



تأثير التحizات السلوكية للمستثمرين

على أسعار الأسهم في البورصة المصرية

رسالة مقدمة من الباحث

محمد عبد الحميد أحمد الإمامي

المدرس المساعد بقسم إدارة الأعمال بكلية

الحصول على درجة العالمية (دكتوراه الفلسفة) في إدارة الأعمال

من كلية التجارة - جامعة الأزهر

إشراف

الأستاذ الدكتور

الأستاذ الدكتور

سعيد عبد العال الإمام

أستاذ إدارة الأعمال

عميد كلية التجارة - جامعة الأزهر

حسين موسى راغب

أستاذ إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة الأزهر

١٤٣٥ هـ - ٢٠١٤ م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



قرار لجنة المناقشة والحكم

إنه في يوم الأربعاء الموافق 21 ربيع أول 1435هـ والموافق 2014/1/22 ، وفي تمام الساعة الخامسة مساءً، بالقاعة الكبرى بمركز صالح عبده الله 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.

وت تكون لجنة المناقشة والحكم من السادة:

مشرفاً ورئيساً	أستاذ إدارة الأعمال المتفرغ بالكلية	أ.د/ حسين موسى راغب
مشرفاً	أستاذ إدارة الأعمال - عميد الكلية	أ.د / سعيد عبد العال الإمام
عضوًأ من الخارج	محافظ بنك فيصل الإسلامي المصري	أ. / عبد الحميد محمد أبو موسى
عضوًأ من الداخل	أستاذ إدارة الأعمال المتفرغ-و عميد كلية التجارة "بنات" بتغهنا الأشرف الأسيق	أ.د / حنان إبراهيم النجار

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

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

أعضاء اللجنة

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

إهداء

إلى أسرتي أمي وروح أبي .. وزوجتي وأولادي... و إخوتي

شكر وتقدير

وفي النهاية فإنني احمد الله وأشكره على توفيقي في 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 معرفةً فقال (ص) من صنع إليكم معرفةً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه به فادعوا له حتى ترو أنكم قد كافأتموه كذلك أوصانا بعلمائنا خيراً. لهذا أتقدم بالشكر لأساتذتي الذين تعاهدوني بأدبهم وعلمهم وآخلاقهم ولذلك وجب على أن أتقدم لفضيلتهم بالشكر والتقدير وأخص منهم **أستاذي الفاضل: الأستاذ الدكتور حسين موسى راغب، أستاذ إدارة الأعمال بكلية رئيس** **القسم الأسبق؛** الذي أكن له كل حب واحترام، على تفضله بالإشراف على البحث وعلى حسن توجيهه وإرشاده، وما أبداه من آراء سديدة كان لها الفضل في تقيية البحث وتقديره. 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 العلمي والأدبى وتعاونته الصادقة لى، فقد سعد الباحث بتنبض سعادته 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 الإسلامي المصري ، لتنبض سعادته بقبول المشاركة في مناقشة الرسالة والحكم عليها فجزاه الله عنى خير الجزاء.

كما أتوجه بموفور الشكر وخلال التقدير إلى **أستاذي الدكتور حنان إبراهيم النجار** .
أستاذ التمويل بكلية التجارة (بنات) - جامعة الأزهر، لدعمها العلمي والأدبى لى ولتنبض لها بقبول الإشراف والمشاركة في مناقشة الرسالة والحكم عليها فجزاه الله عنى خير الجزاء .
كما أتوجه بالشكر لكل أساتذتي و زملائي بقسم إدارة الأعمال بكلية وأخص بالذكر **الأستاذ الدكتور عمرو أبو اليمين** لما قدمه لي من عون .

كما لا يفوتنى أنأشكر كل من عاونني كي يخرج هذا البحث على هذه الصورة فجزاهم الله جميعاً عن خير الجزاء
والله المستعان والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

ملخص الدراسة باللغة العربية

هدف الدراسة الى اختبار العلاقة بين التحيزات أو المتغيرات السلوكية (بنوعيها الادراكية والعاطفية) والمتغيرات المالية والاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم، كما هدفت إلى تطوير نموذج سلوكي ومالى واقتصادي للتنبؤ بسعر السهم.

