



The effect of stock investors' tendencies on the weak form of financial market efficiency

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

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

**أمير عبيد د خليل الطائي ** أ.د. مهدي عطية الجبوري ** أ.م.د. اسعد منشد محمد

Abstract: This research aims to analyze the tendencies of stock investors and the extent of its impact on the efficiency of the financial market in its weak form, by studying the historical data for each company listed in the Iraqi market through some indicators (trading volume, price-earnings ratio), to show the extent of its impact on the form The weakness of the efficiency of the financial market, and the study was based on the difficulty of the theory represented by the continuation of the intellectual debate between the supporters of the traditional financial theory and the defenders of the behavioral financial theory, and that the problems of application are not paying attention to the tendencies of stock investors that affect the investment decisions that the participants in the Iraqi financial market suffer from when making investment decisions.

*بحث مستقل

**جامعة بابل – كلية الإدارة والاقتصاد.

المستخلص: يهدف هذا البحث الى تحليل ميول مستثمري الاسهم ومدى تأثيره على كفاءة السوق المالي بشكلها الضعيف، عن طريق دراسة البيانات التاريخية لكل شركة المدرجة في السوق العراقي من خلال بعض المؤشرات (حجم التداول، نسبة السعر الى العائد للسهم)، لبيان مدى تأثيرها على الشكل الضعيف من كفاءة السوق المالي، وقد استندت الدراسة الى صعوبة النظرية متمثلة باستمرار الجدل الفكري بين مؤيدي النظرية المالية التقليدية والمدافعين عن النظرية المالية السلوكية، وان مشكلات التطبيق هي بعدم الالتفات والاهتمام بميول مستثمري الاسهم التي تؤثر على قرارات الاستثمارية التي يعاني منها المشاركين في السوق المالي العراقي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد بينت اهم نتائج هذه الدراسة ان لبعض مؤشرات ميول المستثمرين اثر على مؤشرات كفاءة السوق المالي.

المقدمة: أن نظرية التمويل السلوكية لم تكن قبل اربعة عقود شائعة كما هو اليوم. فكفاءة الأسواق وعقلانية المستثمرين وفرص المراجعة الغير محدودة ذات أهمية في مكونات النظرية المالية الكلاسيكية. التي تم التشكيك فيها كثيراً، إذ وجد الباحثون والمهتمون بأسواق المال ادلة بعدم كفاءة الأسواق المالية، وان المستثمرين لا يتمتعون بالعقلانية، وان فرص المراجعة محدودة. لذا لا بد من ان نتعرف على العوامل والتحيزات التي تؤثر في ميول المستثمرين لأنها من الادوات المهمة في تقييم الاداء الاستثماري وكيف تؤثر ميول المستثمرين في عوائد الأسهم المالية، والتعرف على المشاكل السلوكية والاجتماعية التي تواجه المستثمرين. لذا ان الانفعالات والحركات والتقلبات في الأسواق لم تأتي فقط من بيئة عقلانية انما في نفس الوقت سلوك بشري وتعكس ميول شخصية وردود فعل جماعية.

المبحث الاول: منهجية البحث

اولاً: مشكلة الدراسة - من خلال مراجعة الادبيات والدراسات السابقة تبين ان هناك تأثير لميول المستثمرين ومؤثراته على العديد من التداولات في الأسواق المالية، وبالتالي الذي جعل الباحثين يصبون توجههم نحو قياس هذا الميول والاهتمام به في الآونة الأخيرة، ومدى التشكيك في امكانية تطبيق وفعالية نظرية الكفاءة وكذلك الفرضيات التي تقوم عليها ومن اهمها عقلانية المستثمرين وتمتعهم بالرشد التام في عملية اتخاذ القرار المالي مما أدى الي التوصل الي ما يعرف باسم التمويل السلوكي الذي يعتمد في جوهره علي البعد النفسي والسيكولوجي بشكل مباشر و البعد الاقتصادي بشكل غير مباشر في اتخاذ قرارات الاستثمارية.

