

تأثير ميول مستثمرين الأسهم في كفاءة السوق المالي
دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (٢٠١٥-٢٠٢٠) (*)

أ.م.د. أسعد منشد محمد
جامعة بابل
كلية الإدارة والاقتصاد
asaad@gmail.com

أ.د. مهدي عطية الجبوري
جامعة بابل
كلية الإدارة والاقتصاد
bus.mahdi.atiyah@uobabylon.edu.iq

أمير عبيد د خليل الطائي
جامعة بابل
كلية الإدارة والاقتصاد
ameerpps@gmail.com

ISSN 2709-6475 DOI: <https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2023.5.2.10>

تاريخ النشر ٢٠٢٣/٨/٣٠

تاريخ قبول النشر ٢٠٢٣/٢/٣

تاريخ استلام البحث ٢٠٢٣/١/٢٥

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى بيان مدى تأثير ميول مستثمري الأسهم العادية في كفاءة السوق المالية. وتبرز مشكلة الدراسة من وجود الجدل الفكري في تحديد العوامل السلوكية وتأثيرها على كفاءة السوق المالي من خلال التوقعات التي تأخذ أشكالاً مختلفة تتفاوت بين المتفائلة والمتشائمة والعقلانية، مما قد يكون لها تأثير مختلف على كفاءة السوق أو قد لا يكون لها تأثير، وهذا ما يرتبط بمدى تجانس أو عدم تجانس هذه المعتقدات، ومن ثم تأثيرها على أسعار وعوائد الأسهم المتداولة، وكان مجتمع الدراسة هو سوق العراق للأوراق المالية وعينة الدراسة هي مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وهي 11 شركة للفترة ٢٠١٥-٢٠٢٠ والبيانات الشهرية لهذه الشركات، وتم استخدام الأدوات الإحصائية المتمثلة بالانحدار المتعدد والارتباط المتسلسل. تبرز نتائج هذه الدراسة أن هناك علاقة تأثير لبعض مؤشرات المتغير المستقل مع المعتمد، وأن سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء وأن وجدت الكفاءة في بعض الاختبارات هي في الشكل الضعيف للكفاءة. إن أهم التوصيات لهذه الدراسة كانت ضرورة دراسة الارتباطات والعلاقات بين المؤشرات الخاصة بميول مستثمري الأسهم العادية وكفاءة السوق المالي ومتابعة تأثيرها وانعكاس هذا التأثير على حجم التداولات والتقلبات في الأسعار والعوائد وأسعار الفائدة وغيرها من العوامل البيئية والاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: ميول مستثمري الأسهم، قرارات الاستثمار، كفاءة السوق المالي.



مجلة اقتصاديات الأعمال
المجلد (٥) العدد (٢) ٢٠٢٣
الصفحات: ١٨٥-١٩٦

(*) البحث مستل من رسالة ماجستير للباحث الأول.

The effect of stock investors' sentiments in the efficiency of the financial market

Analytical study in the Iraq Stock Exchange (2015-2020)^(*)

Amir Obaid Dakhil Al-Taie

University of Babylon

College of Administration and Economics

ameerppsa@gmail.com

Prof. Dr. Mahdi Attia Al-Jubouri

University of Babylon

College of Administration and Economics

bus.mahdi.atiyah@uobabylon.edu.iq

Assist. Prof. Dr. Asaad Munshed Muhammad

University of Babylon

College of Administration and Economics

ameerppsa@gmail.com

Abstract

This study aims to show the effect of the tendencies of ordinary stock investors on the efficiency of the financial market. The problem of the study emerges from the existence of intellectual controversy in identifying behavioral factors and their impact on the efficiency of the financial market through expectations that take different forms that vary between optimistic, pessimistic and rational, which may have a different effect on market efficiency or may not have an effect, and this is related to the extent of homogeneity or lack thereof. The homogeneity of these beliefs and then their impact on the prices and returns of traded stocks. The importance of the study comes from the importance of the variables of the study, in which the independent variable of the study was the tendencies of ordinary stock investors, and the dependent one was the efficiency of the financial market. And the monthly data of these companies, and the statistical tools of multiple regression and serial correlation were used. The results of this study show that there is an effect relationship of some indicators of the independent variable with the dependent, and that the Iraq Stock Exchange is not efficient, and if there is efficiency in some tests, it is in the weak form of efficiency. The most important recommendations of this study was the need to study the correlations and relationships between the indicators of the inclinations of ordinary stock investors and the efficiency of the financial market and follow up their impact and the reflection of this effect on the volume of trading, fluctuations in prices, returns, interest rates and other environmental and economic factors.

