



بسم الله الرحمن الرحيم

٥٠٠٥٥

تم رفع هذه الرسالة بواسطة / مني مغربي أحمد

بقسم التوثيق الإلكتروني بمركز الشبكات وتكنولوجيا المعلومات دون أدنى

مسؤولية عن محتوى هذه الرسالة.

ملاحظات: لا يوجد





كلية التجارة
الدراسات العليا

الأثر المتبادل لكفاءة السوق والتمويل السلوكي على عوائد الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية

The Mutual Effect of Market Efficiency and Behavioral Finance on the Returns of Stocks in the Egyptian Market

رسالة مقدمة للحصول على درجة وكتوراه الفلسفة في إقتصاد الأعمال

إعداد الباحثة

نيفين محمد إبراهيم الرئيس

تحت إشراف

الدكتور

الأستاذ الدكتور

محمد أحمد محمد وهدان

سعيد توفيق عبيد

أستاذ إقتصاد الأعمال المساعد

أستاذ التمويل والإقتصاد الالي

كلية التجارة - جامعة عين شمس

كلية التجارة - جامعة عين شمس

م ٢٠٢٢



كلية التجارة
الدراسات العليا

صفحة العنوان

اسم الباحثة: نيفين محمد إبراهيم الرئيس

عنوان الرسالة: الأثر المتبادل لكفاءة السوق والتمويل السلوكي على عوائد
الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية

الدرجة العلمية: دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

القسم التابع له: قسم إدارة الأعمال

اسم الكلية: كلية التجارة

الجامعة: عين شمس

سنة المذبح: ٢٠٢٢ م



كلية التجارة
الدراسات العليا

رسالة دكتوراه

اسم الباحثة: نيفين محمد إبراهيم الرئيس

عنوان الرسالة: الأثر المتبادل لفاءة السوق والتمويل السلوكي على عوائد

الأسماء المتداولة بالبورصة المصرية

الدرجة العلمية: دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

جئت مناقشة وأحكم على الرسالة

(مشرفاً ورئيساً)

• أ.د/ سعيد توفيق عبيد

أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة - جامعة عين شمس

(عضوأً)

• د/ طمان عرفات إبراهيم

أستاذ إدارة الأعمال المساعر بكلية التجارة - جامعة عين شمس

(مشرفاً بالاشتراك)

• د/ محمد أحمد وهدان

أستاذ إدارة الأعمال المساعر بكلية التجارة - جامعة عين شمس

(عضوأً)

• د/ بهاء الدين سعد

أستاذ إدارة الأعمال المساعر بكلية التجارة - جامعة حلوان

تاريخ مناقشة الرسالة: ٢٠٢٢ / /

الدراسات العليا

أجازت الرسالة:

ختم الإجازة:

بتاريخ: ٢٠٢٢ / /

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية

بتاريخ: ٢٠٢٢ / /

بتاريخ: ٢٠٢٢ / /

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
نَحْنُ عَلَيْهِ مَسْأَلَةٌ وَهُوَ بِمَا فِي أَهْلِهِ عَلَىٰ هُنَّ بِهِ شَاهِدُونَ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
أَنْتَ أَنْتَ دُمَيْجَةٌ حَمَارِيَّةٌ حَمَارِيَّةٌ

"وَقُلْ رَبِّ أَدْخِلْنِي مُدْخَلَ صِدْقٍ وَآخْرِ جِنِّي
مُخْرَجَ صِدْقٍ وَاجْعَلْ لِي مِنْ لَدُنْكَ
سُلْطَانًا نَصِيرًا"

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
بَشِّرَاقَ بَشِّرَاقَ الْعَظِيزِ

سورة الإسراء

الآية (٨٠)

كِتَابُ الْهُدَى

تهدي الباحثة هذه الرسالة إلى أستاذِي ومعلمِي ومن شجعني على السير في هذا الطريق، إلى من علمني أن العلم والدراسة أسمى شيء في الوجود، إلى من ضحى من أجلِي كثيراً بوقته وماله وجهده وعلمه لكي أصل إلى ما وصلت إليه، إلى من كان بمثابة طوف نجاة لي كلما تعرّضت للطريق، إلى من تعلمت على يديه الصبر والمثابرة مهما كان الطريق صعباً وطويلاً، إلى صاحب الفضل الأول بعد الله عز وجل في كل نجاح وصلت إليه، إلى والدي العزيز الدكتور / محمد إبراهيم الرئيس.

