



شبكة المعلومات الجامعية  
التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم

# بسم الله الرحمن الرحيم



**MONA MAGHRABY**



شبكة المعلومات الجامعية  
التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم



# شبكة المعلومات الجامعية التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم



**MONA MAGHRABY**



شبكة المعلومات الجامعية  
التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم

# جامعة عين شمس

## التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم

### قسم

نقسم بالله العظيم أن المادة التي تم توثيقها وتسجيلها  
علي هذه الأقراص المدمجة قد أعدت دون أية تغيرات



### يجب أن

تحفظ هذه الأقراص المدمجة بعيدا عن الغبار



**MONA MAGHRABY**



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

## نموذج مقترح لتسعير المخاطرة في ظل سلوك القطيع

## A Proposed Model for the Pricing of Risk under Herding Behaviour

رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

إعداد الباحث

مصطفى حسين عبدالله الرحمن

مدرس مساعد - قسم إدارة الأعمال

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

تحت إشراف

الدكتور

محمود حامد عبد العال

مدرس إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعته عين شمس

الأستاذ الدكتور

محمود عبد الهادي صبح

أستاذ التمويل والإدارة المالية

كلية التجارة - جامعته عين شمس

2021 م



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

## صفحة العنوان

اسم الباحث : مصطفى حسين عبدالله عبدالرحمن

عنوان الرسالة: نموذج مقترح لتسعير المخاطرة في ظل سلوك  
القطيع

الدرجة العلمية : دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

القسم التابع له : قسم إدارة الأعمال

إسم الكلية : كلية التجارة

الجامعة : عين شمس

سنة المنح : 2021



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

## رسالة دكتوراه

اسم الباحث : مصطفى حسين عبدالله الرحمن  
عنوان الرسالة: نموذج مقترح لتسعير المخاطرة في ظل سلوك القطيع  
الدرجة العلمية : دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

### لجنة المناقشة والمحكم علمي الرسالة

- الأستاذ الدكتور: محمود عبد الهادي صبح مشرفاً ورئيساً  
أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة -جامعة عين شمس
- الأستاذ الدكتور/ نادر البير فانوس محضواً  
أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة -جامعة عين شمس
- الأستاذ الدكتور/ أحمد فهمي أبو القمصان محضواً  
أستاذ التمويل والإدارة المالية بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

تاريخ مناقشة الرسالة : 2021 / 5 / 8

### الدراسات العليا

أجيزت الرسالة :

ختم الإجازة

بتاريخ : / / 2021

موافقة مجلس الجامعة :

بتاريخ : / / 2021

موافقة مجلس الكلية :

بتاريخ : / / 2021

## إهداء

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء دون إنتظار .. إلى من أحمل أسمه بكل إفتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان قطافها بعد طول إنتظار.

### والدى العزيز

إلى معنى الحب والحنان والتفاني .. إلى بسمه الحياة وسر الوجود إلى من كان دعاؤها سر نجاحي إلى من ركع العطاء أمام قدميها وأعطتنا من دمها وروحها وعمرها حباً وتصميماً ودفعاً لغد أجمل إلى الغالية التي لا نرى الأمل إلا من عينيها إلى أغلى ما في الوجود..

### أُمى الحبيبة

إلى رفيقا دربي، هذه الحياة بدونكما لاشيء، معكما أكون أنا وبدونكما أكون مثل أى شيء

### أخى محمود وأختى الزهراء

إلى خير متاع الدنيا ونعيم الآخرة .. إلى رفيقة دربي.

### زوجتى الحبيبة

### إلى أولادى معاذ ورودنيا

## شكر وتقدير

يتقدم الباحث بأسمى آيات الشكر والتقدير إلى كل من أضاء بعلمه عقل غيره، أو هدى بالجواب الصحيح حيرة سائليه، فأظهر بسماحته تواضع العلماء، وبرحابته سماحة العارفين. وأخص بالشكر **معالي الأستاذ الدكتور/ محمود عبدالهادي صبح** الذي لم يدخر جهداً في مساعدتي، فله من الله الأجر ومنى كل تقدير حفظه الله وامتعه بالصحة والعافية ونفعنا بعلمه. وأسأل الله أن ينفعه بما علمه، وأن يعلمه ما ينفعه، وأن يزيده علماً.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير لكل من **معالي الأستاذ الدكتور/ نادر البير فانوس** أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة -جامعة عين شمس، و**معالي الأستاذ الدكتور/ أحمد فهمي أبوالمصان** أستاذ التمويل والإدارة المالية بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية على تفضلهما الكريم بالموافقة على عضوية لجنة المناقشة والحكم.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير للسيد الدكتور / محمود حامد عبدالعال لمشاركته في إمداد الباحث بالكثير من التوجيهات والنصائح التي ساعدت في إثراء وتقديم هذا البحث.