Key words: stock investors' tendencies, investment decisions, financial market efficiency.

(*) The research is extracted from a master's thesis of the first researcher.

المبحث الأول: منهجية البحث:

أولاً: مشكلة الدراسة:

تفترض النظرية المالية التقليدية ان المشاركين في الاسواق المالية يتخذون قرارات عقلانية ورشيدة في معظم الاحيان، إلا أن ذلك ليس صحيحاً، ويتجلى ذلك في كثير من الاحيان بالتحيزات السلوكية Behavioral Biases كالإفراط في الثقة Over confidence وسلوك القطيع Behavior Herding والنفور من الخسارة والعواطف والحالة النفسية وعوامل خارجية تؤثر على سلوك وميول المستثمرين مثل (المعتقدات، عطلة نهاية الأسبوع، شهر رمضان، الاعياد، الاشاعات، المناسبات الدينية، وغيرها...)، إذ أن تلك العوامل تؤثر في نفسية وميول أغلب المستثمرين مما يغلب عليهم اتخاذ القرارات غير عقلانية متأثرة بالعوامل والتحيزات السلوكية ولا يمكن التنبؤ بها. ومن ثم يظهر أثرها على كفاءة السوق المالي وينتج عنها حالات شاذة في الأسواق المالية. وهذا يتناقض مع النظرية المالية التقليدية. ويمكن توضيح مشكلة الدراسة في التساؤلات الآتية:

١. ما هي الأسس النظرية والفكرية لميول مستثمرين الاسهم في كفاءة السوق المالي؟
٢. هل توجد علاقة بين ميول المستثمرين وكفاءة السوق المالي؟ وما مدى درجتها؟
٣. ما نوع التأثير لميول مستثمري الاسهم في كفاءة السوق المالي لتلك القطاعات والتي قيسست من العوائد في سوق العراق للأوراق المالية؟

ثانياً: أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في الآتي:

١. كيفية تأثير ميول مستثمري الاسهم في كفاءة السوق المالي بواسطة التحيزات السلوكية في القطاعات (المصارف، الصناعة، التأمين، الاتصالات)، لسوق العراق للأوراق المالية، والمقارنة بين قطاعات هذا السوق.
٢. تناول الدراسة مؤشرات مالية مطبقة في أسواق عالمية، اذ تختلف في قوة اسواقها وعواملها الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والعلمية.
٣. تعزيز القناعة من قبل المستثمرين بهذه الميول وتأثيرها على قراراتهم الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية.

ثالثاً: أهداف الدراسة:

ويمكن استعراض أهداف الدراسة بالآتي:

١. بيان هل ان السوق ذات ميول للمستثمرين سالبة أو ميول ايجابية، ومن ثم تأثيره على كفاءة السوق المالي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.
٢. تطبيق نموذج الميول للأسواق المبحوثة.
٣. تحليل سوق العراق للأوراق المالية.
٤. قياس مدى استجابة ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي.

سادساً: فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسية (HO1): لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية بين ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

١. **الفرضية الفرعية الأولى (HO11):** لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية بين حجم تداول الأسهم وكفاءة السوق المالي بمؤشرات في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

٢. **الفرضية الفرعية الثانية (HO12):** لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية بين القيمة السوقية وكفاءة السوق المالي بمؤشرات في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

سابعاً: حدود الدراسة:

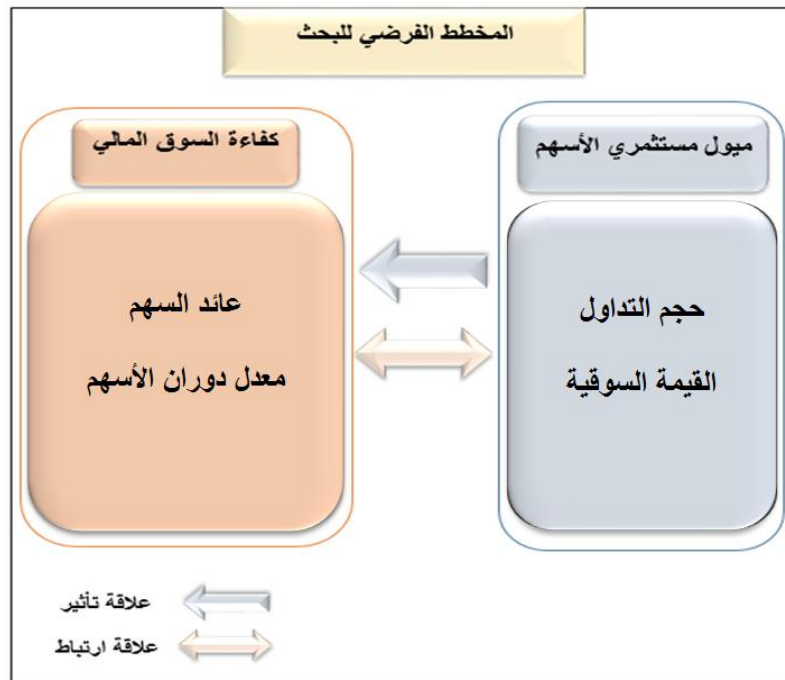
١. **الحدود الزمانية:** شمل الدراسة على البيانات الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠١٥ إلى ٢٠٢٠).

٢. **الحدود المكانية للدراسة:** تمثلت الحدود المكانية للدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن زيارة الموقع الإلكتروني للسوق المالية العراقية لشركات عينة الدراسة للقطاعات الأربعة (المصارف، الصناعة، التأمين، الاتصالات).

٣. **الحدود الدراسة:** الحدود الدراسة تناولت متغيرين هما: ميول مستثمر الاسهم واختيار متغيرات مالية هي (حجم التداول، القيمة السوقية) كمتغير مستقل. ومتغير معتمد كفاءة السوق المالي شمل على متغيرات مالية (معدل دوران الأسهم، عائد السهم).

خامساً: المخطط الفرضي للبحث:

الشكل الآتي يبين المخطط الفرضي للدراسة:



الشكل (1) المخطط الفرضي للبحث

المصدر: الشكل من إعداد الباحثين.

المبحث الثاني: الجانب النظري:**أولاً: مفهوم ميول المستثمرين:**

يمكن أن نعرف الميول للمستثمرين تعريفات عديدة. فقد عرفها (Baker & Wurgler, 2007:8) بأنها تشاؤم وتفاؤل المستثمرين، أي إنه التفاؤل أو التشاؤم نحوه الأسهم في أسواق المال. واستخدم المفهوم بطرائق متنوعة من قبل الباحثين أمثال (Daniel,1998) و (Shefrin,2007) و (Welsh,1992). وعرفها (Shefrin,2008:21) على أنها الرغبة الضاربة. وأشار (Zhang, 2008:16) إلى ميول المستثمرين بأنها تحيزات المضاربة، وقد عرفه Shefrin بالتفاؤل أو التشاؤم المفرط. وقد عرفت تعريفاً ثانياً من قبل Zhang بأنها التوقعات والتنبؤات في التدفقات النقدية المستقبلية والمخاطر في الاستثمار، التي لا تبرزها الحقائق المطروحة، وبين أيضاً بأن ميول المستثمرين تتمثل بمعتقدات المشاركين في الأسواق المالية حول التدفقات النقدية المستقبلية المتعلقة ببعض المعايير الموضوعية، ويرى (Boido & Fasano,2011:5) في تعريف الميول للمستثمرين هي كيفية تشكيل المستثمرين لمعتقداتهم، إذ تستند إلى التحيز والميول المعرفي والنفسي Cognitive and Psychological bias بدلاً من التغييرات الأساسية في السوق الأسهم، وعرفت الميول للمستثمرين من قبل (Baker & Yuan,2012:48) بأنها ميول السوق لأنها توضح عن التحركات في الأسواق المالية التي يسعها الوصف النفسي للعمليات أو الصفقات المحدد، وعرفها (Lobao,2012:11) بأنها التنبؤات والمشاعر للمستثمرين لظروف الأسواق المالية، ولها تأثير على عوائد الأسواق المالية.

