تفوق الملاءمة القيمية للتدفقات النقدية التشغيلية على الأرباح والقيمة الدفترية في شرح الاختلافات للقيمة السوقية للشركات. وتفوق الملاءمة القيمية للتدفقات النقدية التشغيلية علي التدفقات النقدية الاستثمارية والتمويلية.

كما أشارت نتائج دراسة (Lee et al., 2017) إلى وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وخاصة في فترات العسر المالي. كما ترتبط التدفقات النقدية التشغيلية بعوائد الأسهم أكثر من الأرباح خلال فترات العسر المالي الخاص بالشركات. أيضاً وجد المستثمرون أن معلومات التدفقات النقدية التشغيلية مفيدة أكثر من الأرباح في كل من فترات العسر المالي الخاص بالشركة والأزمة المالية على مستوى السوق. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة تتكون من جميع الشركات المقيدة في بورصة نيويورك وبورصة أمريكا في الفترة من ٢٠٠٤-٢٠١٢.

ثانياً: تطوير فرضيات الدراسة

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في دراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات، وبناء على الإطار النظري والدراسات السابقة وللإجابة على التساؤلات التي تم طرحها في مشكلة الدراسة يمكن اشتقاق فرضيات الدراسة على النحو التالي:

(١) العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم خلال فترة الأزمات

يساعد الربح المحاسبي المستثمرين في قياس مدى كفاءة إدارة المنشأة وقدرتها في استخدام رأس المال المتاح في توليد أكبر قدر من الأرباح، كما يساعد المستثمرين في تقييم الاستثمارات المختلفة، حيث يعتبر الربح المحاسبي من العوامل التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ القرارات المتعلقة بالبيع والشراء، أو الاحتفاظ بالأوراق المالية. ويؤدي الربح المحاسبي دوراً هاماً في تقييم عوائد السهم، وذلك لأنه كلما زاد رقم الربح كلما أدى إلى زيادة التوزيعات النقدية وكلاهما يؤثر على قيمة السهم في سوق رأس المال (الطنطاوي، ٢٠١٣).

وهناك العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الأرباح وبين عوائد الأسهم وقد تباينت نتائج الدراسات في هذه العلاقة، فقد توصلت دراسة (Ho et al., 2001; Bepari et al., 2013; Tahat, 2017) إلى وجود علاقة موجبة بين الأرباح وبين عوائد الأسهم خلال فترات الأزمات. كذلك توصلت دراسة (Eng et al., 2005; Lee et al., 2017) إلى وجود علاقة سالبة بين الأرباح وعوائد الأسهم في فترة أزمة. بينما توصلت دراسة (رجب، ٢٠١٨) إلى عدم وجود علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم للشركات المتعثرة مالياً. ونتيجة لما سبق يمكن صياغة الفروض كما يلي:

ف١: لا توجد علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم (قبل الأزمة).

ف٢: لا توجد علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم (أثناء الأزمة).

ف٣: لا توجد علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم (بعد الأزمة).

(٢) العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم.

تعد التدفقات النقدية التشغيلية ذات أهمية كبيرة للمستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتقييم الوضع المالي للمنشأة، حيث تعتبر التدفقات النقدية التشغيلية الأكثر أهمية لأنها تشير إلى قدرة المنشأة على توليد النقدية فإذا كانت الأنشطة التشغيلية جيدة، فسوف تحصل المنشأة على ما تبقى من النقد المستخدم لدعم عمليات الشركة القادمة، خاصة العمليات المستمدة من المعاملات وغيرها من الأحداث

التي تؤثر على تحديد صافي الربح/ الخسارة، كما تعتبر التدفقات النقدية التشغيلية المصدر الأساسي الذي يزود إدارة المنشأة بالنقود التي تمكنها من مقابلة الاحتياجات الاختيارية، وتشمل سداد القروض، والحفاظ على القدرة التشغيلية للشركة، وسداد توزيعات الأسهم وإجراء استثمارات جديدة دون الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، ويُعد ذلك إشارة إيجابية للمستثمرين. وذلك من خلال الزيادة في أسعار الأسهم المرتبطة مباشرة بالعماد (Sharifi and Asadi, 2016; Utomo et al., 2018). وفي الغالب يميل المستثمرون إلى اختيار الأسهم بناءً على التدفقات النقدية الأعلى لأن المخاطر أقل، وبالتالي هناك فرصة كبيرة لتحقيق عوائد ايجابية من الاستثمار.

وهناك العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم وتوصلت غالبية تلك الدراسات إلى أهمية التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية في التنبؤ بعائد السهم، وأن هذه العلاقة كانت ايجابية معنوية (Ho et al., 2001; Lee et al., 2017 Foerster et al., 2017) ونتيجة لما سبق يمكن صياغة الفروض كما يلي:

- ف ٤: لا توجد علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية و عوائد الأسهم (قبل الأزمة).
ف ٥: لا توجد علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية و عوائد الأسهم (أثناء الأزمة).
ف ٦: لا توجد علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية و عوائد الأسهم (بعد الأزمة).

