



بسم الله الرحمن الرحيم

∞∞∞∞

تم رفع هذه الرسالة بواسطة / مني مغربي أحمد

بقسم التوثيق الإلكتروني بمركز الشبكات وتكنولوجيا المعلومات دون أدنى

مسئولية 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 إدارة الأعمال

إعداد الباحثة

نيفين محمد إبراهيم الرئيس

تحت إشراف

الدكتور

محمد أحمد محمد وهدان

أستاذ إدارة الأعمال المساعد
لكلية التجارة- جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور

سعيد توفيق عبيد

أستاذ التمويل والإدارة المالية
لكلية التجارة- جامعة عين شمس

٢٠٢٢م



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 المنح: ٢٠٢٢م



كلية التجارة
الدراسات العليا

رسالة دكتوراه

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

لجنة المناقشة وأحكم على الرسالة

■ أ.د/ سعيد توفيق عبيد (مشرفاً ورئيساً)

أستاذ التمويل وإدارة الأعمال بكلية التجارة - جامعة عين شمس

■ د/ طمان عرفات إبراهيم (عضواً)

أستاذ إدارة الأعمال (المساعد بكلية التجارة - جامعة عين شمس)

■ د/ محمد أحمد وهدان (مشرفاً بالاشتراك)

أستاذ إدارة الأعمال (المساعد بكلية التجارة - جامعة عين شمس)

■ د/ بهاء الدين سعد (عضواً)

أستاذ إدارة الأعمال (المساعد بكلية التجارة - جامعة حلوان)

تاريخ مناقشة الرسالة: / / ٢٠٢٢

الدراسات العليا

أجيزت الرسالة: ختم الإجازة:

بتاريخ: / / ٢٠٢٢

موافقة مجلس الجامعة

بتاريخ: / / ٢٠٢٢

موافقة مجلس الكلية

بتاريخ: / / ٢٠٢٢

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

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

صَبْرًا وَاللَّهُ الْعَظِيمُ

سورة الإسراء

الآية (٨٠)

إِهْدَاء

تهدي الباحثة هذه الرسالة إلى أستاذي ومعلمي ومن شجعني على السير في هذا الطريق، إلى من علمني أن العلم والدراسة أسمى شيء في الوجود، إلى من ضحى من أجلي كثيراً بوقته وماله وجهده وعلمه لكي أصل إلى ما وصلت إليه، إلى من كان بمثابة طوق نجاة لي كلما تعثر الطريق، 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 ساعدتني وأفنت عمرها في سبيل نجاحي أنا وأخوتي، ولولا وقوفها بجاني طول فترة إعداد هذه الرسالة ما كنت انجزتها إلى أمي الحبيبة "نورهان أحمد أبو النجا".

كما أهدي هذه الرسالة الي رفيق دربي وشريك حياتي من ساعدني طول الوقت وتقاسمنا معا 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 عمري ابنائي محمد ويوسف حفظهم الله.

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

شكر وتقدير

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، و الحمد لله كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه، أحمده وأستعينه وأستهديه، من يهده الله فلا مضل له، ومن يضلل فلن تجد له ولياً مرشداً، والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين وأشرف الخلق أجمعين سيدنا محمد بن عبد الله وعلى آله وصحبه وعلى من تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

وبعد ،،،

بعد التوجه بالشكر لله الذي أفاض على من كرمه، فمنحني 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 بالكلية، لما تكبده 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 يخل بالوقت والجهد والإرشاد رغم مشاغله، فقد علمني وغرس عندي روح البحث والمثابرة، وأفاض على بلا حدود، وعرفاناً بفضلله أتوجه لسيادته بأسمى آيات الشكر والتقدير والعرفان، ولا يسعني إلا أن أدعو له بموفور الصحة والعافية ومديد العمر، وليجعله الله مناراً للعلم والباحثين، وأسأل الله العلي العظيم أن يجعل ذلك في ميزان حسناته وأن يثيبه الله عني خير الجزاء والثواب.

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى **الدكتور/ محمد لطفي وهدان**، أستاذ الإدارة المساعد بالكلية، 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 مناراً للعلم والباحثين، وأن يجزيه الله خير الجزاء.