ثانياً: أنواع ميول المستثمرين:

١. **الميل التفاؤلي أو الايجابي:** وهي عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية عندما تكون مخاطرة عدم التأكد بالأسعار والعوائد منخفضة أو وجود محفزات تدفع المستثمرين للاستثمار كأن يكون سلسلة من العائدات السابقة مرتفعة للشركة التي تريد طرح الأوراق المالية أو ارتفاع زخم المستثمرين للاستثمار في القطاع نفسه وغيرها.
٢. **الميول التشاؤمي أو السلبي:** وهي عملية اتخاذ قرار الاستثمار بسبب ارتفاع مخاطرة عدم التأكد بالأسعار والعوائد أي عدم وجود محفزات تدفع المستثمر للاستثمار كأن يكون انخفاض زخم المستثمرين الذين يريدون الاستثمار في هذه الشركة.
٣. **الميل المحايد أو ذاتي:** هي عملية اتخاذ قرار الاستثمار على أساس النظرية العقلانية أو نظرية كفاءة السوق وعدم تأثير قرار الاستثمار بالعوامل التي تؤثر بسلوك المستثمرين ويسمى هذا التصرف بالسلوك الرشيد أو العقلاني (Rational Behavior)، كما يمكن تحديد نوع ميل المستثمر على أساس نوع المعلومات، وكذلك تفسير واستخدام المعلومات التي تحدده العناصر الداخلية للتعاقد النفسي (Stoilkovska, et.al., 2015:146).

ثالثاً: مؤشرات قياس ميول المستثمرين:**١. القيمة السوقية:**

إن الرسملة في السوق هي أحد المؤشرات المهمة لقيمة الشركات والأسهم، وهي طريقة سريعة وسهلة لتقدير قيمة الشركات وبما يعتد السوق انه من المهم والجدير ويستحق التداول للشركات علناً، وتوضح بعض الأبحاث إلى أن بيئة الاقتصاد الكلي بها تأثير عالي على معدلات الرسملة في داخل الأسواق (Kurihara,2006:19)، تعكس أسعار الأسهم عوامل خارجية وداخلية (١٨٩)

المتعلقة بالأداء الاقتصادي العام. ويمكن العمل بمقياس الرسملة كمؤشر للرأي العام الذي يخص صافي القيمة للشركات، وهو عامل محدد مسبقاً في تقييم بعض أشكال الأسهم (Dias,2013:12). ويتم حساب القيمة السوقية من خلال العلاقة الآتية:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{سعر السهم} \times \text{الأسهم المدرجة للشركة}$$

٢. حجم التداول:

إن حجم التداول هو في الأساس قيمة الأسهم التي تتداول في الأسواق المالية خلال فترة معينة، وهو الذي يوضح ويكشف قوة السوق الحالي سواء كان منخفض أو عالي به عمليات التداول أي البيع والشراء (انور السلماي، ٢٠١٩: ٦٦)، إن مضاربة الأسهم هي بشكل أساسي معتمدة على حجم هذا التداول، ومن أهمها التحليل الفني، وهو أحد العوامل المهمة التي تهتم في ارتفاع وانخفاض مؤشرات الأسواق، وهو يعد أهم العوامل التي يراقبها المستثمرون لمعرفة الأسهم المطلوبة والمعروضة (مطالك، ٢٠١٩: ٧٢).

رابعاً: مفهوم كفاءة السوق المالي:

إن السوق الكفوء هو الذي يعكس سعر السهم عن طريق توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وأيضاً بشأن المخاطر التي تتعرض لها المكاسب، إن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بما يخص المكاسب المستقبلية والمخاطر متطابقة (عبدالغفار، ٢٠١٣: ٧٥)، إن قرارات المستثمرين قليل الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، إن قرارات المستثمرين الجيدين سوف تدفع الأسعار إلى قيمتها الحقيقية، وبالتالي هذا ليس هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم أن كل مستثمر مقتنع بتقديراته ولا مبالغة فيها.

يقصد بالكفاءة من ناحية سوق الأوراق المالية انه ذلك السوق الذي يتمتع بدرجة عالية من المرونة الذي يسمح باستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، وذلك تبعاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، فسوف يؤدي في النهاية إلى تعادل بين القيمة الحقيقية والسوقية للأوراق المالية، إذ يكون السوق كفوء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في الشركات المصدرة للأوراق المتداولة في السوق (Hadi,2014:14).

خامساً: أنواع الكفاءة للأسواق المالية:

١. الكفاءة الكاملة:

وهي بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين الوصول إلى النتائج محدد و تحليل المعلومات بشأن سعر السهم، إذ يؤدي إلى تغير سريع بالسعر، فتنبؤات المستثمرين متماثلة، وأيضاً المعلومات متاحة للجميع ولا تحتاج إلى تكلفة (Levine,2016:34).