وقد أجريت الدراسة على 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 على اسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد ومعامل الارتباط واختبارات (T) و (Ka^2) و (z) في معالجة بيانات الدراسة احصائياً.

وقد توصلت الدراسة إلى أن كل من المتغيرات المالية والاقتصادية الكلية تؤثر تأثيراً معنوياً ضعيفاً على أسعار الأسهم في حين تؤثر التحيزات أو المتغيرات السلوكية تأثيراً معنوياً قوياً عليها، كما طورت الدراسة نموذجاً سلوكياً ومالياً واقتصادياً 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
٥		
١٤٣-١	الجزء النظري	
٥٨-٢	الفصل الأول- مقدمة الدراسة: التطور التاريخي للتمويل التقليدي والتمويل السلوكي والتحيزات السلوكية	
٤	المبحث الأول- ماهية التمويل التقليدي	
٤	أولاً- مفهوم التمويل التقليدي.	
٥	ثانياً- نظريات التمويل التقليدي.	
٥	أ. نظرية المحفظة.	
٩	ب. نظرية أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .	
١٠	ج. نظرية المراجحة في التسعير.	
١٢	د. نظرية فروض السوق الكفاءة.	
١٥	هـ. نظرية المنفعة المتوقعة.	
٢٠	المبحث الثاني- ماهية التمويل السلوكي.	
٢٠	أولاً- مفهوم التمويل السلوكي.	
٢٢	ثانياً- التطور التاريخي للتمويل السلوكي.	
٣٠	ثالثاً- نظريات التمويل السلوكي.	
٣٠	أ. نظرية المنطقية المحدودة.	
٣٢	ب. نظرية التوقعات.	
٣٤	ج. نظرية اتخاذ القرارات.	
٣٦	رابعاً- أوجه الشبه والاختلاف بين التمويل التقليدي والتمويل السلوكي.	
٣٩	المبحث الثالث- التحيزات السلوكية.	
٣٩	أولاً- مفهوم التحيز.	
٤٠	ثانياً- أنواع التحيزات.	
٦٩-٥٩	الفصل الثاني- مشكلة وأهمية الدراسة وتنظيمها.	
٦٠	أولاً- مشكلة الدراسة.	
٦٤	ثانياً- أهداف الدراسة.	
٦٤	ثالثاً- أهمية الدراسة.	
٦٦	رابعاً- محدودات الدراسة.	
٦٧	خامساً- تنظيم الدراسة.	
١١٣-٧٠	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- فرض 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 الميداني لقائمة الاستقصاء.
173	ثانياً- اختبار صدق وثباتات قائمة الاستقصاء.
174	ثالثاً- الإحصاء الوصفي لعينة الدراسة.
186	رابعاً- الإحصاء الاستدلالي لعينة الدراسة.
186	أ- شروط الانحدار.
193	ب- اختيار الفرضيات المتعلقة بالتحيزات السلوكية.
205	ج- نتائج اختبار الفرضيات المتعلقة بالتحيزات السلوكية.
207	المبحث الثاني- نموذج مقترن للتنبؤ بسعر السهم.
207	أولاً- بناء النموذج المقترن 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.

ثالثاً- دراسات مستقبلية.

المراجع.

أولاً- المراجع باللغة العربية.

ثانياً- المراجع باللغة الانجليزية.

الملاحق.

218

242-220

221

223

62-1

7-2

25-8

51-26

60-52

62-61

• ملحق رقم (1) قائمة الاستقصاء

• ملحق رقم (2) جداول تلخيص الدراسات السابقة

• ملحق رقم (3) بيانات متغيرات الشركات

• ملحق رقم (4) بيانات المتغيرات الاقتصادية الكلية

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

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 المتأحية	شكل (8/6)
181	تصنيف المستثمرين حسب تحيز المحافظة على 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 والتحيزات 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.