



جامعة الأزهر
كلية التجارة بنين
قسم إدارة الأعمال

تأثير التحيزات السلوكية للمستثمرين على أسعار الأسهم في البورصة المصرية

رسالة مقدمة من الباحث

محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي

المدرس المساعد بقسم إدارة الأعمال بالكلية

للحصول على درجة العالمية (دكتوراه الفلسفة) في إدارة الأعمال

من كلية التجارة - جامعة الأزهر

إشراف

الأستاذ الدكتور

سعيد عبد العال الإمام

أستاذ إدارة الأعمال

عميد كلية التجارة - جامعة الأزهر

الأستاذ الدكتور

حسين موسى راغب

أستاذ إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة الأزهر

2014م - 1435هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



جامعة الأزهر

كلية التجارة بنين

قسم إدارة الأعمال

قرار لجنة المناقشة والحكم

إنه في يوم الأربعاء الموافق 21 ربيع أول 1435 هـ الموافق 2014/1/22 م ، وفي تمام الساعة الخامسة مساءً، بالقاعة الكبرى بمركز صالح عبدالله كامل للاقتصاد الإسلامي، بجامعة الأزهر، بمدينة نصر، اجتمعت لجنة المناقشة والحكم على الرسالة المقدمة من الباحث/ محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي للحصول على درجة العالمية "دكتوراه الفلسفة" في إدارة الأعمال بعنوان:

تأثير التحيزات السلوكية للمستثمرين على أسعار الأسهم في البورصة المصرية

Investors behavioral biases effect on stock prices in Egyptian market exchange.

وتتكون لجنة المناقشة والحكم من السادة:

أ.د/ حسين موسى راغب	أستاذ إدارة الأعمال المتفرغ بالكلية	مشرفاً ورئيساً
أ.د / سعيد عبد العال الإمام	أستاذ إدارة الأعمال - عميد الكلية	مشرفاً
أ. / عبد الحميد محمد أبو موسى	محافظ بنك فيصل الاسلامي المصري	عضواً من الخارج
أ.د / حنان إبراهيم النجار	أستاذ إدارة الأعمال المتفرغ- وعميد كلية التجارة "بنات" بتفهما الأشراف الأسبق	عضواً من الداخل

والذي وافق على تشكيلها مجلس قسم إدارة الأعمال بتاريخ 2013/10/22 م، وصدر قرار مجلس الكلية بالموافقة في 2013/10/29 م، وموافقة فضيلة أ.د/نائب رئيس الجامعة في 2013/11/3 م.

ولقد استمرت المناقشة علنية لمدة (سنتين) وحضرها جمهور من المستمعين، وبعد انتهاء المناقشة اختلت اللجنة للمداولة واقترحت بالإجماع (سنة) الباحث/ محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي درجة العالمية "دكتوراه الفلسفة" في إدارة الأعمال من كلية التجارة - بنين - جامعة الأزهر. أعضاء اللجنة

أ.د/ حسين موسى راغب أ.د/ سعيد عبد العال الإمام أ/ عبد الحميد محمد أبو موسى أ.د/ حنان إبراهيم النجار

إهداء

إلي أسرتي أمي وروح أبي .. وزوجتي وأولادي... وإخوتي

شكر وتقدير

وفى النهاية فإنني احمده الله وأشكره على توفيقى فى إنجاز هذا البحث وهو أحق وأول من يجب شكره؛ حيث يقول تعالى لئن شكرتم لأزيدنكم، وقد أوصانا الرسول (ص) بأن نشكر كل من أسدى إلينا معروفاً فقال (ص) من صنع إليكم معروفاً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه به فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه كذلك أوصانا بعلماننا خيراً. لهذا أتقدم بالشكر لأساتذتي الذين تعاهدوني بأدبهم وعلمهم وإخلاصهم ولذلك وجب على أن أتقدم لفضيلتهم بالشكر والتقدير وأخص منهم **أستاذي الفاضل: الأستاذ الدكتور حسين موسى رغب، أستاذ إدارة الأعمال بالكلية ورئيس القسم الأسبق؛** الذى أكن له كل حب و احترام، على تفضله بالإشراف على البحث وعلى حسن توجيهه وإرشاده، وما أبداه من آراء سديدة كان لها الفضل في تنقية البحث وتنقيحه. فله وافر الشكر والامتنان، فجزاه الله عنى خير الجزاء.