ثانياً: أهمية الدراسة - تكمن أهمية الدراسة في الدور الحاسم التي تؤديه الاسواق المالية في اقتصاديات البلدان النامية والمتطورة، واي عامل يؤثر في هذه الاسواق يعد عاملاً مهماً على اقتصاد البلد. والعوامل السلوكية والاجتماعية تؤثر على سلوك المستثمرين. وبذلك تتأثر ارباح الاسهم بتلك العوامل السلوكية لتغير بذلك توجهات المستثمرين ونتيجة ارتفاع او انخفاض تأثير هذه العوامل تنشأ المخاطرة والتهديد للمستثمرين وحالة عدم التأكد والتنبؤات الفاشلة بمتغيرات الاسواق المالية. وتبرز أهمية العلوم النفسية والسلوكية في تفسير شعور وعاطفة المستثمرين في الاسواق المالية. اذ يؤكد التمويل السلوكي في تحقيق الاستخدام الكامل لظواهر السوق بوصفها الية صنع القرارات الاستثمارية للمستثمرين في خيارات المستثمر المختلفة التي تكون محفوفة بالمخاطر المختلفة، وفهم تلك الظواهر يتطلب فهم النواحي السيكلوجية للمستثمرين وطبيعة مخاطر الاسواق.

ثالثاً: اهداف الدراسة - يسعى هذا البحث الى تحقيق عدة اهداف من أهمها:

- ١- معرفة تأثير الميول على خيارات المستثمرين والسلوك الاستثماري لهم.
- ٢- قياس تأثير ميول المستثمرين على الشكل الضعيف من الكفاءة
- ٣- تحديد الاختلافات الناتجة عن التحيزات السلوكية على المستثمرين باختلاف المتغيرات الديموغرافية والشخصية لهم.
- ٤- توصيف طبيعة المستثمر العراقي من خلال التعرف على دوافع وميول المستثمر الفرد ومدي تأثيرها علي سلوكه الاستثماري نحو توظيف مدخراته.

سادساً: فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى (HO1) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين ميول المستثمرين والشكل الضعيف من الكفاءة بالنسبة للقطاعات في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

أ. الفرضية الفرعية الأولى (HO11) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين حجم تداول الأسهم والشكل الضعيف من الكفاءة بمؤشرات في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ب: الفرضية الفرعية الرابعة (HO12) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين نسبة سعر إلى العائد للسهم والشكل الضعيف من الكفاءة بمؤشرات في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

الفرضية الرئيسية الثانية (HO2) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية بين ميول المستثمرين في الشكل الضعيف من الكفاءة في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

أ. الفرضية الفرعية الأولى (HO21) لا يوجد تأثير معنوية بين حجم تداول الأسهم والشكل الضعيف من الكفاءة بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ب. الفرضية الفرعية الرابعة (HO22) لا يوجد تأثير معنوية بين نسبة السعر إلى عائد السهم والشكل الضعيف من الكفاءة بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

سابعاً: حدود الدراسة

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

٢. الحدود المكانية: تشمل الحدود المكانية للدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن زيارة الموقع الإلكتروني للسوق المالية العراقية. وفي ادناه المواقع الإلكترونية لسوق العراق للأوراق المالية:

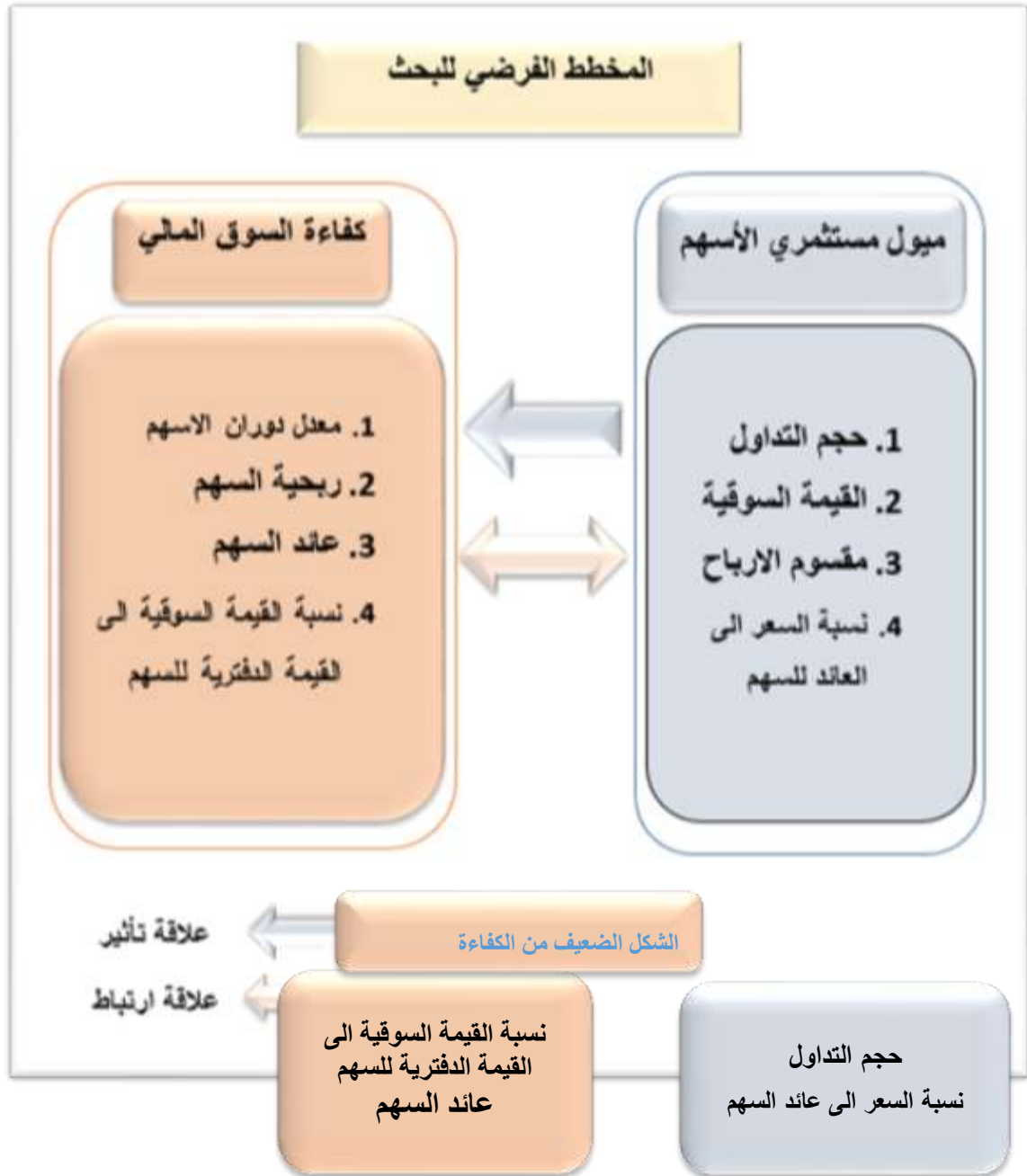
• الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية:

<http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html>

٣. الحدود الدراسة: الحدود الدراسة تناولت متغيرين هما: ميول مستثمر الاسهم واختيار متغيرات مالية هي (حجم التداول، نسبة السعر الى عائد السهم) كمتغير مستقل. ومتغير معتمد الشكل الضعيف من الكفاءة بمؤشراته (نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم، عائد السهم).

خامساً: المخطط الفرضي للبحث: الشكل الاتي يبين المخطط الفرضي للدراسة:

شكل (١) يبين المخطط الفرضي للبحث من اعداد الباحث



المصدر: المخطط من اعداد

المبحث الثاني: الجانب النظري

اولاً: مفهوم ميول المستثمرين - يمكن تعريف التحيزات السلوكية بأنها أنماط من الانحراف في الحكم أو الراي يحدث في حالات معينة، يؤدي الى تشويه للإدراك الحسي أو حكم غير دقيق أو تفسير غير منطقي، ينتج عن قيود أو اعتبارات الوقت والتكلفة، نقص الآليات العقلية ومحدودة المعلومات والموارد (black,1986:55)، (Daniel, 1990:82)، أن التحيز السلوكي هي حالات أو شواهد من السلوك الذهني يحتمل أن يكون بعضها متكيف لأنها تؤدي إلى اجراءات أكثر فعالية تحت سياقات معينة (أي تمكن من اتخاذ قرارات أسرع في ظروف صعبة وعاجلة) أو أخرى تنتج عن نقص الآليات العقلية المناسبة (العقلانية المحدودة) أو ببساطة بسبب الضوضاء الذهنية والتشويه. ويرى الباحث التحيز السلوكي هو حالة من السلوك الذهني تعبر عن الميل عن التفكير العقلاني وتشتت صانع القرار عن اتجاهه وعدم ادراك الحجم الحقيقي للمخاطر، والتفسير المنطقي للحقائق والبحث الكامل للمعلومات (De long et al, 1990:726 fama,1995:58) لذا ظهرت مفردات لوصف تصرفات المستثمرين والمشاركين في السوق المالية مثل: الثقة المفرطة والقلق والعصبية والتشاؤم والتفاؤل، ووضحت الدراسات بان العلاقة بين ميول المستثمرين لعوائد الأسهم لا تتوافق مع النظرية الكلاسيكية (De long et al, 1990:738). ودراسة ميول المستثمرين لا تبيح لنا فقط بفهم التحيزات والتنبؤ للمستثمرين، بل هي فرص لتجنب الميول والحصول على مكاسب وعوائد كبيرة (Bikchandani et al, 1992:687). يرى (Brown and cliff,2006:421) إنَّ المستثمرين الافراد ليسوا هم فقط المتأثرين بالتحيزات السلوكية، اذ يظهرون الثقة العالية overconfidence والتأثر بسلوك القطيع herding behavior وغيرها من التحيزات. اذ دافع (Baker & Wurgler,2006:15) عن الميول بانها ليست محددة بالمستثمرين الافراد وانما ايضا المؤسسات الاستثمارية التي يصدر عنها قرارات مالية خاطئة.