والله ولي التوفيق



## مستخلص

مصطفى حسين عبدالله عبدالرحمن، نموذج مقترح لتسعير المخاطرة في ظل سلوك القطيع، دكتوراه إدارة أعمال، جامعة عين شمس- كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، 2021.

يهدف البحث إلى تقديم نموذج مقترح لتسعير المخاطرة في ظل تواجد سلوك القطيع بين المستثمرين، وذلك من خلال إضافة عامل خطر إضافي مقترح وهو سلوك القطيع إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونموذج فاما فرنش ثلاثي العوامل.

ولقد تم إتباع منهاج وصفي من خلال وضع هيكل نظري لأبعاد فروض البحث مع مزجه في دراسة تطبيقية.

وتقوم فروض البحث على إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونموذج فاما فرنش ثلاثي العوامل في صورتها الأصلية وأيضاً في صورتها المعدلة بعد إدخال عامل سلوك القطيع كعامل خطر إضافي إلى الصورة الأصلية لهذه النماذج ومدى قدرتهم على تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة. وقد تم قياس سلوك القطيع باستخدام منهجية (Hwang & Salmon 2004) والتي تعتمد على تطبيق نموذج فضاء الحالة والذى من خلاله يمكن تقدير سلوك القطيع من خلال الانحراف المعياري المقطعي لقيم بيتا Cross Sectional Standard deviation of betas.

وقد إعتمدت الدراسة التطبيقية على عينة من الأسهم مكونة من 50 سهماً من الأسهم المدرجة في مؤشر EGX100 في سوق الأوراق المالية المصرية، وقد تم استخدام تحليل إنحدار السلاسل الزمنية وتحليل الإنحدار القطاعي المستعرض cross sectional regression وهو ما يسمى Tow Way Methods لإختبار فروض البحث.

وقد توصلت الدراسة إلى عدم صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ونموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل (Fama & French 1993) للتطبيق في سوق الأوراق المالية المصرية وذلك في صورتها الأصلية وأيضاً في صورتها المعدلة بعد إدخال عامل سلوك القطيع كعامل خطر إضافي، وهو ما يشير إلى أن عامل السوق وعامل الحجم وعامل القيمة وعامل القطيع ليست من محددات العائد المتوقع على الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية.

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، نموذج فاما فرنش ثلاثي العوامل Fama & French (1993)، معامل بيتا، عامل السوق، عامل الحجم، عامل القيمة، سلوك القطيع، محفظة القطيع، منهجية (Hwang & Salmon 2004)، نموذج فضاء الحالة، الانحراف المعياري المقطعي لقيم بيتا.

## Abstract

Mustafa Hussein Abd alla, A Proposed Model for the Pricing of Risk under Herding Behaviour, Ph.D. of Business Administration, Ain Shams University - Faculty of Business, Department of Business Administration, 2021.

The research aims to present a proposed model for the Pricing of Risk under Herding behaviour, by adding an additional proposed risk factor which is herding behavior to the capital asset pricing model CAPM and the three-factor Fama French model. A descriptive approach was followed by setting up a theoretical structure for the research hypotheses with an empirical study.

The research hypotheses are based on testing the CAPM model and the Fama French three-factor model in their original form and also in their modified form after adding a proposed risk factor which is herding behavior as an additional risk factor to the original form of these models. Herding behaviour was measured using the Hwang & Salmon (2004) methodology, which uses the state space model through which the herding behaviour can be estimated through the cross sectional standard deviation of betas.

The study used a sample consisting of 50 stocks listed in the EGX100 index on the Egyptian Stock Exchange, time series regression analysis and cross sectional regression analysis, which is called Tow Way Methods, were used to test the research hypotheses.

The study concluded that the capital asset pricing model (CAPM) and the three-factor model Fama & French (1993) were not valid for application in the Egyptian stock market in their original form and also in their modified form after introducing the herding behaviour factor as an additional risk factor, which indicates that Market factor, size factor, value factor and herding factor are not among the determinants of the expected return on stocks in the Egyptian stock market.

---

**Keywords:** Capital Asset Pricing Model (CAPM), Fama & French Three-Factor Model (1993), Beta Coefficient, Market Factor, Size Factor, Value Factor, Herding Behaviour, Herding Portfolio, Hwang & Salmon (2004) Methodology, State Space Model, Cross Sectional Standard deviation of betas.