كما أتقدم بأسمى آيات الشكر والتقدير إلى أستاذي **الأستاذ الدكتور/سعيد عبد العال الإمام . أستاذ إدارة الأعمال،** وعميد الكلية، على دعمه المثمر العلمى والأدبى ومعاونته الصادقة لى، فقد سعد الباحث بتفضل سيادته بإشرافه على البحث، فجزاه الله عنى خير الجزاء.

ولا يفوتنى أن أتقدم بالشكر والتقدير الوفيرين إلى **الأستاذ عبد الحميد محمد أبو موسى . محافظ بنك فيصل الاسلامي المصري،** ، لتفضل سيادته بقبول المشاركة فى مناقشة الرسالة والحكم عليها فجزاه الله عنى خير الجزاء.

كما أتوجه بموفور الشكر وخالص التقدير إلى أستاذتي **الدكتورة حنان إبراهيم النجار . أستاذ التمويل بكلية التجارة (بنات) - جامعة الأزهر،** لدعمها العلمى و الأدبى لى ولتفضلها بقبول الاشراف والمشاركة فى مناقشة الرسالة والحكم عليها فجزاها الله عنى خير الجزاء.

كما أتوجه بالشكر لكل أساتذتي و زملائي بقسم إدارة الأعمال بالكلية وأخص بالذكر الاستاذ الدكتور عمرو أبو اليمين لما قدمه لى من عون.

كما لا يفوتنى أن أشكر كل من عاونني كي يخرج هذا البحث على هذه الصورة فجزاهم الله جميعاً عنى خير الجزاء

والله المستعانوالسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

ملخص الدراسة باللغة العربية

هدفت الدراسة الي اختبار العلاقة بين التحيزات أو المتغيرات السلوكية (بنوعها الادراكية والعاطفية) والمتغيرات المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم، كما هدفت إلي تطوير نموذج سلوكي ومالي واقتصادي للتنبؤ بسعر السهم.

وقد أجريت الدراسة علي عينتين، تمثلت العينة الأولى في عينة المستثمرين المصريين في البورصة المصرية وقد بلغ حجم هذه العينة 385 مستثمراً، في حين تمثلت العينة الأخرى في عينة الشركات المقيدة في البورصة المصرية والتي يتم تداول أسهمها فيها وقد بلغت عدد الشركات في العينة 35 شركة. كما اعتمد الباحث علي اسلوبي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد ومعامل الارتباط واختبارات (T) و (χ^2) و (Z) في معالجة بيانات الدراسة احصائياً.

وقد توصلت الدراسة إلي أن كل من المتغيرات المالية والاقتصادية الكلية تؤثر تأثيراً معنوياً ضعيفاً علي أسعار الأسهم في حين تؤثر التحيزات أو المتغيرات السلوكية تأثيراً معنوياً قوياً عليها، كما طورت الدراسة نمودجا سلوكيا وماليا واقتصاديا للتنبؤ بسعر السهم.

Abstract

This study examined the effects of behavioural biases (cognitive and emotional), financial variables, and macroeconomic variables on stocks prices, and it aimed to development behavioural, financial, and macroeconomic model for stock price forecasting.

The study conducted on two samples: the first consists of 385 Egyptian investor in Egyptian exchange, the second consists of 35 company listed in Egyptian exchange. The study based on simple, multiple regression, correlation coefficient, (t) test, (chi square) test, and (z) test in statistical analysis of data.

The most important results of this study are: Financial and Macroeconomic variables have low significance effect on stock price. on the other hand, the behavioural biases have high significance on stock prices. The study developed behavioural, and financial, macroeconomic model for stock price forecasting.

فهرس المحتويات

رقم الصفحة

الموضوع

ملخص الدراسة باللغة العربية

143-1

الجزء النظري

58-2

الفصل الأول- مقدمة الدراسة: التطور التاريخي للتمويل التقليدي والتمويل السلوكي والتحيزات السلوكية

4

المبحث الأول- ماهية التمويل التقليدي.