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

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى أستاذتي الفاضلة **الدكتورة/ طمان عرفات**، أستاذ الإدارة المساعد بالكلية، على تفضل 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 فيض علمها الغزير، فلها مني جزيل الشكر والعرفان.

كما أتوجه بالشكر ووافر التقدير لجميع أساتذتي 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 يفوتني أن أتوجه بالشكر والتقدير إلى كل شخص قدم المساعدة والعون لي في سبيل إنجاز هذه الرسالة التطبيقية سواء بالمعلومات أو الدعم المعنوي.

وأخيراً، اللهم إني أشهدك أنني بذلت ما تيسر لي من الجهد، فإن وفقت فبفضل من عندك، وإن أخفقت فمن نفسي، فسبحان من تفرد بالكمال وحده، وما توفيقي إلا بالله العزيز الحكيم، اللهم اجعل عملي هذا عملاً مقبولاً، وسعيي فيه مرضياً مشكوراً، مبتغياً به وجهك الكريم، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

الباحثة

مستخلص الدراسة

تهدف الدراسة إلى قياس تأثير كل من كفاءة السوق والعوامل السلوكية على عوائد الأسهم وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٩، ونظراً 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 السوقي ومؤشر السيولة وعدد الشركات المدرجة كمؤشرات لكفاءة السوق وأخيراً كل من سلوك القطيع 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 تباين البواقي.

وقد أشارت النتائج إلى إنه يوجد تأثير معنوي إيجابي لكفاءة السوق مقاسة بمؤشر رأس المال السوقي على عائد الأسهم، بينما يوجد تأثير سلبي لسلوك القطيع عليها (يراعى أن سلوك القطيع تم قياسه بمتغير عكسي أي أن زيادة قيمة المتغير تعني انخفاض تأثير القطيع 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 القطيع - 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	فروض 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	القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد	المبحث الأول
٢٤	مفهوم قرار الاستثمار	١-١
٢٤	ماهية اتخاذ القرار وخطواته	٢-١
٢٧	اتخاذ قرار الاستثمار المالي	٣-١
٢٩	الأساليب المستخدمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في حالة المخاطرة	٤-١
٣٠	النظريات التقليدية للتمويل	المبحث الثاني
٣٠	نظرية المحفظة المالية	١-٢
٣٢	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	٢-٢
٣٨	نظرية كفاءة الأسواق والانتقادات الموجهة لها	المبحث الثالث
٣٨	مفهوم كفاءة الأسواق المالية	١-٣
٤٠	أنواع كفاءة الأسواق المالية	٢-٣
٤١	سمات كفاءة الأسواق المالية	٣-٣
٤١	خصائص السوق الكفء	٤-٣

الصفحة	الموضوع	
٤٣	العوامل المعيقة 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	نظرية 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		
٧٣	المقدمة	أولاً
٧٣	أهمية الدراسة التطبيقية	ثانياً
٧٣	فروض الدراسة التطبيقية	ثالثاً
٧٤	أهداف الدراسة التطبيقية	رابعاً
٧٥	تحديد مجتمع البحث واختيار العينة محل الدراسة	خامساً
٧٥	حدود الدراسة التطبيقية	سادساً
٧٥	متغيرات الدراسة ومصادر البيانات	سابعاً
٧٦	الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة	ثامناً
٧٨	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة واختبار استقرار البيانات	تاسعاً
٧٨	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	أ

الصفحة	الموضوع	
٨٠	اختبار استقرار البيانات	ب
٨١	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	ج
٨٢	اختبار الفروض	عاشراً
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
ملاحق الدراسة		
١٠٧	الملحق الإحصائي	
ملخصات الدراسة		
١	ملخص الدراسة باللغة العربية	
1	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 وحتى ٢٠١٩	٧٨
٣	نتائج اختبار استقرار بيانات الدراسة عند المستوى	٨٠
٤	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الأول خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٩	٨٣
٥	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الثاني خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٩	٨٦
٦	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الثالث خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٩	٨٨
٧	نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفرض الرابع خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٩	٩٠
٨	ملخص نتائج اختبارات الفروض	٩٣