ثانياً: انواع ميول المستثمرين - يبدأ تحليل الميول باستخراج وجهات النظر والآراء في منشورات وكلمات الناس والاخبار في الانترنت. اذ تتمحور المهمة الاولى التي يتم النظر فيها التفرق والتمييز بين انواع الميول سواء كان ايجابياً او سلبياً او محايداً وتسمى بتحليل التقاطع polarity analysis ويتم تحليل هذا التفسير من اجزاء موضوعية من كلام ينشره الفرد في الشبكات الاجتماعية ويطلق عليه (بالتحليل الذاتي subjectivity analysis). وكذلك ادخلت مهام (التحليل العاطفي emotion analysis) وحدد الفئة العاطفية من

النصوص (الغضب والاشمئزاز والفرح والحزن) بينما يركز (تحليل الكثافة intensity analysis) في تحديد مستويات مختلفة من القطبية او العاطفة (على سبيل المثال ايجابية جدا، حزينة جدا) . ثم تم تطوير طرائق تحليل الميول الحالية لمعالجة النصوص غير المهيأة في وسائل الاعلام في شبكة الانترنت ومعالجة المهمة وتصنيفها كمشكلة لإيجاد حل لها (Denecke et al, 2015:6)، وقد تم تصنيف الميول بالنسبة الى التنبؤ تلقائياً بقطبية واتجاه الميول وفي هذا الاساس صنفنا الى ثلاثة أنواع (الميول الايجابي، الميول السلبي، الميول المحايد).

ثالثاً: مؤشرات قياس ميول المستثمرين

١- حجم التداول Trading volume : إن حجم التداول هو في الاساس قيمة الأسهم التي تتداول في الأسواق المالية خلال فترة معينة، وهو الذي يوضح ويكشف قوة السوق الحالي سواء أكان منخفضاً او عالياً به عمليات التداول اي البيع والشراء (السلماي، ٢٠١٩: ٦٦)، ان مضاربة الأسهم هي بشكل اساسي معتمدة على حجم هذا التداول، ومن اهمها التحليل الفني، وهو أحد العوامل المهمة التي تهتم في ارتفاع وانخفاض مؤشرات الأسواق، وهو يعد اهم العوامل التي يراقبها المستثمرون لمعرفة الأسهم المطلوبة والمعروضة (مطلبك، ٢٠١٩: ٧٢).

٢- مؤشر نسبة السعر الى العائد للسهم Price-to-earnings-per-share (P/E) index : وهي تمثل رغبة المستثمر لدفع من الارباح الحالية لكل وحدة و يوضح عن تنبؤات السوق بما يخص تطور الشركة، ان التقييم العالي في اسعار الأصول هو يدل على ارتفاع مؤشر P/E، وبالتالي ارتفاع الميول (Mehwish kahn,2018:35).

رابعاً: كفاءة السوق المالي - يشار الى الشروط الاقتصادية (السوق المالي الكفوء) التي تمت في نهاية القرن التاسع عشر من قبل Gibson هو مؤسس نظرية السوق المالي الكفوء وكان ذلك في عام ١٨٨٩ أذ نشر كتاباً عن السوق المالي في باريس ولندن ونيويورك، اذ وضح ان أسعار الأسهم تعكس آراء المستثمرين (المشاركين) Smartest participants في السوق المالي، وقد وضح Gibson1889 تقييم الأسهم هو عملية تصويت voting process يصوت المشاركون على سعر السهم الى أي اتجاه سيتغير وفي النهاية يحصل المشاركون الاذكياء على أكثر الأصوات للتنبؤات الصحيحة وبالتالي تسمح لهم بتحقيق الكثير من العوائد (De Moor 2013:68).