4

أولاً- مفهوم التمويل التقليدي .

5

ثانياً- نظريات التمويل التقليدي.

5

أ. نظرية المحفظة.

9

ب. نظرية أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

10

ج. نظرية المراجعة في التسعير .

12

د. نظرية فروض السوق الكفاء.

15

هـ. نظرية المنفعة المتوقعة.

20

المبحث الثاني- ماهية التمويل السلوكي.

20

أولاً- مفهوم التمويل السلوكي.

22

ثانياً- التطور التاريخي للتمويل السلوكي.

30

ثالثاً- نظريات التمويل السلوكي.

30

أ. نظرية المنطقية المحدودة.

32

ب. نظرية التوقعات.

34

ج. نظرية اتخاذ القرارات.

36

رابعاً- أوجه الشبة والاختلاف بين التمويل التقليدي والتمويل السلوكي.

39

المبحث الثالث- التحيزات السلوكية.

39

أولاً- مفهوم التحيز .

40

ثانياً- أنواع التحيزات.

69-59

الفصل الثاني- مشكلة وأهمية الدراسة وتنظيمها.

60

أولاً- مشكلة الدراسة.

64

ثانياً- أهداف الدراسة.

64

ثالثاً- أهمية الدراسة.

66

رابعاً- محددات الدراسة.

67

خامساً- تنظيم الدراسة.

113-70

الفصل الثالث- عرض وتحليل الدراسات السابقة.

72	المبحث الأول- عرض وتحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بالتحيزات السلوكية للمستثمرين.
104	المبحث الثاني- عرض وتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغيرات (أو المؤشرات) المالية للشركات.
110	المبحث الثالث- عرض وتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
143-114	الفصل الرابع- تصميم الدراسة.
116	أولاً - فروض وتساؤلات الدراسة.
119	ثانياً - متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.
132	ثالثاً - أنواع ومصادر البيانات.
134	رابعاً- مجتمع وعينة الدراسة.
140	خامساً- تصميم قائمة الاستقصاء وأسلوب جمع البيانات.
141	سادساً- الأساليب الإحصائية.
219-144	الجزء التطبيقي
170-145	الفصل الخامس- تحليل البيانات الثانوية.
147	المبحث الأول تحليل البيانات الثانوية المتعلقة بالشركات.
147	أولاً- شروط الانحدار .
155	ثانياً- تحليل التساؤلات المتعلقة بالشركات.
157	ثالثاً- نتائج اختبار التساؤلات المتعلقة بالشركات.
159	المبحث الثاني- تحليل البيانات الثانوية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
160	أولاً- شروط الانحدار .
167	ثانياً- تحليل التساؤلات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
170	ثالثاً- نتائج التساؤلات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
211-171	الفصل السادس- تحليل البيانات الميدانية وبناء نموذج الدراسة.
173	المبحث الأول- تحليل بيانات الدراسة الميدانية.
173	أولاً- الاختبار المبدئي لقائمة الاستقصاء.
173	ثانياً- اختبار صدق وثبات قائمة الاستقصاء.
174	ثالثاً- الإحصاء الوصفي لعينة الدراسة.
186	رابعاً- الإحصاء الاستدلالي لعينة الدراسة.
186	أ - شروط الانحدار .
193	ب - اختبار الفروض المتعلقة بالتحيزات السلوكية.
205	ج - نتائج اختبار الفروض المتعلقة بالتحيزات السلوكية.
207	المبحث الثاني- نموذج مقترح للتنبؤ بسعر السهم.
207	أولاً- بناء النموذج المقترح للتنبؤ بسعر السهم.
208	ثانياً- اختبار النموذج.
211	ثالثاً- اختبار الفرض الأساسي الخامس.
219-212	الفصل السابع- النتائج والتوصيات.
213	أولاً- نتائج الدراسة.
216	ثانياً- توصيات الدراسة.