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية

أولاً: تصميم الدراسة

١- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المصرية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية على مدار ثمانية أعوام للفترة من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٦ (سنتان قبل الأزمة المالية - أربع سنوات الأزمة المالية - سنتان بعد الأزمة المالية)، وقد اشتملت العينة النهائية على ٩٥ شركة (٧٦٠ مشاهدة) تمثل عينة الدراسة والتي تنتمي إلى ١٥ قطاعاً رئيسياً من قطاعات البورصة المصرية وقد اقتصرَت الدراسة على الشركات التي تنتمي إلى تلك القطاعات بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية، والتي بلغ عددها ٤٧ شركة عبارة عن (٣٢ شركة في قطاع الخدمات المالية ، ١٥ بنكاً في قطاع البنوك).

٢- النموذج العام للدراسة

سوف تعتمد الباحثة في اختبار فرضيات الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية كمتغيرين مستقلين وبين عوائد السهم كمتغير تابع خلال فترة الأزمات في الشركات المساهمة المصرية؛ والذي يتم تطبيق كل منهما ثلاث مرات "الأولى في فترة ما قبل الأزمة (سنتان)، والثانية في فترة الأزمة المالية (أربع سنوات)، والثالثة في فترة ما بعد الأزمة (سنتان)"،

ويمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

حيث:

B_0 : ثابت الانحدار. B_1, B_2 : معاملات الانحدار للمتغيرين المستقلين.

$RET_{i,t}$: عوائد الأسهم (المتغير التابع). $E_{i,t}$: الأرباح (المتغير المستقل).

$CFO_{i,t}$: التدفقات النقدية التشغيلية (المتغير المستقل).

$Size_{i,t}$: حجم الشركة. $LEV_{i,t}$: الرفع المالي للشركة.

$MTB_{i,t}$: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

(B_3, B_4, B_5) : معاملات انحدار المتغيرات الضابطة. ε : الخطأ العشوائي.

٣- التعريف الاجرائي لمتغيرات البحث

جدول (١): التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الاجرائي للمتغيرات
المتغير التابع		
عوائد الأسهم	RET	وهو يتكون من جزئين، مكسب رأسمالي ناتج عن التغير في سعر السهم، وعائد جاري يتمثل في قيمة التوزيعات النقدية المدفوعة، ويتم قياسه باستخدام المعادلة التالية: $RET_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$ <p>حيث أن RET_{it}: عوائد الأسهم للشركة i في الفترة t. P_{it}: سعر السهم للشركة i في الفترة t. $P_{i(t-1)}$: سعر السهم للشركة i في الفترة $t-1$. D_{it}: مقدار التوزيعات المدفوعة للسهم للشركة i في الفترة t. (فوزي، ٢٠١٦ ص ٦٤).</p>
المتغيرات المستقلة		
الأرباح	E	صافي الدخل بعد الضرائب قبل كل من العمليات غير المستمرة والبنود غير العادية للشركة في نهاية العام (الطنطاوي، ٢٠١٣).
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة في نهاية العام (الطنطاوي، ٢٠١٣).
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	SIZE	اللوغارتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام (حمودة، ٢٠١٨).
الرفع المالي	LEV	نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في نهاية العام (حمودة، ٢٠١٨).
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	MTB	يتم حسابها بنسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لذات الحقوق في نهاية العام (حمودة، ٢٠١٨). القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد أسهم الشركة × سعر الإغلاق للسهم في نهاية العام.

ثانياً: تحليل النتائج

١- تحليل النتائج لدراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (قبل الأزمة):

١/١: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذج البحث وتشمل المتغير

التابع (عائد السهم)، والمتغيرين المستقلين (الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية)، بالإضافة إلى

المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، الرفع المالي، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية)، وذلك بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى عينة الدراسة. وتتضمن كلاً من المدى، والمتوسط، والانحراف المعياري لقيم متغيرات الدراسة.

جدول (٢): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (قبل الأزمة)

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	متغيرات الدراسة
المتغير التابع					
6.8123478	1.018952	22.5290	-24.8070	١٦٦	عائد السهم
المتغيرات المستقلة					
373127007.106	151736681.03	3251620000	-109285112	١٦٦	الأرباح
408940661.740	138354520.27	4095674000	-733714717	١٦٦	التدفقات النقدية التشغيلية
المتغيرات الضابطة					
.65829	8.6680	10.50	6.59	١٦٦	حجم الشركة
.22497	.3569	1.00	-.63	١٦٦	الرفع المالي
1.21266	1.1065	11.55	.00	١٦٦	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

ويوضح الجدول السابق أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي يلاحظ عليها:

بالنظر إلى بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة، نلاحظ من الجدول أن عدد المشاهدات قد بلغ ١٦٦ مشاهدة (٩٥*٢) وقد تم حذف ٢٤ مشاهدة لعدم توافر بيانات لها خلال فترة الدراسة البالغة (سنتان). وفيما يتعلق بالمتغير التابع يتبين أن قيمة المتوسط لمتغير عائد السهم قد بلغ (١.٠١٨٩٥) بمدى يتراوح ما بين (-٢٤.٨١، ٢٢.٥٣) تقريباً، وهو ما يعني وجود تفاوت كبير بين شركات عينة الدراسة في تحقيق عائد السهم. بينما بلغ الانحراف المعياري (٦.٨١٢٣٤٧٨) مما يدل على وجود تشتت كبير بين الشركات فيما يتعلق بعوائد الأسهم، وفيما يتعلق بالمتغيرين المستقلين، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٢) أن صافي الربح يتراوح بين (-١.٠٩٢٨٥١١٢، ٣.٢٥١٦٢٠٠٠)، ومتوسط يبلغ (١.٥١٧٣٦٦٨١.٠٣)، وقد بلغ الانحراف المعياري (١.٣٨٣٥٤٥٢٠.٢٧). كما نجد أن متوسط التدفقات النقدية التشغيلية قد بلغ (٣٧٣١٢٧٠.٠٧.١٠٦). بمدى يتراوح بين (-٧٣٣٧١٤٧١٧، ٧٣٣٧١٤٧١٧)، وانحراف معياري (٤٠٨٩٤٠.٦٦١.٧٤). وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تظهر الإحصاءات الوصفية أن حجج شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم

الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) يتراوح ما بين (٦.٥٩، ١٠.٥)، ومتوسط يبلغ (٨.٦٦٨٠) وهو ما يعني كبح حجم الشكايات المكونة لعينة البحث، وقد بلغ الانحراف المعياري (٦٥٨٢٩). كما نجد أن متوسط الرفع المالي للشركة (المديونية) قد بلغ (٣٥٦٩) بمدى يتراوح بين (-٦٣، ١)، وانحراف معياري قدره (٢٢٤٩٧). وأخيراً بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية معياري قدره (١.١٠٦٥) بمدى يتراوح بين (٠.٠، ١١.٥٥)، وانحراف معياري قدره (١.٢١٢٦٦).

٢/١: تحليل الارتباط:

لغرض تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة فقد تم استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix)، نظراً لكونها تعد الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات التفسيرية، وبالنظر إلى مصفوفة الارتباط بالجدول رقم (٣) على مستوى شركات عينة الدراسة تظهر نتائج التحليل وجود ارتباط موجب (دال عند مستوي ١٠%) بين الأرباح وبين عوائد الأسهم قبل الأزمة، وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج التحليل وجود ارتباط سالب (دال عند مستوى ١%) بين الرفع المالي وبين عوائد الأسهم، ولم يظهر أي ارتباط معنوي مع باقي المتغيرات، حيث تراوحت معاملات الارتباط بين عوائد الأسهم وباقي المتغيرات ما بين (-٠.٠٢٣، ٠.١٠٣).

جدول (٣): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين المتغيرات (قبل الأزمة)

المتغيرات	عوائد الأسهم	الأرباح	التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة	الرفع المالي	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
عوائد الأسهم	١					
الأرباح	*٠.١٣٠	١				
التدفقات النقدية التشغيلية	٠.١٠٣	***٠.٩٣٨	١			
حجم الشركة	٠.٠٧٢	***٠.٥٩٤	***٠.٤٩٥	١		
الرفع المالي	***٠.٢٣١-	*٠.١٣٢-	٠.٠٩٤-	٠.٠٢٥-	١	
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	٠.٠٢٣-	٠.٠٠٢-	٠.٠١٤	*٠.١٣٠-	٠.٠٦٧	١

***الارتباط دال عند مستوى معنوية >١% (Sig>0.01). **الارتباط دال عند مستوى معنوية >5% (Sig>0.05).
*الارتباط دال عند مستوى معنوية >١٠% (Sig>0.10).

ثالثاً: نتائج تحليل الانحدار (قبل الأزمة)

يعرض الجدول رقم (٤) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (قبل الأزمة)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول معنوية نموذج الانحدار الخطي بين عائد السهم ومجموعة المتغيرات المفسرة (الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية، المتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) حيث أن قيمة اختبار (F) مساوية ل (٢.٦٩٣) ودلالته (٢.٣%) وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب في العلوم الاجتماعية (٥%). كذلك تظهر نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٤) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار القيمة المطلقة لعائد السهم على كل من المتغيرات الداخلة في النموذج تعادل (٠.٠٧٨) وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر ٧.٨% من التغيرات في معدل عائد السهم في فترة ما قبل الأزمة. تظهر نتائج اختبار معامل التضخم (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث أن بلوغ هذا المعامل لقيمة (٥) فأكثر يؤثر على وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات (Ringle et al., 2015)، حيث كانت أكبر قيمة هي (١.١٨٩) لهذا المعامل، مما يعني أن البيانات لا تعاني هذه المشكلة.

فيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٤) عدم وجود علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم وذلك في فترة ما قبل الأزمة، وبذلك يتم قبول الفرضية الأولى القائلة بعدم وجود علاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم قبل الأزمة. كما تظهر نتائج الانحدار عدم وجود علاقة أيضاً بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في فترة ما قبل الأزمة، ويمكن تفسير ذلك بأنه إذا كانت الشركة تحقق خسائر، مع انخفاض كبير في التدفقات النقدية التشغيلية، فمن المتوقع بشكل كبير انخفاض عائد السهم، وبذلك يتم قبول الفرضية الرابعة القائلة بعدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم قبل الأزمة.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٤) عدم وجود علاقة بين حجم الشركة وعائد السهم في فترة ما قبل الأزمة، كما تظهر النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً بين الرفع المالي وبين عائد السهم في فترة ما قبل الأزمة، حيث كانت قيمة الدلالة لاختبار T ما قيمته ٠.٠٠٢ وهي أقل من مستوى معنوية ٥% وهو ما يتفق مع وجهة النظر التي تؤيد أن الشركات ذات المديونية المرتفعة مقيدة مالياً تميل إلى احتجاز أرباحها وذلك بهدف تسديد الديون

وبالتالي تنخفض ثقة المستثمرين في الهيكل التمويلي للمنشأة (Reihanzadeh et al., 2014)،
واخيراً تظهر نتائج نموذج الانحدار المتعدد عدم وجود علاقة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة
الدفترية لحقوق الملكية وبين عائد السهم في فترة ما قبل الأزمة.