ايضاً يعد Bachelier رائداً في نظرية السوق المالي الكفوء من خلال نظريته (نظرية المضاربة Speculation theory) في عام ١٩٠٠ اذ وضح ان العائد المتوقع للاستثمار

يساوي صفر دائماً وأوضح مفهوم السوق المالي الكفوء بأطروحته للدكتوراه في الرياضيات فقد اكتشف ان أسعار السلع تتذبذب بشكل عشوائي، ولكن قد تم تجاهل هذا العمل مدة نصف قرن (Shefrin,2007:31). في بداية القرن العشرين كان هناك محاولات لإظهار عشوائية أسعار الأسهم، وفي عام ١٩٠٥ أصبح Pearson أول من استخدم "السير العشوائي" ولكن لم يستخدمه في التمويل قد استخدمه في علم النبات (Al-Jafari,2011:63). في عام ١٩٢٥ قارنت شركة MacCauley سوق الأسهم عن طريق لعبة قذف العملة coin-tossing game في خلال فترة قليلة أي في عام ١٩٣٣ قام Cowles اخصائي في الاقتصاد الأمريكي بتحليل الإحصاءات التجارية للمستثمرين (المحترفين) واستنتج ان المستثمرين (المحترفين) لم يستطيعوا التنبؤ بالأسعار المستقبلية والحصول على ارباح كبيرة، وتوصل الى هذه النتيجة مره أخرى وذلك من خلال تحليل بيانات السوق الأمريكي للأسهم (Dimson,2000:708).

خامساً: الشكل الضعيف من الكفاءة - يوضح الى ان معلومات الأسعار التاريخية مثل احجام التداول والعوائد للأسهم تنعكس بالأسعار الحالية للأوراق المالية وبالتالي يعني ان الاخبار الحالية هي التي يمكن ان تؤثر بتقييم الأوراق المالية سواء أكانت سلبية او إيجابية، ومن ثم تؤدي الى ارتفاع او انخفاض الأسعار (Stivers & Sun ,2009:79).

عند ظهور الشكل الضعيف يصبح من الصعب والمستحيل تحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك بالاعتماد على التحليل الفني الذي يستند الى تحركات الأسعار التاريخية، اذ يشير الى انه من غير الممكن وجود نمط من الممكن التنبؤ به بوجود أسعار تاريخية فضلاً عن ذلك ان معدلات العائد تكون مستقلة وهو ما يسمى "بالسلوك العشوائي للورقة المالية" ان استقلالية العائد ومعدلاته والسلوك العشوائي وغير المتوقع للأسعار هي العوامل التي تدل على ضعف كفاءة السوق (Magnus,2008:54).

ان فرضية السوق المالي ضعيف الكفاءة لها صلة وثيقة بفرضية السير العشوائي والتي بدورها تنص على ان أسعار الأسهم او تحركات الأسعار المستقبلية تكون مستقلة وعشوائية وغير مرتبطة بالتحركات السابقة للورقة المالية أي انها تتبع السير العشوائي، ومن المستحيل توقع او التنبؤ بالمتغيرات المستقبلية بالأسعار وتحليل تحركات الأسعار التاريخية (Yavrumyan & Evgenia,2015:4).

اذ كان تقييم الأوراق المالية يعتمد بالأساس على المعلومات التاريخية فان المتغيرات اللاحقة في الأسعار سوف تعكس المعلومات الجديدة وهي التي يستلمها السوق دون أي سابق انذار فان