كما أهدي هذه الرسالة إلى من ساعدي وأفنت عمرها في سبيل نجاحي أنا وأخوتي، ولو لا وقوفها بجانبي طول فترة إعداد هذه الرسالة ما كنت أجزتها إلى أمي الحبيبة "نورهان أحمد أبو النجا".

كما أهدي هذه الرسالة إلى رفيق دربي وشريك حياته من ساعدي طول الوقت وتقاسمنا معاً هذا الطريق الصعب بنجاحاته وعثراته وكان دائماً داعماً لي طول الرحلة الصعبة زوجي وحبيب عمري د/شريف فاروق علوي.

ولا أستطيع أن أنسى من تحملوا معي الكثير رغم صغر سنهم أحبابي وزرعة
عمرى أبنائى محمد ويوسف حفظهم الله.

وأخيراً أحب أن أهدي هذه الرسالة لروح شخص وقف إلى جانبي كثيراً منذ طفولتي وكان بمثابة أب ثانٍ لي، إلى روح عمي العزيز دكتور / "صلاح الدين الرئيس".

شُكْرٌ وَّ قَرْتَرٌ

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لننهضي لو لا أن هدانا الله، والحمد لله كما ينبغي لجلال وجهه وعظمي سلطانه، أحمده وأستعينه وأستهديه، من يهده الله فلا مضل له، ومن يضل فلن تجد له ولياً مرشدًا، والصلة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين وأشرف الخلق أجمعين سيدنا محمد بن عبد الله وعلى آله وصحبه وعلى من تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

«بِحُكْمِ...»

بعد التوجيه بالشكر لله الذي أفضى على من كرمه، فمنحي من العطايا والنعم ما مكنتني من إنجاز هذه الرسالة، لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتوجه بالشكر إلى أستاذي الفاضل العظيم **الأستاذ الدكتور سعيد توفيق عبيد**، أستاذ التمويل والاستثمار بكلية، لما تکبده من عناء ومشقة في سبيل إخراج هذه الرسالة في صورتها الحالية، ولما شملني به من رعاية وحسن توجيه وإرشاد، وما غمرني به من علم وخلق، فقد كان وبحق نعم الأب وخير معلم، فلم يدخل بالوقت والجهد والإرشاد رغم مشاغله، فقد علمني وغرس عندي روح البحث والمثابرة، وأفضى على بلا حدود، وعرفاناً بفضلاته أتوجه لسيادته بأسمى آيات الشكر والتقدير والعرفان، ولا يسعني إلا أن أدعو له بموفور الصحة والعافية ومديد العمر، وليجعله الله مثاراً للعلم والباحثين، وسائل الله العلي العظيم أن يجعل ذلك في ميزان حسناته وأن يثبّط الله عنّي خير الجزاء والثواب.

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى **الدكتور محمد لطفي وهدان**، أستاذ الإدارة المساعد بكلية، لما غمرني به من نصح وإرشاد طوال فترة إعداد هذه الرسالة، فقد كان خير معلم، ولا أملك إلا أن أدعو له بدوام الصحة والعافية ومديد العمر، وليجعله الله مثاراً للعلم والباحثين، وأن يجزيه الله خير الجزاء.

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى أستاذي الفاضل **الدكتور بهاء الدين سعد**، أستاذ متفرغ بكلية التجارة - جامعة حلوان، أستاذى ومعلمي الذي تشرفت بقبوله لمناقشة هذه الرسالة رغم تعدد انشغالاته وهذا ما أضاف عليها قيمة من علمه جزاه الله عنّي خير الجزاء وجعله في ميزان حسناته.

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى أستاذتي الفاضلة **الدكتورة/ طمان عرفات**، أستاذ الإدارة المساعد بالكلية، على تفضيل سيادتها بقبول الاشتراك في لجنة الحكم على الرسالة، رغم تعدد مسؤولياتها، وكثرة مشاغلها، وهذا ما تعتبره الباحثة شرفاً عظيماً لها للاستفادة من آرائها العلمية القيمة، وفرصة طيبة للباحثة للنيل من فি�ض علمها الغزير، فلها مني جزيل الشكر والعرفان.

كما أتوجه بالشكر ووافر التقدير لجميع أساندتي في قسم الإدارة (إدارة مالية) بكلية التجارة - جامعة عين شمس، الذين لهم الفضل في التكوين والبناء العلمي للرسالة ومدى مساهمتهم خلال فترة دراستي داخل الكلية.

ولا يفوتنـي أن أتوجه بالشكر والتقدير إلى كل شخص قدّم المساعدة والعون لي في سبيل إنجاز هذه الرسالـة التطبيـقـية سواء بالمعلومات أو الدعم المعنـوي.