جدول (٤): نتائج تحليل الانحدار العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية و عوائد الأسهم (قبل
الأزمة)

احصاءات اختبار الازدواج الخطي		مستوى الدلالة (sig)	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
معامل تضخم التباين (VIF)	اختبار التباين المسموح به (Tolerance)						
		0.744	0.327		8.818	٢.٨٨٥	ثابت الانحدار
1.189	0.096	0.569	0.570	0.140	0.000	2.5E-9	الأرباح
1.064	0.115	0.771	-0.291	-0.65	0.000	-1.0E-9	التدفقات النقدية التشغيلية
1.172	0.591	0.953	0.059	0.006	1.022	0.060	حجم الشركة
1.033	0.937	0.002**	-3.148	-0.24	2.375	-7.476	الرفع المالي
1.048	0.944	0.930	0.089	0.007	0.439	0.039	القيمة السوقية إلى الدفترية
قيمة (R ²) المعدلة = 0.049			معامل التحديد (R ²) = 0.078				
دلالة (F) = 0.023			قيمة (F) = 2.693				
نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.892							
عدد المشاهدات N = ١٦٦							
***الانحدار دال عند مستوى معنوية ١% ، (> Sig ٠,٠١) ، **الانحدار دال عند مستوى معنوية ٥% ، (> Sig ٠,٠٥) ، *الانحدار دال عند مستوى معنوية ١٠% (> Sig ٠,١٠)							

٢- تحليل النتائج لدراسة العلاقة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم (أثناء الأزمة):

١/٢ : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول (٥): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (أثناء الأزمة)

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	متغيرات الدراسة
المتغير التابع					
5.8302536	.625771	53.1100	-15.7350	٣٤٩	عائد السهم
المتغيرات المستقلة					
328053026.68	119788631.2	2622295000	-520468847	٣٤٩	الأرباح
356397881.49	127254373.8	2409141000	-580011770	٣٤٩	التدفقات النقدية التشغيلية
المتغيرات الضابطة					
.62480	8.7101	10.49	7.51	٣٤٩	حجم الشركة
.22808	.3851	1.77	.01	٣٤٩	الرفع المالي
1.25823	1.0077	18.21	.00	٣٤٩	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

ويوضح الجدول السابق أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي يلاحظ عليها:

بالنظر إلى بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة، نلاحظ من الدراسات أن عدد المشاهدات قد بلغ ٣٤٩ مشاهدة (٢*٩٥) وقد تم حذف ٣١ مشاهدة لعدم توافر بيانات لها خلال فترة الدراسة البالغة (٤) سنوات. وفيما يتعلق بالمتغير التابع يتبين أن قيمة المتوسط لمتغير عائد السهم قد بلغ (625771). بمدى يتراوح ما بين (-١٥.٧٤، ٥٣.١١) تقريباً، وهو ما يعني وجود تفاوت كبير بين شركات عينة الدراسة في تحقيق عائد السهم. بينما بلغ الانحراف المعياري (٥.٨٣٠٢٥٤) مما يدل على وجود تشتت كبير بين الشركات فيما يتعلق بعوائد الأسهم، وفيما يتعلق بالمتغيرين المستقلين، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن صافي الربح يتراوح بين (-٥٢٠٤٦٨٨٤٧، ٥٢٠٤٦٨٨٤٧) ومتوسط يبلغ (١١٩٧٨٨٦٣١.٢)، وقد بلغ الانحراف المعياري (١٢٧٢٥٤٣٧٣.٨) بمدى يتراوح بين (-٥٨٠٠١١٧٧٠، ٣٢٨٠٥٣٠٢٦.٦٨). كما نجد أن متوسط التدفقات النقدية التشغيلية قد بلغ (٣٥٦٣٩٧٨٨١.٤٩) وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تظهر الإحصاءات الوصفية أن حجج شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم

الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) يتراوح ما بين (٧.٥١، ١٠.٤٩)، ومتوسط يبلغ (٨.٧١٠١) وهو ما يعني كبر حجم الشركات المكونة لعينة البحث، وقد بلغ الانحراف المعياري (٠.٦٢٤٨٠). كما نجد أن متوسط الرفع المالي للشركة (المديونية) قد بلغ (٠.٣٨٥١) بمدى يتراوح بين (٠.٠١، ١.٧٧)، وانحراف معياري قدره (٠.٢٢٨٠٨). وأخيراً بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (١.٠٠٧٧) بمدى يتراوح بين (٠.٠٠، ١٨.٢١)، وانحراف معياري قدره (١.٢٥٨٢٣).

٢/٢: تحليل الارتباط:

لغرض تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة فقد تم استخدام مصفوفة بيرسون (Pearson Correlation Matrix)، وبالنظر إلى مصفوفة الارتباط بالجدول رقم (٦) على مستوى شركات عينة الدراسة تظهر نتائج التحليل وجود ارتباط موجب (عند مستوي ١%) بين عوائد الأسهم وبين كل من (الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وحجم الشركة)، وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تظهر نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين كل من الرفع المالي ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين عوائد الأسهم.