218	ثالثاً- دراسات مستقبلية.
242-220	المراجع.
221	أولاً- المراجع باللغة العربية.
223	ثانياً- المراجع باللغة الانجليزية.
62-1	الملاحق.
7-2	• ملحق رقم (1) قائمة الاستقصاء
25-8	• ملحق رقم (2) جداول تلخيص الدراسات السابقة
51-26	• ملحق رقم (3) بيانات متغيرات الشركات
60-52	• ملحق رقم (4) بيانات المتغيرات الاقتصادية الكلية
62-61	• ملحق رقم (5) مقياس عدم الاستقرار السياسي

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
135	عينة الشركات محل الدراسة	جدول (1/4)
138	عينة المستثمرين محل الدراسة	جدول (2/4)
147	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات أو المؤشرات المالية وأسعار الأسهم	جدول (1/5)
151	نتائج اختبار (z) للمؤشرات المالية للشركات	جدول (2/5)
152	اختبار اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي	جدول (3/5)
153	تحليل التباين ANOVA	جدول (4/5)
153	ملخص نموذج الانحدار المتعدد	جدول (5/5)
164	معاملات التحديد ومستويات المعنوية للمتغيرات المالية	جدول (6/5)
160	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم	جدول (7/5)
164	نتائج اختبار (T) للمتغيرات الاقتصادية الكلية	جدول (8/5)
166	اختبار اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي	جدول (9/5)
166	نتائج تحليل التباين ANOVA للمتغيرات الاقتصادية الكلية	جدول (10/5)
167	ملخص نموذج الانحدار المتعدد	جدول (11/5)
168	معاملات التحديد ومستويات المعنوية للمتغيرات الاقتصادية الكلية	جدول (12/5)
174	نتيجة اختبار وثبات قائمة الاستقصاء	جدول (1/6)
175	توصيف العينة حسب نوع المستثمر	جدول (2/6)
176	تصنيف المستثمرين حسب تحيز الثقة الزائدة في النفس	جدول (3/6)
176	تصنيف المستثمرين حسب تحيز التفاؤل	جدول (4/6)
177	تصنيف المستثمرين في العينة حسب تحيز الغزو إلى النفس	جدول (5/6)
178	تصنيف العينة حسب تحيز التأطير	جدول (6/6)
178	تصنيف المستثمرين حسب تحيز النقطة المرجعية	جدول (7/6)
179	تصنيف المستثمرين حسب تحيز كراهية الخسارة	جدول (8/6)
180	تصنيف العينة حسب نوع المستثمر	جدول (9/6)
180	تصنيف المستثمرين حسب تحيز المحافظة علي الوضع الحالي	جدول (10/6)
181	تصنيف المستثمرين حسب تحيز المحاسبة الذهنية	جدول (11/6)
182	تصنيف المستثمرين حسب تحيز التأكيد	جدول (12/6)
182	تصنيف المستثمرين حسب تحيز الحداثة	جدول (13/6)
183	تصنيف المستثمرين حسب النوع	جدول (14/6)
184	تصنيف المستثمرين حسب المراحل أو الفئات العمرية	جدول (15/6)

184	جدول (16/6)	تصنيف المستثمرين حسب مدة التعامل (الخبرة)
185	جدول (17/6)	تصنيف المستثمرين حسب متوسط الدخل الشهري
187	جدول (18/6)	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات (التحيزات السلوكية) وأسعار الأسهم
190	جدول (19/6)	نتائج اختبار (كا2) للتحيزات السلوكية للمستثمرين
191	جدول (20/6)	اختبار اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي
192	جدول (21/6)	تحليل التباين ANOVA
192	جدول (22/6)	ملخص نموذج الانحدار المتعدد
193	جدول (23/6)	معاملات التحديد ومستويات المعنوية للمتغيرات المالية
196	جدول (24/6)	نتائج تحليل التباين بين نوعي المستثمرين (مستثمر الكتروني ومستثمر عادي)
198	جدول (25/6)	نتائج تحليل التباين بين نوعي المستثمرين (ذكور وإناث)
199	جدول (26/6)	نتائج تحليل التباين بين المستثمرين (حسب السن)
201	جدول (27/6)	نتائج تحليل التباين بين المستثمرين (حسب مدة الخبرة)
203	جدول (28/6)	نتائج تحليل التباين بين المستثمرين (حسب مستوى الدخل)
208	جدول (29/6)	متغيرات النموذج المقترح ورموزها
209	جدول (30/6)	اختبار اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي في نموذج الانحدار المقترح
210	جدول (31/6)	تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار المقترح
210	جدول (32/6)	ملخص نموذج الانحدار المقترح
9	جدول رقم (1)	ملخص الدراسات السابقة ذات الصلة بالتحيزات السلوكية
21	جدول رقم (2)	ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالشركات
24	جدول رقم (3)	ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية
27	جدول رقم (4)	بيانات متغيرات الشركات
53	جدول رقم (5)	بيانات المتغيرات الاقتصادية الكلية
62	جدول رقم (6)	كيفية حساب عدم الاستقرار السياسي