٢. الكفاءة الاقتصادية:

يتوقع وفق مفهوم الكفاءة وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وبالتالي يعني ان القيمة السوقية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت، وهذا بدوره يؤدي إلى فرض بعض التكاليف منها الضرائب وتكاليف المعاملات المتوقع وجودها والمسموح بها وفق حد معين (اقتصادياً) بسبب الفرق في السعر، والكفاءة الاقتصادية تقوم على أساس سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

سادساً: أشكال السوق المالي الكفوء:**١. الشكل الضعيف (لكفاءة السوق المالي):**

يوضح إلى أن معلومات الأسعار التاريخية مثل أحجام التداول والعوائد للأسهم تنعكس بالأسعار الحالية للأوراق المالية، وبالتالي يعني أن الأخبار الحالية هي التي يمكن أن تؤثر بتقييم الأوراق المالية سواء كانت سلبية أو إيجابية، وبالتالي تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأسعار (Stivers & Sun, 2009: 79).

٢. الشكل شبه القوي (لكفاءة السوق المالي):

الشكل شبه القوي يشير إلى أن المعلومات المتوفرة للمشاركين في السوق مثل الإعلانات والبيانات المالية هي تعكس أسعار الأسهم الحالية، إذ لا يمكن استخدام أو استعمال التحليل الأساسي والتحليل الفني، الذي يستند على المعلومات المتوفرة واستخدامها للتنبؤ بتحركات الأسعار المستقبلية، إن الشكل شبه القوي من كفاءة السوق المالي ينطوي على "ضعف الكفاءة"، وذلك لأن جميع المعلومات المتوفرة والمتاحة معلنة لجميع المشاركين وأيضاً أن الشكل شبه القوي يوضح سرعة تعديل الأسعار بالاعتماد على المعلومات الجديدة المتوفرة للجمهور، وفق لذلك يتم تعديل الأسعار فوراً (Malkiel, 2011: 77).

٣. الشكل القوي (لكفاءة السوق المالي):

يوضح الشكل القوي من كفاءة السوق المالي على أن المعلومات جميعها الخاصة والعامة تنعكس في أسعار الأوراق المالية، أي إذا كان للمستثمرين معلومات خاصة مثل حجم الأرباح المستقبلية لا يستطيع المستثمر أن يحقق عوائد غير اعتيادية لأن المعلومات جميعها تنعكس بسرعة بأسعار الأسهم ويجب أن تكون التغيرات عشوائية وغير متوقعة للأسعار (Alexakis, 1992: 466).

سابعاً: مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي:**١. معدل دوران الأسهم:**

هو قياس قوة السيولة في السوق (Wurgler, 2006: 5). وعرفها (Azizkhan, 2018: 62) وهي قسمة عدد الأسهم المتداولة إلى عدد الأسهم المدرجة خلال فترة زمنية، وتسمى دوران الأسهم من خلال الحجم Turnover By Volume أو التداول بالعملة المحلية أو الأجنبية الدولار مقسومة على بورصة المال المعنية خلال فترة محددة، وتسمى الدوران عن طريق القيمة Turnover By Value في المعادلة الآتية:

$$\text{دوران الأسهم بواسطة الحجم} = \frac{\text{حجم الأسهم المتداولة}}{\text{الأسهم المدرجة}} \times 100$$

$$\text{Turnover} = \text{Volume share} / \text{listed share} * 100 \text{-----} (2)$$

٢. عائد السهم:

النسبة المئوية للزيادة والنقصان في النسبة المئوية هما نوعان من التغير في النسبة المئوية، الذي يستخدم للتعبير عن نسبة كيفية مقارنة السعر الأولية بنتيجة التغيير في السعر. فإن النقص في النسبة المئوية هو النسبة التي تصف الانخفاض في سعر ما بمعدل معين بينما زيادة النسبة المئوية

هي النسبة التي تصف الزيادة في سعر ما بمعدل معين، وحسب بالمعادلة الآتية: (Gupta & Basu, 2013:57)

$$\text{عائد السهم} = \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} / \text{سعر الشراء} \times 100$$

$$R_i = (\text{original price} - \text{new price}) / \text{original price} * 100 \text{-----} (3)$$

المبحث الثالث: الجانب العملي:

أولاً: اختبار الأثر:

قام الباحث بتحليل الأثر واختبار الفرضية الرئيسية المتعلقة بأثر المتغيرات المستقلة في المتغير Y1 عائد السهم.