قائمة المحتويات	
الفصل الأول : الإطار العام للبحث	
أ	إهداء
ب	شكر وتقدير
ج	مستخلص
هـ	Abstract
و	قائمة المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الملاحق
ك	قائمة المصطلحات
2	مقدمة
3	أولاً: الإطار النظري للدراسة
3	1. نماذج تسعير الأصول الرأسمالية
13	2- التمويل السلوكي في النظرية المالية الحديثة
15	2-1 مفهوم التمويل السلوكي
21	2-2 سلوك القطيع في الأسواق المالية
35	3- خلاصة الإطار النظري للبحث
36	ثانياً: مشكلة البحث
37	ثالثاً: فروض البحث
38	رابعاً: أهمية البحث
39	خامساً: أهداف البحث
39	سادساً: منهج البحث
40	سابعاً: حدود البحث
الفصل الثاني: الدراسات السابقة	
43	أولاً: دراسات متعلقة بنموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM

55	ثانياً: دراسات متعلقة بعامل الحجم والقيمة
77	ثالثاً: دراسات متعلقة بنموذج العوامل الثلاثة (Fama & French (1993
96	رابعاً : دراسات ساهمت في وضع مقاييس لسلوك القطيع في الأسواق المالية
105	خامساً : دراسات متعلقة بسلوك القطيع في سوق الأوراق المالية
	<b>الفصل الثالث : الإطار المقترح والدراسة التطبيقية</b>
123	أولاً: النموذج المقترح
123	1- النموذج المقترح في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
124	2- النموذج المقترح في ظل نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل
125	ثانياً: بيانات البحث
125	1. مجتمع وعينة البحث
125	2. الفترة الزمنية
126	3. مصادر الحصول على البيانات
126	ثالثاً: متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
126	1. قياس سلوك القطيع
129	2. عامل القيمة الدفترية / القيمة السوقية book-to-market
130	3. عامل الحجم size factor
130	4. بناء محفظة الحجم ومحفظة القيمة في نموذج (Fama & French (1993
132	5. مؤشر سلوك القطيع
132	رابعاً: الاختبارات الإحصائية للنماذج في صورتها الأصلية والمقترحة
132	1. اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في صورته الأصلية والمقترحة
132	أ- اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في صورته الأصلية:
134	ب- اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في صورته المعدلة:
136	2. اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في صورته الأصلية والمقترحة
136	أ- اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في صورته الأصلية
138	ب- اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في صورته المعدلة

140	خامساً: نتائج إختبار سلوك القطيع
143	سادساً: نتائج إختبار فروض البحث
143	إختبار الفرض الأول
147	إختبار الفرض الثانى
152	إختبار الفرض الثالث
155	إختبار الفرض الرابع
<b>الفصل الرابع : الخلاصة والتوصيات</b>	
161	أولاً: خلاصة منهاج البحث
163	ثانياً: خلاصة نتائج البحث وتفسيرها
163	1- إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فى صورته الأصلية والمقترحة
164	2- إختبار نموذج فاما فرنش ثلاثى العوامل فى صورته الأصلية والمقترحة.
164	ثالثاً: التوصيات
167	قائمة المراجع
192	الملاحق
--	ملخص باللغة العربية
--	ملخص باللغة الانجليزية

## قائمة الجداول

م	عنوان الجدول	رقم الصفحة
1	محفظة أسهم الشركات التي يظهر بها سلوك القطيع بين المستثمرين	140
2	نتائج تطبيق نموذج فضاء الحالة لأسهم الشركات التي يظهر بها سلوك القطيع	141
3	محفظة أسهم الشركات التي لا يظهر بها سلوك القطيع بين المستثمرين	142
4	نتائج تطبيق نموذج فضاء الحالة لأسهم الشركات التي لا يظهر بها سلوك القطيع	142
5	قيم معامل المخاطر المنتظمة بيتا ( $\beta$ ) لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في صورته الأصلية	144
6	قيم معامل المخاطر المنتظمة بيتا ( $\beta$ ) لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في صورته المقترحة	148
7	تقدير عوامل الخطر لنموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في صورته الأصلية	152
8	تقدير عوامل الخطر لنموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل Fama & French (1993) المقترح	156
9	ملخص نتائج إختبار نماذج التسعير المستخدمة في صورتها الأصلية	163
10	ملخص نتائج إختبار نماذج التسعير المستخدمة في صورتها المقترحة	164