جدول (٦): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين المتغيرات (أثناء الأزمة)

المتغيرات	عوائد الأسهم	الأرباح	التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة	الرفع المالي	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
عوائد الأسهم	١					
الأرباح	***٠.٢١٣	١				
التدفقات النقدية التشغيلية	***٠.٢٤٨	***٠.٨٧٥	١			
حجم الشركة	***٠.١٩٣	***٠.٥٥٣	***٠.٤٧٣	١		
الرفع المالي	٠.٠٨٧	***٠.١٦٥-	**٠.١٢٩-	٠.٠٠٢	١	
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	٠.٠٧٦	٠.٠٤٥	٠.٠٠٤	٠.٠١٨	٠.٠١٣	١

***الارتباط دال عند مستوى معنوية >١% (Sig >0.01). **الارتباط دال عند مستوى معنوية >5% (Sig >0.05).

*الارتباط دال عند مستوى معنوية >١0% (Sig >0.10).

٣/٢: تحليل الانحدار (أثناء الأزمة):

يعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (قبل الأزمة)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول معنوية نموذج الانحدار الخطي بين عائد السهم ومجموعة المتغيرات المفسرة (الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية، المتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) حيث أن قيمة اختبار (F) مساوية ل (٦.٤٩٢) ودلالته (٠.٠٠) وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب في العلوم الاجتماعية (٥%). كذلك تظهر نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار القيمة المطلقة لعائد السهم على كل من المتغيرات الداخلة في النموذج تعادل (٠.٠٨٦) وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر ٨.٦% من التغيرات في معدل عائد السهم في فترة ما قبل الأزمة. تظهر نتائج اختبار معامل التضخم (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث أن بلوغ هذا المعامل لقيمة (٥) فأكثر يؤثر على وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات (Ringle et al., 2015)، حيث كانت أكبر قيمة هي (١.١٠٠) لهذا المعامل، مما يعني أن البيانات لا تعاني هذه المشكلة.

فيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧) وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥% بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم وذلك في فترة الأزمة، وبذلك يتم رفض الفرضية الخامسة القائلة بعدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في فترة الأزمة. كما تظهر نتائج الانحدار عدم وجود علاقة أيضاً بين الأرباح وبين عوائد الأسهم في فترة الأزمة، وتؤيد تلك النتيجة وجهة النظر التي تذهب إلى أنه نظراً لارتفاع الديون للكثير من الأشخاص والشركات وتقلب أسعار الصرف خلال فترة الأزمات فمن المرجح أن يكون المستثمر غير متأكد بشأن قدرة الشركة على سداد ديونها أو احتمالية إفلاسها، وفي هذه الحالة يقل اعتماد المستثمر على أساس الاستحقاق المعتمد على المقاييس المحاسبية كالأرباح والقيمة الدفترية لأنها لا توفر معلومات فائدة عن السيولة والمرونة المالية مثلما توفرها معلومات التدفقات النقدية التشغيلية (Ho et al., 2001) وبذلك يتم قبول الفرضية الثانية القائلة بعدم وجود علاقة بين الأرباح وبين عوائد الأسهم في فترة الأزمة.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧) عدم وجود علاقة بين حجم الشركة وعائد السهم في فترة الأزمة، كما تظهر النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً بين الرفع المالي وبين عائد السهم في فترة الأزمة، حيث كانت قيمة الدلالة لاختبار T ما قيمته ٠.٠٣٠ وهي أقل من مستوى معنوية ٥% وهو ما يتفق مع وجهة النظر التي تؤيد أن الشركات ذات المديونية المرتفعة مقيدة مالياً تميل إلى احتجاز أرباحها وذلك بهدف تسديد الديون وبالتالي تخفض ثقة المستثمرين في الهيكل التمويلي للمنشأة (Reihanzadeh et al., 2014)، واخيراً تظهر نتائج نموذج الانحدار المتعدد عدم وجود علاقة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين عائد السهم في فترة الأزمة.

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار لدراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (أثناء الأزمة)

احصاءات اختبار الازدواج الخطي		مستوى الدلالة (sig)	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطا المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
معامل تضخم التباين (VIF)	اختبار التباين المسموح به (Tolerance)						
		.112	-1.596		8.982	-14.٣٢	ثابت الانحدار
1.098	.161	.501	-.673	-.086	.000	-2. E-9	الأرباح
1.100	.171	.019**	2.360	.294	.000	8.6E-9	التدفقات النقدية التشغيلية
1.048	.676	.190	1.315	.082	1.049	1.379	حجم الشركة
1.029	.960	.030**	2.180	.115	2.411	5.257	الرفع المالي
1.002	.996	.187	1.323	.068	.429	.568	القيمة السوقية إلى الدفترية
قيمة (R ²) المعدلة = 0.073			معامل التحديد (R ²) = 0.086				
دلالة (F) = 0.000			قيمة (F) = ٦.٤٩٢				
نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.878							عدد المشاهدات N = ٣٤٩
***الانحدار دال عند مستوى معنوية ١% ، (> Sig ٠,٠١)							
**الانحدار دال عند مستوى معنوية ٥% ، (> Sig ٠,٠٥)							
*الانحدار دال عند مستوى معنوية ١٠% (> Sig ٠,١٠)							

٣- تحليل النتائج لدراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (بعد الأزمة):

١/٣: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول (٨): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (بعد الأزمة)