وأخـيراً، اللـهم إـنـي أـشـهـدـكـ أـنـى بـذـلتـ ما تـيسـرـ لـيـ مـنـ الجـهـدـ، فـإـنـ وـفـقـتـ فـبـفـضـلـ مـنـ عـنـدـكـ، وـإـنـ أـخـفـقـتـ فـمـنـ نـفـسـيـ، فـسـبـحـانـ مـنـ تـقـرـدـ بـالـكـمـالـ وـحـدـهـ، وـمـا تـوـفـيقـيـ إـلـاـ بـالـلـهـ العـزـيزـ الـحـكـيمـ، اللـهم اـجـعـلـ عـمـلـيـ هـذـاـ عـمـلـاـ مـقـبـولـاـ، وـسـعـيـ فـيـهـ مـرـضـيـاـ مـشـكـورـاـ، مـبـغـيـاـ بـهـ وـجـهـكـ الـكـرـيمـ، وـآخـرـ دـعـوـانـاـ أـنـ الـحـمـدـ اللـهـ رـبـ الـعـالـمـيـنـ.

الباحثة

مستخلص الدراسة

تهدف الدراسة إلى قياس تأثير كل من كفاءة السوق والعوامل السلوكية على عائد الأسهم وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٩، ونظرًا لما شهدته تلك الحقبة من تغيرات اقتصادية انعكست على أداء البورصة المصرية، وتمثل المتغيرات محل الدراسة العائد على الأسهم مقاساً بعائد مؤشر EGX30 المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية ومؤشر رأس المال السوقى ومؤشر السيولة وعدد الشركات المدرجة كمؤشرات للكفاءة السوق وأخيراً كل من سلوك القطبي والزخم كمقاييس للعوامل السلوكية.

وقد تم اختبار صحة الفروض محل الدراسة بالاعتماد على منهجية اختبار الانحدار المتعدد، كما قامت الباحثة بتطبيق عدد من الاختبارات الاحصائية للتحقق من سلامة النماذج وخلوها من المشاكل القياسية مثل الازدواجية الخطية، الارتباط الذاتي وثبات تبادل الباقي.

وقد أشارت النتائج إلى إنه يوجد تأثير معنوي إيجابي للكفاءة السوق مقاسة بمؤشر رأس المال السوقى على عائد الأسهم، بينما يوجد تأثير سلبي لسلوك القطبي عليها (يراعى أن سلوك القطبي تم قياسه بمتغير عكسي أي أن زيادة قيمة المتغير تعنى انخفاض تأثير القطبي والعكس صحيح)، بينما لم يكن هناك تأثير معنوي للزخم أو باقي مقاييس الكفاءة (مؤشر السيولة وعدد الشركات المدرجة) على عائد الأسهم.

الكلمات المفتاحية:

أسعار الأسهم - عائد الأسهم - المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية EGX30 - نظرية المحفظة - كفاءة السوق - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية - التمويل السلوكي - الاقتصاد السلوكي - نظرية المنفعة - سلوك القطبي - الزخم - العوامل السلوكية.

Abstract

The study aims to measure the mutual effect of both market efficiency and behavioral factors on the stocks return during the period from 2012 to 2019, and given the economic changes witnessed in that era that was reflected in the performance of the Egyptian Stock Exchange. The main indicators of the Egyptian Stock Exchange, the market capitalization index, the liquidity index, the number of listed companies as indicators of market efficiency, and finally both herd behavior and momentum as measures of behavioral factors.

The validity of the hypotheses under study was tested based on the multiple regression test methodology, and the researcher applied a number of statistical tests to verify the validity of the models and their freedom from standard problems such as linear duplication, autocorrelation and the stability of residual variance.

The results indicated that there is a positive significant effect of market efficiency measured by the market capitalization index on the stock return, while there is a negative impact of herd behavior on it (note that the herd behavior was measured with an inverse variable, meaning that the increase in the value of the variable means a decrease in the influence of the herd and vice versa), while there was no significant effect of momentum or other efficiency measures (liquidity index and number of listed companies) on stocks return.

Keywords:

Stocks Prices - Stocks Returns - EGX30 Index - Portfolio Theory - Market Efficiency - CAPM - Behavioral Finance - Behavioral Economic - Utility Theory - Herd Behavior - Momentum - Behavior Factors.