فهرس الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
61	مؤشر EGX30 الرئيسي للبورصة المصرية خلال الفترة (من 1-2004 إلى 1-2012)	شكل (1/2)
61	مؤشر داو جونز للبورصة الأمريكية خلال الفترة (من 1-2008 إلى 1-2013)	شكل (2/2)
62	مؤشر نيكاي للبورصة اليابانية خلال الفترة (من 1-2004 إلى 1-2012)	شكل (3/2)
62	مؤشر البورصة الإماراتية خلال الفترة (من 1-2004 إلى 1-2012)	شكل (4/2)
62	مؤشر البورصة السعودية خلال الفترة (من 1-2004 إلى 1-2012)	شكل (5/2)
103	استنتاجات حول الدراسات السابقة المتعلقة بالتحيزات السلوكية	شكل (1/3)
120	متغيرات الدراسة	شكل (1/4)
175	تصنيف المستثمرين من حيث النوع (متداول عادي أو إلكتروني)	شكل (1/6)
176	تصنيف المستثمرين من حيث الثقة الزائدة في النفس	شكل (2/6)
177	تصنيف المستثمرين من حيث التفاؤل	شكل (3/6)
177	تصنيف المستثمرين حسب تحيز العزو إلى النفس	شكل (4/6)
178	تصنيف المستثمرين حسب تحيز التأطير	شكل (5/6)
179	تصنيف المستثمرين حسب تحيز النقطة المرجعية	شكل (6/6)
179	تصنيف المستثمرين حسب تحيز كراهية الخسارة	شكل (7/6)
180	تصنيف المستثمرين حسب تحيز المتاحية	شكل (8/6)
181	تصنيف المستثمرين حسب تحيز المحافظة علي الوضع الحالي	شكل (9/6)
181	تصنيف المستثمرين حسب تحيز المحاسبة الذهنية	شكل (10/6)
182	تصنيف المستثمرين من حيث تحيز التأكيد	شكل (11/6)
183	تصنيف المستثمرين حسب تحيز الحداثة	شكل (12/6)
183	تصنيف المستثمرين حسب النوع	شكل (13/6)
184	تصنيف المستثمرين حسب المراحل العمرية	شكل (14/6)
185	تصنيف المستثمرين من حيث مدة الخبرة	شكل (15/6)
185	تصنيف المستثمرين من حيث متوسط الدخل الشهري الناتج عن الاستثمار	شكل (16/6)

الجزء النظري

ويتكون من الفصول التالية

الفصل الأول- مقدمة الدراسة: التطور التاريخي للتمويل

التقليدي والتمويل السلوكي والتحييزات السلوكية

الفصل الثاني- مشكلة وأهمية الدراسة وتنظيمها.

الفصل الثالث- عرض وتحليل الدراسات السابقة.

الفصل الرابع- تصميم الدراسة.

الفصل الأول: مقدمة الدراسة:

التطور التاريخي للتمويل التقليدي والتمويل السلوكي

والتحيزات السلوكية

المبحث الأول: ماهية التمويل التقليدي

أولاً: مفهوم التمويل التقليدي.

ثانياً: نظريات التمويل التقليدي.

المبحث الثاني: ماهية التمويل السلوكي.

أولاً: مفهوم التمويل السلوكي.

ثانياً: التطور التاريخي للتمويل السلوكي.

ثالثاً: نظريات التمويل السلوكي.

رابعاً: أوجه الشبه والاختلاف بين التمويل التقليدي والتمويل السلوكي.

المبحث الثالث: التحيزات السلوكية.

أولاً: مفهوم التحيز.

ثانياً: أنواع التحيزات.