المستثمر الذي يعتمد على الأسعار التاريخية لا يستطيع تحقق ميزة على المشتركين الآخرين في الحصول على عوائد غير اعتيادية لطالما ان المعلومات متوفرة للجميع، ان الأسعار السابقة للأوراق المالية لا توفر معلومات تستخدم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تسمح للمستثمر الحصول على عائد اعلى من المعتاد في المدى القصير والذي يمكن الحصول عليه باستخدام "استراتيجية الشراء والمسك البسيطة" (Blume & Durlauf,2008:88)، ولطالما ان هذا الشكل من اشكال كفاءة السوق (الضعيف) مهتم بتحديد القدرة على التوقع بالعائد المستقبلي بالاعتماد على العوائد السابقة فقد سماها (Fama ١٩٩١) "اختبار قابيله التنبؤ بالعائد" (Tests for Return Predictability)، في ظل الشكل الضعيف للكفاءة ان المشاركين في السوق لا يستطيعون تحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك بسبب لان تحركات الأسعار في هذا الشكل الضعيف تتميز بالاستقلالية تماماً عن التحركات التاريخية الماضية، اذ يدل على ان عدم وجود تحركات دورية وتنبؤيه يمكن الاستفادة منها عن طريق الاليات الاسس الفنية التي تعتمد على المعلومات التاريخية وذلك بسبب لان أسعار الأوراق المالية تكون معتمدة ومستجيبة فقط على الأحداث و المعلومات الحديثة فقط التي تصل للأسواق المالية (Kuo,2000:525).

يوضح الى ان معلومات الأسعار التاريخية مثل احجام التداول والعوائد للأسهم تنعكس بالأسعار الحالية للأوراق المالية وبالتالي يعني ان الاخبار الحالية هي التي يمكن ان تؤثر بتقييم الأوراق المالية سواء أكانت سلبية او إيجابية، ومن ثم تؤدي الى ارتفاع او انخفاض الأسعار (Stivers & Sun ,2009:79).

عند ظهور الشكل الضعيف يصبح من الصعب والمستحيل تحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك بالاعتماد على التحليل الفني الذي يستند الى تحركات الأسعار التاريخية، اذ يشير الى انه من غير الممكن وجود نمط من الممكن التنبؤ به بوجود أسعار تاريخية فضلاً عن ذلك ان معدلات العائد تكون مستقلة وهو ما يسمى "بالسلوك العشوائي للورقة المالية" ان استقلالية العائد ومعدلاته والسلوك العشوائي وغير المتوقع للأسعار هي العوامل التي تدل على ضعف كفاءة السوق (Magnus,2008:54).

ان فرضية السوق المالي ضعيف الكفاءة لها صلة وثيقة بفرضية السير العشوائي والتي بدورها تنص على ان أسعار الأسهم او تحركات الأسعار المستقبلية تكون مستقلة وعشوائية وغير مرتبطة بالتحركات السابقة للورقة المالية أي انها تتبع السير العشوائي، ومن المستحيل توقع او

التنبؤ بالمتغيرات المستقبلية بالأسعار وتحليل تحركات الأسعار التاريخية (Yavrumyan & Evgenia, 2015:4).

اذ كان تقييم الأوراق المالية يعتمد بالأساس على المعلومات التاريخية فان المتغيرات اللاحقة في الأسعار سوف تعكس المعلومات الجديدة وهي التي يستلمها السوق دون أي سابق انذار فان المستثمر الذي يعتمد على الأسعار التاريخية لا يستطيع تحقق ميزة على المشتركين الاخرين في الحصول على عوائد غير اعتيادية لطالما ان المعلومات متوفرة للجميع، ان الأسعار السابقة للأوراق المالية لا توفر معلومات تستخدم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تسمح للمستثمر الحصول على عائد اعلى من المعتاد في المدى القصير والذي يمكن الحصول عليه باستخدام "استراتيجية الشراء والمسك البسيطة" (Blume & Durlauf, 2008:88)، ولطالما ان هذا الشكل من اشكال كفاءة السوق (الضعيف) مهتم بتحديد القدرة على التوقع بالعائد المستقبلي بالاعتماد على العوائد السابقة فقد سماها (Fama ١٩٩١) "اختبار قابيله التنبؤ بالعائد" (Tests for Return Predictability)، في ظل الشكل الضعيف للكفاءة ان المشاركين في السوق لا يستطيعون تحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك بسبب لان تحركات الأسعار في هذا الشكل الضعيف تتميز بالاستقلالية تماماً عن التحركات التاريخية الماضية، اذ يدل على ان عدم وجود تحركات دورية وتنبؤيه يمكن الاستفادة منها عن طريق الاليات الاسس الفنية التي تعتمد على المعلومات التاريخية وذلك بسبب لان أسعار الأوراق المالية تكون معتمدة ومستجيبة فقط على الأحداث و المعلومات الحديثة فقط التي تصل للأسواق المالية (Kuo, 2000:525).

سادساً: مؤشرات قياس الشكل الضعيف من الكفاءة

١- نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم The ratio of market value to book value per share.