اختبار أثر X1 حجم التداول في y1 عائد السهم:

قام الباحث هنا باختبار الفرضية الآتية:

الفرضية الصفرية:

H0: لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 حجم التداول في Y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة:

H1: يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 حجم التداول في Y1 عائد السهم.

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الأثر في الجدول التالي الذي يتضمن دالة ثر X1

حجم التداول في Y1 عائد السهم.

الجدول (1) معامل التحديد وقيمة الأثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة المحسوبة t	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.04	-0.312	.756	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين.

يتضح من خلال النتائج السابقة ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير إلى أن نموذج أثر X1 حجم التداول في Y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات أخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الأثر بلغت -0.04 وقيمة اختبار t لها هي -0.312 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية أي إنه ليس هناك أثر ذو دلالة معنوية إحصائية للمتغير X1 حجم التداول في Y1 عائد السهم.

اختبار أثر X2 في Y1:

قام الباحث هنا باختبار الفرضية الآتية:

الفرضية الصفرية:

H0: لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة:

H1: يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم.

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الأثر في الجدول التالي الذي يتضمن دالة أثر X2

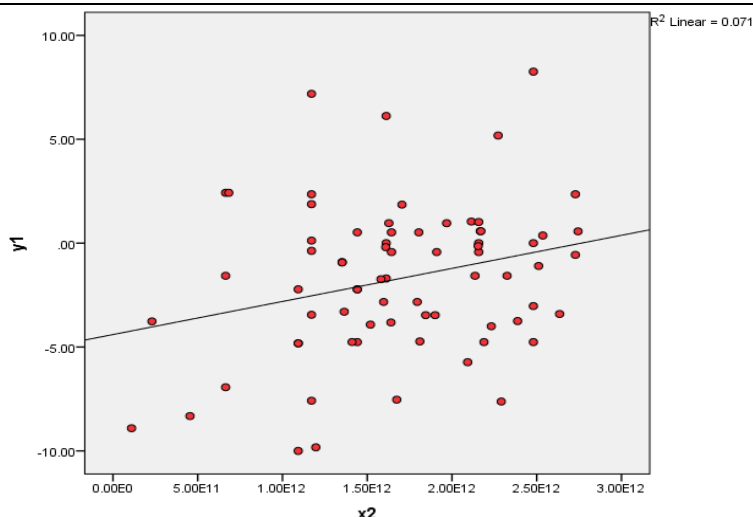
القيمة السوقية في Y1 عائد السهم.

الجدول (2) معامل التحديد وقيمة الأثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R^2	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة المحسوبة t	Sig.	معنوية قيمة t
0.07	0.06	.27	2.319	.023	معنوي تحت مستوى دلالة 5%

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين.

يتضح من خلال النتائج السابقة ان قيمة معامل التحديد هو 0.07 ومعامل التحديد المصحح هو 0.06 ويشير إلى أن نموذج أثر X_2 القيمة السوقية في Y_1 عائد السهم فسرت ما مقداره 7% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات أخرى غير مضمنة في هذا البحث. كما بينت النتائج ان معلمة الأثر بلغت 0.27 وقيمة اختبار t لها هي 2.319 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة أي إن هناك أثر ذو دلالة معنوية إحصائية للمتغير X_2 القيمة السوقية في Y_1 عائد السهم، بمعنى آخر ان ارتفاع قيمة المتغير X_2 بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المتغير Y_1 بمقدار 0.27. كذلك استخرج الباحث الشكل البياني الآتي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الأثر للمتغير X_2 القيمة السوقية على Y_1 عائد السهم.

الشكل (2) شكل انتشار قيم X_2 في Y_1

المصدر: الشكل من إعداد الباحثين.

اختبار أثر X_1 حجم التداول في Y_2 معدل دوران الأسهم:

قام الباحث هنا باختبار الفرضية الآتية:

الفرضية الصفرية:

 H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X_1 حجم التداول في Y_2 معدل دوران الأسهم.