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	متغيرات الدراسة
المتغير التابع					
6.44722	-.6680	40.37	-23.21	١٨٢	عائد السهم
المتغيرات المستقلة					
364159290.11	115586684.2	3392470000	-591402879	١٨٢	الأرباح
449082650.33	134073067.5	4337311000	-684133544	١٨٢	التدفقات النقدية التشغيلية
المتغيرات الضابطة					
.62640	8.7995	10.57	7.49	١٨٢	حجم الشركة
.45977	.4586	4.46	.00	١٨٢	الرفع المالي
6.94513	1.5159	93.25	-1.69	١٨٢	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

ويوضح الجدول السابق أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي يلاحظ عليها:

بالنظر إلى بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة، نلاحظ من الدراسات أن عدد المشاهدات قد بلغ ١٨٢ مشاهدة (٩٥*٢) وقد تم حذف ٨ مشاهدات لعدم توافر بيانات لها خلال فترة الدراسة البالغة (سنتان). وفيما يتعلق بالمتغير التابع يتبين أن قيمة المتوسط لمتغير عائد السهم قد بلغ (-٠.٦٦٨٠) بمدى يتراوح ما بين (-٢٣.٢١، ٤٠.٣٧) تقريباً، وهو ما يعني وجود تفاوت كبير بين شركات عينة الدراسة في تحقيق عائد السهم. بينما بلغ الانحراف المعياري (٦.٤٤٧٢٢) مما يدل على وجود تشتت كبير بين الشركات فيما يتعلق بعوائد الأسهم، وفيما يتعلق بالمتغيرين المستقلين، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٨) أن صافي الربح يتراوح بين (-٥٩١٤٠٢٨٧٩، ٣٣٣٩٢٤٧٠٠٠) ومتوسط يبلغ (١١٥٥٨٦٦٨٤.٢٤)، وقد بلغ الانحراف المعياري (١٣٤٠٧٣٠٦٧.٥٣). كما نجد أن متوسط التدفقات النقدية التشغيلية قد بلغ (٣٦٤١٥٩٢٩٠.١١٢). بمدى يتراوح بين (-٦٨٤١٣٣٥٤٤، ٤٣٣٧٣١١٠٠٠)، وانحراف معياري (٤٤٩٠٨٢٦٥٠.٣٣). وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تظهر الإحصاءات الوصفية أن حجم شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم

الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) يتراوح ما بين (٧.٤٩، ١٠.٥٧)، ومتوسط يبلغ (٨.٧٩٩٥) وهو ما يعني كبح حجم الشركات المكونة لعينة البحث، وقد بلغ الانحراف المعياري (٠.٠٦٢٦٤٠). كما نجد أن متوسط الرفع المالي للشركة (المديونية) قد بلغ (٠.٤٥٨٦) بمدى يتراوح بين (٠.٠، ٤.٤٦)، وانحراف معياري قدره (٠.٤٥٩٧٧). وأخيراً بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (١.٥١٥٩) بمدى يتراوح بين (١.٦٩، ٩٣.٢٥)، وانحراف معياري قدره (٦.٩٤٥١٣).
٢/٣: تحليل الارتباط:

لغرض تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة فقد تم استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix)، وبالنظر إلى مصفوفة الارتباط بالجدول رقم (٩) على مستوى شركات عينة الدراسة وجود ارتباط موجب (عند مستوي ٥%) بين عوائد الأسهم وبين كل من (التدفقات النقدية التشغيلية وحجم الشركة)، ولم يظهر أي ارتباط معنوي بين كل من (الأرباح، الرفع المالي ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) وبين عوائد الأسهم بعد الأزمة.

جدول (٩): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين المتغيرات (بعد الأزمة)

المتغيرات	عوائد الأسهم	الأرباح	التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة	الرفع المالي	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
عوائد الأسهم	١					
الأرباح	0.054	١				
التدفقات النقدية التشغيلية	0.0174**	0.863***	١			
حجم الشركة	0.180**	0.436***	0.475***	١		
الرفع المالي	0.019	-0.104	-0.070	0.055	١	
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	0.020	-0.033	-0.037	-0.044	0.015	١

***الارتباط دال عند مستوى معنوية >١% (Sig>0.01). **الارتباط دال عند مستوى معنوية >5% (Sig>0.05).
*الارتباط دال عند مستوى معنوية >١0% (Sig>0.10).

٣/٣: تحليل الانحدار (بعد الأزمة):

يعرض الجدول رقم (١٠) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (بعد الأزمة)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول معنوية نموذج الانحدار الخطي بين عائد السهم ومجموعة المتغيرات المفسرة (الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية، المتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) حيث أن قيمة اختبار (F) مساوية ل (٤.٢٨٩) ودلالته (٠.٠٠١) وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب في العلوم الاجتماعية (٥%). كذلك تظهر نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٠) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار القيمة المطلقة لعائد السهم على كل من المتغيرات الداخلة في النموذج تعادل (٠.١٠٩) وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر ١٠.٩% من التغيرات في معدل عائد السهم في فترة ما قبل الأزمة. تظهر نتائج اختبار معامل التضخم (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث أن بلوغ هذا المعامل لقيمة (٥) فأكثر يؤثر على وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات (Ringle et al., 2015)، حيث كانت أكبر قيمة هي (١.٢١٠) لهذا المعامل، مما يعني أن البيانات لا تعاني هذه المشكلة.

فيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٠) وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم وذلك في ما بعد الأزمة، وبذلك يتم رفض الفرضية السادسة القائلة بعدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم بعد الأزمة. كما تظهر نتائج الانحدار أيضاً وجود علاقة سالبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين الأرباح وبين عوائد الأسهم في فترة ما بعد الأزمة، ويمكن تفسير ذلك بأنه في حالة انخفاض الأرباح، مع استمرار التدفقات النقدية التشغيلية الموجبة، فإن التوزيعات قد تنخفض ومن ثم عائد السهم، إلا إذا قررت الشركة أن تعوض المستثمر وترفع التوزيعات النقدية، ومن ثم يزيد عائد السهم، وبذلك يتم رفض الفرضية الثالثة القائلة بعدم وجود علاقة بين الأرباح وبين عوائد الأسهم بعد الأزمة.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٠) وجود علاقة بين حجم الشركة وعائد السهم في فترة ما بعد الأزمة، حيث كانت قيمة الدلالة لاختبار T ما قيمته ٠.٠٦٤ وهي أقل من مستوى معنوية ١٠% وهو ما يتفق مع وجهة النظر التي تؤيد أن الشركات

كبيرة الحجم تكون أرباحها كبيرة مما يؤثر إيجابياً على عوائد الأسهم وخصوصاً أن الإقبال عليها يكون كبيراً، كما أن الثقة في الشركات الكبيرة تلعب دوراً إيجابياً في زيادة تداول أسهمها والتي تنعكس على عوائد الأسهم، **Reihanzadeh et al., 2014; Chen et al., 2013; Vinh Vo, 2016; Azzam, (2010)**، واخيراً تظهر نتائج نموذج الانحدار المتعدد عدم وجود علاقة بين الرفع المالي ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين عوائد الأسهم في فترة ما بعد الأزمة.

جدول (١٠): نتائج تحليل الانحدار لدراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم (بعد الأزمة)

احصاءات اختبار الأزواج الخطي		مستوى الدلالة (sig)	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
معامل تضخم التباين (VIF)	اختبار التباين المسموح به (Tolerance)						
		٠.٠٥٨	١.٩١٠-		١٥.٨٥	- ٣٠.٢٧٦	ثابت الانحدار
١.١٣٧	٠.١٨٠	**٠.٠٠٠ *	٣.٥٥٣-	- ٠.٥٩٦	٠.٠٠٠	-2.3E-8	الأرباح
١.٢١٠	٠.١٧٧	**٠.٠٠٠ *	٣.٨٢٧	٠.٦٤٧	٠.٠٠٠	2.0E-8	التدفقات النقدية التشغيلية
١.٠٨٦	٠.٧٧١	*٠.٠٦٤	١.٨٦٦	٠.١٥١	١.٨٢٥	3.405	حجم الشركة
١.٠٢٣	٠.٩٧٧	٠.٧٥٧	٠.٣١٠	٠.٠٢٢	٢.٢٠٨	0.685	الرفع المالي
١.٠٢٦	٠.٩٩٧	٠.٠٦٥٨	٠.٤٤٤	٠.٠٣٢	٠.١٤٥	0.064	القيمة السوقية إلى الدفترية
قيمة (R ²) المعدلة = 0.083			معامل التحديد (R ²) = 0.109				
دلالة (F) = 0.001			قيمة (F) = 4.289				
نتيجة اختبار (Durbin Watson) = 1.921							
عدد المشاهدات N = 182							
***الانحدار دال عند مستوى معنوية ١% ، (> Sig ٠,٠١) ، **الانحدار دال عند مستوى معنوية ٥% ، (> Sig ٠,٠٥) ، *الانحدار دال عند مستوى معنوية ١٠% (> Sig ٠,١٠)							

خلاصة ونتائج الدراسة

استهدفت الباحثة في هذه الدراسة اختبار ودراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم خلال فترة الأزمات في البيئة المصرية وتوصلت نتائج الدراسة إلى:

- وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥% بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم وذلك في فترة الأزمة، كما تظهر نتائج الانحدار عدم وجود علاقة أيضاً بين الأرباح وعوائد الأسهم في فترة الأزمة، وتويد تلك النتيجة وجهة النظر التي تذهب إلى أنه نظراً لارتفاع الديون للكثير من الأشخاص والشركات وتقلب أسعار الصرف خلال فترة الأزمات فمن المرجح أن يكون المستثمر غير متأكد بشأن قدرة الشركة على سداد ديونها أو احتمالية إفلاسها، وفي هذه الحالة يقل اعتماد المستثمر على أساس الاستحقاق المعتمد على المقاييس المحاسبية كالأرباح والقيمة الدفترية لأنها لا توفر معلومات فائدة عن السيولة والمرونة المالية مثلما توفرها معلومات التدفقات النقدية التشغيلية.
- وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين عوائد الأسهم وذلك فيما بعد الأزمة.
- وجود علاقة سالبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين الأرباح وبين عوائد الأسهم في فترة ما بعد الأزمة، ويمكن تفسير ذلك بأنه في حالة انخفاض الأرباح، مع استمرار التدفقات النقدية التشغيلية الموجبة، فإن التوزيعات قد تنخفض ومن ثم عائد السهم، إلا إذا قررت الشركة أن تعوض المستثمر وترفع التوزيعات النقدية، ومن ثم يزيد عائد السهم.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- ١- أحمد، عماد محمد رياض، (٢٠١٣)، قياس أثر الإفصاح عن التدفقات النقدية على عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي: دراسة تطبيقية على المجال المصرفي، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مصر، العدد الثاني، ص ص ١٣٥٧-١٣٩٩.
- ٢- اسماعيل، عصام عبد المنعم، (٢٠١٤)، مقدرة التدفقات النقدية التشغيلية والربح المحاسبي في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الأول، المجلد الرابع والخمسون، ص ص ١-٣١.
- ٣- الطحان، إبراهيم محمد؛ محمود، عبد الحميد العيسوي، (٢٠٢٠)، الآثار الحالية والمحتملة لتفشي كورونا على بيئة التقرير المالي في ضوء معايير المحاسبة الدولية والمصرية: دراسة استكشافية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الثاني، المجلد الرابع، ص ص ١-٨٤.
- ٤- الطنطاوي، محمد أحمد السمان، (٢٠١٣)، أثر المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية والأرباح على قرارات الاستثمار، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية تجارة، جامعة أسيوط.
- ٥- حمودة، أحمد عبدالمنعم أحمد، (٢٠١٨)، العلاقة بين بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- ٦- رجب، نشوى شاکر علي، (٢٠١٨)، أثر التعثر المالي على العلاقة بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية وعائد السهم من منظور محاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ص ص ٩٤٢-٩٨١.
- ٧- عبدالحميد، منى ابراهيم السيد، (٢٠١٧)، دراسة العلاقة بين مكونات الربح المحاسبي والعائد السوقي للسهم في ظل معايير المحاسبة المصرية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.

- ٨- عبدالفتاح، أحمد، (٢٠٠١)، قياس القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية وفقاً لأساس الاستحقاق والتدفقات النقدية وانعكاساتها على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري، مجلة التجارة والتمويل، كلية تجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، ص ص ٨٧-١٢٨.
- ٩- فودة، السيد أحمد محمد محمود، (٢٠٠٣)، أثر الأزمات المالية والسياسية على علاقة التحفظ المحاسبي بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم- دراسة اختبارية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثاني، ص ص ٥٨٥-٦٥٠.
- ١٠- محمد، هشام سعيد إبراهيم، (٢٠١٩)، "أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المدرجة بسوق الأوراق المالية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ص ص ٢٥-٨٠.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- 11-Beisland, L. A. (2013). The value relevance of accounting information during the global financial crisis: Evidence from Norway. *International Journal of Economics and Accounting*, 4(3), 249-263.
- 12-Bepari, K., Rahman, S. F., & Mollik, A. T. (2013). Value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis. *Review of Accounting and Finance*.
- 13-Chordia, T., Goyal, A., &Shanken, J. A. (2017). Cross-sectional asset pricing with individual stocks: betas versus characteristics. *Available at SSRN 2549578*.
- 14-Davis-Friday, P. Y., & Gordon, E. A. (2002). The effect of macroeconomic changes on the value relevance of accounting information: The case of Mexico and the 1995 financial crisis. *Available at SSRN 322762*.
- 15-Eng, L., S. Nabar, and C. Chng, (2005), The Predictive value of earnings, cash flows and accruals in the period surrounding the asian financial crisis:

Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore and Thailand. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16(3): 165-193.

16-Foerster, S., J. Tsagarelis, and G. Wang. 2017. Are cash flows better stock return predictors than profits?, *Financial Analysts Journal*, 73(1): 73-99.

17-Graham, R., King, R., &Bailes, J. (2000). The value relevance of accounting information during a financial crisis: Thailand and the 1997 decline in the value of the baht. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 11(2), 84-107.

18-Hanifah, U., &Khafid, M. (2016). The Analysis of Earnings Persistence Roles in Mediating The Effect of Operating Cash Flow and Debt Level on Stock Return. *Accounting Analysis Journal*, 5(4), 290-298.

19-Ho, L. C. J., Liu, C. S., &Sohn, P. S. (2001). The value relevance of accounting information around the 1997 Asian financial crisis—the case of South Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 8(2), 83-107.

20-Lee, J. E., Glasscock, R., & Park, M. S. (2017). Does the ability of operating cash flows to measure firm performance improve during periods of financial distress?. *Accounting Horizons*, 31(1), 23-35.

21-Mall, P., & Gupta, K. (2019). Impact of merger announcements on stock returns of acquiring firms: Evidence from INDIA. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 8(1), 46-53.

22-Rinaldi, L., Cho, C. H., Lodhia, S. K., Michelon, G., & Tilt, C. A. (2020, July). Accounting in times of the COVID-19 pandemic: a forum for academic research. In *Accounting Forum* (Vol. 44, No. 3, pp. 180-183). Routledge.

23-Sharifi, M.&Asadi, A. (2016)."Cash Flow and Stock Market Value (Case Study: Tehran Stock Exchange), International Academic Journal of Accounting and Financial Management, Vol.3, No2, PP33-46.

24-Tahat, Y. A., &Alhadab, M. (2017). Have accounting numbers lost their value relevance during the recent financial credit crisis?. The Quarterly Review of Economics and Finance, 66, 182-191.

25-Utomo, D., &Pamungkas, I. D. (2018). Cash Flow Activities and Stock Returns in Manufacturing of Indonesia: A Moderating Role of Earning Management. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 22(6), 1-10.