محتويات الدراسة

الصفحة	الموضوع	
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة		
١	مقدمة الدراسة	أولاً
٢	الدراسات السابقة	ثانياً
١٦	مشكلة الدراسة	ثالثاً
١٨	فرضيّة الدراسة	رابعاً
١٩	هدف الدراسة	خامساً
١٩	أهمية الدراسة	سادساً
٢٠	أسلوب الدراسة	سابعاً
٢٠	أساليب القياس	ثامناً
٢٢	حدود الدراسة	تاسعاً
الفصل الثاني: أدبيات الدراسة النظرية		
٢٣	المقدمة	
٢٤	المبحث الأول	القرار الاستثماري في ظل عدم التأكيد
٢٤	١-١	مفهوم قرار الاستثمار
٢٤	٢-١	ماهية اتخاذ القرار وخطواته
٢٧	٣-١	اتخاذ قرار الاستثمار المالي
٢٩	٤-١	الأساليب المستخدمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في حالة المخاطرة
٣٠	المبحث الثاني	النظريات التقليدية للتمويل
٣٠	١-٢	نظرية المحفظة المالية
٣٢	٢-٢	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
٣٨	المبحث الثالث	نظرية كفاءة الأسواق والانتقادات الموجهة لها
٣٨	١-٣	مفهوم كفاءة الأسواق المالية
٤٠	٢-٣	أنواع كفاءة الأسواق المالية
٤١	٣-٣	سمات كفاءة الأسواق المالية
٤١	٤-٣	خصائص السوق الكفاءة

محتويات الدراسة

الصفحة	الموضوع	
٤٣	العوامل المعاينة لتحقيق كفاءة الأسواق المالية	٥-٣
٤٤	مستويات كفاءة الأسواق المالية	٦-٣
٤٥	الانتقادات التي وجهت إلى نظرية كفاءة الأسواق المالية	٧-٣
٤٩	نظريّة التمويل السلوكي	المبحث الرابع
٤٩	مفهوم التمويل السلوكي	١-٤
٥١	اقسام نظرية التمويل السلوكي	٢-٤
٥١	الفرضيات الأساسية التي تستند عليها نظرية التمويل السلوكي	٣-٤
٥٣	نظريات التمويل السلوكي	٤-٤
٥٨	ماهية العوامل (التحيزات) السلوكية وأهمية دراستها	٥-٤
٥٩	أهم أنواع التحيزات السلوكية المنتشرة	٦-٤
٦٦	عوائد الأسهم	المبحث الخامس
٦٦	ماهية الأسواق المالية	١-٥
٦٧	أنواع أسواق الأوراق المالية	٢-٥
٦٧	الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية	٣-٥
٦٩	مؤشرات الأسواق المالية	٤-٥
٧٢	الخلاصة	

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

المقدمة	أولاً
٧٣	أهمية الدراسة التطبيقية
٧٣	فروض الدراسة التطبيقية
٧٤	أهداف الدراسة التطبيقية
٧٥	تحديد مجتمع البحث و اختيار العينة محل الدراسة
٧٥	حدود الدراسة التطبيقية
٧٥	متغيرات الدراسة ومصادر البيانات
٧٦	الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة
٧٨	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة و اختبار استقرار البيانات
٧٨	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة
	ثانياً
	ثالثاً
	رابعاً
	خامساً
	سادساً
	سابعاً
	ثامناً
	تاسعاً
	أ

محتويات الدراسة

الصفحة	الموضوع	
٨٠	اختبار استقرار البيانات	ب
٨١	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	ج
٨٢	اختبار الفروض	عاشرًا
٩٤	الخلاصة	
الفصل الرابع: النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية		
٩٥	النتائج	أولاً
٩٦	التوصيات	ثانياً
٩٦	الدراسات المستقبلية	ثالثاً
قائمة المراجع		
٩٧	المراجع العربية	أولاً
١٠٢	المراجع الأجنبية	ثانياً
ملحق الدراسة		
١٠٧	الملحق الاحصائي	
ملخصات الدراسة		
١	ملخص الدراسة باللغة العربية	
١	ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية	

فهرس الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
١	متغيرات البحث ورموزها وطريقة قياسها	٧٥
٢	نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٩	٧٨
٣	نتائج اختبار استقرار بيانات الدراسة عند المستوى	٨٠
٤	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الأول خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ حتى ديسمبر ٢٠١٩	٨٣
٥	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الثاني خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ حتى ديسمبر ٢٠١٩	٨٦
٦	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الثالث خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ حتى ديسمبر ٢٠١٩	٨٨
٧	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الرابع خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ حتى ديسمبر ٢٠١٩	٩٠
٨	ملخص نتائج اختبارات الفروض	٩٣