مقابل الفرضية البديلة:

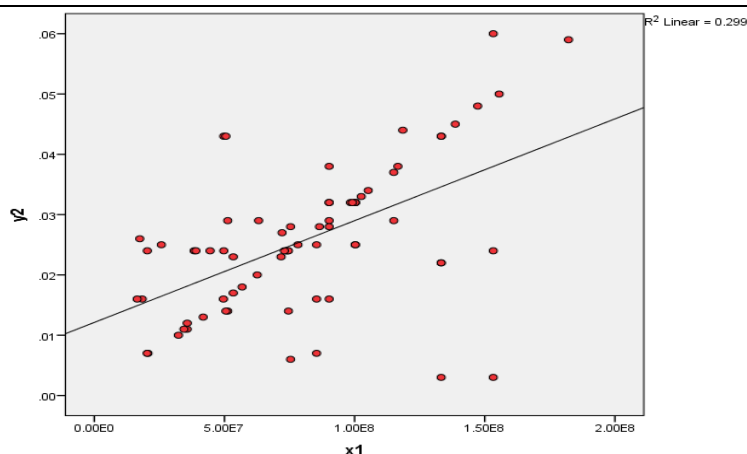
 H_1 : يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X_1 حجم التداول في Y_2 معدل دوران الأسهم.لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الأثر في الجدول الآتي الذي يتضمن دالة أثر X_1 الأسهم المتداولة في Y_2 معدل دوران الأسهم.

الجدول (3) معامل التحديد وقيمة الأثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R^2	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.30	0.29	0.55	5.458	.000	معنوي تحت مستوى دلالة 5%

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين.

يتضح من خلال النتائج السابقة ان قيمة معامل التحديد هو 0.30 ومعامل التحديد المصحح هو 0.29 ويشير إلى أن نموذج أثر X_1 حجم التداول في Y_2 معدل دوران الأسهم فسرت ما مقداره 30% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات أخرى غير مضمنة في هذا البحث. كما بينت النتائج ان معلمة الأثر بلغت 0.55 وقيمة اختبار t لها هي 5.458 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة أي إن هناك أثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X_1 حجم التداول في Y_2 معدل دوران الأسهم بمعنى آخر إن ارتفاع قيمة المتغير X_2 بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المتغير Y_2 بمقدار 0.55. كذلك استخرج الباحث الشكل البياني الآتي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الأثر للمتغير X_1 حجم التداول على Y_2 معدل دوران الأسهم.

الشكل (3) شكل انتشار قيم X_1 في Y_2

المصدر: الشكل من إعداد الباحثين.

اختبار أثر X_2 القيمة السوقية في Y_2 معدل دوران الأسهم:

قام الباحث هنا باختبار الفرضية الآتية:

الفرضية الصفرية:

 H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X_2 القيمة السوقية في Y_2 معدل دوران الأسهم.

مقابل الفرضية البديلة:

 H_1 : يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير X_2 القيمة السوقية في Y_2 معدل دوران الأسهم.لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الأثر في الجدول الآتي الذي يتضمن دالة أثر X_2 القيمة السوقية في Y_2 معدل دوران الأسهم.

الجدول (4) معامل التحديد وقيمة الأثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.02	-0.157	.876	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين.

يتضح من خلال النتائج السابقة ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير إلى أن نموذج أثر X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات أخرى غير مضمنة في هذا البحث. كما بينت النتائج ان معلمة الأثر بلغت -0.02 وقيمة اختبار t لها هي -0.157 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية أي عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية إحصائية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات:

أولاً: الاستنتاجات:

1. تبين من نتائج تحليل تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد عائد السهم ان متغير القيمة السوقية فقط من بين أربعة متغيرات كان له تأثير معنوي على المتغير المعتمد عائد السهم مما يؤدي الى قبول الفرضية الرئيسة الأولى والتي تؤكد على عدم وجود التأثير وهذا ما يبين من معامل التفسير الذي يظهر قيمة منخفضة في المتغيرات المستقلة المتبقية.
2. ظهر من النتائج ان لمتغير القيمة السوقية للسهم تأثير معنوي في متغيرين من المتغيرات المعتمدة هما عائد السهم وبذلك تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تثبت العلاقة وهذا ما يفسره معامل التحديد بقيمة مرتفعة نسبياً.
3. على المستوى العام فقد تباينت المتغيرات المستقلة المعبرة عن ميول المستثمرين في تأثيرها في المؤشرات المعتمدة التي تمثل كفاءة السوق، وهذا ما يعكس الصعوبة في قياس هذه المتغيرات لأنها تحمل أبعاد سيكولوجية ونفسية للمستثمرين في الأسهم.