هو نسبة تشير الى النسبة التي تستخدمها الشركات لمقارنة السعر السوقى (Market Value) للسهم مع قيمته الدفترية (Book Value) وذلك عبر قسمة السعر السوقى للسهم الواحد على القيمة الدفترية لهذا السهم، ويمكن احتساب القيمة الدفترية للسهم الواحد عبر المعادلة الاتية (Ellis and Thomas, 2014:12):

القيمة الدفترية= (اجمالى الأصول-اجمالى الالتزامات) / عدد الأسهم

Book value = (total assets - total liabilities) / number of shares----- (١)

تعكس "نسبة السعر السوقي للسهم الى قيمة الدفترية" القيمة التي يربطها المشاركون في السوق بحقوق ملكية الشركة مقارنة بالقيمة الدفترية لحقوق المساهمين اذ تعتبر القيمة السوقية للأسهم مقياساً يعكس التدفقات النقدية المستقبلية Future Cash Flows للشركة، أما القيمة الدفترية فتعتبر مقياساً محاسبياً يستند الى مبدأ التكلفة التاريخية Historic Cost Principle ويعكس اصدار الأسهم السابقة المعززة بالأرباح أو الخسائر، يمكن حساب النسبة من خلال المعادلة الاتية (Clotide,2015:43):

نسبة القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم

M/B= The ratio of market value per share / book value per share----- (٢)

٢- عائد السهم Return of stock

النسبة المئوية للزيادة او النقصان في سعر السهم، والذي 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 (Gupta& Basu,2013:57).

المبحث الثالث: الجانب العملي

١- اختبار معنوية الارتباطات - قام الباحث هنا بايجاد الارتباطات بين متغيرات البحث وبيان الدلالة الاحصائية لها. تم ايجاد الارتباطات باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS vr. 24 ووضعت في الجدول (١):

جدول رقم (١) معاملات الارتباط بين المتغيرات

Correlations					
		x1	x2	x3	x4
y1	Pearson Correlation	-.037	.267*	.184	-.115
	Sig. (2-tailed)	.756	.023	.121	.335
	N	72	72	72	72
y2	Pearson Correlation	.546**	-.019	-.160	-.012
	Sig. (2-tailed)	.000	.876	.180	.921
	N	72	72	72	72
y3	Pearson Correlation	-.012	.058	.614**	.078
	Sig. (2-tailed)	.919	.627	.000	.517

	N	72	72	72	72
y4	Pearson Correlation	.157	.326**	.489**	-.258*
	Sig. (2-tailed)	.188	.005	.000	.028
	N	72	72	72	72
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).					
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).					

المصدر: مخرجات برنامج Spss

٢- الفرضية الاولى: H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال (١) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.012- وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة ٥% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_1 الأسهم المتداولة و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

٢- الفرضية الثانية: H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_1 عائد السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_1 عائد السهم. من خلال الجدول (١) يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.037- وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة ٥% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_1 الأسهم المتداولة و Y_1 عائد السهم.

٣- الفرضية الثالثة: H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال (١) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.078 وهي قيمة غير معنوية تحت مستوى دلالة ٥% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة

ارتباط معنوية بين المتغيرين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

٤- الفرضية الرابعة: H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية. وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال (١) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.078 وهي قيمة غير معنوية تحت مستوى دلالة ٥% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

٢-تحليل واختبار الأثر - اختبار اثر X_1 الأسهم المتداولة في Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية
الفرضية الصفرية

H_0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X_1 الأسهم المتداولة في Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.
مقابل الفرضية البديلة

H_1 : يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X_1 الأسهم المتداولة في Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.



شكل رقم (٢) شكل علاقة تأثير X_1 في Y_3

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (٢) الذي يتضمن دالة اثر X_1 الأسهم المتداولة في Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

جدول رقم (٢) معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.012	-0.103	.919	غير معنوي تحت مستوى دلالة ٥%

يتضح من خلال (٢) ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.012 وقيمة اختبار t لها هي -0.103 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة ٥% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي أنه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

اختبار اثر X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.



شكل رقم (٣) شكل علاقة تأثير X1 في Y1

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (٣) الذي يتضمن دالة اثر X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.

جدول رقم (٣) معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.04	-0.312	.756	غير معنوي تحت مستوى دلالة ٥%

يتضح من خلال (٣-٣) ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمّنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.04 وقيمة اختبار t لها هي -0.312 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة ٥% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.

اختبار اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.