ثانياً: التوصيات:

1. ضرورة إتباع الأساليب العلمية والتقنية الحديثة في التحليل بجانبه الفني والأساسي للتمييز بين الأسهم لغرض اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم لغرض زيادة العوائد وتقليل الخاطرة.
2. ضرورة فهم وإدراك العوامل النفسية والتحيزات الإدراكية والعاطفية والاجتماعية والتي لها تأثير في مواقف ومعنويات المستثمرين من خلال تحديد موقف المستثمرين من المخاطرة وبالتالي تحديد سياسة الاستثمار.
3. العمل الى وضع برامج خاصة لزيادة مهارات المستثمرين في التحليل والاستفادة من البيانات والمعلومات والتقارير لتحديد وتقييم الأصول المالية والتمييز بين أداء الشركات لتوجيه الاستثمار في الجيدة منها.
4. تنويع مصادر المعلومات لغرض اجراء تحليل متكامل سواء اكانت خاصة وعامة، تاريخية او حالية، صناعية او قطاعية، على مستوى الشركة او الاقتصاد لغرض تكوين رؤى واضحة عن اتجاهات هذه المتغيرات والمؤشرات وبناء توقعات صحيحة حول أسعار الأصول المالية.

المصادر والمراجع:

أولاً: المصادر العربية:

١. الحنفي، عبدالغفار، (٢٠١٣)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعي، الاسكندرية، ص ٧٥.
٢. مطلق، (٢٠١٩)، قياس ميول المستثمرين وتأثيرها في عوائد الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

ثانياً: المصادر الأجنبية:

3. Alexakis, C., (1992). An empirical investigation of the efficient market hypothesis: The Case study of the Athens stock exchange. A PhD dissertation at the department of Economics and related studies, University of York Herligton, England.
4. Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market". The Journal of Economic Perspectives, 21(2), 129-151.
5. Dias, A. (2013). Market Capitalization and Value-at-Risk. Journal of Banking & Finance, 37(12), 5248- 5260. <http://scholar.google.co.uk/citations?user>.
6. Gupta, R. & Basu, P.K. (2013). Weak Form Efficiency in Indian Stock Markets. International Business and Economics Research Journal, Vol. 6, PP: 57.
7. Hadi, M.M. (2014). Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from Jordanian Market, International Research Journal of Finance and Economics, No. 3, 13-27.
8. Malkiel, B.G. (2011). The efficient-market hypothesis and the financial crisis. Rethinking Finance: Perspectives on the Crisis (Proceedings of a Conference), Russel Sage Foundation.
9. Mehwish Aziz Khan & Eatzaz Ahmad, (2018), Measurement of Investor Sentiment and Its Bi-Directional Contemporaneous and Lead-Lag Relationship with Returns", Article, sustainability. https://www.researchgate.net/publication/329900222_Measurement_of_Investor_Sentiment_and_Its_Bi-Directional_Contemporaneous_and_Lead-Lag_Relationship_with_Returns_Evidence_from_Pakistan
10. Meritt, Cam, (2019). Corporate Taxation When Issuing Dividends. Houston Chronicle. Retrieved March 9, 2019. https://www.google.com/aclk?sa=l&ai=DChcSEwiT6-S_rqnqAhUN7e0KHVCKDvIYABABGgJkZw&sig=AOD64_24OXD23EETyqXxd1DeFZWWhCGsAwg&adurl=&q.
11. Roderiguez, W.K. (2018). Day of the Week Effect in Latin American Stock Markets, Journal of Economics, 27(1).
12. Shefrin, H. (2008). Risk and return in behavioral SDF-based asset pricing models. Journal of Investment Management, 6(3), 1-18. <https://www.semanticscholar.org/paper/Risk-and-Return-in-Behavioral-SDF-based-Asset-1-Shefrin/a5a27f5dc05086980d42ca21bd06dffcc7c61226>.
13. Stivers, C., Sun & L., Sun, Y. (2009). The other January effect: international, style, and sub-period evidence, Journal of Financial Markets, Vol. 12, Issue 3.
14. Stoilkovska, Biljana & Marković, Zorica, (2015). The Role Of Optimism-Pessimism In Anticipatory Psychological Contract Formation, Procedia - Social and Behavioral Sciences 171. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.100>
15. Zhang, C. (2008). Defining, modeling, and measuring investor sentiment. University of California, Berkeley, Department of Economics. <https://pdfs.semanticscholar.org/396c/4789ecd756b9502cf0dfa4b05c6a6424c137>.