شكل رقم (٤). شكل علاقة تأثير X4 في Y3

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (٤) الذي يتضمن دالة اثر X4 في Y3.

جدول رقم (٤) معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد	معامل التحديد المصحح	قيمة المعطى	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.01	0.01	0.08	.651	.517	غير معنوي تحت مستوى دلالة ٥%

يتضح من خلال (٤) ان قيمة معامل التحديد هو 0.01 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى

القيمة الدفترية فسرت ما مقداره 1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.08 وقيمة اختبار t لها هي 0.651 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

اختبار اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية
الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم.



شكل رقم (٥) شكل علاقة تأثير X4 في Y1

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (٥) الذي يتضمن دالة اثر X4 في Y1.

جدول رقم (٥) معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.01	0.001	-0.12	-.970	.335	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (٥) ان قيمة معامل التحديد هو 0.01 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.12 وقيمة اختبار t لها هي -0.970 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس

هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

اولاً: الاستنتاجات

1. اثبت التحليل لمعامل التحديد واختبار t معنوية التأثير بين المتغير المستقل تأثير حجم التداول ونسبة السعر الى العائد للسهم وهي الاعلى تأثيراً.
2. على المستوى العام فقد تباينت المتغيرات المستقلة المعبرة عن ميول المستثمرين في تأثيرها في كفاءة السوق الضعيفة وهذا ما يعكس الصعوبة في قياس هذه المتغيرات لأنها تحمل ابعاد سيكولوجية ونفسية للمستثمرين في الأسهم.
3. تبين من النتائج ان للميول اثر واضح على الأسواق المالية وعلى قرارات المستثمرين الرشيدة وغير الرشيدة.

ثانياً: التوصيات

1. ضرورة اتباع الأساليب العلمية والتقنية الحديثة في التحليل بجانبه الفني والاساسي للتمييز بين الأسهم لغرض اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم لغرض زيادة العوائد وتقليل الخاطرة.
2. ضرورة فهم وإدراك العوامل النفسية والتحيزات الادراكية 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. تقليص الفجوة وعدم التماثل المعلوماتي بين الجهات المتعاملة مع الشركات والتي تؤدي الى زيادة التباين بالتنبؤات في الأسعار والعوائد للأسهم المتداولة.

المصادر

المصادر العربية

- ١- عبد الغفار الحنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١٣، ص ٧٥
- ٢- مطلق، ٢٠١٩، "قياس ميول المستثمرين وتأثيرها في عوائد الاستثمار فب الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

المصادر الاجنبية

- 1- . Gupta, R., and Basu P.K. (2013). Weak Form Efficiency in Indian Stock Markets. International Business and Economics Research Journal (vol:6), pp:57.
- 2- 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.
- 3- Baker, M. and Wurgler, J. (2007)." Investor sentiment in the stock market". The Journal of Economic Perspectives, 21(2), 129-151.
- 4- Boido C, Fasano A (2011) CAPM with Sentiment. J Finance Manage, University of Siena, preliminary draft <https://www.rivisteweb.it/download/article/10.12831/82216>.
- 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- Ellis and Thomas (2014) use figures from market traders and investment institutions as proxies of the trading costs on the

whole portfolio but they do not estimate the costs for each of the individual stocks.

- 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- Levine Ross and zeros, s " Stock Market And long Run Grow the " world Bank Review, vol , z,p 4.01, . 2016.
- 9- 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.
- 10- Mehwish Aziz Khan and Eatnaz 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
- 11- Meritt, Cam.2019, "Corporate Taxation When Issuing Dividends". Houston Chronicle. Retrieved March 9, 2019. https://www.google.com/acik?sa=l&ai=DChcSEwiT6-S_rqnqAhUN7e0KHVCKDviYABABGgJkZw&sig=AOD64_24OXD23EETyqXxd1DeFZWWhCGsAwg&adurl=&q.
- 12- Roderiguez, W. K. (2018)" Day of the Week Effect in Latin American Stock Markets", Journal of Economics, 27(1).
- 13- 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>.

- 14- 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.
- 15- Stoilkovska, Biljana, Marković, Zorica, The Role Of Optimism-Pessimism In Anticipatory Psychological Contract Formation, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 171 (2015). <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.100>
- 16- Zhang, C. (2008). Defining, modeling, and measuring investor sentiment. University of California, Berkeley, Department of Economics. <https://pdfs.semanticscholar.org/396c/4789ecd756b9502cf0dfa4b05c6a6424c137>.